

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

-----∞-----

NGUYỄN THỊ VÂN ANH

**CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH
HÀNG TIÊU DÙNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM**

Ngành đào tạo: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI - 2026

Công trình được hoàn thành tại: HỌC VIỆN TÀI CHÍNH, Hà Nội - 2026

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. PGS,TS. Phạm Thị Thanh Hòa
- 2. PGS,TS. Đào Thị Thanh Bình

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính vào hồi giờ ngày tháng năm 2026.

Có thể tìm hiểu luận án tại:

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

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài luận án

Nguồn vốn là một trong những điều kiện quan trọng bảo đảm sự hình thành, duy trì và phát triển của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp phải lựa chọn sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu để hình thành CCNV. Việc sử dụng nợ có thể giúp doanh nghiệp đáp ứng nhu cầu vốn và khai thác lợi ích từ việc sử dụng nợ, nhưng đồng thời làm gia tăng nghĩa vụ tài chính, chi phí phá sản và rủi ro vỡ nợ. Ngược lại, nếu hạn chế sử dụng nợ, doanh nghiệp có thể giảm áp lực tài chính nhưng cũng có thể chưa khai thác đầy đủ lợi ích của nguồn tài trợ này. Do đó, vấn đề quan trọng không chỉ là huy động đủ vốn mà còn là lựa chọn sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu phù hợp nhằm cân bằng giữa lợi ích và rủi ro của việc sử dụng nợ. Đây cũng là lý do CCNV luôn là một trong những vấn đề trọng tâm của quản trị tài chính doanh nghiệp.

Đối với Việt Nam, ngành hàng tiêu dùng có nhiều điều kiện thuận lợi để tiếp tục phát triển cùng với sự gia tăng thu nhập, quá trình đô thị hóa và sự mở rộng của tầng lớp tiêu dùng. McKinsey dự báo Việt Nam có thể có thêm khoảng 36 triệu người gia nhập tầng lớp tiêu dùng trong thập kỷ đến năm 2030; tỷ lệ dân số thuộc nhóm này có thể tăng từ khoảng 40% lên gần 75%. Cùng với đó, dân số đô thị dự kiến tăng thêm khoảng 10 triệu người và các đô thị có thể đóng góp khoảng 90% mức tăng tiêu dùng trong giai đoạn này. Những dự báo gần đây tiếp tục cho thấy tiềm năng của thị trường: PwC cho rằng Việt Nam có thể trở thành thị trường tiêu dùng lớn thứ 11 thế giới vào năm 2030 với khoảng 80 triệu người tiêu dùng, tăng 34% so với năm 2024. Những xu hướng này cho thấy dư địa phát triển đáng kể đối với các doanh nghiệp cung cấp hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tại Việt Nam.

Bên cạnh sự mở rộng về quy mô, thị trường tiêu dùng Việt Nam còn đang thay đổi nhanh chóng về cơ cấu và hành vi tiêu dùng. Sự phát triển của công nghệ số, thương mại điện tử và các kênh phân phối mới đang làm thay đổi cách thức người tiêu dùng tiếp cận, lựa chọn và mua sắm hàng hóa, dịch vụ. Đáng chú ý, McKinsey dự báo nhóm người tiêu dùng thuộc thế hệ số, bao gồm thế hệ Y và thế hệ Z, có thể đóng góp khoảng 40% tiêu dùng của Việt Nam vào năm 2030. Những thay đổi này vừa mở ra cơ hội tăng trưởng, vừa đặt ra yêu cầu đối với doanh nghiệp trong việc mở rộng quy mô, đổi mới sản phẩm, phát triển hệ thống phân phối và thích ứng với phương thức kinh doanh mới. Đồng thời, hoạt động của doanh nghiệp vẫn chịu tác động của biến động sức mua, chi phí đầu vào, cạnh tranh và những thay đổi của môi trường kinh doanh. Vì vậy, khả năng huy động và sử dụng nguồn vốn phù hợp ngày càng có ý nghĩa đối với sự phát triển của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng.

Trong bối cảnh đó, bài toán nguồn vốn không chỉ dừng lại ở việc doanh nghiệp có huy động được vốn để đáp ứng nhu cầu hoạt động và tăng trưởng hay không, mà còn đặt ra yêu cầu lựa chọn nguồn tài trợ phù hợp. Gia tăng sử dụng nợ có thể tạo điều kiện để doanh nghiệp tận dụng các cơ hội đầu tư và mở rộng hoạt động mà không phải gia tăng tương ứng vốn chủ sở hữu, nhưng đồng thời làm tăng nghĩa vụ thanh toán và rủi ro

tài chính. Đặc biệt, các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng không đồng nhất về quy mô, khả năng sinh lời, đặc điểm tài sản, nhu cầu vốn và mức độ rủi ro; do đó mức độ sử dụng nợ phù hợp cũng khó có thể giống nhau giữa các doanh nghiệp. Điều này cho thấy việc sử dụng một tỷ lệ CCNV chung làm chuẩn cho toàn ngành khó phản ánh đầy đủ trạng thái và điều kiện của từng doanh nghiệp.

Do đó, để có cơ sở hoàn thiện CCNV, việc xác định mức CCNV tối ưu phù hợp với điều kiện của từng doanh nghiệp làm cơ sở tham chiếu, từ đó đánh giá CCNV thực tế đang cao hơn hay thấp hơn và cách mức tối ưu bao nhiêu là cần thiết. Đồng thời, CCNV và việc sử dụng nợ luôn gắn với rủi ro vỡ nợ. Hai doanh nghiệp có tỷ lệ nợ tương đương vẫn có thể đối mặt với mức độ rủi ro khác nhau do sự khác biệt về giá trị và mức độ biến động của tài sản, nghĩa vụ nợ và các đặc điểm tài chính. Vì vậy, việc xem xét xác suất vỡ nợ bổ sung một khía cạnh rủi ro cần thiết cho đánh giá CCNV, bên cạnh việc xác định mức độ và chiều sai lệch giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu.

Xuất phát từ những lý do trên, đề tài ***“Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam”*** có ý nghĩa cả về mặt lý luận và thực tiễn.

2. Mục tiêu và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu tổng quát

Mục tiêu nghiên cứu của luận án là hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam.

Mục tiêu nghiên cứu cụ thể

Để đạt được mục tiêu tổng quát, luận án hướng tới các mục tiêu cụ thể sau:

Thứ nhất, làm rõ đặc điểm và thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam trên cả cơ sở giá trị sổ sách và giá trị thị trường.

Thứ hai, xác định mức cơ cấu nguồn vốn tối ưu của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam theo mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996), qua đó đánh giá mức độ phù hợp giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Thứ ba, đánh giá rủi ro tài chính của các doanh nghiệp thông qua xác suất vỡ nợ và mức độ sai lệch giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế với cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Thứ tư, xác định các yếu tố ảnh hưởng đến khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam.

Thứ năm, đề xuất các khuyến nghị có cơ sở khoa học và thực tiễn nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam.

Nhiệm vụ nghiên cứu

Để thực hiện các mục tiêu trên, luận án tập trung thực hiện các nhiệm vụ nghiên cứu chủ yếu sau:

Một là, tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước liên quan đến cơ cấu nguồn vốn, cơ cấu nguồn vốn tối ưu, rủi ro vỡ nợ và khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế với cơ cấu nguồn vốn tối ưu; từ đó xác định khoảng trống nghiên cứu và xây dựng cơ sở lý thuyết cho luận án.

Hai là, xây dựng khung phân tích và hệ thống chỉ tiêu đo lường cơ cấu nguồn vốn, cơ cấu nguồn vốn tối ưu, xác suất vỡ nợ và khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế với cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Ba là, phân tích thực trạng cơ cấu nguồn vốn thực tế theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu; hiệu chỉnh các tham số và áp dụng mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996) để ước lượng cơ cấu nguồn vốn tối ưu và xác suất vỡ nợ của từng doanh nghiệp trong từng thời kỳ.

Bốn là, đo lường khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế theo giá trị thị trường và cơ cấu nguồn vốn tối ưu; phân loại các doanh nghiệp theo trạng thái sử dụng nợ cao hơn, thấp hơn hoặc gần mức tối ưu; xây dựng và kiểm định mô hình kinh tế lượng nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

Năm là, tổng hợp và đối chiếu các kết quả thực nghiệm để nhận diện những vấn đề tồn tại trong cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam.

Sáu là, xây dựng các khuyến nghị phù hợp với trạng thái cơ cấu nguồn vốn và đặc điểm rủi ro của doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam

3. Câu hỏi nghiên cứu

Câu hỏi 1: Cơ cấu nguồn vốn thực tế theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam có đặc điểm như thế nào?

Câu hỏi 2: Cơ cấu nguồn vốn tối ưu của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam theo mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996) được xác định như thế nào, và cơ cấu nguồn vốn thực tế sai lệch ra sao so với mức tối ưu?

Câu hỏi 3: Xác suất vỡ nợ của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam ở mức nào và phản ánh như thế nào về rủi ro tài chính của doanh nghiệp?

Câu hỏi 4: Những yếu tố nào ảnh hưởng đến khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam?

Câu hỏi 5: Cần có những khuyến nghị gì nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam?

4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận án là cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp.

Phạm vi nghiên cứu

+ Về không gian: Luận án nghiên cứu 101 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

+ Về thời gian: Luận án nghiên cứu CCNV của 101 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 10 năm từ năm 2015 đến năm 2024.

+ Về nội dung: Luận án tập trung nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam, bao gồm: cơ cấu nguồn vốn thực tế theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường; cơ cấu nguồn vốn tối ưu theo mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996); xác suất vỡ nợ; khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu; và các yếu tố ảnh hưởng đến khoảng cách này. Trên cơ sở đó, luận án đề xuất các khuyến nghị nhằm hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

5. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng kết hợp phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng để thực hiện các mục tiêu nghiên cứu. Phương pháp tổng hợp, phân tích và so sánh được sử dụng để hệ thống hóa cơ sở lý luận, tổng quan các nghiên cứu có liên quan và phân tích thực trạng CCNV của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam.

Đối với nghiên cứu định lượng, luận án vận dụng phương pháp tiếp cận cấu trúc, trong đó Leland (1994) và Leland và Toft (1996) được sử dụng để xác định CCNV tối ưu và xác suất vỡ nợ tương ứng; phương pháp KMV được sử dụng để xác định xác suất vỡ nợ gắn với trạng thái CCNV thực tế. Trên cơ sở CCNV thực tế và CCNV tối ưu, luận án xác định mức độ và chiều sai lệch giữa hai trạng thái, đồng thời sử dụng mô hình dữ liệu bảng để phân tích các đặc điểm doanh nghiệp có liên quan đến khoảng cách này.

Các phương pháp nghiên cứu, quy trình thực hiện, dữ liệu, biến số và mô hình sử dụng trong luận án được trình bày cụ thể tại Chương 3.

6. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài luận án

Về mặt khoa học

Những đóng góp chủ yếu của luận án về mặt khoa học được thể hiện ở các nội dung sau:

Thứ nhất, luận án góp phần bổ sung cách tiếp cận nghiên cứu CCNV theo hướng kết hợp giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu. Trên cơ sở vận dụng Leland (1994) và Leland và Toft (1996), luận án xác định CCNV tối ưu của từng doanh nghiệp để làm mức tham chiếu định lượng cho việc đánh giá CCNV thực tế, thay vì chỉ xem xét riêng biệt tỷ lệ nợ quan sát được hoặc sử dụng một mức CCNV chung cho các doanh nghiệp.

Thứ hai, luận án mở rộng việc đánh giá CCNV từ xác định mức CCNV tối ưu sang xem xét khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu. Khoảng cách được lượng hóa cả về mức độ và chiều sai lệch, qua đó phân biệt trạng thái CCNV thực tế cao hơn hoặc thấp hơn CCNV tối ưu. Trên cơ sở đó, luận án tiếp tục phân tích các đặc điểm doanh nghiệp có liên quan đến khoảng cách này, góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm về sự khác biệt giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu của doanh nghiệp.

Thứ ba, luận án kết hợp đánh giá CCNV với xác suất vỡ nợ tại các trạng thái CCNV khác nhau. Phương pháp KMV được sử dụng để xác định xác suất vỡ nợ gắn với trạng thái CCNV thực tế, trong khi Leland (1994) và Leland và Toft (1996) được sử dụng để xác định xác suất vỡ nợ tương ứng với CCNV tối ưu và ngưỡng vỡ nợ nội sinh theo từng mô hình. Qua đó, luận án hình thành khung phân tích kết hợp CCNV thực tế, CCNV tối ưu, khoảng cách giữa hai trạng thái và xác suất vỡ nợ, bổ sung góc nhìn về rủi ro trong đánh giá CCNV của doanh nghiệp.

Thứ tư, luận án bổ sung bằng chứng thực nghiệm về CCNV của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2015–2024, một nhóm doanh nghiệp còn hạn chế các nghiên cứu kết hợp đồng thời CCNV thực tế, CCNV tối ưu, khoảng cách giữa hai trạng thái và xác suất vỡ nợ.

Về mặt thực tiễn

Thứ nhất, đối với các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu cung cấp cơ sở để đánh giá một cách toàn diện hơn về cơ cấu nguồn vốn hiện tại. Việc xem xét đồng thời cơ cấu nguồn vốn theo giá trị sổ sách, giá trị thị trường và cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho phép doanh nghiệp không chỉ nhận diện đặc điểm tài trợ đang được phản ánh trên báo cáo tài chính mà còn đánh giá cơ cấu nguồn vốn dưới góc độ giá trị kinh tế. Trên cơ sở so sánh cơ cấu nguồn vốn thực tế với mức tối ưu được xác định theo mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996), doanh nghiệp có thể nhận diện tình trạng sử dụng nợ cao hơn, thấp hơn hoặc tương đối gần với mức tối ưu.

Thứ hai, kết quả xác định khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu cung cấp một căn cứ định lượng để doanh nghiệp đánh giá mức độ sai lệch trong chính sách tài trợ. Đây là cơ sở quan trọng giúp nhà quản trị tài chính xem xét sự cần thiết và định hướng điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn, thay vì chỉ dựa trên các chỉ tiêu đòn bẩy tài chính riêng lẻ hoặc so sánh với mức bình quân ngành. Việc xác định đồng thời hướng và mức độ sai lệch giúp doanh nghiệp có cơ sở để cân nhắc các quyết định liên quan đến tăng nợ, giảm nợ, tăng vốn chủ sở hữu hoặc cơ cấu lại các nguồn tài trợ phù hợp với điều kiện cụ thể của doanh nghiệp.

Thứ ba, việc xác định xác suất vỡ nợ góp phần bổ sung yếu tố rủi ro vào quá trình đánh giá cơ cấu nguồn vốn. Kết quả này giúp doanh nghiệp nhận diện rõ hơn mối quan hệ giữa mức độ sử dụng nợ và rủi ro tài chính, từ đó hạn chế việc theo đuổi mức đòn bẩy cao chỉ nhằm tận dụng lợi ích của lá chắn thuế mà không xem xét đầy đủ khả năng gia tăng nguy cơ mất khả năng thanh toán. Việc kết hợp cơ cấu nguồn vốn tối ưu với xác suất vỡ nợ giúp các quyết định tài trợ có cơ sở thận trọng hơn và phù hợp hơn với khả năng chịu đựng rủi ro của từng doanh nghiệp.

Thứ tư, kết quả phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu giúp nhận diện những nguyên nhân chủ yếu làm cho doanh nghiệp chưa đạt hoặc duy trì được cơ cấu nguồn vốn phù hợp. Qua đó, doanh nghiệp có thể xác định rõ hơn những yếu tố nội tại cần điều chỉnh, cũng như

những điều kiện bên ngoài cần được xem xét khi xây dựng chính sách tài trợ. Kết quả này tạo cơ sở cho việc xây dựng các khuyến nghị có tính phân loại và phù hợp với từng nhóm doanh nghiệp, thay vì áp dụng một định hướng cơ cấu nguồn vốn chung cho toàn bộ ngành.

Thứ năm, đối với nhà đầu tư, chủ nợ và các tổ chức tín dụng, kết quả nghiên cứu cung cấp thêm thông tin tham khảo trong việc đánh giá mức độ sử dụng đòn bẩy, khoảng cách so với cơ cấu nguồn vốn tối ưu và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp. Những thông tin này có thể hỗ trợ việc đánh giá mức độ an toàn tài chính, khả năng thực hiện nghĩa vụ nợ và mức độ rủi ro của doanh nghiệp khi đưa ra các quyết định đầu tư, cấp tín dụng hoặc xác định các điều kiện tài trợ.

Thứ sáu, đối với cơ quan quản lý và các chủ thể hoạch định chính sách, kết quả nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về đặc điểm cơ cấu nguồn vốn, mức độ sai lệch so với cơ cấu nguồn vốn tối ưu và các yếu tố ảnh hưởng đến sự sai lệch này trong nhóm doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam. Đây có thể là nguồn thông tin tham khảo trong quá trình hoàn thiện các chính sách liên quan đến thị trường vốn, thị trường tín dụng, khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ và quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

7. Kết cấu luận án

Ngoài phần Mở đầu và Kết luận, nội dung chính của luận án được kết cấu thành 5 chương:

Chương 1: Tổng quan nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp và khoảng trống nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý luận về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu và mẫu nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam

Chương 5: Khuyến nghị hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam

Ngoài ra, luận án còn bao gồm hệ thống tài liệu tham khảo, danh mục các công trình đã công bố của tác giả và phần phụ lục.

CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP VÀ KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU

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

1.1.1. Các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Cơ cấu nguồn vốn (CCNV) là một trong những nội dung được nghiên cứu rộng rãi trong tài chính doanh nghiệp. Các nghiên cứu tập trung giải thích sự lựa chọn giữa nợ và vốn chủ sở hữu, sự khác biệt về CCNV giữa các doanh nghiệp và các yếu tố tác động đến quyết định tài trợ. Từ nền tảng của Modigliani và Miller, nhiều hướng tiếp cận đã được phát triển như lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đại diện và lý thuyết thời điểm thị trường.

Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy CCNV không đồng nhất giữa các doanh nghiệp và thay đổi theo thời gian. Khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng, đặc điểm tài sản, dòng tiền và nhu cầu tài trợ là những yếu tố thường được xem xét khi giải thích sự khác biệt về mức độ sử dụng nợ. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu tập trung vào CCNV quan sát được của doanh nghiệp mà chưa trực tiếp xác định mức CCNV tối ưu riêng cho từng doanh nghiệp.

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

Các nghiên cứu về CCNV tối ưu được phát triển từ quan điểm đánh đổi giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ. Theo hướng tiếp cận này, việc gia tăng nợ có thể tạo ra lợi ích cho doanh nghiệp nhưng đồng thời làm tăng chi phí phá sản và rủi ro tài chính. Vì vậy, tồn tại một mức sử dụng nợ tại đó giá trị doanh nghiệp đạt mức cao nhất.

Một hướng nghiên cứu quan trọng là phương pháp tiếp cận cấu trúc, trong đó giá trị tài sản doanh nghiệp và quá trình vỡ nợ được mô hình hóa trực tiếp. Merton (1974) đặt nền tảng cho mô hình cấu trúc khi xem vốn chủ sở hữu như một quyền chọn trên giá trị tài sản của doanh nghiệp. Black và Cox (1976) mở rộng mô hình bằng cách đưa vào ngưỡng vỡ nợ trước thời điểm đáo hạn.

Leland (1994) tiếp tục phát triển phương pháp tiếp cận cấu trúc khi nội sinh hóa quyết định tài trợ và ngưỡng vỡ nợ, qua đó xác định mức nợ tối ưu trên cơ sở tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Leland và Toft (1996) mở rộng Leland (1994) bằng cách xem xét nợ có kỳ hạn hữu hạn và cơ chế phát hành, đáo hạn liên tục. Các nghiên cứu sau đó tiếp tục vận dụng và mở rộng các mô hình này để phân tích CCNV tối ưu trong những bối cảnh khác nhau.

Tổng quan cho thấy phương pháp tiếp cận cấu trúc có ưu điểm là gắn quyết định CCNV với giá trị doanh nghiệp và rủi ro vỡ nợ trong cùng một khuôn khổ. Tuy nhiên, việc vận dụng các mô hình này đối với doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng, còn tương đối hạn chế.

1.1.3. Các nghiên cứu về xác suất vỡ nợ của doanh nghiệp

Các nghiên cứu về xác suất vỡ nợ được triển khai theo nhiều phương pháp khác nhau, trong đó phương pháp tiếp cận cấu trúc dựa trên Merton (1974) là một hướng

ngiên cứu quan trọng. Theo cách tiếp cận này, khả năng vỡ nợ phụ thuộc vào mối quan hệ giữa giá trị tài sản doanh nghiệp và nghĩa vụ nợ, đồng thời chịu ảnh hưởng của độ biến động giá trị tài sản.

Mô hình KMV phát triển từ nền tảng của Merton và sử dụng thông tin thị trường để ước lượng giá trị tài sản, độ biến động tài sản, khoảng cách tới vỡ nợ và xác suất vỡ nợ. Trong khi đó, Leland (1994) và Leland và Toft (1996) xác định ngưỡng vỡ nợ nội sinh đồng thời với quyết định tài trợ vốn. Vì vậy, các mô hình này cho phép xem xét mối quan hệ giữa CCNV, giá trị doanh nghiệp và rủi ro vỡ nợ.

Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy xác suất vỡ nợ không chỉ phụ thuộc vào mức nợ mà còn chịu tác động của giá trị tài sản, độ biến động tài sản và các đặc điểm của doanh nghiệp. Do đó, chỉ dựa trên tỷ lệ nợ chưa đủ để đánh giá đầy đủ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

1.1.4. Các nghiên cứu về khoảng cách và quá trình điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn hướng tới mức mục tiêu

Một hướng nghiên cứu khác tập trung vào khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV mục tiêu. Các nghiên cứu theo mô hình điều chỉnh từng phần cho rằng doanh nghiệp có xu hướng điều chỉnh CCNV về mức mục tiêu nhưng quá trình này không diễn ra ngay lập tức do tồn tại chi phí điều chỉnh và các ràng buộc tài chính.

Kết quả nghiên cứu cho thấy khoảng cách giữa CCNV thực tế và mức mục tiêu chịu ảnh hưởng của các đặc điểm doanh nghiệp như khả năng sinh lời, quy mô, cơ hội tăng trưởng, cơ cấu tài sản và nhu cầu tài trợ. Tuy nhiên, mức mục tiêu trong phần lớn các nghiên cứu được ước lượng từ mô hình hồi quy dựa trên các đặc điểm doanh nghiệp. Hướng tiếp cận sử dụng CCNV tối ưu được xác định trực tiếp từ mô hình cấu trúc làm chuẩn tham chiếu để đo lường khoảng cách với CCNV thực tế còn ít được khai thác.

1.1.5. Các nghiên cứu về cơ cấu nguồn vốn trong ngành hàng tiêu dùng

Các nghiên cứu đối với doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng cho thấy quyết định CCNV chịu ảnh hưởng của đặc điểm hoạt động, quy mô, khả năng sinh lời, tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng, nhu cầu vốn và điều kiện thị trường. Sự khác biệt giữa các phân ngành hàng tiêu dùng cũng có thể dẫn tới khác biệt đáng kể về nhu cầu tài trợ và mức độ sử dụng nợ.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về CCNV chủ yếu được thực hiện đối với doanh nghiệp niêm yết nói chung hoặc một số ngành riêng lẻ. Nghiên cứu đồng thời CCNV thực tế, CCNV tối ưu, khoảng cách giữa hai trạng thái và xác suất vỡ nợ đối với các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng còn hạn chế.

1.2. Khoảng trống nghiên cứu và định hướng của luận án

Từ tổng quan các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước, luận án xác định một số khoảng trống chủ yếu.

Thứ nhất, các nghiên cứu về CCNV của doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam còn hạn chế, đặc biệt trong một giai đoạn đủ dài để phản ánh sự biến động của điều kiện kinh doanh và thị trường.

Thứ hai, phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam tập trung giải thích CCNV thực tế hoặc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ, trong khi việc xác định CCNV tối ưu riêng cho từng doanh nghiệp bằng phương pháp tiếp cận cấu trúc chưa được nghiên cứu đầy đủ.

Thứ ba, khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu chưa được xem xét một cách hệ thống. Việc xác định không chỉ mức độ mà cả chiều sai lệch cho phép nhận diện doanh nghiệp đang sử dụng nợ cao hơn, thấp hơn hay gần mức tối ưu.

Thứ tư, các yếu tố ảnh hưởng đến khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu chưa được nghiên cứu đầy đủ trong bối cảnh các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam. Việc phân tích GAP có thể bổ sung góc nhìn khác so với các nghiên cứu chỉ giải thích trực tiếp tỷ lệ nợ thực tế.

Thứ năm, CCNV và xác suất vỡ nợ thường được nghiên cứu tương đối tách biệt. Trong khi đó, quyết định sử dụng nợ vừa liên quan đến lợi ích tài trợ vừa làm thay đổi nghĩa vụ tài chính và rủi ro vỡ nợ. Vì vậy, cần một cách tiếp cận kết hợp CCNV thực tế, CCNV tối ưu, khoảng cách giữa hai trạng thái và xác suất vỡ nợ trong cùng một khung phân tích.

Trên cơ sở các khoảng trống trên, luận án tập trung nghiên cứu 101 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên HSX và HNX giai đoạn 2015–2024; phân tích CCNV thực tế theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường; xác định CCNV tối ưu theo Leland (1994) và Leland và Toft (1996); xác định xác suất vỡ nợ; đo lường GAP; phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến GAP và xây dựng khuyến nghị hoàn thiện CCNV.

1.3. Khung phân tích nghiên cứu của luận án

Khung phân tích của luận án được xây dựng theo logic liên kết giữa CCNV thực tế – CCNV tối ưu – xác suất vỡ nợ – GAP – các yếu tố ảnh hưởng đến GAP – khuyến nghị hoàn thiện CCNV.

Trước hết, luận án phân tích CCNV thực tế theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường nhằm nhận diện đặc điểm sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Tiếp theo, Leland (1994) và Leland và Toft (1996) được sử dụng để xác định CCNV tối ưu của từng doanh nghiệp theo từng năm. Trên cơ sở đó, luận án đo lường khoảng cách giữa CCNV thực tế theo giá trị thị trường và CCNV tối ưu, xác định mức độ và chiều sai lệch của từng doanh nghiệp.

Song song với phân tích CCNV, xác suất vỡ nợ được xác định bằng KMV, Leland (1994) và Leland và Toft (1996) để bổ sung khía cạnh rủi ro. Sau đó, mô hình dữ liệu bảng được sử dụng để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến GAP. Kết quả từ các nội dung trên được tổng hợp làm cơ sở đánh giá thực trạng và xây dựng các khuyến nghị hoàn thiện CCNV.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

2.1. Nguồn vốn của doanh nghiệp

2.1.1. Khái niệm nguồn vốn của doanh nghiệp

Nguồn vốn của doanh nghiệp phản ánh nguồn hình thành các tài sản mà doanh nghiệp sử dụng trong quá trình hoạt động. Nguồn vốn có thể được xem xét theo nhiều tiêu thức khác nhau tùy thuộc mục đích quản trị và phân tích tài chính.

2.1.2. Phân loại nguồn vốn

Theo quan hệ sở hữu vốn, nguồn vốn của doanh nghiệp gồm vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Vốn chủ sở hữu thuộc quyền sở hữu của chủ doanh nghiệp hoặc cổ đông và không hình thành nghĩa vụ hoàn trả cố định. Nợ phải trả là nguồn vốn doanh nghiệp huy động từ các chủ thể bên ngoài và gắn với nghĩa vụ thanh toán.

Theo thời gian huy động và sử dụng vốn, nguồn vốn được chia thành nguồn vốn thường xuyên và nguồn vốn tạm thời. Nguồn vốn thường xuyên bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn, có tính ổn định tương đối cao; nguồn vốn tạm thời chủ yếu gồm các khoản nợ ngắn hạn.

Theo phạm vi huy động, nguồn vốn được phân thành nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài. Nguồn vốn bên trong chủ yếu hình thành từ kết quả hoạt động và khả năng tự tài trợ của doanh nghiệp; nguồn vốn bên ngoài được huy động từ các chủ thể ngoài doanh nghiệp.

2.2. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

2.2.1. Khái niệm cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

CCNV phản ánh tỷ trọng và mối quan hệ giữa các bộ phận nguồn vốn được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho tài sản và hoạt động kinh doanh. Trong phạm vi nghiên cứu của luận án, CCNV được xem xét theo quan hệ sở hữu, thời gian huy động và sử dụng vốn, phạm vi huy động và theo giá trị thị trường.

2.2.2. Các chỉ tiêu phản ánh CCNV của doanh nghiệp

Theo quan hệ sở hữu, luận án sử dụng các chỉ tiêu phản ánh tỷ trọng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu. Theo thời gian huy động và sử dụng vốn, CCNV được đánh giá thông qua tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên, nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn lưu động thường xuyên. Theo phạm vi huy động, luận án xem xét nguồn vốn bên trong và nguồn vốn bên ngoài.

Để phục vụ so sánh với CCNV tối ưu theo mô hình cấu trúc, luận án đồng thời xác định CCNV thực tế theo giá trị thị trường, trong đó vốn chủ sở hữu được phản ánh theo giá trị thị trường.

2.3. Cơ sở lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn và rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp

2.3.1. Các lý thuyết nền tảng và hiện đại về cơ cấu nguồn vốn

Lý thuyết Modigliani – Miller đặt nền tảng cho nghiên cứu hiện đại về CCNV. Trong điều kiện thị trường hoàn hảo, CCNV không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp. Khi đưa thuế thu nhập doanh nghiệp vào phân tích, việc sử dụng nợ tạo ra lợi ích từ việc sử dụng nợ và có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết đánh đổi cho rằng doanh nghiệp lựa chọn mức nợ trên cơ sở cân bằng giữa lợi ích từ việc sử dụng nợ và các chi phí phát sinh khi mức nợ tăng, đặc biệt là chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí phá sản. Từ đó hình thành cơ sở lý luận cho sự tồn tại của một mức CCNV tối ưu.

2.3.2. Các lý thuyết giải thích CCNV thực tế của doanh nghiệp

Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên nguồn vốn bên trong, sau đó đến nợ và cuối cùng mới phát hành vốn chủ sở hữu mới do bất cân xứng thông tin và chi phí phát hành.

Lý thuyết đại diện giải thích quyết định tài trợ thông qua xung đột lợi ích giữa cổ đông, nhà quản lý và chủ nợ. Nợ có thể tạo kỷ luật tài chính đối với nhà quản lý nhưng đồng thời làm phát sinh xung đột giữa cổ đông và chủ nợ.

Lý thuyết thời điểm thị trường nhấn mạnh việc doanh nghiệp lựa chọn thời điểm phát hành vốn chủ sở hữu hoặc sử dụng nợ dựa trên điều kiện thị trường và định giá chứng khoán.

Các lý thuyết trên giúp giải thích vì sao CCNV thực tế của doanh nghiệp có thể khác nhau và có thể sai lệch khỏi mức tối ưu.

2.3.3. Giới hạn của các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn và yêu cầu tiếp cận định lượng

Các lý thuyết CCNV cung cấp cơ sở giải thích quyết định tài trợ nhưng không trực tiếp đưa ra một tỷ lệ nợ tối ưu có thể quan sát cho từng doanh nghiệp tại từng thời điểm. Vì vậy, để lượng hóa CCNV tối ưu và liên kết quyết định tài trợ với rủi ro vỡ nợ, luận án sử dụng các mô hình cấu trúc.

2.3.4. Các mô hình cấu trúc trong phân tích cơ cấu nguồn vốn và rủi ro vỡ nợ

Merton (1974) xem giá trị vốn chủ sở hữu như một quyền chọn mua trên giá trị tài sản doanh nghiệp. Doanh nghiệp vỡ nợ tại thời điểm đáo hạn khi giá trị tài sản không đủ đáp ứng nghĩa vụ nợ. Mô hình tạo nền tảng cho việc suy ngược giá trị và độ biến động tài sản từ thông tin thị trường của vốn chủ sở hữu.

Black và Cox (1976) mở rộng Merton bằng việc đưa vào ngưỡng vỡ nợ, cho phép doanh nghiệp có thể vỡ nợ trước thời điểm đáo hạn khi giá trị tài sản giảm xuống ngưỡng xác định.

Leland (1994) nội sinh hóa quyết định về mức nợ và ngưỡng vỡ nợ. Giá trị doanh nghiệp có nợ được xác định trên cơ sở giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ cộng lợi ích từ việc sử dụng nợ và trừ chi phí phá sản kỳ vọng. Đối với khoản nợ không có điều khoản ràng buộc về ngưỡng vỡ nợ, ngưỡng vỡ nợ được xác định nội sinh từ quyết định

tối ưu của cổ đông. CCNV tối ưu được xác định tại mức nợ làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Leland và Toft (1996) phát triển Leland (1994) bằng cách đưa kỳ hạn hữu hạn của nợ vào mô hình. Doanh nghiệp duy trì một cấu trúc nợ ổn định thông qua phát hành và thay thế các khoản nợ khi đáo hạn. Nhờ đó, mô hình cho phép xem xét đồng thời mức nợ và kỳ hạn nợ trong quyết định CCNV tối ưu.

KMV được phát triển từ nền tảng của Merton và được sử dụng để đánh giá rủi ro vỡ nợ tại trạng thái CCNV thực tế. Từ giá trị thị trường và độ biến động của vốn chủ sở hữu, mô hình ước lượng giá trị tài sản và độ biến động tài sản, sau đó xác định khoảng cách tối vỡ nợ và xác suất vỡ nợ.

Trong luận án, ba mô hình không được sử dụng thay thế cho nhau. Leland (1994) và Leland và Toft (1996) được sử dụng để xác định CCNV tối ưu và xác suất vỡ nợ tương ứng với trạng thái tối ưu; KMV được sử dụng để đánh giá xác suất vỡ nợ gắn với trạng thái CCNV thực tế.

2.4. Các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Các yếu tố ảnh hưởng đến CCNV có thể chia thành nhóm bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Nhóm bên trong bao gồm khả năng sinh lời, quy mô, cơ hội tăng trưởng, cơ cấu tài sản, khả năng thanh khoản, nhu cầu tài trợ và các đặc điểm tài chính khác. Nhóm bên ngoài gồm điều kiện kinh tế vĩ mô, lãi suất, thuế, sự phát triển của thị trường tài chính và đặc điểm ngành.

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước, luận án lựa chọn năm đặc điểm doanh nghiệp để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến GAP, gồm khả năng sinh lời (PROFIT), cơ hội tăng trưởng (GROWTH), quy mô doanh nghiệp (SIZE), tỷ trọng tài sản hữu hình (TANG) và thâm hụt tài chính (FINDEF). Các biến được sử dụng với độ trễ một năm nhằm phản ánh việc đặc điểm tài chính của kỳ trước có thể ảnh hưởng đến trạng thái CCNV của kỳ hiện tại.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ MẪU NGHIÊN CỨU

3.1. Quy trình nghiên cứu

Quy trình nghiên cứu được xây dựng theo trình tự từ cơ sở lý luận đến phân tích thực nghiệm và khuyến nghị. Trước hết, luận án tổng quan nghiên cứu, xác định khoảng trống và xây dựng cơ sở lý thuyết. Tiếp theo, mẫu và dữ liệu nghiên cứu được xác định; thực trạng CCNV được phân tích; các tham số của mô hình cấu trúc được ước lượng để xác định CCNV tối ưu và xác suất vỡ nợ; GAP giữa CCNV thực tế và tối ưu được tính toán; mô hình dữ liệu bảng được sử dụng để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến GAP. Cuối cùng, các kết quả được tổng hợp làm cơ sở đánh giá thực trạng và đề xuất khuyến nghị.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Phương pháp nghiên cứu định tính

Phương pháp tổng hợp, phân tích, so sánh được sử dụng để tổng quan các nghiên cứu trước, hệ thống hóa cơ sở lý luận, lựa chọn các yếu tố đưa vào mô hình và xây dựng khuyến nghị. Phương pháp định tính cũng được sử dụng để phân tích đặc điểm hoạt động và tài chính của doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng.

3.2.2. Phương pháp nghiên cứu định lượng

Luận án sử dụng thống kê mô tả và phân tích so sánh để đánh giá CCNV thực tế theo thời gian, quy mô và nhóm ngành.

Để áp dụng các mô hình cấu trúc, dữ liệu giá cổ phiếu hằng ngày được sử dụng để xác định xu hướng biến động và độ biến động của vốn chủ sở hữu. Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu được xác định từ giá cổ phiếu và số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Trên cơ sở thông tin về vốn chủ sở hữu và nghĩa vụ nợ, hệ phương trình Merton được giải để ước lượng giá trị tài sản và độ biến động giá trị tài sản của từng doanh nghiệp–năm.

Leland (1994) và Leland và Toft (1996) được sử dụng để xác định giá trị doanh nghiệp có nợ, ngưỡng vỡ nợ nội sinh và CCNV tối ưu. CCNV tối ưu được xác định tại mức nợ làm giá trị doanh nghiệp đạt lớn nhất. KMV được sử dụng để xác định khoảng cách tới vỡ nợ và xác suất vỡ nợ tại trạng thái CCNV thực tế.

Khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu được xác định:

$$GAP_{L94} = CCNV_{thực\,tế} - CCNV_{L94}$$

$$GAP_{LT96} = CCNV_{thực\,tế} - CCNV_{LT96}$$

Trong đó, $CCNV_{L94}$ và $CCNV_{LT96}$ lần lượt là CCNV tối ưu được xác định theo mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996). Giá trị $GAP > 0$ cho thấy CCNV thực tế có tỷ lệ nợ cao hơn mức tối ưu; $GAP < 0$ cho thấy tỷ lệ nợ thực tế thấp hơn mức tối ưu; và $GAP = 0$ cho thấy tỷ lệ nợ thực tế bằng mức tối ưu.

3.3. Mô hình nghiên cứu và các biến nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được xác định như sau:

$$GAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROFIT_{i,t-1} + \beta_2 GROWTH_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 FINDEF_{i,t-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, GAP_{it} là khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu của doanh nghiệp i tại năm t , được xác định riêng theo mô hình Leland (1994) và Leland và Toft (1996); $PROFIT_{i,t-1}$, $GROWTH_{i,t-1}$, $SIZE_{i,t-1}$, $TANG_{i,t-1}$ và $FINDEF_{i,t-1}$ lần lượt là các đặc điểm của doanh nghiệp tại năm $t - 1$; β_0 là hệ số chặn; β_1 đến β_5 là các hệ số ước lượng; μ_i phản ánh hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp; λ_t phản ánh hiệu ứng thời gian; và ε_{it} là sai số ngẫu nhiên của mô hình.

Để kiểm tra độ bền, luận án tiếp tục sử dụng trị tuyệt đối của GAP nhằm xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến mức độ sai lệch, không phụ thuộc vào chiều cao hơn hay thấp hơn mức tối ưu.

3.4. Mẫu và dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán, dữ liệu giá cổ phiếu và các nguồn dữ liệu phục vụ ước lượng tham số của mô hình. Sau quá trình sàng lọc theo các tiêu chí nghiên cứu, mẫu sử dụng trong phân tích mô hình cấu trúc gồm 101 doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên HSX và HNX trong giai đoạn 2015–2024, tương ứng 1.010 quan sát doanh nghiệp–năm. Khi sử dụng các biến giải thích trễ một năm trong mô hình GAP, số quan sát còn 909.

Mẫu nghiên cứu được phân loại theo quy mô và nhóm ngành để đánh giá tính không đồng nhất giữa các doanh nghiệp. Kết quả phân tích đặc điểm mẫu cho thấy các doanh nghiệp có sự khác biệt đáng kể về quy mô tài sản, tỷ trọng tài sản cố định, khả năng thanh toán, doanh thu và khả năng sinh lời. Tổng tài sản và doanh thu nhìn chung tăng trong giai đoạn nghiên cứu, nhưng khả năng sinh lời biến động và phân hóa đáng kể giữa các năm, quy mô và nhóm ngành. Đây là cơ sở cho việc phân tích sâu hơn CCNV thực tế, CCNV tối ưu và GAP trong Chương 4.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

4.1. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam

4.1.1. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam theo quan hệ sở hữu vốn

Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tăng trong giai đoạn 2015–2024, nhưng mức độ sử dụng nợ có sự biến động và phân hóa đáng kể giữa các doanh nghiệp.

Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu đều đóng vai trò quan trọng trong tài trợ hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hệ số nợ khác biệt đáng kể theo quy mô và nhóm ngành, cho thấy không tồn tại một cấu trúc tài trợ đồng nhất cho toàn bộ doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng. Trong cơ cấu nợ phải trả, nợ vay và nợ chiếm dụng có vai trò khác nhau giữa các doanh nghiệp; đồng thời, vốn chủ sở hữu được hình thành từ vốn góp, thặng dư vốn cổ phần và nguồn vốn tích lũy.

4.1.2. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam theo thời gian huy động và sử dụng vốn

Nguồn vốn của doanh nghiệp được xem xét giữa nguồn vốn thường xuyên và nguồn vốn tạm thời. Kết quả cho thấy tỷ trọng nợ ngắn hạn nhìn chung cao hơn nợ dài hạn tại nhiều doanh nghiệp, phản ánh vai trò đáng kể của nguồn tài trợ ngắn hạn.

Tuy nhiên, mức độ phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn không đồng nhất. Sự khác biệt về tỷ trọng nguồn vốn thường xuyên giữa các nhóm quy mô và nhóm ngành phản ánh sự khác biệt về đặc điểm tài sản, chu kỳ hoạt động và nhu cầu tài trợ. Nguồn vốn lưu động thường xuyên cũng biến động giữa các năm và doanh nghiệp, cho thấy mức độ an toàn trong tài trợ tài sản ngắn hạn không giống nhau.

4.1.3. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam theo phạm vi huy động vốn

Nguồn vốn bên trong phản ánh khả năng doanh nghiệp tự tạo nguồn tài trợ từ hoạt động. Kết quả cho thấy tỷ trọng nguồn vốn bên trong khác biệt đáng kể theo quy mô và nhóm ngành. Những doanh nghiệp có khả năng sinh lời và tích lũy tốt có điều kiện lớn hơn để sử dụng nguồn vốn bên trong, trong khi các doanh nghiệp có nhu cầu vốn vượt quá khả năng tự tài trợ phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn bên ngoài.

4.1.4. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam theo giá trị thị trường

Để bảo đảm khả năng so sánh với CCNV tối ưu từ mô hình cấu trúc, luận án xác định CCNV thực tế theo giá trị thị trường. Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu được xác định trên cơ sở giá cổ phiếu và số lượng cổ phiếu đang lưu hành; nợ trong CCNV thực tế được xác định từ nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Kết quả cho thấy CCNV theo giá trị thị trường biến động đáng kể hơn so với chỉ tiêu dựa hoàn toàn trên số liệu sổ sách do chịu ảnh hưởng của biến động giá cổ phiếu. Đồng thời, sự khác biệt giữa các nhóm ngành tiếp tục cho thấy việc sử dụng một tỷ lệ nợ chung làm chuẩn cho toàn ngành không phản ánh đầy đủ trạng thái của từng doanh nghiệp.

4.2. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam

CCNV tối ưu được xác định riêng cho từng doanh nghiệp–năm theo Leland (1994) và Leland và Toft (1996). Kết quả cho thấy mức tối ưu thay đổi theo thời gian và khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp.

Hai mô hình tạo ra mức CCNV tối ưu khác nhau do khác biệt về giả định đối với cấu trúc nợ và kỳ hạn nợ. Vì vậy, kết quả không được sử dụng như một tỷ lệ cố định áp dụng chung, mà được xem là hai chuẩn tham chiếu cấu trúc để đánh giá trạng thái CCNV của doanh nghiệp.

Phân tích theo quy mô cho thấy mức CCNV tối ưu không hoàn toàn giống nhau giữa doanh nghiệp quy mô lớn và doanh nghiệp quy mô nhỏ. Tương tự, kết quả theo nhóm ngành cho thấy đặc điểm hoạt động và tài chính của từng phân ngành có liên quan đến mức nợ tối ưu. Điều này củng cố yêu cầu xác định CCNV tối ưu ở cấp doanh nghiệp thay vì áp dụng một mức bình quân ngành.

4.3. Xác suất vỡ nợ của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam

Xác suất vỡ nợ được xác định theo ba mô hình KMV, Leland (1994) và Leland và Toft (1996). Kết quả cho thấy mức xác suất vỡ nợ và diễn biến theo thời gian khác nhau giữa các mô hình do khác biệt về cách xác định ngưỡng vỡ nợ và trạng thái CCNV được đánh giá.

Theo KMV, xác suất vỡ nợ bình quân giảm từ 5,68% năm 2016 xuống 0,30% năm 2024, nhưng có sự gia tăng trở lại trong một số năm và đạt 5,31% năm 2022. Theo Leland (1994), xác suất vỡ nợ bình quân ở mức thấp hơn, từ 0,24% năm 2015 xuống 0,05% năm 2024, trong đó đạt mức cao nhất 0,82% năm 2021. Theo Leland và Toft (1996), xác suất vỡ nợ bình quân từ 1,36% năm 2015 xuống 0,52% năm 2024, đạt mức cao nhất 3,94% năm 2021.

Kết quả đồng thời cho thấy xác suất vỡ nợ không chỉ phụ thuộc vào tỷ lệ nợ. Độ biến động giá trị tài sản, giá trị tài sản và ngưỡng vỡ nợ cùng tham gia quyết định rủi ro. Vì vậy, hai doanh nghiệp có mức CCNV tương đương vẫn có thể có xác suất vỡ nợ khác nhau.

Đối chiếu xác suất vỡ nợ theo KMV với điểm xếp hạng tín dụng năm 2024 được thực hiện như một kiểm tra bổ sung về khả năng phản ánh rủi ro của mô hình.

4.4. Đánh giá mức độ khác biệt giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Luận án xác định GAP bằng CCNV thực tế theo giá trị thị trường trừ CCNV tối ưu. Kết quả cho thấy CCNV thực tế bình quân cao hơn CCNV tối ưu bình quân theo cả Leland (1994) và Leland và Toft (1996). Tuy nhiên, kết quả ở cấp doanh nghiệp không hoàn toàn đồng nhất.

Phần lớn các quan sát có GAP dương, phản ánh CCNV thực tế cao hơn mức tối ưu; đồng thời vẫn tồn tại nhóm doanh nghiệp có GAP âm, tức CCNV thực tế thấp hơn mức tối ưu, và các trường hợp CCNV thực tế ở gần mức tối ưu.

Khi đối chiếu hai mô hình, phần lớn trường hợp cho kết luận cùng chiều về vị trí của CCNV thực tế so với mức tối ưu, nhưng vẫn tồn tại những quan sát mà hai mô hình đưa ra kết luận khác nhau. Điều này cho thấy CCNV tối ưu phụ thuộc vào giả định mô hình và cần được sử dụng như một khoảng tham chiếu thay vì coi một con số duy nhất là mục tiêu cứng nhắc.

4.5. Phân tích các yếu tố có ảnh hưởng đến khoảng cách giữa cơ cấu nguồn vốn thực tế và cơ cấu nguồn vốn tối ưu

4.5.1. Thống kê mô tả và mối tương quan giữa các biến

Mô hình sử dụng hai biến phụ thuộc là GAP được xác định theo Leland (1994) và Leland và Toft (1996). Các biến giải thích gồm PROFIT, GROWTH, SIZE, TANG và FINDEF với độ trễ một năm.

Kiểm tra tương quan và hệ số phóng đại phương sai cho thấy không có bằng chứng về đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến giải thích.

4.5.2. Lựa chọn phương pháp ước lượng và kiểm định mô hình

Luận án thực hiện các kiểm định để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp. Kết quả dẫn đến việc sử dụng mô hình tác động cố định với hiệu ứng doanh nghiệp và hiệu ứng năm. Sai số chuẩn được điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp để xử lý khả năng phương sai sai số thay đổi và tương quan trong cùng doanh nghiệp theo thời gian.

4.5.3. Kết quả ước lượng ảnh hưởng của các đặc điểm doanh nghiệp đến GAP

Kết quả cho thấy các đặc điểm doanh nghiệp không ảnh hưởng đến GAP theo cùng một cách trong hai mô hình tối ưu. Việc sử dụng đồng thời GAP theo Leland (1994) và Leland và Toft (1996) cho phép đánh giá mức độ phụ thuộc của kết quả vào chuẩn tối ưu được sử dụng.

Trong diễn giải kết quả, dấu của hệ số được xem xét gắn với định nghĩa $GAP = CCNV \text{ thực tế} - CCNV \text{ tối ưu}$. Hệ số dương hàm ý đặc điểm tương ứng làm GAP tăng, tức CCNV thực tế có xu hướng cao hơn tương đối so với mức tối ưu; hệ số âm hàm ý GAP giảm.

Kết quả được sử dụng để nhận diện những đặc điểm tài chính cần được xem xét khi doanh nghiệp đánh giá nguyên nhân của sai lệch giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu, thay vì coi khoảng cách này chỉ là hệ quả của mức nợ hiện tại.

4.5.4. Kiểm định độ bền của kết quả

Luận án thực hiện kiểm định độ bền bằng trị tuyệt đối của GAP. Khi đó, biến phụ thuộc phản ánh quy mô sai lệch giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu mà không xét chiều sai lệch. Kết quả bổ sung giúp kiểm tra liệu các đặc điểm doanh nghiệp có ảnh hưởng đến mức độ doanh nghiệp nằm xa mức tối ưu hay không.

4.6. Đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam

4.6.1. Những kết quả đạt được

Thứ nhất, quy mô nguồn vốn của các doanh nghiệp nhìn chung được mở rộng trong giai đoạn nghiên cứu, tạo điều kiện đáp ứng nhu cầu hoạt động và tăng trưởng.

Thứ hai, các doanh nghiệp sử dụng kết hợp nhiều nguồn tài trợ khác nhau, gồm vốn chủ sở hữu, nợ vay, nguồn vốn chiếm dụng, nguồn vốn thường xuyên, nguồn vốn tạm thời, nguồn vốn bên trong và bên ngoài.

Thứ ba, kết quả xác định CCNV tối ưu cho thấy mức nợ phù hợp khác nhau giữa các doanh nghiệp và thay đổi theo thời gian. Đây là cơ sở để đánh giá CCNV ở cấp doanh nghiệp thay vì dựa hoàn toàn vào bình quân ngành.

Thứ tư, việc kết hợp CCNV thực tế, CCNV tối ưu và xác suất vỡ nợ giúp nhận diện rõ hơn trạng thái tài trợ và rủi ro của từng doanh nghiệp.

Thứ năm, kết quả GAP cho phép phân loại doanh nghiệp theo vị trí so với mức tối ưu, tạo cơ sở trực tiếp cho việc xác định hướng hoàn thiện CCNV.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy việc đánh giá CCNV của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng không nên chỉ dừng lại ở việc xem xét tỷ trọng nợ thực tế. Việc xác định đồng thời CCNV thực tế theo giá trị thị trường, CCNV tối ưu theo Leland (1994) và Leland và Toft (1996), cùng với xác suất vỡ nợ đã tạo cơ sở để đánh giá toàn diện hơn trạng thái CCNV của từng doanh nghiệp. Đặc biệt, sự tương đồng về chiều sai lệch giữa hai mô hình trong phần lớn các trường hợp góp phần củng cố giá trị tham chiếu của kết quả xác định CCNV tối ưu, trong khi những trường hợp có kết quả khác nhau cũng cho thấy cần thận trọng khi sử dụng một mức tối ưu duy nhất làm căn cứ điều chỉnh.

4.6.2. Những hạn chế và tồn tại

Bên cạnh các kết quả đạt được, CCNV của các doanh nghiệp trong mẫu còn một số hạn chế.

Một là, ở nhiều doanh nghiệp, CCNV thực tế còn cách tương đối xa mức tối ưu; xét bình quân, CCNV thực tế cao hơn mức tối ưu theo cả hai mô hình.

Hai là, một bộ phận doanh nghiệp phụ thuộc đáng kể vào nợ và đặc biệt là nguồn tài trợ ngắn hạn, làm gia tăng áp lực thanh toán và yêu cầu quản trị dòng tiền.

Ba là, khả năng tạo nguồn vốn bên trong không đồng đều; ở những doanh nghiệp có khả năng sinh lời thấp, dư địa tích lũy để tự tài trợ bị hạn chế.

Bốn là, mức độ rủi ro vỡ nợ phân hóa đáng kể giữa các doanh nghiệp và theo thời gian. Vì vậy, điều chỉnh CCNV không thể chỉ dựa vào tỷ lệ nợ mà cần đồng thời xem xét rủi ro.

Năm là, tồn tại cả doanh nghiệp có CCNV thực tế cao hơn và thấp hơn mức tối ưu, nên một khuyến nghị chung theo hướng tăng hoặc giảm nợ cho toàn ngành là không phù hợp.

Những hạn chế trên cho thấy vấn đề của CCNV không chỉ nằm ở mức độ sử dụng nợ mà còn ở mức độ phù hợp của CCNV thực tế với trạng thái tối ưu của từng doanh nghiệp. Do đó, một doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao chưa nhất thiết phải giảm nợ nếu CCNV thực tế vẫn phù hợp với mức tối ưu và rủi ro vỡ nợ được kiểm soát; ngược lại, một tỷ lệ nợ không cao cũng chưa đủ để khẳng định CCNV đã hợp lý. Việc đánh giá cần đặt CCNV thực tế trong tương quan với CCNV tối ưu và xác suất vỡ nợ.

4.6.3. Nguyên nhân của những hạn chế

Các nguyên nhân khách quan gồm biến động của điều kiện kinh tế và thị trường tài chính, lãi suất, khả năng tiếp cận nguồn vốn, biến động sức mua và chi phí đầu vào, cũng như sự khác biệt về triển vọng giữa các phân ngành hàng tiêu dùng.

Các nguyên nhân chủ quan xuất phát từ khả năng sinh lời và tích lũy vốn bên trong; nhu cầu tài trợ tăng trưởng; đặc điểm tài sản; quy mô doanh nghiệp; tình trạng thâm hụt tài chính; chính sách lựa chọn nguồn vốn và quản trị nghĩa vụ nợ. Sự khác biệt của các yếu tố này giữa doanh nghiệp và theo thời gian làm cho CCNV thực tế có thể sai lệch khỏi mức tối ưu và khiến hướng điều chỉnh cần được xác định riêng cho từng doanh nghiệp.

Các nguyên nhân trên không tồn tại độc lập mà có thể tác động đồng thời đến nhu cầu và khả năng sử dụng các nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Vì vậy, khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu là kết quả tổng hợp của cả đặc điểm nội tại doanh nghiệp và những điều kiện tài trợ mà doanh nghiệp phải đối mặt. Điều này cũng giải thích sự phân hóa về GAP giữa các doanh nghiệp và là cơ sở để Chương 5 xây dựng khuyến nghị theo từng trạng thái CCNV thay vì áp dụng một hướng điều chỉnh chung cho toàn bộ doanh nghiệp.

CHƯƠNG 5: KHUYẾN NGHỊ HOÀN THIỆN CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

5.1. Bối cảnh và những yêu cầu đặt ra đối với hoàn thiện CCNV

5.1.1. Bối cảnh kinh tế – xã hội và thị trường tài chính Việt Nam

Trong thời gian tới, hoạt động của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng tiếp tục chịu ảnh hưởng đồng thời của triển vọng tăng trưởng kinh tế, biến động lãi suất, điều kiện tín dụng, sự phát triển của thị trường vốn, biến động chi phí đầu vào và thay đổi hành vi tiêu dùng. Những yếu tố này tác động trực tiếp tới nhu cầu vốn, khả năng tiếp cận nguồn tài trợ và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Sự phát triển của thị trường tài chính mở rộng cơ hội huy động vốn nhưng đồng thời đặt ra yêu cầu cao hơn về minh bạch thông tin, chất lượng tín dụng và quản trị rủi ro. Do đó, doanh nghiệp cần xem CCNV là một quyết định động, được đánh giá định kỳ theo sự thay đổi của điều kiện tài chính và kinh doanh.

5.1.2. Triển vọng và định hướng phát triển ngành hàng tiêu dùng

Ngành hàng tiêu dùng Việt Nam còn dư địa tăng trưởng nhờ quy mô dân số, quá trình đô thị hóa, thu nhập và tầng lớp tiêu dùng gia tăng. Tuy nhiên, sự thay đổi nhanh của hành vi tiêu dùng, thương mại điện tử, công nghệ số và cạnh tranh tạo ra yêu cầu đầu tư và nhu cầu vốn mới.

Sự không đồng nhất giữa các phân ngành và mô hình hoạt động làm cho nhu cầu vốn và khả năng sử dụng nợ khác nhau. Vì vậy, hoàn thiện CCNV phải gắn với đặc điểm của từng doanh nghiệp và không thể dựa trên một tỷ lệ nợ chung cho toàn ngành.

5.2. Khuyến nghị hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn

5.2.1. Nguyên tắc hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn

Hoàn thiện CCNV cần tuân thủ một số nguyên tắc chủ yếu.

Thứ nhất, CCNV cần được đánh giá trên cả giá trị sổ sách và giá trị thị trường. Giá trị sổ sách phản ánh cấu trúc tài trợ được ghi nhận trên báo cáo tài chính, trong khi giá trị thị trường cung cấp thông tin phù hợp hơn để đối chiếu với mức tối ưu từ mô hình cấu trúc.

Thứ hai, không sử dụng một tỷ lệ CCNV tối ưu chung cho toàn bộ doanh nghiệp. Mức tối ưu phụ thuộc vào giá trị tài sản, độ biến động tài sản, nghĩa vụ nợ và các tham số riêng của doanh nghiệp.

Thứ ba, việc điều chỉnh CCNV phải căn cứ đồng thời vào GAP và rủi ro vỡ nợ. Doanh nghiệp có GAP dương nhưng rủi ro thấp và doanh nghiệp có GAP dương đồng thời rủi ro cao không nên áp dụng cùng một tốc độ và biện pháp điều chỉnh.

Thứ tư, kết quả Leland (1994) và Leland và Toft (1996) nên được sử dụng như các chuẩn tham chiếu. Khi hai mô hình đưa ra kết luận khác nhau, doanh nghiệp cần thận trọng và xem xét thêm các điều kiện thực tế trước khi điều chỉnh.

Thứ năm, CCNV phải được đánh giá định kỳ. Khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng, nhu cầu vốn, cơ cấu tài sản, dòng tiền, lãi suất và điều kiện thị trường thay đổi theo thời gian; do đó CCNV tối ưu không phải một tỷ lệ cố định cần duy trì lâu dài.

Tóm lại, hoàn thiện CCNV không đồng nghĩa với đồng loạt tăng nợ hoặc giảm nợ. Trọng tâm là xác định đúng trạng thái của từng doanh nghiệp dựa trên CCNV thực tế, khoảng cách so với mức tối ưu, rủi ro vỡ nợ và các đặc điểm tài chính cụ thể.

5.2.2. Khuyến nghị hoàn thiện cơ cấu nguồn vốn đối với các DN ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam

Thứ nhất, xây dựng cơ chế đánh giá và xác định hướng điều chỉnh CCNV theo trạng thái của doanh nghiệp.

Doanh nghiệp cần định kỳ xác định CCNV thực tế theo giá trị thị trường, ước lượng khoảng CCNV tối ưu và tính GAP. Trên cơ sở đó, doanh nghiệp được nhận diện theo ba trạng thái cơ bản: CCNV thực tế cao hơn mức tối ưu, thấp hơn mức tối ưu hoặc gần mức tối ưu.

Đối với doanh nghiệp có GAP dương, trọng tâm là kiểm soát mức sử dụng nợ và giảm áp lực nghĩa vụ tài chính. Tuy nhiên, không nên giảm nợ cơ học. Doanh nghiệp cần xem xét đồng thời khả năng sinh lời, dòng tiền, kỳ hạn nợ và xác suất vỡ nợ để xác định mức độ và tốc độ điều chỉnh. Những doanh nghiệp có GAP dương lớn và rủi ro vỡ nợ cao cần ưu tiên giảm áp lực nợ, hạn chế mở rộng nghĩa vụ vay mới và tăng khả năng tự tài trợ.

Đối với doanh nghiệp có GAP âm, việc CCNV thực tế thấp hơn mức tối ưu cho thấy doanh nghiệp có thể còn dư địa sử dụng nợ theo chuẩn mô hình. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa doanh nghiệp nhất thiết phải tăng nợ. Việc bổ sung nợ chỉ phù hợp khi doanh nghiệp có nhu cầu vốn thực sự, dòng tiền đủ khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ và việc sử dụng vốn có khả năng tạo giá trị.

Đối với doanh nghiệp có CCNV thực tế gần mức tối ưu, trọng tâm là duy trì sự ổn định tương đối của CCNV, quản trị rủi ro và tránh các quyết định huy động vốn làm doanh nghiệp dịch chuyển quá xa khỏi trạng thái hiện tại.

Khi Leland (1994) và Leland và Toft (1996) đưa ra kết luận khác nhau về vị trí của CCNV thực tế, doanh nghiệp không nên điều chỉnh mạnh theo một mô hình duy nhất mà cần coi khoảng giữa hai kết quả là vùng tham chiếu và kết hợp thêm thông tin về dòng tiền, kỳ hạn nợ, khả năng sinh lời và nhu cầu đầu tư.

Thứ hai, nâng cao khả năng tạo nguồn vốn bên trong thông qua cải thiện khả năng sinh lời và chất lượng dòng tiền.

Nguồn vốn bên trong giúp doanh nghiệp giảm phụ thuộc vào nguồn tài trợ bên ngoài và tạo dư địa chủ động trong điều chỉnh CCNV. Vì vậy, doanh nghiệp cần tăng cường hiệu quả hoạt động, kiểm soát chi phí, nâng cao khả năng sinh lời và chất lượng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

Đối với doanh nghiệp có GAP dương, lợi nhuận giữ lại có thể được ưu tiên để giảm nhu cầu vay mới hoặc từng bước thay thế một phần nguồn vốn nợ. Đối với doanh

ng nghiệp có GAP âm nhưng hoạt động hiệu quả, nguồn vốn bên trong vẫn cần được sử dụng phù hợp trước khi quyết định bổ sung nợ, tránh tăng đòn bẩy chỉ vì mô hình cho thấy còn dư địa.

Thứ ba, lựa chọn và phối hợp nguồn tài trợ phù hợp với hướng điều chỉnh CCNV.

Doanh nghiệp cần chủ động phối hợp giữa vốn chủ sở hữu, lợi nhuận giữ lại, tín dụng ngân hàng, trái phiếu doanh nghiệp, tín dụng thương mại và các nguồn tài trợ phù hợp khác trên cơ sở chi phí, kỳ hạn, mức độ linh hoạt và rủi ro.

Doanh nghiệp cần hạn chế tình trạng sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu dài hạn. Đối với các khoản đầu tư dài hạn, nguồn vốn có kỳ hạn tương ứng cần được ưu tiên nhằm giảm áp lực tái tài trợ và rủi ro thanh khoản.

Với doanh nghiệp cần giảm nợ, việc điều chỉnh có thể thực hiện thông qua hạn chế vay mới, sử dụng dòng tiền và lợi nhuận giữ lại để thanh toán nợ, kéo dài kỳ hạn phù hợp hoặc tăng vốn chủ sở hữu khi điều kiện cho phép. Với doanh nghiệp có khả năng tăng sử dụng nợ, việc lựa chọn nguồn nợ cần dựa trên khả năng tạo dòng tiền và kỳ hạn của tài sản được tài trợ.

Thứ tư, tăng cường quản trị kỳ hạn nợ, dòng tiền và rủi ro vỡ nợ.

Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ không phải yếu tố duy nhất quyết định xác suất vỡ nợ. Vì vậy, doanh nghiệp cần kết hợp quản trị CCNV với dự báo dòng tiền, lịch trả nợ và khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính.

Doanh nghiệp cần xây dựng kế hoạch dòng tiền theo các kịch bản khác nhau, theo dõi các khoản nợ đến hạn, hạn chế tập trung nghĩa vụ thanh toán vào cùng một thời điểm và duy trì nguồn thanh khoản dự phòng phù hợp. Những doanh nghiệp có độ biến động tài sản cao hoặc xác suất vỡ nợ tăng cần thận trọng hơn khi sử dụng thêm nợ ngay cả khi tỷ lệ nợ hiện tại chưa cao.

Thứ năm, hoàn thiện cơ chế theo dõi và cập nhật CCNV định kỳ.

Doanh nghiệp nên đưa đánh giá CCNV vào quy trình quản trị tài chính định kỳ. Các chỉ tiêu cần theo dõi không chỉ gồm hệ số nợ theo sổ sách mà còn gồm CCNV theo giá trị thị trường, GAP, khả năng sinh lời, dòng tiền, kỳ hạn nợ và các chỉ báo rủi ro.

Khi giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu, lãi suất, khả năng sinh lời hoặc nhu cầu đầu tư thay đổi đáng kể, doanh nghiệp cần cập nhật lại đánh giá thay vì tiếp tục sử dụng mức CCNV tối ưu được xác định từ dữ liệu quá khứ.

5.3. Khuyến nghị đối với Nhà nước và cơ quan quản lý

Thứ nhất, tiếp tục phát triển thị trường tài chính và đa dạng hóa các kênh huy động vốn cho doanh nghiệp. Sự phát triển cân bằng giữa thị trường tín dụng và thị trường vốn giúp doanh nghiệp có nhiều lựa chọn nguồn tài trợ hơn, giảm sự phụ thuộc quá mức vào tín dụng ngân hàng và tạo điều kiện lựa chọn nguồn vốn phù hợp với kỳ hạn sử dụng vốn.

Thứ hai, nâng cao tính minh bạch và chất lượng thông tin trên thị trường. Chất lượng công bố thông tin của doanh nghiệp, dữ liệu thị trường và thông tin tín dụng

cần tiếp tục được cải thiện nhằm giúp doanh nghiệp và nhà cung cấp vốn đánh giá chính xác hơn rủi ro và khả năng tài trợ.

Thứ ba, tiếp tục hoàn thiện điều kiện phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp và các nguồn vốn dài hạn. Việc mở rộng nguồn vốn dài hạn có ý nghĩa đối với các doanh nghiệp cần đầu tư tài sản dài hạn và giảm mất cân đối kỳ hạn giữa tài sản và nguồn vốn.

Thứ tư, nâng cao chất lượng cơ sở dữ liệu và hệ thống đánh giá rủi ro tín dụng. Khả năng tiếp cận thông tin đáng tin cậy về tình hình tài chính, tín dụng và rủi ro của doanh nghiệp góp phần giảm bất cân xứng thông tin, hỗ trợ định giá vốn và phân bổ nguồn vốn hiệu quả hơn.

Thứ năm, duy trì môi trường kinh tế vĩ mô và chính sách tài chính ổn định, minh bạch. Biến động mạnh của lãi suất và điều kiện tín dụng có thể làm thay đổi chi phí sử dụng nợ và khả năng tiếp cận vốn. Môi trường ổn định tạo điều kiện để doanh nghiệp xây dựng kế hoạch tài trợ dài hạn và điều chỉnh CCNV phù hợp.

KẾT LUẬN

Luận án nghiên cứu CCNV của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2015–2024 trên cơ sở kết hợp phân tích CCNV thực tế, xác định CCNV tối ưu, đánh giá xác suất vỡ nợ, đo lường khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu và phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến khoảng cách này.

Kết quả nghiên cứu cho thấy CCNV của các doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng có sự khác biệt đáng kể theo thời gian, quy mô và nhóm ngành. Việc xác định CCNV tối ưu theo Leland (1994) và Leland và Toft (1996) cho thấy mức sử dụng nợ phù hợp không giống nhau giữa các doanh nghiệp và không cố định theo thời gian. Vì vậy, việc sử dụng một tỷ lệ nợ chung làm chuẩn cho toàn ngành không phản ánh đầy đủ điều kiện riêng của từng doanh nghiệp.

Kết quả xác suất vỡ nợ theo KMV, Leland (1994) và Leland và Toft (1996) cho thấy rủi ro vỡ nợ biến động đáng kể theo thời gian và phụ thuộc không chỉ vào tỷ lệ nợ mà còn vào giá trị tài sản, độ biến động tài sản và ngưỡng vỡ nợ. Việc kết hợp đánh giá CCNV với xác suất vỡ nợ do đó cung cấp góc nhìn đầy đủ hơn về trạng thái tài trợ và rủi ro của doanh nghiệp.

Kết quả phân tích GAP cho thấy xét bình quân, CCNV thực tế cao hơn mức tối ưu theo cả Leland (1994) và Leland và Toft (1996), nhưng tồn tại đồng thời các doanh nghiệp có CCNV thực tế cao hơn, thấp hơn và gần mức tối ưu. Hai mô hình phân lớn đưa ra kết luận cùng chiều nhưng không hoàn toàn đồng nhất, cho thấy CCNV tối ưu nên được sử dụng như một chuẩn tham chiếu chứ không phải một tỷ lệ mục tiêu cứng nhắc.

Mô hình dữ liệu bảng tiếp tục làm rõ vai trò của các đặc điểm doanh nghiệp đối với khoảng cách giữa CCNV thực tế và CCNV tối ưu. Việc sử dụng các biến giải thích trễ một năm, hiệu ứng doanh nghiệp và hiệu ứng năm, cùng kiểm định độ bền bằng trị tuyệt đối của GAP, giúp đánh giá cả chiều và mức độ sai lệch giữa hai trạng thái CCNV.

Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu, luận án đề xuất hoàn thiện CCNV theo hướng phân hóa theo trạng thái của từng doanh nghiệp. Doanh nghiệp cần xác định vị trí CCNV thực tế so với mức tối ưu, đồng thời xem xét xác suất vỡ nợ, khả năng sinh lời, dòng tiền, nhu cầu vốn và đặc điểm tài sản trước khi lựa chọn hướng điều chỉnh. Vì vậy, hoàn thiện CCNV không đồng nghĩa với việc toàn bộ doanh nghiệp phải tăng hoặc giảm nợ, mà là lựa chọn và phối hợp các nguồn tài trợ phù hợp với điều kiện và trạng thái cụ thể của doanh nghiệp.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Nguyễn Thị Vân Anh, Đào Thị Thanh Bình, Phạm Thị Thanh Hòa (2025), *Asset Volatility Analysis using the structural approach: Evidence from listed consumer goods firms in Vietnam*, Journal of Finance and Accounting Research - No.06 (37) December 2025, ISSN 2588-1493
2. Nguyễn Thị Vân Anh, Phạm Thị Thanh Hòa (2025), *So sánh cơ cấu vốn giữa doanh nghiệp hàng tiêu dùng thiết yếu và không thiết yếu tại Việt Nam*, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế - Tài chính online – Tháng 11/2025, e-ISSN: 3093-334X
3. Nguyễn Thị Vân Anh (2024), *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn tối ưu của các doanh nghiệp niêm yết ngành hàng tiêu dùng*, Tạp chí Kinh tế và Dự báo – Tháng 7/2024 (Số 13), ISSN 1859-4972