

VẤN ĐỀ TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TRONG DOANH NGHIỆP DƯỚI TÁC ĐỘNG HỘI NHẬP KINH TẾ

● NGUYỄN THỊ THU TRANG

TÓM TẮT:

Trước những khó khăn về kinh tế, tái cấu trúc tài chính là giải pháp trọng yếu nhằm giúp các doanh nghiệp vượt khó khăn, tránh nguy cơ phá sản. Theo đó, bài viết này phân tích và làm rõ hơn những vấn đề về cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp, mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp; đưa ra sự cần thiết của việc tái cấu trúc. Trên cơ sở vận dụng lý thuyết và yêu cầu cần thiết, bài viết đưa ra một số giải pháp nhằm tái cấu trúc trong các doanh nghiệp nhằm đáp ứng yêu cầu hội nhập kinh tế.

Từ khóa: Doanh nghiệp, cấu trúc tài chính, vốn kinh doanh, tài sản, nợ.

I. Cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp

Cấu trúc tài chính là thuật ngữ tài chính nhằm mô tả nguồn gốc và phương pháp hình thành nên nguồn vốn để doanh nghiệp có thể sử dụng mua sắm tài sản, phương tiện vật chất và hoạt động kinh doanh. Nó đề cập đến cách thức mà doanh nghiệp tìm kiếm nguồn tài chính thông qua các phương pháp kết hợp giữa bán cổ phần, quyền chọn mua cổ phần, phát hành trái phiếu và đi vay.

Cấu trúc tài chính là sự kết hợp nợ vay ngắn hạn, nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi, và vốn cổ phần thường được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư ở một doanh nghiệp. Nó có ý nghĩa đối với hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp.

Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp vẫn là vấn đề được quan tâm bởi các nhà nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trên thế

giới. Trong đó phải kể đến những quan điểm được đưa ra bởi các lý thuyết điển hình như lý thuyết M&M, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết cấu trúc vốn dạng tĩnh. Lý thuyết của M&M (Modigliani và Miller) chỉ ra rằng giá trị thị trường của một doanh nghiệp độc lập với cấu trúc vốn trong điều kiện thị trường hoàn hảo, không có thuế thu nhập doanh nghiệp. Với việc loại bỏ giả thiết về thuế thu nhập doanh nghiệp, M&M đưa ra kết luận cấu trúc tài chính có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp hay doanh nghiệp sử dụng càng nhiều nợ giá trị doanh nghiệp càng gia tăng và tăng tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ bằng 100% nợ. Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers và Majluf) lại chỉ ra tác động tiêu cực giữa cấu trúc tài chính với giá trị doanh nghiệp thông qua kết quả nghiên cứu các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao sẽ sử

dụng ít vốn vay hơn các doanh nghiệp có khả năng sinh lời thấp. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn dạng hình (Myers) cho rằng giá trị doanh nghiệp có sử dụng nợ bằng giá trị doanh nghiệp không sử dụng nợ cộng với giá trị hiện tại của tấm chắn thuế từ nợ trừ đi giá trị hiện tại của chi phí phá sản. Vì vậy tồn tại một cấu trúc tài chính tối ưu tại đó hiện giá của khoản tiết kiệm thuế do vay nợ tăng thêm vừa đủ bù cho sự gia tăng trong hiện giá của chi phí khánh kiệt tài chính.

Giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào thu nhập mang lại cho nhà đầu tư hay chủ sở hữu doanh nghiệp. Nói cách khác, giá trị doanh nghiệp là giá trị hiện tại của các khoản thu nhập có khả năng mang lại cho chủ sở hữu trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Theo quan điểm dựa trên tài sản, giá trị doanh nghiệp là giá trị toàn bộ tài sản được xác định bằng tổng giá trị tất cả các chứng khoán của doanh nghiệp (Brigham&Houston); hoặc bằng giá trị tài sản cộng với lợi ích của tấm chắn thuế từ nợ trừ đi chi phí phá sản (Myers). Theo quan điểm dựa trên hiệu quả hoạt động, giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng các chỉ tiêu tỷ suất sinh lời như ROA, ROE, EPS hoặc các chỉ tiêu phản ánh giá trị thị trường hay giá trị tăng thêm.

Như vậy có thể thấy rằng, cấu trúc tài chính là một yếu tố quan trọng có tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, chiều hướng và mức độ tác động giữa các yếu tố này có sự khác nhau giữa các doanh nghiệp, các nhóm doanh nghiệp trong những điều kiện cụ thể. Việc xác định tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và giá trị doanh nghiệp sẽ là cơ sở để hoạch định cấu trúc tài chính nhằm đảm bảo mục tiêu của doanh nghiệp.

II. Sự cần thiết tái cấu trúc tài chính trong doanh nghiệp

Trong nền kinh tế thị trường, quyết định cấu trúc tài chính là một vấn đề hết sức quan trọng đối với mỗi doanh nghiệp, bởi nó là yếu tố ảnh hưởng rất lớn đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu và rủi ro tài chính mà doanh nghiệp có thể phải đối mặt. Trên góc độ tài chính, mục tiêu quan trọng nhất của các doanh nghiệp là tối đa

hóa lợi nhuận, hay nói cách khác là tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Giá trị của doanh nghiệp có quan hệ chặt chẽ với cấu trúc nguồn vốn. Tuy nhiên, không phải bất kỳ doanh nghiệp nào cũng có thể xác định được cho mình ngay từ đầu một cấu trúc tài chính hợp lý đảm bảo cho doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả. Kể cả khi doanh nghiệp đã xây dựng được một cấu trúc tài chính hợp lý thì cấu trúc đó cũng không phải là bất biến trong một thời gian dài.

Bởi lẽ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp luôn có sự biến động. Một cấu trúc nguồn tài chính sử dụng nợ cao hoặc nghiêng hẳn về sử dụng vốn chủ sở hữu có thể phù hợp ở giai đoạn này nhưng lại không phù hợp với giai đoạn khác. Do đó, việc doanh nghiệp cần cấu trúc lại nguồn tài chính cho phù hợp với từng giai đoạn phát triển là một việc làm liên tục, thường xuyên. Nói như vậy để thấy tái cấu trúc tài chính là thật sự quan trọng và cần thiết cho mọi doanh nghiệp. Cụ thể, đây là quá trình tổ chức, sắp xếp lại các nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp thông qua việc lựa chọn và thực hiện các quyết định tài trợ của doanh nghiệp nhằm đạt được một cấu trúc tài chính hợp lý thích ứng với từng giai đoạn phát triển, thực hiện có hiệu quả các mục tiêu kinh doanh mà doanh nghiệp đề ra.

Nếu hiểu theo nghĩa rộng hơn, tái cấu trúc nguồn vốn không chỉ là quá trình tổ chức, sắp xếp lại các nguồn vốn hiện có mà bao gồm cả việc lựa chọn và đa dạng hóa các kênh huy động vốn, tổ chức hoạt động kinh doanh hiệu quả, làm lành mạnh hóa tình hình tài chính... trong từng thời kỳ nhất định để từ đó gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Có 4 nội dung tái cấu trúc tài chính cơ bản, gồm:

Thứ nhất là tái cơ cấu đầu tư. Để đi đến quyết định đầu tư, vấn đề quan trọng là phải đánh giá được hiệu quả của đầu tư, được biểu hiện trong mối quan hệ giữa lợi ích thu được do đầu tư mang lại và chi phí bỏ ra để thực hiện đầu tư. Khi xem xét một dự án đầu tư, phải xem xét vấn đề cơ bản là những lợi ích trong tương lai thu được có tương xứng với vốn đầu tư đã bỏ ra hay không. Để đánh giá được lợi ích của đầu tư phải xuất phát từ mục tiêu của đầu tư. Mỗi khoản đầu tư của doanh

ng nghiệp có thể có nhiều dự án khác nhau. Mỗi dự án đầu tư lại bao gồm nhiều nội dung, thuộc các vấn đề về kỹ thuật, kinh tế, tài chính... Về phương diện tài chính, ở mỗi dự án đầu tư cần phải xác định: dự toán về vốn để thực hiện dự án đầu tư; số lợi nhuận khi thực hiện đầu tư đưa lại, trên cơ sở đó mà lựa chọn dự án tối ưu nhất.

Như vậy, doanh nghiệp phải cân nhắc, xem xét nhiều mặt để lựa chọn dự án đầu tư tối ưu. Trong đó, về tài chính, chủ yếu phải xem xét hiệu quả kinh tế của dự án đầu tư. Doanh nghiệp sử dụng các tiêu chí sau nhằm đánh giá hiệu quả kinh tế của dự án đầu tư: tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), thời gian hoàn vốn đầu tư, giá trị hiện tại ròng của dự án đầu tư, tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR), chỉ số sinh lời của dự án đầu tư...

Thứ hai là hoạch định các khoản mục kế toán. Theo đó, các khoản mục hạch toán chưa phù hợp phải được điều chỉnh lại.

Thứ ba là xây dựng phương án xử lý hàng tồn kho.

Thứ tư là gia tăng tài sản cố định. Tài sản cố định của doanh nghiệp là những tài sản có giá trị lớn, có thời gian sử dụng dài cho các hoạt động của doanh nghiệp và phải thỏa mãn đồng thời tất cả các tiêu chuẩn là tài sản cố định. Trong điều kiện hiện nay, việc đầu tư đổi mới tài sản cố định, đặc biệt là đối với nhà xưởng, thiết bị, công nghệ, là một trong những yếu tố quyết định đến năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp.

Để gia tăng tài sản cố định, các doanh nghiệp nên thực hiện từ nguồn hàng tồn kho tự có để thực hiện các dự án nội bộ; tiêu thụ một lượng hàng tồn kho khác để có lượng tiền mặt phục vụ dự án. Như vậy, tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp giúp nhà quản lý nắm bắt được thông tin về chính sách phát triển tài chính của doanh nghiệp, mức độ an toàn, tính ổn định tài chính và hiệu quả, rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Từ đó, nhà quản trị có thể điều chỉnh cấu trúc nguồn vốn cho hợp lý hơn.

Đối với các nhà đầu tư, ngân hàng, các nhà cung cấp nguyên vật liệu, dịch vụ, việc quan tâm đến tình hình tài chính của doanh nghiệp trên các giác độ khác nhau. Nguồn thông tin được cung

cấp từ cấu trúc tài chính doanh nghiệp là cơ sở để nhà đầu tư xem xét và quyết định xem có nên đầu tư vào doanh nghiệp hay không, đầu tư như thế nào và bao nhiêu là hợp lý. Chính vì vậy, tái cấu trúc tài chính có vai trò rất quan trọng không chỉ với bên trong doanh nghiệp, mà cả với bên ngoài doanh nghiệp.

III. Giải pháp tái cấu trúc tài chính

Một là, thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng tăng cường nguồn vốn dài hạn, nguồn vốn chủ sở hữu.

- Đối với nguồn vốn chủ sở hữu: Để gia tăng nguồn vốn chủ sở hữu, tăng cường độ vững mạnh tài chính các doanh nghiệp cần thực hiện tăng cường nguồn vốn từ phần lợi nhuận giữ lại, các doanh nghiệp cần thực hiện chính sách nhằm gia tăng lợi nhuận, thực hiện các giải pháp tăng doanh thu và giải pháp giảm chi phí, hạ giá thành sản phẩm. Đa dạng các phương thức huy động vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu thường hay cổ phiếu ưu đãi thông qua các phương thức như phát hành cổ phiếu bổ sung, phát hành thông qua phương thức cần trả nợ.

- Đối với nợ vay dài hạn: Trong thời gian tới, khi triển vọng nền kinh tế phục hồi, nhiều ngân hàng thương mại đang và sẽ tiếp tục "bơm vốn" cho doanh nghiệp để tiếp tục thực hiện các dự án đầu tư mới. Những doanh nghiệp có khả năng tài chính và nền tảng hoạt động tốt sẽ dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng dài hạn của ngân hàng thương mại. Tận dụng thời cơ này để huy động vốn thực hiện các dự án cải tạo và mở rộng năng lực sản xuất - kinh doanh là hết sức cần thiết đối với doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp nên xem xét và lựa chọn phương thức vay nợ dài hạn thông qua phương thức phát hành trái phiếu DN hoặc thuê tài chính.

Hai là, doanh nghiệp cần thực hiện tái cấu trúc tài chính phù hợp với giai đoạn phát triển doanh nghiệp. Trong giai đoạn hình thành và phát triển doanh nghiệp, nhu cầu đầu tư phát triển thị phần, cũng như hoạt động đầu tư khác để theo kịp tốc độ phát triển kinh doanh cùng ngày càng tăng lên. Vì vậy, nhu cầu vốn đầu tư vào hoạt động kinh doanh trong giai đoạn này cũng vẫn còn cao. Đây cũng là giai đoạn mà cấu trúc tài chính của

doanh nghiệp có nhiều sự lựa chọn phụ thuộc vào điều kiện cụ thể của môi trường kinh doanh, tình hình tài chính, cơ hội kinh doanh và chiến lược tài chính của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp mong muốn sự chắc chắn, ổn định trong hoạt động kinh doanh sẽ lựa chọn cấu trúc tài chính nghiêng về vốn chủ sở hữu là chủ yếu. Ngược lại, một doanh nghiệp dám chấp nhận rủi ro, kỳ vọng sự tăng trưởng nhanh sẽ lựa chọn cấu trúc tài chính có mức độ sử dụng nợ vay cao. Cân bằng giữa hai hình thái trên là doanh nghiệp mong muốn duy trì cấu trúc tài chính cân bằng giữa vốn chủ sở hữu và nợ vay.

Bên cạnh, nâng cao nhận thức cho nhà quản trị về cơ chế tác động của đòn bẩy tài chính. Các nhà quản trị của doanh nghiệp không nên vay nợ thêm nữa, cần tập trung nguồn lực nâng cao hiệu quả kinh doanh, ưu tiên tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu. Thực hiện tái cấu trúc tài chính theo hướng giảm dần hệ số nợ. Khi mặt bằng lãi suất trên thị trường có xu hướng giảm xuống, doanh nghiệp nên thực hiện đảo nợ, thực hiện tài trợ bằng khoản vay nợ có chi phí thấp hơn. Tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu bằng cách thực hiện đàm phán với các chủ nợ thực hiện chuyển nợ thành cổ phần, phát hành cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu và công chúng đầu tư. Việc tài trợ cho hoạt động đầu tư nâng cấp hoặc đầu tư mới có thể lựa chọn phương thức thuê tài chính nhằm giảm áp lực lên hệ số nợ. Cần tích cực khai thác hết công suất thiết bị, đẩy nhanh quá trình tiêu thụ sản phẩm, nâng cao hiệu quả kinh doanh đón chờ điều kiện thuận lợi trong giai đoạn tới, khi nền kinh tế vĩ mô có nhiều chuyển biến tích cực, thuận lợi.

Bốn là, xây dựng các chỉ tiêu cảnh báo sớm cho các doanh nghiệp. Hệ thống chỉ tiêu cảnh báo

sớm được đưa ra với mục đích để phát hiện ra các những yếu kém tiềm ẩn về mặt tài chính khi nó mới ở giai đoạn đầu và giúp khắc phục các vấn đề đó một cách đúng lúc, thực hiện tái cấu trúc kịp thời, phù hợp nhằm tránh cho doanh nghiệp lâm vào tình trạng khó khăn thanh toán, suy giảm lợi nhuận. Một số chỉ tiêu cảnh báo sớm đối với doanh nghiệp cần thực hiện:

* Hệ số thu nhập trên vốn đầu tư (ROIC)

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{Tổng vốn đầu tư}}$$

Việc sử dụng chỉ tiêu này để đánh giá hiệu quả đầu tư cần thực hiện so sánh với lãi suất vay vốn trên thị trường. Nếu ROIC lớn hơn lãi suất vay vốn, cho thấy rằng doanh nghiệp đang sử dụng hiệu quả tài sản, vốn kinh doanh và việc gia tăng vay nợ sẽ giúp làm gia tăng giá trị cho chủ sở hữu. Ngược lại, nếu ROIC thấp hơn lãi suất vay vốn, cho thấy tài sản và vốn kinh doanh của doanh nghiệp đang được sử dụng kém hiệu quả. Do đó, đây là chỉ tiêu cảnh báo sớm cho nhà quản trị doanh nghiệp thấy cần phải thực hiện phân tích kỹ tình hình tài chính của doanh nghiệp nhằm phát hiện nơi nào yếu kém, nguyên nhân tại sao và đưa ra giải pháp tái cấu trúc phù hợp.

* Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư

$$\frac{\text{Hệ số nợ vay trên vốn đầu tư}}{\text{Nợ vay có trả lãi}} = \frac{\text{Nợ vay có trả lãi}}{\text{Nợ vay có trả lãi}}$$

Hệ số này cũng phản ánh mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này được sử dụng để cảnh báo những rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Nếu hệ số này lớn hơn ngưỡng an toàn của ngành nghề kinh doanh, cho thấy rủi ro tài chính DN đối mặt là cao. Ngược lại, dưới ngưỡng an toàn của ngành, cho thấy mức độ rủi ro tài chính doanh nghiệp trong tầm kiểm soát ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Đỗ Tiến Long (2013). *Tái cơ cấu doanh nghiệp ở Việt Nam - Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội*.
2. Trần Ngọc Thơ (2005). *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. NXB Thống kê Hà Nội.
3. Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương (2012). *Tái cơ cấu và cải cách doanh nghiệp nhà nước*. Trung tâm Thông tin - Tư liệu.

Ngày nhận bài: 20/1/2019

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 30/1/2019

Ngày chấp nhận đăng bài: 10/2/2019

Thông tin tác giả:

ThS. NGUYỄN THỊ THU TRANG

Khoa Quản trị - Trường Đại học Kinh tế Kỹ thuật Công nghiệp

**THE ISSUE OF FINANCIAL RESTRUCTURE
AT ENTERPRISES UNDER THE IMPACT
OF ECONOMIC INTEGRATION**

● **MA. NGUYEN THI THU TRANG**

Faculty of Business Management,

University of Economic and Technical Industries

ABSTRACT:

In the context of economic challenges, the financial restructure is a key solution that helps enterprises to overcome their problems and avoid the situation of bankruptcy. This article is to analyze and clarify issues related to the financial restructure of enterprises, the relationship between the financial structure and business performance, and the value of enterprises. The article also presents the importance of the financial restructure for enterprises. Based on theories and necessary requirements, this article presents some solutions to restructure enterprises in the context of economic integration.

Key words: Enterprise, financial structure, business capital, assets, debt.