

ĐẠI HỌC THÁI NGUYÊN
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ VÀ QUẢN TRỊ KINH DOANH

BÁO CÁO TỔNG KẾT
ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP ĐẠI HỌC

Tên đề tài:

**NGHIÊN CỨU MỐI QUAN HỆ GIỮA CƠ CẤU VỐN
VÀ MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CÁC DOANH NGHIỆP
NGÀNH THÉP VIỆT NAM**

Mã số: ĐH2015 - TN08-11

Chủ nhiệm đề tài: ThS. Đỗ Kim Dư

THÁI NGUYÊN, NĂM 2018

ĐẠI HỌC THÁI NGUYÊN
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ VÀ QUẢN TRỊ KINH DOANH

**BÁO CÁO TỔNG KẾT
ĐỀ TÀI KHOA HỌC VÀ CÔNG NGHỆ CẤP ĐẠI HỌC**

Tên đề tài:

**NGHIÊN CỨU MỐI QUAN HỆ GIỮA CƠ CẤU VỐN
VÀ MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CÁC DOANH NGHIỆP
NGÀNH THÉP VIỆT NAM**

Mã số: ĐH2015 - TN08-11

Xác nhận của tổ chức chủ trì
(Ký, họ tên, đóng dấu)

Chủ nhiệm đề tài
(Ký, họ tên)

Ths. Đỗ Kim Dư

THÁI NGUYÊN, NĂM 2018

DANH SÁCH THÀNH VIÊN THAM GIA VÀ ĐƠN VỊ PHỐI HỢP CHÍNH

1. NHỮNG THÀNH VIÊN THAM GIA NGHIÊN CỨU ĐỀ TÀI

TT	Họ và tên	Đơn vị công tác và lĩnh vực chuyên môn	Vai trò
1	Ths. Đỗ Kim Dư	Khoa Ngân hàng TC, ĐH Kinh tế & QTKD	Chủ nhiệm đề tài
2	Ths. Lã Thị Kim Anh	Khoa Ngân hàng TC, ĐH Kinh tế & QTKD	Thành viên nghiên cứu
3	Ths. Nguyễn Thị Thu Hằng	Khoa Ngân hàng TC, ĐH Kinh tế & QTKD	Thành viên nghiên cứu
4	Ths. Hà Mạnh Tuấn	Khoa Ngân hàng TC, ĐH Kinh tế & QTKD	Thành viên nghiên cứu
5	TS. Nguyễn Thị Lan Anh	Đại học Thái Nguyên	Thành viên nghiên cứu

2. ĐƠN VỊ PHỐI HỢP CHÍNH

Tên đơn vị trong và ngoài nước	Họ và tên người đại diện đơn vị
Trường ĐH Kinh tế & QTKD	PSG.TS. Trần Quang Huy

MỤC LỤC

MỞ ĐẦU	1
1. Tính cấp thiết của đề tài.....	1
2. Mục tiêu nghiên cứu.....	3
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	3
4. Phương pháp nghiên cứu.....	3
5. Bố cục của đề tài.....	9
Chương 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA CƠ CẤU VỐN VÀ MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CỦA DOANH NGHIỆP	10
1.1. Lý thuyết về Cơ cấu vốn.....	10
1.1.1. Khái niệm cơ cấu vốn.....	10
1.1.2. Cơ cấu vốn tối ưu.....	10
1.1.3. Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.....	13
1.2. Lý thuyết về mức độ cạnh tranh.....	16
1.2.1. Khái niệm cạnh tranh.....	16
1.2.2. Khái niệm mức độ cạnh tranh.....	18
1.2.3. Các cấp độ của mức độ cạnh tranh.....	19
1.3. Các mô hình lý thuyết về cơ cấu vốn.....	20
1.3.1. Lý thuyết về cơ cấu vốn của Modigliani và Miller (M&M).....	20
1.3.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade of Theory).....	23
1.3.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory).....	24
1.3.4. Lý thuyết chi phí đại diện (Agency Costs).....	25
1.3.5. Lý thuyết phát tín hiệu (Signalling Theory).....	25
1.3.6. Lý thuyết định điểm thị trường (Market - timing Theory).....	26
1.4. Các mô hình lý thuyết về cạnh tranh.....	27
1.4.1. Mô hình kim cương của M.Porter.....	27
1.4.2. Phát triển mô hình kim cương của Porter.....	28
1.4.3. Mô hình hình ảnh cạnh tranh.....	29
1.4.4. Mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ.....	31
1.5. Lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh.....	33

Chương 2: KIỂM ĐỊNH MỐI QUAN HỆ GIỮA CƠ CẤU VỐN VÀ MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THÉP VIỆT NAM.....	40
2.1. Tổng quan về các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam	40
2.2. Thực trạng về cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam	44
2.3. Kiểm định mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam	51
2.3.1. Kết quả phân tích tương quan giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh.....	51
2.3.2. Mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của cơ cấu vốn lên cạnh tranh.....	53
2.3.2.1. Mô hình nghiên cứu	53
2.3.2.2. Giả thuyết nghiên cứu	54
2.3.2.3. Kết quả hồi quy	56
2.3.3. Mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của cạnh tranh lên cơ cấu vốn.....	61
2.3.3.1. Mô hình nghiên cứu	61
2.3.3.2. Giả thuyết nghiên cứu	62
2.3.3.3. Kết quả phân tích hồi quy	64
Chương 3: GIẢI PHÁP XÂY DỰNG CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU NHẪM NÂNG CAO MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THÉP VIỆT NAM	68
3.1. Định hướng phát triển các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam	68
3.2. Giải pháp lựa chọn cơ cấu vốn nhằm nâng cao mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam	71
3.3. Đóng góp của đề tài.....	78
3.4. Hạn chế của đề tài và các hướng nghiên cứu tiếp theo	78
KẾT LUẬN	79
TÀI LIỆU THAM KHẢO	80

DANH MỤC BẢNG

Bảng 1.1: Mô tả ma trận hình ảnh cạnh tranh của doanh nghiệp	30
Bảng 1.2: Mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ trong doanh nghiệp	32
Bảng 1.3: Tóm tắt tác động của cơ cấu vốn đến mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp.....	39
Bảng 1.4: Tóm tắt tác động của mức độ cạnh tranh đến cơ cấu vốn	39
Bảng 2.2. Sản lượng luyện gang 2013-2017	43
Biểu đồ 2.1. Sản lượng luyện gang giai đoạn 2013-2017	43
Biểu đồ 2.2: Sản lượng luyện phôi giai đoạn 2013-2020	43
Bảng 2.1. Thống kê dữ liệu nghiên cứu	48
Bảng 2.2. Tương quan hai chiều giữa các biến.....	52
Bảng 2.3. Hồi quy 2SLS cho HHI qua DT	56
Bảng 2.4. Hồi quy 2SLS cho BI qua DT	58
Bảng 2.5. Hồi quy 2SLS cho Tobin's Q qua DT	59
Bảng 2.6. Kết quả nghiên cứu tổng hợp.....	60
Bảng 2.7. Kết quả phân tích hồi quy.....	65
Bảng 3.1. Dự báo phát triển ngành thép tới 2030	69
Bảng 3.2. Chỉ tiêu tiêu thụ thép.....	69

DANH MỤC HÌNH

Hình 1.1: Mô hình kim cương của M.Porter	27
Hình 2.1. Cơ cấu vốn qua các năm	49
Hình 2.2. Thị phần của các doanh nghiệp qua các năm.....	50
Hình 2.3. Giá trị Tobin's Q ngành thép qua các năm.	51
Hình 2.4. Mô hình nghiên cứu của tác giả	53
Mô hình 2: Ước lượng tác động của cơ cấu vốn DT lên BI.....	57
Mô hình 3: Ước lượng tác động của cơ cấu vốn DT lên Tobin's Q	59

THÔNG TIN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

1. Thông tin chung

1. Tên đề tài: **Nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam**

2. Mã số: **ĐH2015-TN08-11**

3. Chủ nhiệm đề tài: **Ths. Đỗ Kim Dur**

4. Thời gian thực hiện: **09/2015 - 9/2017**

5. Tổ chức chủ trì: **Trường ĐH Kinh tế & QTKD Thái Nguyên**

2. Mục tiêu nghiên cứu

** Mục tiêu chung:*

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích định lượng nhằm đánh giá tác động của cơ cấu vốn đến mức độ cạnh tranh và ngược lại, từ đó đánh giá mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh.

** Mục tiêu cụ thể:*

Thứ nhất, nghiên cứu các lý thuyết về cơ cấu vốn và lý thuyết về mô hình cạnh tranh và đánh giá thực trạng cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam.

Thứ hai, kiểm chứng và đánh giá thực nghiệm có mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam

Thứ ba, đề xuất quan điểm và giải pháp điều chỉnh cơ cấu vốn nhằm tạo ra mức độ cạnh tranh, tạo môi trường lành mạnh trong cạnh tranh và giúp các doanh nghiệp tránh bên bờ phá sản và phát triển bền vững.

3. Tính mới và sáng tạo

Đề tài tổng hợp, phân tích và đánh giá mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh dựa trên các mô hình phân tích định lượng. Chưa có nghiên cứu nào trên thế giới cũng như ở Việt Nam đánh giá hai chiều mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh.

4. Kết quả nghiên cứu

Về mặt khoa học, nghiên cứu của tác giả sẽ làm tài liệu tham khảo cho các nghiên cứu về sau liên quan tới cấu trúc vốn và yếu tố cạnh tranh trong các doanh nghiệp. Mô hình nghiên cứu cũng như kết quả nghiên cứu sẽ đóng góp và nền tảng tri thức cho khoa học. Giúp các nhà nghiên cứu sau có các định hướng phù hợp và nền tảng lý thuyết vững chắc cho nghiên cứu của mình. Mặc dù đề tài thực hiện cho các doanh nghiệp niềm yết nhưng với các đề tài nghiên cứu khác cho các doanh nghiệp nói chung đều có thể coi đây là tài liệu tham khảo hữu ích.

Về mặt thực tiễn, kết quả nghiên cứu này sẽ giúp các doanh nghiệp niềm yết có thể sử dụng nhằm có chiến lược hợp lý trong việc sử dụng nguồn vốn vay để tăng cạnh tranh cho công ty của mình. Những chính sách tổng quát đi từ kết quả nghiên cứu đã được tác giả khuyến nghị ở phần trên.

5. Sản phẩm

5.1. Sản phẩm khoa học

1) Đỗ Kim Dư (2017), “Ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới tới năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp ngành thép”, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 652(12), tr.31-34.

2) Đỗ Kim Dư (2017), “Đánh giá tác động của cấu trúc vốn tới năng lực cạnh tranh các doanh nghiệp niềm yết”, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 649(9), tr.19-22.

3) Vũ Duy Hào, Đỗ Kim Dư (2016), “Nghiên cứu tác động của năng lực cạnh tranh tới cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành thép”, *Kỷ yếu hội thảo khoa học quốc gia*, tr.403-412.

4) Đỗ Kim Dư (2018), “Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và năng lực cạnh tranh tại các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 679(33), tr.117-120.

5.2. Sản phẩm đào tạo

1) Hoàn thành hướng dẫn 01 đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở
 - SV Dương Thị Phương Thu, GVHD: Đỗ Kim Dư, (2017), *Phân tích các nhân tố các động đến mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép niềm yết*

trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mã số SV2017-BF-34. Kết quả nghiệm thu: đạt.

5.3. Sản phẩm ứng dụng

Báo cáo tổng kết và báo cáo tóm tắt kết quả nghiên cứu của đề tài: *Nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam.*

6. Phương thức chuyển giao, địa chỉ ứng dụng, tác động và lợi ích mang lại của kết quả nghiên cứu

6.1. Phương thức chuyển giao

Các sản phẩm liên quan đến lĩnh vực nghiên cứu của trong đó đề tài và báo cáo tổng kết của đề tài được cập nhật trên trang qlkh.tnu.edu.vn của Đại học Thái Nguyên và các bài báo được phát hành rộng rãi đến các độc giả.

6.2. Địa chỉ ứng dụng

- Các doanh nghiệp ngành thép;
- Các trường đại học, các doanh nghiệp quan tâm
- Tài liệu tham khảo cho sinh viên các chuyên ngành Quản trị, Kinh tế.

6.3. Tác động và lợi ích mang lại của kết quả nghiên cứu

- **Giáo dục, đào tạo:** Kết quả nghiên cứu của đề tài là tài liệu tham khảo hữu ích cho sinh viên và giảng viên và các nhà hoạch định chính sách; Kết quả nghiên cứu có thể ứng dụng trong giảng dạy và nghiên cứu khoa học cho các giảng viên và sinh viên của các trường Đại học/Học viện/Cao đẳng và Trung học chuyên nghiệp, đặc biệt là các trường đào tạo lĩnh vực kinh tế và quản trị kinh doanh.

- **Kinh tế, xã hội:** Nghiên cứu này giúp giải quyết vấn đề cho ngành thép Việt Nam, giúp cho sự phục hồi, phát triển của ngành thép nói riêng và đóng góp vào sự phát triển kinh tế - xã hội nói chung.

Ngày tháng năm

Tổ chức chủ trì

Chủ nhiệm đề tài

THAI NGUYEN UNIVERSITY
UNIVERSITY OF ECONOMIC & BUSINESS
ADMINISTRATION
INFORMATION OF RESEARCH RESULT

1. Information

1. The topic: *“Research the relationship between capital structure and competitiveness of steel enterprise in Vietnam”*

2. Code: **DH2015-TN08-11**

3. Supervisor: **Ms. Do Kim Du**

4. Time: **09/2015 - 9/2017**

5. Organization: **University of Economics & Business Administration-
Thai Nguyen University**

2. Objective

*** General:**

The study uses quantitative analysis method to assess the impact of capital structure on competitiveness and vice versa, thereby assessing the relationship between capital structure and competitive capacity

*** detail:**

Firstly, the study synthesizes the theories of capital structure and the competitive models; assessing the current state of capital structure and competitiveness of steel enterprises in Vietnam.

Secondly, the empirical verification and assessment have the relationship between capital structure and competitiveness of steel enterprises in Vietnam

Third, the solutions to adjust the capital structure to create competitiveness, create a healthy environment in competition and help businesses avoid bankruptcy and sustainable development.

3. New and creation

Synthesize, analyze and evaluate the relationship between capital structure and competitiveness based on quantitative analysis models. No studies in the world as in Vietnam have evaluated the two dimensions of the relationship between capital structure and competitiveness.

4. Results

In terms of science, the author's research will serve as a reference for future research related to capital structure and competitiveness in enterprises. The research model, as well as the research results, will contribute and the scientific basis. Helps the following researchers have appropriate directions and solid theoretical foundations for their research. Although the topic is for listed companies but with other research topics for business users, this can be considered as a useful reference.

In practice, the results of this research will help the listed companies to use it in order to have a rational strategy in using loans to increase competition for their companies. The general policies go from the research results recommended by the author in the previous section.

5. Products

5.1. Scientific product

1) Do Kim Du (2017), "Influence of Capital Structure on Competitiveness of Steel Industry," *Journal of Economics and Forecasting*, 652(12), PP.31-34.

2) Do Kim Du (2017), "Assessing the Impact of Capital Structures on Competitiveness of Listed Firms", *Journal of Economics and Forecasting*, 649(9), PP 19-22.

3) Vu Duy Hao, Do Kim Du (2016), "Study on the impact of competitiveness on the capital structure of steel enterprises", *Proceedings of the National Scientific Conference*, PP.40-40.

4) Do Kim Du (2018), "The relationship between Capital Structures and Competitiveness of of Steel Industry", *Journal of Economics and Forecasting*, 679(33), PP 117-120.

5.2. Educational products

1) Completing the guideline on 01 research subject at the grassroots level

- Duong Thi Phuong Thu, Do Kim Du (2017), *Analyzing Factors Affecting Competitiveness of Steel Enterprises Listed on Vietnam Stock Market*, Code SV2017-BF-34, Result: Pass.

5.3. Applied product

Review report and the summary report of research results of the project: *Study the relationship between capital structure and competitiveness of steel enterprises in Vietnam*.

6. Transfer method, application address, impact and benefits of research results

6.1. Transfer method

Products related to the field of study in which the topic and the final report of the topic are updated on the website qlkh.tnu.edu.vn of Thai Nguyen University and the articles are widely distributed to the readers.

6.2. Application address

- Steel enterprises.
- Universities, businesses are interested.
- Reference materials for students in Economics and Management.

6.3 Affecting and benefit of result

- Education and training: Research results are a useful reference for students and teachers and policymakers; Research results can be applied in teaching and scientific research to lecturers and students of universities/institutes/colleges and professional secondary schools, especially business schools and business administration.

- Economic and social: This research helps solve the problem for the steel industry in Vietnam, helping the recovery and development of the steel industry in particular and contributing to the socio-economic development in general.

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Trong thời kì hội nhập kinh tế quốc tế, các doanh nghiệp trong nước không chỉ chịu sức ép từ phía các doanh nghiệp trong nước mà còn phải cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp nước ngoài. Do vậy, việc thực hiện các chiến lược của doanh nghiệp cần được lên kế hoạch cũng tính toán một cách kỹ lưỡng trước khi đưa ra quyết định. Đồng thời, trong môi trường kinh tế cạnh tranh gay gắt, việc mở rộng đầu tư mới này sẽ giúp doanh nghiệp đảm bảo được hiệu quả hoạt động kinh doanh (Moeinaddin và cộng sự, 2013). Để thực hiện được các kế hoạch này, việc đầu tư thu hút vốn cũng như chính sách về vốn là yếu tố quan trọng bước đầu trong việc thực thi chiến lược.

Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, năm 2016, Việt Nam đã nhập khẩu hơn 22 triệu tấn sắt thép các loại, trị giá gần 11 tỷ USD, tăng 18,4% về lượng và 7,2% về trị giá so với cùng kỳ năm trước (Tổng cục hải quan, 2016). Trong khi đó, kim ngạch thép xuất khẩu các loại chỉ khiêm tốn ở mức 3,9 tỷ USD. Như vậy, Việt Nam đã nhập siêu khủng các sản phẩm thép tới hơn 7 USD. Báo cáo mới đây của Bộ Công Thương cũng chỉ rõ đến năm 2020 cả nước sẽ thiếu hụt khoảng 15 triệu tấn thép thô. Đến năm 2025, thiếu hụt sẽ vượt mức 20 triệu tấn thép thô (Bộ Công Thương, 2016). Nhập siêu ngành thép sẽ ngày càng trầm trọng hơn. Những con số này cho thấy tình trạng nhập siêu lớn cho nền kinh tế, ảnh hưởng tới sự ổn định kinh tế vĩ mô của đất nước. Do đó, việc nghiên cứu về cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh giúp tăng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành thép thực sự là cần thiết.

Đầu tư hay nói cách khác là điều chỉnh chính sách vốn vay như thế nào phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Trong đó, khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp là một trong các yếu tố dẫn tới các chính sách vốn cho doanh nghiệp. Do đó, việc nghiên cứu đánh giá mối quan hệ giữa cạnh tranh doanh nghiệp và tỷ lệ nợ là thực sự cần thiết trong bối cảnh nền kinh tế cạnh tranh. (Guney và cộng sự, 2011). Nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp là một

đề tài rất có ý nghĩa và đã được rất nhiều học giả trên thế giới quan tâm trong vài thập kỷ qua (Myers, 1997; Kovenock và Phillips, 1995).

Việc tăng cường sử dụng nợ sẽ có ảnh hưởng đến sức mạnh thị trường của doanh nghiệp đó, nếu một doanh nghiệp mới gia nhập thị trường mà sử dụng quá nhiều nợ có thể gặp nhiều thất bại trong cuộc chiến về tối ưu hóa sản phẩm, sự cạnh tranh về giá cả và sản lượng đối với các đối thủ lâu năm khác (Guney và cộng sự, 2011). Mỗi doanh nghiệp sẽ nỗ lực hơn khi nó đối mặt với sự lựa chọn phải trả nợ hoặc là đóng cửa doanh nghiệp. Để giảm nhẹ tính cạnh tranh mạnh mẽ của thị trường hàng hóa trong một giai đoạn, mỗi doanh nghiệp sẽ cắt giảm sản xuất. Do vậy, việc áp dụng nợ dài hạn khiến cho trong chu kỳ nhất định các doanh nghiệp trong cùng 1 ngành trở nên gắn kết hơn. Nợ cao có thể giảm đầu ra của doanh nghiệp. Với khoản nợ phải trả lớn, doanh nghiệp sẽ dành ít luồng tiền mặt cho đầu tư làm sụt giảm mức đầu ra của doanh nghiệp. Việc trả lợi nhuận cao, bắt nguồn từ khoản nợ lớn, làm giảm chi phí cho cổ đông từ các cam kết ngầm, và từ đó làm gia tăng tính cạnh tranh (Myers, 1997).

Từ sau khủng hoảng tài chính năm 2008, thị trường sụt giảm làm cho các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong hoạt động kinh doanh của mình. Dấu hiệu phục hồi nền kinh tế tới 2015 vẫn chưa cho thấy nhiều khả quan (Sách trắng, 2015). Nghiên cứu này được tiến hành nhằm đánh giá mối quan hệ giữa cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp đó.

Đề tài “*Nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam*” tìm hiểu mối quan hệ tác động qua lại giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh, sự tác động của cơ cấu vốn đến cạnh tranh và việc cạnh tranh trên thị trường có ảnh hưởng như thế nào đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành thép. Đã có rất nhiều nghiên cứu về cơ cấu vốn, cấu trúc sở hữu, và cạnh tranh, tác động của cơ cấu vốn, cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh hay nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Tuy nhiên các nghiên cứu này chỉ nghiên cứu đơn lẻ, hoặc về cơ cấu vốn,

hoặc về cạnh tranh mà chưa có nghiên cứu nào đánh giá mối quan hệ giữa hai nhân tố này. Bài viết giúp cho nhà quản lý có những quyết định đầu tư hay điều chỉnh hành vi đầu tư hợp lý và phù hợp trong các chính sách về vốn và cạnh tranh, đồng thời cung cấp các kết quả quan trọng nhằm đáp ứng nhu cầu và mong muốn của tư vấn tài chính cho các doanh nghiệp ngành thép.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Thứ nhất, nghiên cứu các lý thuyết về cơ cấu vốn và lý thuyết về mô hình cạnh tranh.

Thứ hai, tác giả thực hiện đánh giá thực trạng cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp ngành thép.

Thứ ba, kiểm chứng và đánh giá thực nghiệm có mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp ngành thép.

Thứ tư, đề xuất quan điểm và giải pháp để đưa ra các chính sách tối ưu về vốn nhằm tạo ra mức độ cạnh tranh, tạo môi trường lành mạnh trong cạnh tranh và đồng thời đưa ra các chính sách tối ưu về cạnh tranh nhằm xác định cơ cấu vốn hợp lý, từ đó tạo ra doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp giúp doanh nghiệp ngành thép có biện pháp chiến lược nhằm phát triển ổn định và bền vững.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- *Đối tượng nghiên cứu*: Đối tượng nghiên cứu là mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp ngành thép. Trong đó, tác giả tập trung vào đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên cạnh tranh ngành.

- *Phạm vi nghiên cứu*: Việc thu thập số liệu thứ cấp, các báo cáo tài chính trong giai đoạn 5 năm từ 2009 đến 2015.

4. Phương pháp nghiên cứu

Với đặc thù dữ liệu nghiên cứu từ 2008 đến nay tính cho các doanh nghiệp ngành thép nên mô hình dữ liệu mảng được coi là phù hợp để nghiên cứu. Tác giả tiến hành thu thập dữ liệu trên sàn giao dịch chứng khoán với các doanh nghiệp ngành thép. Dữ liệu sau khi được thu thập sẽ được đưa vào phần mềm STATA để phân tích. Các mô hình sử dụng cho mô hình cấu trúc (hệ phương

trình) được nhóm nghiên cứu sử dụng hồi quy 2 bước (2SLS) để phân tích. Còn các phương trình đơn sẽ được nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình cơ bản như Fixed effect và Random effect sẽ được tác giả sử dụng trước tiên. Trong trường hợp gặp phải các khuyết tật trong mô hình, phương pháp ước lượng GMM hoặc hồi quy biến công cụ sẽ được tiến hành để khắc phục.

Đối với mô hình đánh giá mối quan hệ qua lại giữa cấu trúc vốn và năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp ngành thép, qua việc tham khảo các nghiên cứu trước tác giả sẽ lên danh sách các biến nghiên cứu cần thu thập trong mô hình sau đó tiến hành thực hiện thu thập dữ liệu nghiên cứu.

Chọn mẫu và phương pháp thu thập dữ liệu

Đối với mô hình của tác giả đưa ra sẽ sử dụng dữ liệu bảng với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam.

Phương pháp phân tích dữ liệu

Tác giả đưa ra mô hình dữ liệu mảng (panel data) để xem xét mối quan hệ chung của các nhân tố. Ý nghĩa mô hình sẽ giúp cho có kế hoạch nhằm đánh giá chung nhất về mối quan hệ này từ 2009 đến 2015.

Mô hình dữ liệu bảng có dạng tổng quát:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_0 * X_{1it} + \beta_1 * X_{2it} + \dots + \beta_n * X_{nit} + u_t$$

Trong đó: i là đơn vị chéo thứ i và t là thời gian thứ t

Y: Biến phụ thuộc

X: Biến độc lập

Dữ liệu nghiên cứu sau khi thu thập sẽ được cho vào phần mềm STATA để phân tích: *Thống kê mô tả dữ liệu; Ma trận hệ số tương quan; Phân tích hồi quy:*

Đối với dữ liệu bảng (là sự kết hợp giữa dữ liệu chuỗi thời gian từ 2009 đến 2015 và sắp xếp cùng lúc cho các doanh nghiệp về không gian) có 3 mô hình có thể sử dụng tùy vào đặc điểm các phạm vi nghiên cứu bao gồm:

Mô hình Pooled OLS là mô hình đơn giản nhất khi không xem xét tới sự khác biệt giữa các trường nghiên cứu, mô hình này ít khi được sử dụng. Chúng ta giả định rằng các hệ số hồi quy (hệ số chặn và hệ số góc) là không thay đổi giữa các hãng cũng như không thay đổi theo thời gian. Cấu trúc mô hình như sau:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \dots + \beta_n * X_n + u$$

Mô hình Fixed effect phát triển thêm từ Pooled khi có đưa thêm sự khác nhau về các doanh nghiệp, và có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập (nghĩa là các biến hay các đặc trưng riêng của từng doanh nghiệp có quan hệ với các biến độc lập ở mức ý nghĩa 5%). Mô hình được mô tả như sau:

$$Y_{it} = \beta_i + \beta_{1it} * X_{1it} + \dots + \beta_{nit} * X_{nit} + u_{it}$$

Mô hình Random effect: cũng giống như mô hình Fixed về sự khác nhau giữa các doanh nghiệp nhưng không mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình. Mô hình tác động ngẫu nhiên là cách tiếp cận khi giả định hệ số chặn của mô hình là yếu tố ngẫu nhiên: Trong đó β_i được đo lường qua giá trị trung bình γ_1 và sai số ngẫu nhiên ε_i :

$$Y_{it} = \beta_i + \beta_{1it} * X_{1it} + \dots + \beta_{nit} * X_{nit} + u_{it}$$

$$\beta_i = \gamma_1 + \varepsilon_i$$

$$Y_{it} = \gamma_1 + \varepsilon_i + \beta_{1it} * X_{1it} + \dots + \beta_{nit} * X_{nit} + u_{it}$$

$$Y_{it} = \gamma_1 + \beta_{1it} * X_{1it} + \dots + \beta_{nit} * X_{nit} + (\varepsilon_i + u_{it})$$

$$Y_{it} = \gamma_1 + \beta_{1it} * X_{1it} + \dots + \beta_{nit} * X_{nit} + w_{it}$$

$$w_{it} = \varepsilon_i + u_{it}$$

Việc lựa chọn mô hình nghiên cứu sẽ sử dụng kiểm định Hausman giữa mô hình Fixed effect và Random effect, với giả thuyết:

H0: Mô hình Random effect là phù hợp

H1: Mô hình Fixed effect là phù hợp

Trong trường hợp kiểm định Hausman cho p-value lớn hơn 0.05 thì mô hình Random effect là phù hợp và ngược lại nếu p-value của kiểm định Hausman nhỏ hơn 0.05 thì mô hình Fixed effect là phù hợp.

Sau khi tìm ra mô hình phù hợp với dữ liệu, tác giả tiến hành kiểm định sự tin cậy của mô hình;

Kiểm định phương sai thay đổi:**Kiểm định tự tương quan:****Kiểm định Đa cộng tuyến**

Với mô hình GMM: tác giả tiến hành khắc phục bằng phương pháp ước lượng GMM sai phân (Difference Generalized method of moments - GMM) của Arellano - Bond (1991). Việc sử dụng mô hình GMM sẽ cho phép khắc phục cả vi phạm tự tương quan, phương sai thay đổi và biến nội sinh nên kết quả ước lượng lúc này sẽ không chệch, vững và hiệu quả nhất. Thêm vào đó, phương pháp Arellano - Bond cũng được thiết kế để khắc phục hiệu ứng tác động cố định hàm chứa trong sai số của mô hình (do đặc điểm của các doanh nghiệp nghiên cứu không thay đổi theo thời gian như vị trí địa lý và loại hình doanh nghiệp có thể tương quan với các biến giải thích trong mô hình) và cho dữ liệu bảng với thời gian ngắn (7 năm) và số lượng doanh nghiệp N lớn, vì nó có khả năng khắc phục làm cho cú sốc đối với hiệu ứng cố định của các doanh nghiệp, được phản ánh vào trong phần sai số, sẽ giảm dần theo thời gian (Roodman, 2006).

Để kiểm định tính phù hợp kết quả ước lượng theo GMM kiểm định Sargan (hay còn được biết đến là kiểm định Hansen hoặc kiểm định J) và Arellano-Bond sẽ được sử dụng. Kiểm định Sargan xác định tính phù hợp của các biến công cụ trong mô hình GMM. Đây là kiểm định ràng buộc xác định quá mức (over-identifying restrictions) của mô hình. Kiểm định Sargan với giả thuyết H_0 : biến công cụ là ngoại sinh, nghĩa là không tương quan với sai số của mô hình, do đó giá trị Pvalue của thống kê Sargan càng lớn càng tốt. Kiểm định Arellano - Bond được đề xuất bởi Arellano - Bond (1991) để kiểm tra tính chất tự tương quan của phương sai sai số mô hình GMM ở dạng sai phân bậc 1. Do đó, chuỗi sai phân khảo sát mặc nhiên có tương quan bậc 1, AR(1) nên kết quả kiểm định được bỏ qua. Tương quan bậc 2, AR(2) được kiểm định trên chuỗi sai phân của sai số để phát hiện hiện tượng tự tương quan của sai số ở bậc 1, AR(1). Giả thuyết H_0 của kiểm định Arellano - Bond là không có tự tương quan và được áp dụng cho số dư sai phân.

Trong trường hợp sử dụng mô hình 2SLS:

Do đánh giá tác động qua lại giữa các biến sử dụng hồi quy nên từ các mô hình nghiên cứu ở trên, tác giả sử dụng mô hình hồi quy 2 bước (2SLS) để tiến hành phân tích theo các mô hình tổng hợp sau:

Mô hình 1: Ước lượng tác động của thị phần HHI lên cấu trúc vốn DT

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_1 HHI + \beta_2 HHI_{it}^2 + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_6 ROA_{it} + \mu_t \quad (1)$$

$$HHI_{it} = \beta_0 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t (1^*)$$

Mô hình 2: Ước lượng tác động của thị phần BI lên cấu trúc vốn DT

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_1 BI + \beta_2 BI_{it}^2 + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_6 ROA_{it} + \mu_t (2)$$

$$BI_{it} = \beta_0 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GRTA_{it} + \beta_4 UNIQ_{it} + \beta_5 CR_{it} + \mu_t (2^*)$$

Mô hình 3: Ước lượng tác động của thị phần Tobin's q lên cấu trúc vốn DT

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_1 TOBINQ + \beta_2 TOBINQ_{it}^2 + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_6 ROA_{it} +$$

$$\mu_t \quad (3)$$

$$TOBINQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GRTA_{it} + \beta_3 UNIQ_{it} + \beta_4 CR_{it} + \mu_t (3^*)$$

Mô hình 4: Ước lượng tác động của cấu trúc vốn DT lên thị phần HHI

$$HMI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t \quad (4)$$

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_2 CVA_{1it} + \beta_3 CVA_{2it} + \beta_4 ROA_{it} + \mu_t \quad (4^*)$$

Mô hình 5: Ước lượng tác động của cấu trúc vốn DT lên BI

$$BI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t \quad (5)$$

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_2 CVA_{1it} + \beta_3 CVA_{2it} + \beta_4 ROA_{it} + \mu_t \quad (5^*)$$

Mô hình 6: Ước lượng tác động của cấu trúc vốn DT lên Tobin's Q

$$TOBINQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t \quad (6)$$

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_2 CVA_{1it} + \beta_3 CVA_{2it} + \beta_4 ROA_{it} + \mu_t \quad (6^*)$$

Mô hình 2SLS sẽ được thực hiện qua hai bước:

Bước 1: Kiểm tra hiện tượng nội sinh của biến ở các phương trình thứ 2.

Bước 2: Trong trường hợp các biến được kiểm tra là nội sinh thì tiếp tục được gắn vào phương trình 1 để xem xét các tác động của biến nội sinh cũng như các biến ngoại sinh khác trong mô hình.

Bảng 4.1. Bảng mô tả các biến trong mô hình

<i>Biến phụ thuộc</i>		
DT_{it}	Cấu trúc vốn	Tổng nợ/Tổng tài sản
<i>Biến độc lập</i>		
$QTOBIN_{it}$	Chỉ số Tobin's Q	(Giá trị sổ sách của tổng nợ phải trả + Giá trị thị trường của vốn cổ phần)/Tổng giá trị sổ sách của tổng tài sản
HMI_{it}	Chỉ số HHM	$HHI_i = s_i^2$ với s_i^2 là thị phần các doanh nghiệp trong ngành.
BI_{it}	Chỉ số BI	Từ hồi quy: $VROA_{it} = \alpha + \beta_t \ln MC_{ij} + \epsilon_{i,t}$
$SIZE_{it}$	Quy mô doanh nghiệp	Ln(tổng tài sản)
CVA_{1it}	Tài sản bảo đảm 1	(Hàng tồn kho + Tài sản hữu hình)/Tổng tài sản
CVA_{2it}	Tài sản bảo đảm 2	(Tổng tài sản - Tài sản vô hình)/Tổng tài sản
$GRTA_{it}$	Tốc độ tăng trưởng tài sản	(Tổng tài sản năm t - Tổng tài sản năm t-1)/Tổng tài sản năm t-1
$\beta_g GROI_{it}$	Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận	(Tổng lợi nhuận năm t - Tổng lợi nhuận năm t-1)/Tổng lợi nhuận năm t-1
$UNIQ_{it}$	Đặc điểm của tài sản	Tổng chi phí hoạt động/Tổng doanh thu
$CGIR_{it}$	Khả năng tạo ra các nội lực nội bộ	Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản
CR_{it}	Khả năng thanh toán hiện thời	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn

5. Bố cục của đề tài

Đề tài gồm có 3 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận về cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh.

Chương 2: Kiểm định mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam.

Chương 3: Giải pháp xây dựng cơ cấu vốn tối ưu nhằm nâng cao mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam.

Chương 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ MỐI QUAN HỆ GIỮA CƠ CẤU VỐN VÀ MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Lý thuyết về Cơ cấu vốn

1.1.1. Khái niệm cơ cấu vốn

Theo cách định nghĩa của tác giả Stephen và cộng sự (2003) cơ cấu vốn của một doanh nghiệp, hay còn gọi là đòn bẩy tài chính, là sự kết hợp giữa việc sử dụng vốn nợ và vốn chủ sở hữu theo một tỉ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Khi nghiên cứu cơ cấu vốn doanh nghiệp việc phối hợp sử dụng các nguồn vốn một cách hợp lý để tạo ra một cơ cấu vốn tối ưu đưa lại lợi ích tối đa cho doanh nghiệp. Một cơ cấu vốn hợp lý kết hợp hài hòa giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu sao cho chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp là nhỏ nhất, rủi ro có thể chấp nhận được và giá trị tài sản của chủ sở hữu được tối đa hóa trong điều kiện kinh doanh cụ thể của doanh nghiệp.

Theo góc độ tài chính: nợ gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, xem xét khái niệm cơ cấu vốn thường xem xét trong dài hạn nên nợ tương ứng là nợ dài hạn gồm: phải trả dài hạn người bán, vay và nợ dài hạn (trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi) và các khoản phải trả dài hạn khác như: dự phòng trợ cấp mất việc, dự phòng phải trả dài hạn, thuế thu nhập được hoãn lại.

1.1.2. Cơ cấu vốn tối ưu

Theo Nguyễn Thu Thủy (2011) “một cơ cấu vốn tối ưu được hiểu là một tỷ lệ nợ nhất định của doanh nghiệp mà tại đó giá trị doanh nghiệp được tối đa hóa. Tại đó chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp là thấp nhất mang lại các lợi ích về mặt giá trị cao nhất cho doanh nghiệp”.

Một cơ cấu vốn tối ưu là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu ở một tỷ lệ giới hạn nhất định giúp tối thiểu hóa WACC và do đó tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Nguyễn Minh Kiều, 2011).

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) xác định theo tỷ suất sinh lợi tối thiểu và từ việc xác định WACC do cơ cấu vốn quyết định và các nghiên cứu đã chỉ ra ảnh hưởng của nó đối với giá trị doanh nghiệp.

Nguyễn Minh Kiều (2011) cho rằng khi bàn về chi phí sử dụng vốn và hoạch định vốn đầu tư, chúng ta phải dựa vào một cơ cấu vốn cho sẵn để tính chi phí sử dụng vốn bình quân và sử dụng nó như là suất chiết khấu để phân tích trong hoạch định đầu tư vốn. Khi cơ cấu vốn của doanh nghiệp thay đổi thì liệu chi phí sử dụng vốn có thay đổi theo và do đó việc quyết định đầu tư hay không đầu tư vào một dự án nào đó có thay đổi theo hay không? Ngoài ra, khi cơ cấu vốn thay đổi thì rủi ro doanh nghiệp có thay đổi, do đó, giá cổ phiếu của doanh nghiệp có thay đổi theo hay không? Vì vậy, chúng ta cần xem xét và phân tích sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp, và ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trong ngành.

Eugene và Joel (2009) cho rằng cơ cấu vốn tối ưu của một doanh nghiệp là cơ cấu vốn làm tối đa hóa giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp. Sẽ rất hữu ích để phân tích thực trạng và xác định cơ cấu vốn tối ưu, tuy nhiên thực tế rất khó xác định cơ cấu vốn nào là tối ưu và đưa ra được một con số nào cụ thể, ví dụ 45%. Cơ cấu vốn tối ưu khi tỷ lệ nợ trong khoảng từ 40-50%. Các doanh nghiệp thường xem xét trong khoảng đó và đưa ra kết luận xem cơ cấu vốn đã tối ưu hay chưa và từ đó thiết lập một cơ cấu vốn mục tiêu. Cơ cấu vốn mục tiêu - một sự kết hợp giữa nợ vay, cổ phiếu ưu đãi và cổ phần phổ thông mà doanh nghiệp hoạch định để huy động thêm vốn. Cơ cấu vốn mục tiêu có thể là một con số cố định như tỷ lệ 45% nợ vay. Do vậy, doanh nghiệp sẽ tăng vốn bằng cách phát hành thêm nợ nếu tỷ lệ nợ vay thực tế thấp hơn mục tiêu và ngược lại, vốn chủ sở hữu sẽ được sử dụng. Cơ cấu vốn mục tiêu có thể được thiết lập tại một thời điểm nhưng sẽ thay đổi theo thời gian khi các điều kiện thay đổi. Và có bốn yếu tố chính ảnh hưởng đến quyết định cơ cấu vốn mục tiêu:

Rủi ro kinh doanh: xuất phát từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp càng lớn thì tỷ lệ nợ tối ưu của doanh nghiệp càng thấp.

Mức thuế thu nhập của doanh nghiệp: Khoản khấu trừ thuế là lý do chủ yếu của việc sử dụng nợ vay, khoản này làm giảm mức thuế mà doanh nghiệp phải nộp. Hầu hết các khoản thu nhập của doanh nghiệp đã được khấu trừ thuế là

do khấu hao, lãi vay đối với khoản nợ hiện tại dẫn đến các khoản nợ vay tăng thêm sẽ không có lợi cho doanh nghiệp với mức thuế cao hơn nữa.

Sự linh hoạt về tài chính: là khả năng tăng vốn với những khoản hợp lý trong điều kiện bất lợi và sự bảo thủ hay năng nổ trong quan lý.

Thiết lập cơ cấu vốn tối ưu liên quan đến đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận, vì sử dụng nhiều nợ làm gia tăng rủi ro doanh nghiệp nhưng tỷ lệ nợ cao nói chung đưa đến lợi nhuận kỳ vọng cao. Do đó, tìm một cơ cấu vốn có thể cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận để có thể tối đa hóa giá trị của cổ phiếu.

*** Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) và sự thay đổi cơ cấu vốn**

Theo Eugene và (2009) chỉ ra chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là trung bình trọng số của các chi phí vốn thành phần nợ, cổ phần ưu đãi và cổ phần thường. Cơ cấu vốn mục tiêu được thiết lập sao cho tối đa hóa giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Kết quả là khi cơ cấu vốn tối đa hóa giá cổ phiếu cũng sẽ làm giảm tối thiểu hóa WACC, lúc đó sẽ dễ dàng hơn trong việc dự báo cơ cấu vốn ảnh hưởng đến WACC như thế nào hơn là ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Do vậy, nhiều nhà quản lý sử dụng mối liên hệ ước tính giữa cơ cấu vốn và WACC để ra quyết định về cơ cấu vốn.

WACC được xác định như sau:

WACC = (tỷ lệ % nợ) (chi phí nợ sau thuế) + (tỷ lệ % cổ phần thường) (chi phí cổ phần thường) + (tỷ lệ % cổ phần ưu đãi) (chi phí vốn cổ phần ưu đãi)

$$WACC = w_d r_d (1-T) + w_s r_s + w_p r_p$$

Khi không sử dụng vốn cổ phần ưu đãi trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp:

$$WACC = w_d r_d (1-T) + w_s r_s = \frac{D}{A} r_d (1-T) + \frac{E}{A} r_s$$

Trong đó:

D/A và E/A là tỷ lệ nợ trên tài sản và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản, và tổng của chúng là 1,0.

r_d : lãi suất trên khoản nợ mới của doanh nghiệp = chi phí thành phần nợ trước thuế

$r_d(1-T)$: chi phí thành phần nợ sau thuế, T: thuế thu nhập doanh nghiệp

r_p : chi phí thành phần cổ phần ưu đãi

r_s : chi phí thành phần vốn cổ phần thường huy động bằng cách giữ lại lợi nhuận.

Bên cạnh đó, mô hình CAPM xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu như sau:

$$r_s = r_{RF} + (RP_M) b_i$$

Với $b_i = b_L$ trong trường hợp doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính (sử dụng vốn vay), $b_i = b_U$ trong trường hợp doanh nghiệp không sử dụng vốn vay. ($b_u = b_L / [1+(1-T) (D/E)]$)

Ta có hệ số beta là biến số duy nhất xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu đặt dưới sự kiểm soát của ban giám đốc, 2 biến số khác là r_{RF} (lãi suất phi rủi ro) và RP_M (mức bù rủi ro của thị trường) được xác định bởi thị trường và ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp, nhưng b_L được xác định bởi các quyết định hoạt động doanh nghiệp. Những quyết định này ảnh hưởng đến rủi ro kinh doanh cơ bản của doanh nghiệp, và bởi quyết định cơ cấu vốn đã được phản ánh trong tỷ lệ D/A (hay D/E).

1.1.3. Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp

Banchuenvijit (2009) chỉ ra các nhân tố tỷ suất sinh lời (-), tài sản cố định hữu hình (-), quy mô của doanh nghiệp (+) trong nghiên cứu các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn.

Dựa trên nền tảng các lý thuyết truyền thống về cơ cấu vốn (đánh đổi, trật tự phân hạng và thời điểm thị trường), đồng thời xem xét vấn đề trong khuôn khổ lý thuyết tài chính chính hành vi. Kết quả nghiên cứu của Lê Đạt Chí (2013) chỉ ra có 6 nhân tố thực sự giữ vai trò quan trọng là thuế (+), lạm phát (-), tỷ số giá trị thị trường trên giá sổ sách (-), đòn bẩy ngành (+), ROA (-) và hành vi nhà quản trị (+).

Theo Demirguc-Kunt và Maksimovic (1999); nghiên cứu của Bartholdy và Mateus (2008) có 5 yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp gồm: GDP đầu người, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, tỷ lệ lạm phát, lãi suất, thuế suất.

Trong nghiên cứu này có thể tóm lược một số nhân tố sau:

Quy mô của doanh nghiệp

Quy mô doanh nghiệp lớn hay việc mở rộng hoạt động luôn cần lượng tiền để đầu tư. Nguồn lực này luôn bắt nguồn từ nội bộ doanh nghiệp và vốn vay bên ngoài. Do đó, việc quy mô doanh nghiệp càng lớn sẽ có xu thế làm tăng vốn vay (Marsh, 1982; Booth và cộng sự, 2001). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các doanh nghiệp lớn hoạt động đa dạng hơn, ít các thu nhập bất thường các thông tin bất cân xứng sẽ giảm và do đó quy mô của doanh nghiệp tỷ lệ thuận với cơ cấu vốn.

Các doanh nghiệp lớn có vị thế đàm phán tốt hơn và có thể đạt tính kinh tế khi vay dài hạn. Và hơn nữa các doanh nghiệp lớn thường đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và có dòng tiền ổn định hơn so với doanh nghiệp nhỏ và cũng bởi hoạt động khá lâu dài trên thị trường nên sẽ giảm mức độ rủi ro trong kinh doanh nên họ có khả năng áp dụng một tỷ lệ nợ cao hơn và họ hay thường chọn nợ dài hạn hơn là nợ ngắn hạn so với các doanh nghiệp nhỏ (Nguyễn Thu Thủy, 2011).

Tài sản đảm bảo của doanh nghiệp

Ban quản trị doanh nghiệp hiểu tình hình nội bộ doanh nghiệp hơn các đơn vị bên ngoài. Do đó, nhà điều hành luôn cân bằng giữa cơ cấu vốn vay với tài sản đảm bảo của doanh nghiệp (Moeinaddin và cộng sự, 2013a). Do đó, kế hoạch thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào chiến lược vay vốn đối với tài sản đảm bảo.

Tốc độ tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp

Tình trạng doanh nghiệp đang phát triển, việc mở rộng hoạt động cần nguồn lực tài chính lớn hơn. Do đó, việc tăng cơ cấu vốn là việc làm cần thiết để đạt được mục tiêu này. Dưới áp lực về tài chính, thì tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động tiêu cực lên cơ cấu vốn (Fama và French, 1992).

Đặc điểm tài sản của doanh nghiệp

Các tài sản hay hạng mục đầu tư lớn nhưng doanh thu thấp các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nguồn vốn dự trữ hơn là đi vay bên ngoài để đầu tư.

Khả năng tạo ra nội lực của doanh nghiệp

Nội lực doanh nghiệp được thể hiện qua dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh. Do đó, việc dòng tiền được tạo ra nhiều sẽ làm cho cơ cấu vốn giảm đi (Jensen, 1986).

Tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp

Tỷ suất lợi nhuận có mối quan hệ mật thiết với cơ cấu vốn khi có nhiều lý thuyết đã chứng minh mối quan hệ này. Các mô hình trên cơ sở thuế cho rằng doanh nghiệp sinh lời nhiều thì nên vay nhiều vì họ sẽ có nhu cầu cao để tránh bị đánh thuế quá nhiều trên thu nhập doanh nghiệp (Nguyễn Thu Thủy, 2011).

Jensen (1986) cho rằng nợ là một công cụ kỷ luật để đảm bảo các nhà quản lý sẽ dùng lợi nhuận để chi trả lãi chứ không tiêu dùng thái quá. Công cụ nợ được sử dụng để hạn chế tác dụng xấu của dòng tiền nhàn rỗi vì vậy khả năng sinh lợi cao sẽ tác động thuận chiều làm tăng tỷ lệ nợ vì với các doanh nghiệp có dòng tiền dư thừa, tính sinh lời cao, vay nợ nhiều sẽ hạn chế sự tự do chi tiêu của ban quản lý. Lý thuyết trật tự phân hạng lại cho rằng doanh nghiệp trước hết sử dụng thu nhập giữ lại để đầu tư, sau đó mới phát hành trái phiếu, rồi cổ phiếu nếu cần. Do đó, xu hướng chung là các doanh nghiệp sẽ vay ít hơn khi có sinh lợi cao, nợ sẽ ít hơn.

Các nghiên cứu thực nghiệm có xu hướng nghiêng về quan điểm theo lý thuyết trật tự phân hạng khi cho rằng khả năng sinh lợi và tỷ lệ nợ có xu hướng tỷ lệ nghịch với nhau.

Việc các doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả, phần lợi nhuận thu được sẽ được trích lập tiếp tục đầu tư và nguồn vay sẽ giảm đi (Moeinaddin và cộng sự, 2013d). Các nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa hiệu quả hoạt động tỷ suất lợi nhuận lên cơ cấu vốn (Titman và Wessels, 1988; Rajan và Zingales, 1995).

Khả năng thanh toán hiện thời của doanh nghiệp

Khả năng thanh toán hiện thời phản ánh khả năng chi trả ngắn hạn. Việc tăng khả năng thanh toán làm cho khả năng vay vốn trong ngắn hạn tăng lên. Có vai trò tương tự như tỷ suất lợi nhuận, khả năng thanh toán càng cao cho thấy

nguồn vốn nội tại bên trong doanh nghiệp càng cao. Doanh nghiệp sẽ sử dụng nguồn vốn nội tại trước sau đó mới tính đến các khoản vốn vay ngoài. Vì vậy có thể dự đoán mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa tính thanh khoản và cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Các kết quả thống kê cho thấy mối quan hệ tỷ lệ nghịch nói trên là nhất quán và vững chắc và có ý nghĩa thống kê cao (Nguyễn Thu Thủy, 2011).

Ngoài ra các nhân tố có tính chất đặc thù của doanh nghiệp được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu thực nghiệm về cơ cấu vốn như: mức độ cạnh tranh, tính độc đáo của doanh nghiệp, các lợi ích về thuế không phải do nợ đem lại.

Có rất nhiều nghiên cứu trên thế giới và cả trong nước đã chỉ ra các nhân tố khác nhau ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Dựa trên lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng nghiên cứu của Jean J Chen (2004) đã chỉ ra 5 nhân tố tác động đến cơ cấu vốn gồm: lợi nhuận, khả năng tăng trưởng, tài sản cố định hữu hình, chi phí kiệt quệ tài chính và lá chắn thuế. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng tỷ suất sinh lợi và quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều (-) đến cơ cấu vốn, trong khi đó tốc độ tăng trưởng và tài sản cố định hữu hình lại có tác động cùng chiều (+) với hệ số nợ.

Theo Wanrapee Banchuenvijit (2009) chỉ ra các nhân tố tỷ suất sinh lời (-), tài sản cố định hữu hình (-), quy mô của doanh nghiệp (+) trong nghiên cứu tác động đến cơ cấu vốn.

Theo Demirguc-Kunt và Maksimovic (1999); nghiên cứu của Bartholdy và Mateus (2008) có 5 yếu tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp gồm: GDP đầu người, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, tỷ lệ lạm phát, lãi suất, thuế suất.

1.2. Lý thuyết về mức độ cạnh tranh

1.2.1. Khái niệm cạnh tranh

Đại diện trường phái cổ điển, A. Smith với tư tưởng cạnh tranh và tự do kinh tế phản đối sự can thiệp của nhà nước trong khi đó John Stuart Mill đề cao quyền tự do kinh doanh và phản đối sự can thiệp của chính phủ đối với cá nhân (tư nhân).

Michael Porter nghiên cứu về cạnh tranh khá toàn diện từ cấp độ DN, ngành cho đến quốc gia, bao trùm cả lĩnh vực sản xuất và dịch vụ. Nguồn gốc của tiến độ kinh tế và tạo nền tảng cho năng suất và đời sống dư dả bắt nguồn từ cạnh tranh của doanh nghiệp. Bởi chỉ có các doanh nghiệp mới có thể tạo ra của cải, không phải chính phủ nên hướng trọng tâm về phân tích cơ sở kinh tế vi mô của sự tăng trưởng kinh tế.

Michael Porter (2013) cạnh tranh là sự đấu tranh giành giật giữa các đối thủ về khách hàng (thị trường) và các nguồn lực. Đặc điểm của cạnh tranh là (1) liên tục (2) Cường độ gia tăng theo thời gian và (3) Phạm vi ngày càng mở rộng.

P. Samuelson (2000) cho rằng: Cạnh tranh là sự tranh giành thị trường để tiêu thụ sản phẩm giữa các nhà doanh nghiệp. Cạnh tranh là sự kình địch giữa các doanh nghiệp cạnh tranh với nhau để giành khách hàng hoặc thị trường. Nhóm tác giả này cho rằng cạnh tranh là cạnh tranh hoàn hảo.

Từ điển Bách khoa Việt nam của Nhà xuất bản Văn Hóa Thông tin Hà Nội (1999), định nghĩa: cạnh tranh là hoạt động tranh đua giữa những người sản xuất hàng hóa, các thương nhân, các nhà kinh doanh trong nền kinh tế thị trường, bị chi phối bởi quan hệ cung - cầu, nhằm giành các điều kiện sản xuất, tiêu thụ và thị trường có lợi nhất.

Theo quan điểm của diễn đàn OECD (2000), Cạnh tranh được hiểu là khả năng của doanh nghiệp, ngành, quốc gia và vùng trong việc tạo ra việc làm và thu nhập cao hơn trong điều kiện cạnh tranh quốc tế.

Vũ Trọng Lâm (2006), “cạnh tranh là quan hệ kinh tế mà ở đó các chủ thể kinh tế ganh đua nhau tìm mọi biện pháp để đạt mục tiêu kinh tế của mình, thông thường là chiếm lĩnh thị trường, giành lấy khách hàng cũng như các điều kiện sản xuất, thị trường có lợi nhất. Mục đích cuối cùng của các chủ thể kinh tế trong quá trình cạnh tranh là tối đa hóa lợi ích, đối với người sản xuất kinh doanh là lợi nhuận, đối với người tiêu dùng là lợi ích tiêu dùng và sự tiện lợi”. Một sản phẩm có số lượng đáng kể người tiêu dùng yêu thích và ưa chuộng hơn các sản phẩm khác cùng loại từ các nhà cung cấp khác nhau do giá bán thấp hơn, chất lượng lại

cao hơn, do có đặc tính khác biệt hay do việc quảng cáo tiếp thị tốt. Chứng tỏ sản phẩm đó có cạnh tranh tốt hơn.

Khái quát hệ thống lý thuyết về cạnh tranh cho thấy, cạnh tranh là một phạm trù rất rộng và mang tính lịch sử. Khái niệm cạnh tranh bao trùm mọi lĩnh vực của đời sống xã hội. Có thể tóm lược về cạnh tranh như sau:

- Cạnh tranh là một quá trình tất yếu của hoạt động kinh tế, cạnh tranh là sự ganh đua của các chủ thể trong nền kinh tế do vậy là động lực cho sự phát triển kinh tế và nâng cao hiệu quả xã hội.

- Sự ganh đua giữa các chủ thể được thực hiện bằng các chiến lược khác nhau trong đó giá thành sản phẩm và chất lượng sản phẩm là công cụ chủ yếu, nhằm giành được cơ hội và điều kiện thuận lợi hơn so với đối thủ cạnh tranh để chiếm thị phần lớn hơn.

1.2.2. Khái niệm mức độ cạnh tranh

Porter (2011) cho rằng “mức độ cạnh tranh chỉ có nghĩa khi xem xét ở cấp độ quốc gia là năng suất”.

Theo Krugman (1994) “mức độ cạnh tranh chỉ ít nhiều phù hợp ở cấp độ doanh nghiệp vì ranh giới cận dưới ở đây rất rõ ràng, nếu công ty không bù đắp nổi chi phí thì hiện tại hoặc sau này sẽ phải từ bỏ kinh doanh hoặc phá sản”.

Theo từ điển Bách Khoa Toàn thư online Việt Nam “Mức độ cạnh tranh là khả năng của một mặt hàng, một đơn vị kinh doanh, hoặc một nước giành thắng lợi (kể cả giành lại một phần hay toàn bộ thị phần) trong cuộc cạnh tranh trên thị trường tiêu thụ. Một mặt hàng có NLCT là mặt hàng có thể thu hút được nhiều người mua hơn những hàng hoá cùng loại đang được tiêu thụ trên thị trường. NLCT dựa trên nhiều yếu tố: giá trị sử dụng và chất lượng sản phẩm cao, ãiều kiện sản xuất ổn ãnh định do sản xuất dựa chủ yếu trên cơ sở kĩ thuật hiện đại, công nghệ tiên tiến, quy mô sản xuất lớn và nhờ có giá thành và giá cả sản phẩm hạ. Các yếu tố xã hội như giữ ãnh vị (chữ tín) trên thị trường, việc tuyên truyền, hướng dẫn tiêu dùng, quảng cáo cũng có ảnh hưởng quan trọng. Ở nhiều nước, các nhà sản xuất còn sử dụng một số hình thức như bán hàng trả tiền dần (trả góp) để kích thích tiêu dùng, trên cơ sở đó tăng NLCT”.

Nguyễn Thế Nghĩa (2007) mức độ cạnh tranh là sức mạnh của doanh nghiệp được thể hiện trên thương trường. Sự tồn tại và sức sống của một doanh nghiệp thể hiện trước hết ở mức độ cạnh tranh. Để từng bước vươn lên giành thế chủ động trong quá trình hội nhập, nâng cao mức độ cạnh tranh chính là tiêu chí phấn đấu của các doanh nghiệp Việt Nam.

1.2.3. Các cấp độ của mức độ cạnh tranh

Mức độ cạnh tranh quốc gia:

Theo Porter (1990) thì mức độ cạnh tranh cấp quốc gia là năng suất mà một quốc gia sử dụng các nguồn nhân lực, tài lực và vật lực của mình. Đối với Porter, mấu chốt của mức độ cạnh tranh quốc gia chính là năng suất.

Scott và Lodge (1985) Mức độ cạnh tranh quốc gia là khả năng của nhà nước để sản xuất, phân phối và phục vụ hàng hóa trong nền kinh tế quốc tế cạnh tranh với hàng hóa, dịch vụ đã sản xuất ở các nước khác nhằm nâng cao mức sống.

Theo Diễn đàn kinh tế thế giới WEF cho rằng mức độ cạnh tranh của quốc gia “năng lực của nền kinh tế nhằm đạt và duy trì một mức tăng trưởng cao trên cơ sở các chính sách, thể chế bền vững tương đối và các đặc trưng kinh tế khác”

Hầu hết các học giả kinh tế trên thế giới đều có cùng quan điểm rằng mức độ cạnh tranh ở cấp độ quốc gia chính là năng suất lao động toàn quốc, và kết quả đi liền theo là chất lượng cuộc sống của người dân tại quốc gia đó.

Mức độ cạnh tranh quốc gia đề cập đến sự tăng trưởng kinh tế quốc gia, có sự bền vững, ổn định kinh tế, nâng cao thu nhập, đời sống của dân cư trước đó.

Mức độ cạnh tranh ngành

Ash và Brink (1992) cho rằng “một ngành được coi là có tính cạnh tranh khi ngành này có khả năng tạo lên lợi nhuận và tiếp tục duy trì được thị phần trên thị trường trong nước và quốc tế”.

Mức độ cạnh tranh sản phẩm/doanh nghiệp

Theo Báo cáo cạnh tranh toàn cầu (IDM và WEF, 1990), mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp là khả năng doanh nghiệp đó hoạch định, sản xuất và tiếp thị hàng hoá, dịch vụ, giá cả và các yếu tố phi giá của mình để tạo nên những sản phẩm tổng thể hấp dẫn hơn sản phẩm của đối thủ cạnh tranh.

Arthur (1989), Doanh nghiệp có khả năng cạnh tranh là doanh nghiệp có thể sản xuất sản phẩm và dịch vụ với chất lượng vượt trội và giá cả thấp hơn các đối thủ khác trong nước và quốc tế. Khả năng cạnh tranh đồng nghĩa với việc đạt được lợi ích lâu dài của doanh nghiệp và khả năng bảo đảm thu nhập cho người lao động và chủ doanh nghiệp.

Gelei (2003), mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp là khả năng cơ bản của doanh nghiệp đó trong việc nhận thức những thay đổi của môi trường bên trong và bên ngoài của doanh nghiệp đó, và khả năng thích nghi với những thay đổi này để tạo ra các dòng lợi nhuận đảm bảo cho hoạt động lâu dài bền vững của doanh nghiệp.

Ono và Negoro (2001), sản phẩm cạnh tranh tốt là “sản phẩm hội tụ đủ các yếu tố chất lượng, giá cả, thời gian giao hàng, dịch vụ trong và sau khi bán hàng. Trong đó yếu tố quan trọng nhất là chất lượng sản phẩm”.

Tôn Thất Nguyễn Thiêm (2004), “sản phẩm cạnh tranh là sản phẩm đem lại giá trị tăng cao hơn hoặc mới lạ hơn để khách hàng lựa chọn sản phẩm của mình chứ không phải lựa chọn sản phẩm của các đối thủ cạnh tranh. Cạnh tranh không phải mang tính chất nhất thời mà là một quá trình liên tục”.

1.3. Các mô hình lý thuyết về cơ cấu vốn

1.3.1. Lý thuyết về cơ cấu vốn của Modigliani và Miller (M&M)

Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

Trong trường hợp này tất cả các giả định của M&M (1958) đều được tuân thủ nhằm đơn giản hóa vấn đề cần nghiên cứu, với các giả định:

- Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân.
- Không có chi phí giao dịch.
- Không có chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính.
- Các nhân và doanh nghiệp đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau.
- Thị trường vốn là thị trường hoàn hảo.

Với những giả định trên nội dung của lý thuyết M&M (1958) được phát biểu thành hai mệnh đề sau đây:

Định đề 1: Trong thị trường hoàn hảo, giá trị thị trường của doanh nghiệp không bị ảnh hưởng bởi cơ cấu vốn

Trong điều kiện không có thuế, giá trị của một doanh nghiệp có vay nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không có vay nợ. Theo cách khác có thể hiểu rằng giá trị doanh nghiệp có vay nợ và giá trị doanh nghiệp không có vay nợ là như nhau. Như vậy cho dù thay đổi cơ cấu vốn, giá trị của doanh nghiệp vẫn không thay đổi, không cơ cấu vốn nào là tối ưu và doanh nghiệp không thể tăng giá trị doanh nghiệp bằng cách thay đổi cơ cấu vốn và việc thay đổi cơ cấu vốn không mang lại lợi ích gì cho cổ đông.

Định đề 1 được giải thích bởi những lí do sau:

Thứ nhất, vì thị trường vốn hoàn hảo nên không có chi phí giao dịch, chi phí phá sản và chi phí khó khăn tài chính khi chuyển đổi các khoản đầu tư hay chuyển đổi nguồn vốn, mọi người đều có thông tin giống nhau. Có thể lựa chọn bất cứ một cơ cấu vốn nào mà nhà quản lý mong muốn và hơn nữa nhà đầu tư cũng dễ dàng thay đổi việc đầu tư của mình.

Thứ hai, nhà đầu tư có thể tìm kiếm lợi nhuận từ việc đầu cơ chênh lệch giá nếu giá trị của một doanh nghiệp có vay nợ khác giá trị của một doanh nghiệp không có vay nợ. Định giá cao khi bán và định giá thấp khi mua sẽ đẩy giá trị của hai doanh nghiệp về cân bằng nhau.

Định đề 2: Lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỉ số nợ

Đòn bẩy tài chính làm cho vốn cổ phần trở nên rủi ro hơn, như vậy lợi nhuận yêu cầu phải tăng lên.

Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế chỉ đúng trong một số ít trường hợp chẳng hạn khi công ty mới thành lập hay mới cổ phần hóa được miễn thuế như các doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay, các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam được miễn thuế theo quy định.

Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế

Khi đưa ra những giả định phi thực tế và bị phê phán rất nhiều, năm 1963 M&M đã công bố thêm về nghiên cứu của mình khi đã nói lỏng giả định về môi

trường không có thuế thu nhập doanh nghiệp. Nhận thấy sự khác biệt khi các doanh nghiệp sử dụng nợ trong cơ cấu vốn của mình bởi lẽ luật thuế cho phép doanh nghiệp được khấu trừ lãi vay như một chi phí nhưng cổ tức chi trả cho cổ đông thì lại không được khấu trừ. Nếu giữa nguyên những giả định thì sự phân biệt này dẫn đến một cơ cấu vốn tối ưu là 100% nợ. Lãi vay được khấu trừ ủng hộ việc tài trợ bằng nợ vay, ưu đãi nhiều hơn về thuế đối với thu nhập của cổ phiếu làm giảm suất sinh lời đòi hỏi đối với cổ phiếu và do đó ủng hộ việc tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Do vậy M&M đã chỉnh sửa lại lý thuyết của mình khi đưa thêm tác động của thuế thu nhập cá nhân. Hầu hết các quan sát cho thấy sự khấu trừ của lãi vay có hiệu ứng mạnh hơn.

Định đề 1: giá trị công ty trong trường hợp có thuế

Định đề M&M số I phát biểu như sau:

Trong trường hợp có thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế.

Định đề M&M số I xem xét giá trị doanh nghiệp trong trường hợp không vay nợ hay được tài trợ bằng 100% vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp khi có vay nợ để thấy sự thay đổi tỷ số nợ trên vốn hay tỷ số đòn bẩy tài chính. Và mặt khác, dù vay nợ hay không doanh nghiệp vẫn phải nộp thuế thu nhập. Vay nợ bằng phát hành trái phiếu thì doanh nghiệp sẽ phải chi phí trả lãi, nếu không vay nợ mà tài trợ bằng vốn chủ sở hữu thì phải trả chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

Với những phân tích và lập luận của mình, M&M đã chứng minh được rằng giá trị của doanh nghiệp có vay nợ bằng giá trị doanh nghiệp không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế.

Định đề số II - chi phí sử dụng vốn trong trường hợp có thuế

Ở phần trên ta đã biết định đề II của M&M trong trường hợp không có thuế: nếu không có thuế thu nhập doanh nghiệp, lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ.

Trong trường hợp có thuế, định đề M&M số II nói rằng: lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ. Khi tỉ lệ nợ trong cơ cấu vốn tăng lên chi phí sử dụng vốn chủ sở

hữu sẽ tăng lên nhưng tốc độ tăng không nhanh như trong trường hợp không tính đến tác động của thuế.

Trong trường hợp có thuế, giá trị doanh nghiệp tăng lên và chi phí sử dụng vốn trung bình giảm xuống khi doanh nghiệp gia tăng nợ. Một số nghiên cứu khác lại chỉ ra rằng trên thực tế khi tỷ số nợ tăng thì giá trị doanh nghiệp không tăng mãi bởi do sự phát sinh của chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí phá sản, mà thay vào đó làm giảm sự gia tăng giá trị của doanh nghiệp có vay nợ. Đến một mức nào đó chi phí kiệt quệ tài chính sẽ vượt qua Lợi ích của lá chắn thuế, khi ấy giá trị doanh nghiệp có vay nợ bắt đầu giảm dần. Hiện giá của chi phí khôn khéo tài chính bằng đúng hiện giá của lá chắn thuế là điểm tối ưu, tại mức giá trị doanh nghiệp tối đa và chi phí sử dụng vốn trung bình tối thiểu. Nếu doanh nghiệp tiếp tục gia tăng sử dụng nợ thì hiện giá chi phí khôn khéo tài chính sẽ vượt qua hiện giá lá chắn thuế. Khi ấy, giá trị doanh nghiệp sẽ bắt đầu giảm và chi phí sử dụng vốn trung bình bắt đầu tăng. Lợi ích của lá chắn thuế không đủ bù đắp cho chi phí khôn khéo tài chính (Nguyễn Minh Kiều, 2011).

Mặc dầu những giả thiết của Modigliani và Miller là quá hoàn hảo và những kết luận của lý thuyết cơ cấu vốn M&M chỉ đúng trong điều kiện các giả thiết được thỏa mãn, và do đó lý thuyết này đã đặt nền móng cho sự ra đời của các lý thuyết cơ cấu vốn hiện đại.

1.3.2. Lý thuyết đánh đổi (Trade of Theory)

Những tranh luận về lý thuyết của M&M đã dẫn đến sự ra đời của lý thuyết đánh đổi đôi là “lý thuyết đánh đổi của đòn bẩy tài chính” trong đó các doanh nghiệp sẽ đánh đổi lợi ích thuế từ việc tài trợ bằng nợ vay với các vấn đề có nguyên nhân từ khả năng phá sản do Kraus và Litzenberger (1973) khởi xướng và tiếp tục được phát triển vào năm 1984 ở nghiên cứu của Myers.

Lý thuyết đánh đổi ra đời dường như phản bác lại lý thuyết của M&M khi cho rằng đòn bẩy tài chính tối ưu phản ánh một sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế của nợ vay và chi phí phá sản.

Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế (1958), việc sử dụng nợ nay không ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp ở mức đòn bẩy tài chính khác nhau là như nhau. Trong trường hợp có thuế, lãi vay phải chi trả là khoản chi phí được khấu trừ thuế. Nợ vay cung cấp lợi ích từ tấm lá chắn thuế. Chi phí nợ vay rẻ hơn so với cổ phiếu thường hoặc cổ phiếu ưu đãi, và do đó Chi phí nợ vay hay lãi vay làm tăng giá trị doanh nghiệp. Khi sử dụng vốn vay tăng lên, giá trị doanh nghiệp tăng theo. Đồng thời khi sử dụng nợ vay tăng thì chi phí phá sản bắt đầu phát sinh và khi nợ vay tăng cao, chi phí phá sản tăng đáng kể cho đến khi chi phí phá sản vượt lợi ích thuế và bắt đầu bù trừ với lợi ích thuế từ nợ vay. Lúc này giá trị doanh nghiệp bắt đầu giảm xuống. Như vậy để xác định cơ cấu vốn tối ưu, nhà quản lý phải đánh đổi giữa chi phí kiệt quệ tài chính và lợi ích về thuế khi sử dụng lãi vay.

Lý thuyết đánh đổi có đóng góp quan trọng trong việc hoàn thiện hệ thống lý thuyết về cơ cấu vốn hiện đại. Trong thực tế nhiều công ty lớn và thành công như Intel và Microsoft sử dụng mức nợ vay ít hơn nhiều, khía cạnh này dẫn đến sự phát triển của lý thuyết khác về cơ cấu vốn.

1.3.3. Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory)

Một trong những vấn đề khác ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp là những thông tin bất cân xứng (không đối xứng) giữa nhà quản lý và người đầu tư. Nhà quản lý thường biết rõ về giá trị thực và rủi ro của doanh nghiệp hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài và do đó ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn của nhà quản lý. Myers (1984) bắt đầu nghiên cứu về lý thuyết trật tự phân hạng khi giải thích về trật tự ưu tiên giữa các nguồn vốn khi các doanh nghiệp cần huy động vốn.

Lý thuyết trật tự phân hạng cũng bổ sung những đóng góp quan trọng trong hệ thống lý thuyết hiện đại về cơ cấu vốn khi mà qua các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các doanh nghiệp nhìn chung phụ thuộc rất nhiều vào nguồn vốn bên trong và vay nợ, tuy nhiên chưa thể giải thích trường hợp khi có nhiều các công ty đã phát hành cổ phiếu trong khi họ hoàn toàn có thể vay nợ. Khía cạnh này dẫn đến sự ra đời của các lý thuyết cơ cấu vốn hiện đại sau này.

1.3.4. Lý thuyết chi phí đại diện (Agency Costs)

Thông tin bất cân xứng giữa nhà quản lý và chủ sở hữu của doanh nghiệp làm phát sinh các chi phí gọi là chi phí đại diện. Vì lợi ích của nhà quản lý, họ có thể không có những quyết định hoặc có những quyết định có thể làm tổn thất cho doanh nghiệp mà không cố gắng làm tăng giá trị doanh nghiệp. Nếu phát hành vốn cổ phần, lợi ích của nhà quản lý sẽ giảm nên nhà quản lý có xu hướng muốn thủ hưởng lợi ích. Những lợi ích mà nhà quản lý muốn thủ hưởng đó là những chi phí thiệt hại mà chủ sở hữu phải gánh chịu. Để hạn chế những rủi ro này, chủ sở hữu doanh nghiệp cần giám sát, quản lý sao cho hoạt động của nhà quản lý phù hợp với lợi ích của mình.

Doanh nghiệp được quản lý càng tốt thì chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu càng thấp. Một cách làm giảm chi phí đại diện là tăng sử dụng nợ vay. Khi tỉ trọng nợ tăng lên, nhà quản lý sẽ phải thận trọng hơn trong các quyết định vay thêm nợ mới và sử dụng vốn, khiến họ quản lý doanh nghiệp hiệu quả hơn. (Ozkan, 2001).

Các nhà đầu tư bên ngoài có thể dự đoán được hành vi của nhà quản lý khi thị trường hoạt động hiệu quả. Giá của cổ phần mới theo đó sẽ giảm bớt do tính đến các chi phí đại diện. Trong trường hợp này chủ sở hữu sẽ thích sử dụng vốn đi vay hơn là vốn cổ phần. Fama (1980) cho rằng chi phí đại diện của vốn cổ phần là không đáng kể vì trong một thị trường vốn hoạt động tốt, sẽ có áp lực để buộc các nhà quản lý phải đại diện cho lợi ích của các cổ đông bên ngoài.

Như vậy vốn vay nợ và vốn cổ phần đều làm phát sinh chi phí đại diện nên sự cân nhắc khi đánh đổi giữa hai loại chi phí khi lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu. Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng, chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu có quan hệ cùng chiều với hệ số nợ vay, trong khi đó, chi phí đại diện của vốn nợ có quan hệ ngược chiều với đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

1.3.5. Lý thuyết phát tín hiệu (Signalling Theory)

MM giả định rằng nhà đầu tư và nhà quản lý có thông tin về triển vọng và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là như nhau, gọi là thông tin cân xứng. Tình huống mà nhà đầu tư có thông tin khác tốt hơn về triển vọng của doanh

nghiệp so với nhà quản lý, gọi là thông tin bất cân xứng. Và điều này có tác động đến cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp (Brigham và Houston, 2009). Doanh nghiệp nào có mức độ bất cân xứng thông tin cao thì nhà đầu tư yêu cầu lợi tức càng cao do các chi phí chi trả cho các thông tin bất cân xứng lớn hơn.

Tín hiệu - hành động của ban quản lý doanh nghiệp đưa ra nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư nhận định của ban quản lý về triển vọng của doanh nghiệp như thế nào. Việc bán cổ phiếu ra bên ngoài, được xem là đánh tín hiệu về triển vọng của doanh nghiệp ra bên ngoài theo quan điểm của nhà quản lý là không tốt, thường là giá cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ giảm. Phát hành cổ phiếu là một dấu hiệu không tốt đối với doanh nghiệp đã trưởng thành hơn là đối với doanh nghiệp mới đang tăng trưởng nhanh, nơi mà nhà đầu tư dự đoán rằng tăng trưởng nhanh thì cần thêm vốn (Brigham và Houston, 2009).

Như vậy khi đưa ra quyết định về cơ cấu vốn, trong điều kiện bình thường dù triển vọng khá tốt doanh nghiệp vẫn nên duy trì khả năng đảm bảo vay mượn để có thể sử dụng trong trường hợp có cơ hội đầu tư tốt.

1.3.6. Lý thuyết định điểm thị trường (Market - timing Theory)

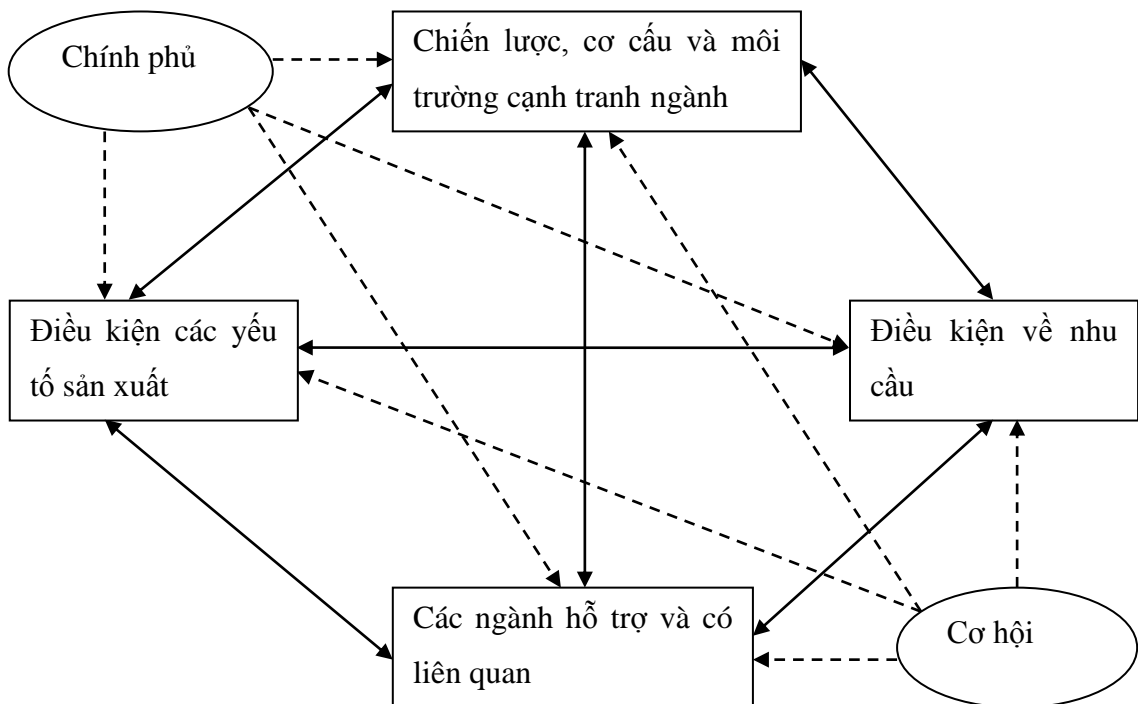
Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng giá cả đóng vai trò quan trọng trong việc phát hành cổ phiếu mới (Jingales, 1995; Kamath's, 1997); Havey, 2001) và rất nhiều nghiên cứu khác cũng chỉ ra rằng việc phát hành hay mua lại cổ phần khi điều chỉnh vốn có tương quan mạnh mẽ với giá cổ phiếu (Marsh, 1982; Opler và Titman, 2001); Nghiên cứu của Baker và Wugler (2002) cho rằng giữa giá trị sổ sách và giá thị trường để xác định thời điểm thị trường là yếu tố đầu tiên để xác định cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Như vậy các doanh nghiệp không quan tâm đến việc sử dụng nợ hay vốn cổ phần và trật tự ưu tiên lựa chọn nguồn vốn, và bất cân xứng thông tin không liên quan đến việc lựa chọn cơ cấu vốn. Các nhà quản lý chỉ đơn thuần căn cứ vào điều kiện thị trường để quyết định huy động vốn cho doanh nghiệp.

Lý thuyết định điểm thị trường dự báo một chiều hướng đối lập với lý thuyết đánh đổi. Doanh nghiệp có xu hướng phát hành cổ phiếu thay vì phát hành nợ vay khi giá thị trường của cổ phiếu cao hơn so với giá thị trường của cổ phiếu đó trong quá khứ và cao hơn so với giá trị sổ sách và ngược lại.

1.4. Các mô hình lý thuyết về cạnh tranh

1.4.1. Mô hình kim cương của M.Porter

Lý thuyết này được xây dựng dựa trên cơ sở lập luận rằng khả năng cạnh tranh của một nền công nghiệp được thể hiện tập trung ở khả năng sáng tạo và đổi mới của ngành. Theo ông, khi thế giới cạnh tranh mang tính chất toàn cầu hóa thì nền tảng cạnh tranh sẽ chuyển dịch từ các lợi thế tuyệt đối hay lợi thế so sánh mà tự nhiên ban cho sang những lợi thế cạnh tranh quốc gia được tạo ra và duy trì vị thế cạnh tranh lâu dài của các doanh nghiệp trên thương trường quốc tế. M. Porter đã ra các yếu tố có tầm ảnh hưởng, quyết định tới sự thành công này. Đồng thời, ông cũng sắp xếp các yếu tố quyết định đến cạnh tranh (của một quốc gia) vào một hình được đặt tên là Kim cương.



Hình 1.1: Mô hình kim cương của M.Porter

(Nguồn: Lợi thế cạnh tranh quốc gia, M. Porter, 1990)

Trong mô hình trên, các yếu tố quyết định đến cạnh tranh bao gồm 4 nhóm “tứ giác”:

- Các điều kiện yếu tố sản xuất kinh doanh: các nhân tố liên quan đến nhân lực, vật lực và trí lực. Ở đây nhấn mạnh đến chất lượng của các yếu tố sản

xuất kinh doanh đầu vào được tạo ra, không phải là nguồn lực ban đầu như trình độ của các chuyên gia và các nhà quản lý, kỹ năng của người lao động.

- Các điều kiện về nhu cầu: quy mô, cấu trúc và sự phức tạp của cầu thị trường trong nước đối với sản phẩm và dịch vụ của một ngành cụ thể. Những ngành phải cạnh tranh mạnh ở trong nước thì có tính cạnh tranh quốc tế tốt hơn. Thị trường trong nước với số cầu lớn và có những khách hàng đòi hỏi cao và những cạnh tranh trong ngành khốc liệt hơn sẽ có khả năng cạnh tranh cao hơn.

- Bối cảnh cạnh tranh: bao gồm chiến lược, cấu trúc và sự cạnh tranh của công ty cũng như bản chất cạnh tranh trong nước. Những ngành có chiến lược và cơ cấu phù hợp với các định chế và chính sách của quốc gia, hoạt động trong môi trường có cạnh tranh trong nước căng thẳng hơn sẽ có tính cạnh tranh quốc tế mạnh hơn. Chẳng hạn như ngành sản xuất xe hơi của Nhật có một số Công ty cạnh tranh mạnh trên thị trường thế giới, một phần là do các Công ty này đã cạnh tranh mạnh mẽ trên thị trường trong nước.

Bốn yếu tố trong tứ giác tác động qua lại lẫn nhau và hình thành nên khả năng cạnh tranh của quốc gia. Toàn bộ tứ giác đó, cũng như mỗi thành phần, lại chịu tác động của hai yếu tố “bên ngoài” là cơ hội và Chính phủ. M.Porter cho rằng thành công hay thất bại của một quốc gia trong một ngành công nghiệp cạnh tranh quốc tế phụ thuộc vào sự hiện diện và mức độ tinh vi của các nhân tố quyết định trong “mô hình kim cương” và một quốc gia chỉ thành công khi nó khai thác được những thuận lợi và nâng cấp được lợi thế để vượt qua những bất lợi về các nhân tố.

1.4.2. Phát triển mô hình kim cương của Porter

Dựa trên tranh luận về việc mô hình kim cương của Porter có thể áp dụng ở các doanh nghiệp đa quốc gia hay không, Rugman và một số học giả khác (D’Cruz) đã đưa ra mô hình kim cương kép (Rugman và Joseph 1993). Mô hình kim cương kép với lõi bên trong là 4 nhóm yếu tố của Mô hình kim cương của Porter và phần vỏ bên ngoài là chính những nhóm yếu tố này nhưng được phân tích trên môi trường toàn cầu.

Cũng dựa trên mô hình kim cương của Porter, Dong Sung Cho phát triển mô hình 9 yếu tố. Trong mô hình này, Dong Sung Cho đã nhóm lại các yếu tố ảnh hưởng tới mức độ cạnh tranh thành hai nhóm là yếu tố vật chất và yếu tố con người. Yếu tố vật chất bao gồm các nguồn lực có sẵn, môi trường kinh doanh, các ngành công nghiệp phụ trợ và liên quan, và nhu cầu nội địa. Các yếu tố con người bao gồm: công nhân, các chính trị gia/quan chức, các doanh nhân, các nhà quản lý chuyên môn và kỹ sư (Cho, 1994).

1.4.3 . Mô hình hình ảnh cạnh tranh

Phan Minh Hoạt (2007), *Vận dụng phương pháp Thompson - Strickland đánh giá so sánh tổng thể mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp, cho rằng:*

Để đánh giá mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp, có thể sử dụng nhiều loại mô hình khác nhau. Một trong những sự lựa chọn đó là mô hình hình ảnh cạnh tranh. Đây là mô hình sử dụng phép so sánh một cách trực tiếp giữa doanh nghiệp đang nghiên cứu với những đối thủ cạnh tranh của nó.

Việc sử dụng mô hình hình ảnh cạnh tranh trải qua 06 bước cơ bản như sau:

Bước 01: Xác định các yếu tố cấu thành nên mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp, ở bước này, tùy từng doanh nghiệp, tùy từng ngành, sẽ đưa ra được những danh mục khác nhau về các yếu tố cấu thành nên mức độ cạnh tranh.

Bước 02: Xác định trọng số của các yếu tố nêu trên (kí hiệu là T_i). T_i có thể được nhận các giá trị từ 0 đến 1, mỗi yếu tố sẽ chiếm một tỷ lệ khác nhau và tỷ lệ này thể hiện tầm quan trọng của yếu tố đối với mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp.

Bước 03: Tiến hành cho điểm đối với từng yếu tố cấu thành nên mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp. Thang điểm từ 01 đến 05, cụ thể, 01 điểm cho yếu tố yếu nhất, 05 điểm cho yếu tố mạnh nhất.

Bước 04: Tính tổng điểm của từng yếu tố cấu thành nên mức độ cạnh tranh của từng doanh nghiệp.

Bước 05: Tính tổng điểm của tất cả các yếu tố cấu thành nên mức độ cạnh tranh của từng doanh nghiệp.

Bước 06: Đặt các điểm số vừa tính của các doanh nghiệp vào ma trận hình ảnh cạnh tranh để xác định mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp đang nghiên cứu.

Bảng 1.1: Mô tả ma trận hình ảnh cạnh tranh của doanh nghiệp 1

Yếu tố	Trọng số	Doanh nghiệp cạnh tranh A		Doanh nghiệp cạnh tranh B		Doanh nghiệp cạnh tranh C	
		Xếp hạng	Điểm	Xếp hạng	Điểm	Xếp hạng	Điểm
1. Năng lực tài chính	T ₁	A ₁	T ₁ × A ₁	B ₁	T ₁ × B ₁	C ₁	T ₁ × C ₁
2. Năng lực quản trị điều hành	T ₂	A ₂	T ₂ × A ₂	B ₂	T ₂ × B ₂	C ₂	T ₂ × C ₂
3. Nguồn nhân lực	T ₃	A ₃	T ₃ × A ₃	B ₃	T ₃ × B ₃	C ₃	T ₃ × C ₃
4. Năng lực sản phẩm	T ₄	A ₄	T ₄ × A ₄	B ₄	T ₄ × B ₄	C ₄	T ₄ × C ₄
5. Năng lực marketing	T ₅	A ₅	T ₅ × A ₅	B ₅	T ₅ × B ₅	C ₅	T ₅ × C ₅
6. Chất lượng dịch vụ	T ₆	A ₆	T ₆ × A ₆	B ₆	T ₆ × B ₆	C ₆	T ₆ × C ₆
7. Mức độ cạnh tranh lãi suất	T ₇	A ₇	T ₇ × A ₇	B ₇	T ₇ × B ₇	C ₇	T ₇ × C ₇
8. Uy tín, thương hiệu	T ₈	A ₈	T ₈ × A ₈	B ₈	T ₈ × B ₈	C ₈	T ₈ × C ₈
9. Năng lực công nghệ	T ₉	A ₉	T ₉ × A ₉	B ₉	T ₉ × B ₉	C ₉	T ₉ × C ₉
10. Hệ thống mạng lưới	T ₁₀	A ₁₀	T ₁₀ × A ₁₀	B ₁₀	T ₁₀ × B ₁₀	C ₁₀	T ₁₀ × C ₁₀
Tổng	1.00		ΣT_i × A_i		ΣT_i × B_i		ΣT_i × C_i

(Nguồn: Ma trận hình ảnh cạnh tranh, Thompson-Strichlan, 1990)

Để hoàn thành được ma trận hình ảnh cạnh tranh của doanh nghiệp, phục vụ cho việc đánh giá mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp đó, cần phải có được các thông tin, các số liệu của các doanh nghiệp đối thủ. Nhưng điều này vô cùng khó khăn, kể cả khi các doanh nghiệp đối thủ là các doanh nghiệp trong nước hay nước ngoài. Đây chính là nhược điểm lớn nhất của mô hình hình ảnh cạnh tranh, khiến cho những nhà nghiên cứu ít khi sử dụng.

1Phan Minh Hoat (2007), *Vận dụng phương pháp Thompson – Strickland đánh giá so sánh tổng thể năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp*, Viện Khoa học Thống kê, Hà Nội.

1.4.4. Mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ

Cũng theo tác giả Phan Minh Hoạt (2007):

Nhằm khắc phục nhược điểm của mô hình hình ảnh cạnh tranh là cần phải có thông tin của doanh nghiệp đối thủ, mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ chỉ cần sử dụng thông tin của chính doanh nghiệp đang nghiên cứu để đánh giá. Khi sử dụng mô hình này, nhà nghiên cứu chỉ cần thực hiện 05 bước sau đây:

Bước 01: Xác định các yếu tố cấu thành nên mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp, tùy thuộc vào ngành nghề của doanh nghiệp mà các yếu tố có sự khác nhau. Đặc biệt, mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ này chỉ xem xét đến các yếu tố bên trong, nội tại của doanh nghiệp, không bao gồm các yếu tố từ môi trường bên ngoài. Thông thường, các yếu tố bên trong doanh nghiệp, cấu thành nên mức độ cạnh tranh của một doanh nghiệp là Năng lực tài chính; Năng lực quản trị, điều hành; Nguồn nhân lực; Năng lực huy động vốn; Năng lực sản phẩm; Năng lực marketing; Năng lực chất lượng dịch vụ; Năng lực uy tín, thương hiệu; Năng lực công nghệ; Năng lực phát triển mạng lưới;...

Bước 02: Cho điểm đối với từng yếu tố theo thang điểm từ 0.0 đến 1.0, bước này nhằm xác định mức độ quan trọng của từng yếu tố đối với ngành, cụ thể, từ mức 0.0 điểm là yếu tố không quan trọng cho đến mức 1.0 là yếu tố quan trọng nhất.

Bước 03: Cho điểm đối với từng yếu tố theo thang từ 01 đến 05, bước này nhằm xác định mức độ cạnh tranh từng yếu tố của doanh nghiệp so với các đối thủ cạnh tranh trong ngành, cụ thể, từ mức 01 điểm với yếu tố yếu nhất cho đến mức 05 điểm với yếu tố mạnh nhất.

Bước 04: Nhân điểm ở bước 02 và bước 03 đối với từng yếu tố để tính điểm cho mỗi yếu tố này.

Bước 05: Cộng điểm của tất cả các yếu tố đang đánh giá trong ma trận để tính tổng điểm cho doanh nghiệp, từ đó thấy được mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp đang nghiên cứu.

Nếu tổng số điểm của doanh nghiệp sau khi tính toán đạt từ 3.0 điểm trở lên, có thể kết luận doanh nghiệp có mức độ cạnh tranh tuyệt đối trên mức trung bình. Ngược lại, nếu tổng số điểm của doanh nghiệp sau khi tính toán đạt dưới 3.0 điểm, doanh nghiệp có mức độ cạnh tranh tuyệt đối dưới mức trung bình.

Bảng 1.2: Mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ trong doanh nghiệp

Yếu tố	Mức độ quan trọng (từ 0.0 đến 1.0)	Xét hạng (từ 01 đến 05)	Số điểm quan trọng
	A	B	K = A × B
1. Năng lực tài chính	a_1	b_1	$K_1 = a_1 \times b_1$
2. Năng lực quản trị, điều hành	a_2	b_2	$K_2 = a_2 \times b_2$
3. Nguồn nhân lực	a_3	b_3	$K_3 = a_3 \times b_3$
4. Năng lực huy động vốn	a_4	b_4	$K_4 = a_4 \times b_4$
5. Năng lực sản phẩm	a_5	b_5	$K_5 = a_5 \times b_5$
6. Năng lực marketing	a_6	b_6	$K_6 = a_6 \times b_6$
7. Năng lực chất lượng dịch vụ	a_7	b_7	$K_7 = a_7 \times b_7$
8. Năng lực uy tín, thương hiệu	a_8	b_8	$K_8 = a_8 \times b_8$
9. Năng lực công nghệ	a_9	b_9	$K_9 = a_9 \times b_9$
10. Năng lực phát triển mạng lưới	a_{10}	b_{10}	$K_{10} = a_{10} \times b_{10}$
Tổng			$T = \sum K_i$

(Nguồn: Mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ, Thompson-Strichlan, 1990)

Dựa trên mối tương quan đối với các đối thủ trong ngành trên cùng một thị trường, mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ giúp doanh nghiệp tự xác định được mức độ cạnh tranh của mình. Phương pháp sử dụng mô hình đánh giá các yếu tố nội bộ này nhằm đưa ra cho doanh nghiệp hình ảnh rõ nhất về mức độ cạnh tranh của bản thân doanh nghiệp, làm nổi bật lên lợi thế cạnh tranh cơ bản, giúp doanh nghiệp tạo ra được sự khác biệt so với các đối thủ cùng ngành. Từ đó, doanh nghiệp có thể nhận thấy được yếu tố cạnh tranh nào cần được duy trì và phát triển, yếu tố cạnh tranh nào còn yếu kém, cần củng cố và xây dựng lại.

Điều này góp phần giúp doanh nghiệp tìm ra được những giải pháp giúp nâng cao mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp mình.

1.5. Lý thuyết về mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh

Các lý thuyết cổ điển về cấu trúc vốn được phát triển mà không xem xét trong mối quan hệ với sức mạnh cạnh tranh của các doanh nghiệp. Các lý thuyết thường ngầm giả định rằng các doanh nghiệp không thể nâng cao vị thế cạnh tranh trên thị trường sản phẩm đầu ra của họ bằng cách lựa chọn cấu trúc vốn chiến lược, thị trường đầu ra được giả định là cung cấp các nguồn doanh thu mà không bị ảnh hưởng bởi sự lựa chọn cơ cấu nguồn vốn. Tuy nhiên, Mitani (2014) cho rằng nếu căn cứ vào tính chất, đặc điểm của nợ để xác định một cấu trúc vốn hợp lý thì một doanh nghiệp có thể nâng cao vị thế cạnh tranh trong tương lai của mình trong toàn ngành. Hơn nữa, mức cân bằng nợ được xác định khi lợi nhuận và chi phí đại diện có liên quan đến sự gia tăng vị thế cạnh tranh đó là bằng nhau. Mitani (2014) cũng chỉ ra có mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và vị thế cạnh tranh của các doanh nghiệp trên thị trường sản phẩm thông qua thị phần của các doanh nghiệp đó. Về mặt lý thuyết tác động này phụ thuộc vào việc sử dụng mô hình Cournot hay mô hình Bertrand đến sức cạnh tranh của doanh nghiệp.

Biến thể của cấu trúc vốn phát sinh trong cùng một ngành chứ không phải giữa các ngành khác nhau và đòn bẩy tài chính là có liên quan tới cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường (MacKay & Phillips, 2005). Đồng thời những doanh nghiệp mới thường sử dụng đòn bẩy thấp hơn những doanh nghiệp đã hoạt động dài lâu trên thị trường. Lyandres (2006) sử dụng phương pháp dạng rút gọn để kết luận rằng đòn bẩy tối ưu và năng lực cạnh tranh trong thị trường sản phẩm có liên quan tích cực. Tất cả các kết quả thực nghiệm đã nhấn mạnh rằng cấu trúc vốn và thị trường sản phẩm có liên quan với nhau mạnh mẽ và rằng các doanh nghiệp đưa ra những quyết định về thị trường sản phẩm thì luôn có liên quan đến các yếu tố tài chính.

Trong mô hình lưỡng quyền, đòn bẩy tài chính dẫn tới cạnh tranh khó khăn hơn do hiệu ứng trách nhiệm hữu hạn (Brander & Lewis, 1986; Maksimovic &

Titman, 1991). Cả hai mô hình nhấn mạnh vào giả thuyết tối đa hóa sản lượng và cho rằng các doanh nghiệp độc quyền nhóm sử dụng nợ ở cấp độ cao hơn để sản xuất nhiều hơn khi phát sinh cơ hội để kiếm được lợi nhuận cao hơn. Điều này hàm ý một mối quan hệ tích cực giữa các cơ cấu nguồn vốn và cơ cấu thị trường. Một số mô hình lý thuyết cho rằng một cấu trúc vốn có vay nợ nhiều hơn thúc đẩy một doanh nghiệp trở thành đối thủ cạnh tranh khốc liệt trên thị trường nhưng những lý thuyết khác lại dự đoán ngược lại. Grullon và cộng sự (2006) nghiên cứu sự thay đổi trong cấu trúc vốn ảnh hưởng đến cường độ cạnh tranh về quảng cáo bởi vì các nhà kinh tế học từ lâu đã nhận ra rằng quảng cáo có tác động đến cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trên thị trường sản phẩm (Bagwell, 2001). Việc huy động đáng kể một lượng vốn tác động lên năng lực cạnh tranh trong việc quảng cáo với các đối thủ trong ngành. Gustavo Grullon và cộng sự (2006) cho rằng đối với những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính giảm giúp tạo nên một nguồn tài trợ mới cho doanh nghiệp do việc cạnh tranh trở nên mạnh mẽ hơn so với các đối thủ sử dụng đòn bẩy tài chính tăng. Đòn bẩy tài chính đã ảnh hưởng đến phản ứng của các đối thủ cạnh tranh trong ngành. Các doanh nghiệp đáp lại với cạnh tranh quảng cáo lớn hơn các doanh nghiệp trong ngành bằng cách tăng các quảng cáo của doanh nghiệp nhanh hơn những doanh nghiệp khác trong ngành nếu cấu trúc vốn chủ sở hữu thấp hơn và ngược lại. Do đó, đối với cả các doanh nghiệp huy động vốn lớn sử dụng nhiều quảng cáo hơn với mong muốn cạnh tranh khởi đầu được mạnh mẽ hơn và thấy rằng các đối thủ cạnh tranh trong ngành đều có phản ứng lại, và hơn nữa thấy rằng, một doanh nghiệp lớn hơn thường sử dụng nợ để thúc đẩy thực hiện các quảng cáo cạnh tranh “linh hoạt hơn”.

Bên cạnh đó việc sử dụng nợ có thể làm giảm khả năng cạnh tranh, có thể không liên quan đến những hạn chế về khả năng huy động vốn của doanh nghiệp và không yêu cầu sử dụng đòn bẩy (Grullon và cộng sự, 2006). Nhưng không tìm thấy bằng chứng nào cho thấy rằng bản chất vô hình và không chuyển đổi của các tài sản quảng cáo trong nghiên cứu của nhóm nghiên cứu có thể giải

thích hành vi này. Gustavo Grullon và cộng sự (2006) cho rằng chính những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy nhiều hơn sẽ trở nên thụ động, trong khi các doanh nghiệp sử dụng ít đòn bẩy hơn thì sẽ có sức cạnh tranh mạnh mẽ hơn.

Việc đòn bẩy tăng sẽ thúc đẩy cạnh tranh thị trường sản phẩm một cách nhẹ nhàng hơn. Tỷ lệ sở hữu thị phần trên thị trường là thước đo cho hệ số tập trung, yếu tố góp phần thể hiện cấu trúc thị trường (Chevalier, 1995). Nghiên cứu này đem đến cái nhìn tổng quan về doanh nghiệp chủ yếu để thể hiện những tác động của cấu trúc vốn đến cạnh tranh thị trường sản phẩm. Một doanh nghiệp có xu hướng mở rộng thị phần để đạt được lợi nhuận nhiều hơn, từ đó có khả năng thanh toán khoản vay ngân hàng. Khi thị phần mở rộng, hệ số tập trung của ngành có xu hướng tăng. Do đó, cấu trúc vốn ảnh hưởng một cách tích cực đến hệ số tập trung. Khi nghiên cứu các ngành khác thì Chevalier (1995) không làm các nghiên cứu thực nghiệm. Tuy nhiên, ông nói rằng các doanh nghiệp có thị phần lớn hơn thì có xu hướng mở rộng quy mô và do đó các doanh nghiệp sẽ phát sinh nhu cầu vốn nhiều hơn. Tuy nhiên, cho dù nguồn vốn thiên về cơ cấu nhiều nợ hoặc nhiều vốn chủ sở hữu thì cần phải tiếp tục nghiên cứu trong tương lai.

Faure-Grimaud (2000) tuy nhiên, lập luận rằng hiệu ứng “trách nhiệm hữu hạn” thường được bù đắp bằng một trong những hiệu ứng tiêu cực do chi phí tài chính nội sinh dưới hiện tượng thông tin bất đối xứng. Một doanh nghiệp tiềm lực mạnh, do có ít nợ trong cấu trúc vốn có thể khai thác sức mạnh thị trường đầu ra của nó để đảm bảo tiếp cận được ưu đãi về vốn, và sử dụng sự tăng vốn này để củng cố vị thế của mình trên thị trường. Một lần nữa, sự quản lý của một doanh nghiệp mạnh, bằng cách sử dụng ít nợ hơn, sẽ có khả năng hưởng lợi nhuận cao và giảm nguy cơ liên kết với một cấu trúc vốn bảo thủ. Tất cả những khả năng này sẽ là gợi ý về một mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ lệ nợ và hệ số tập trung. Do đó, lý thuyết thông tin bất đối xứng cho thấy một mối liên hệ tiêu cực giữa cấu trúc thị trường và cấu trúc vốn.

Đưa ra bằng chứng chứng minh rằng, việc sử dụng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực đến thị phần của doanh nghiệp trong cả hai mô hình cạnh

tranh (Mitani, 2014). Bằng chứng này bổ sung thêm cho những lý thuyết hiện hành về sự tác động hữu hạn của các khoản nợ tài chính và minh chứng rằng vị thế cạnh tranh của một doanh nghiệp là rất quan trọng trong việc xác định sự lựa chọn của cấu trúc vốn.

Mô hình đầu tư lại cho biết mối quan hệ gián tiếp giữa cấu trúc vốn với sức mạnh của doanh nghiệp được ủng hộ bởi Myers (1977,1984), Phillips (1995) và Kovenock và Phillips (1995). Trong mô hình này, khi một doanh nghiệp tiến hành vay nợ để tài trợ các hoạt động của mình, nó đồng thời phát đi một tín hiệu là không nên đầu tư vào doanh nghiệp đó bởi vì các dòng tiền ra để trả lãi vay sẽ tăng lên. Sự tăng lên đó sẽ làm giảm lợi nhuận có thể có cho các chủ sở hữu. Cũng như lý thuyết về trật tự vốn đã phát biểu về tín hiệu của việc vay nợ hay phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp, việc tăng cường sử dụng nợ của doanh nghiệp sẽ có ảnh hưởng đến sức mạnh thị trường của doanh nghiệp đó do việc giảm lượng đầu tư.

Các nghiên cứu thực hiện MacKay và Phillips (2005) cho thấy rằng hầu hết các biến thể của cấu trúc vốn phát sinh trong cùng một ngành chứ không phải giữa các ngành với nhau; và rằng đòn bẩy và sự khốc liệt của cạnh tranh thị trường sản phẩm có liên quan nghịch. Hơn nữa, họ thấy rằng những doanh nghiệp mới thường sử dụng đòn bẩy thấp hơn những doanh nghiệp đã hoạt động dài lâu trên thị trường. Lyandres (2006) sử dụng phương pháp dạng rút gọn để kết luận rằng đòn bẩy tối ưu và năng lực cạnh tranh trong thị trường sản phẩm có liên quan tích cực. Tất cả các kết quả thực nghiệm đã nhấn mạnh rằng cấu trúc vốn và thị trường sản phẩm có liên quan với nhau mạnh mẽ và rằng các công ty đưa ra những quyết định về thị trường sản phẩm thì luôn có liên quan đến các yếu tố tài chính.

Mitani (2014) cũng chỉ ra có mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và vị thế cạnh tranh của các doanh nghiệp trên thị trường sản phẩm thông qua thị phần của các doanh nghiệp đó. Về mặt lý thuyết tác động này phụ thuộc vào việc sử dụng mô hình Cournot hay mô hình Bertrand đến sức cạnh tranh của doanh nghiệp.

Guney và cộng sự (2011) nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và năng lực cạnh tranh dựa trên các cơ lý thuyết về 3 mô hình: mô hình trách nhiệm hữu hạn, mô hình “thâu tóm” và mô hình tác động tới đầu tư (mô hình đầu tư) được giới thiệu từ những năm 1980s.

Mô hình trách nhiệm hữu hạn cho rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp và sức mạnh thị trường của các doanh nghiệp đó. Chẳng hạn, các tập đoàn độc quyền thường sử dụng nhiều nợ hơn là các doanh nghiệp hoạt động ở thị trường cạnh tranh hoàn hảo. Những người ủng hộ cho lý thuyết này là Showalter (1995) và Showalter (1997) hay Brander và Lewis (1986). Trong khi đó, mô hình “thâu tóm” đưa ra bởi Bolton và Scharfstein (1990) và Brander & Lewis (1986) lại cho rằng những doanh nghiệp có tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn mà cao thì sẽ có khả năng bị thâu tóm bởi các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ thấp hơn. Theo đó, nếu một doanh nghiệp mới ra nhập thị trường mà lại sử dụng quá nhiều nợ có thể sẽ gặp thất bại trong các cuộc chiến về giá cả hoặc về sản lượng với các đối thủ lâu năm khác. Chính vì vậy, các doanh nghiệp mới đó có xu hướng giảm bớt nợ trong cấu trúc vốn của mình. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của mô hình này cho thấy dường như mô hình “thâu tóm” ngược lại với mô hình trách nhiệm hữu hạn khi chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn với năng lực cạnh tranh trên thị trường của doanh nghiệp.

Mô hình đầu tư lại cho biết mối quan hệ gián tiếp giữa cấu trúc vốn với sức mạnh của doanh nghiệp được ủng hộ bởi Myers (1977, 1984), Phillips (1995) và Kovenock và Phillips (1995). Trong mô hình này, khi một doanh nghiệp tiến hành vay nợ để tài trợ các hoạt động của mình, nó đồng thời phát đi một tín hiệu là không nên đầu tư vào doanh nghiệp đó bởi vì các dòng tiền ra để trả lãi vay sẽ tăng lên. Sự tăng lên đó sẽ làm giảm lợi nhuận có thể có cho các chủ sở hữu. Cũng như lý thuyết về trật tự vốn đã phát biểu về tín hiệu của việc vay nợ hay phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp, việc tăng cường sử dụng nợ của doanh nghiệp sẽ có ảnh hưởng đến sức mạnh thị trường của doanh nghiệp đó do việc giảm lượng đầu tư.

Grullon và cộng sự (2006) nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và năng lực cạnh tranh về sản phẩm của doanh nghiệp cho rằng sự tương tác này vẫn còn là vấn đề mở trong nền kinh tế. Trong khi một số mô hình lý thuyết cho rằng một cấu trúc vốn có vay nợ nhiều hơn thúc đẩy một doanh nghiệp trở thành đối thủ cạnh tranh khốc liệt trên thị trường nhưng những lý thuyết khác lại dự đoán ngược lại. Trong bài viết của mình, Grullon và cộng sự (2006) nghiên cứu sự thay đổi trong cấu trúc vốn ảnh hưởng đến cường độ cạnh tranh về quảng cáo bởi vì các nhà kinh tế học từ lâu đã nhận ra rằng quảng cáo có tác động đến cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trên thị trường sản phẩm (ví dụ như: Bagwell, 2001). Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc huy động đáng kể một lượng vốn tác động lên năng lực cạnh tranh trong việc quảng cáo với các đối thủ trong ngành. Nhưng quan trọng hơn sau khi kiểm soát các yếu tố khác, Gustavo Grullon và cộng sự (2006) cho rằng đối với những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính giảm giúp tạo nên một nguồn tài trợ mới cho doanh nghiệp do việc cạnh tranh trở nên mạnh mẽ hơn so với các đối thủ sử dụng đòn bẩy tài chính tăng. Đòn bẩy tài chính đã ảnh hưởng đến phản ứng của các đối thủ cạnh tranh trong ngành.

Faure-Grimaud (2000) tuy nhiên, lập luận rằng hiệu ứng “trách nhiệm hữu hạn” thường được bù đắp bằng một trong những hiệu ứng tiêu cực do chi phí tài chính nội sinh dưới hiện tượng thông tin bất đối xứng. Một công ty tiềm lực mạnh, do có ít nợ trong cấu trúc vốn có thể khai thác sức mạnh thị trường đầu ra của nó để đảm bảo tiếp cận được ưu đãi về vốn, và sử dụng sự tăng vốn này để củng cố vị thế của mình trên thị trường. Một lần nữa, sự quản lý của một công ty mạnh, bằng cách sử dụng ít nợ hơn, sẽ có khả năng hưởng lợi nhuận cao và giảm nguy cơ liên kết với một cấu trúc vốn bảo thủ. Tất cả những khả năng này sẽ là gợi ý về một mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ lệ nợ và hệ số tập trung. Do đó, lý thuyết thông tin bất đối xứng cho thấy một mối liên hệ tiêu cực giữa cấu trúc thị trường và cấu trúc vốn.

Mitani (2014) đưa ra bằng chứng chứng minh rằng, việc sử dụng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực đến thị phần của doanh nghiệp trong cả hai mô hình cạnh tranh, mô hình Cournot và mô hình Bertrand. Bằng chứng này bổ sung thêm cho những lý thuyết hiện hành về sự tác động hữu hạn của các khoản nợ tài

chính và minh chứng rằng vị thế cạnh tranh của một công ty là rất quan trọng trong việc xác định sự lựa chọn của cơ cấu vốn.

Bảng 1.3: Tóm tắt tác động của cơ cấu vốn đến mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp

Tác giả	Mẫu	Thời gian	Kết quả nghiên cứu
Gustavo Grullon và cộng sự (2006)	577 doanh nghiệp (lĩnh vực quảng cáo)	1974-2002	Gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính dường như làm giảm khả năng cạnh tranh của một doanh nghiệp
Brander và Lewis (1986)	Công thức toán học	1986	Nghiên cứu chứng minh bằng lý thuyết toán học: đòn bẩy dẫn đến cạnh tranh khó khăn hơn do hiệu ứng trách nhiệm hữu hạn
Chevalier (1995)	85 doanh nghiệp thuộc vùng đô thị Hoa Kỳ	1985-1991	Hệ số tập trung càng cao, các công ty có xu hướng sử dụng nợ càng tăng

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

Bảng 1.4: Tóm tắt tác động của mức độ cạnh tranh đến cơ cấu vốn

Tác giả	Mẫu	Thời gian	Kết quả nghiên cứu
Istaitieh & Fernandez (2003)	1502 doanh nghiệp sản xuất tại Tây Ban Nha	1993-1999	Hệ số tập trung (HHI) càng cao thì tỷ lệ nợ càng cao
Schargrodsky (2002)	21 doanh nghiệp	1964-1995	Hệ số tập trung có tác động tích cực đến mức nợ khi doanh nghiệp độc quyền có mức độ tập trung cao hơn độc quyền nhóm
Moeinadden và cộng sự (2013)	89 doanh nghiệp	2007-2011	Tác động của Tobin và cơ cấu vốn là ngược chiều
Mitani (2014)	799 doanh nghiệp	1989-2004	Đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tích cực đến thị phần của doanh nghiệp

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

Chương 2

KIỂM ĐỊNH MỐI QUAN HỆ GIỮA CƠ CẤU VỐN VÀ MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THÉP VIỆT NAM

2.1. Tổng quan về các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam

** Tổng quan về các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam*

Ngành thép Việt Nam được xây dựng từ những năm 60 của thế kỷ 20' Khu liên hợp gang thép Thái Nguyên do Trung Quốc giúp ta xây dựng cho ra đời mẻ gang đầu tiên vào năm 1963, nhưng phải đến năm 1975 mới có mẻ thép đầu tiên ra đời tại Công ty Gang thép Thái Nguyên. Trong giai đoạn từ 1975 đến 1990, ngành thép Việt Nam phát triển rất chậm, phần lớn sử dụng nguồn thép của các nước Đông Âu và Liên Xô cũ, sản lượng trong giai đoạn này duy trì ở mức 40.000 - 80.000 tấn/năm.

Từ năm 1990 đến nay ngành thép Việt Nam có nhiều đổi mới và tăng trưởng mạnh. Sự ra đời của Tổng Công ty thép Việt Nam năm 1990 đã góp phần quan trọng vào sự bình ổn và phát triển của ngành. Năm 1996 là năm đánh dấu sự chuyển mình của ngành thép với sự ra đời của 4 công ty liên doanh sản xuất thép là công ty liên doanh thép Việt Nhật (Vinakyoei), Việt Úc (Vinausteel), Việt Hàn (VPS) và Việt Nam - Singapore (Nasteel) với tổng công suất khoảng 840.000 tấn/năm.

Từ 2002 - 2017 nhiều doanh nghiệp tư nhân niêm yết trong nước được thành lập, ngành thép Việt Nam thực sự phát triển mạnh mẽ với tổng công suất lên tới trên 6 triệu tấn/năm.

Ngành thép hiện nay đang trên đà phát triển với số lượng công ty lớn tương đối nhiều, tính đến năm 2017 có trên 60 doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng và 4 doanh nghiệp sản xuất thép tấm niêm yết trên thị trường Việt Nam. Trong đó số các doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng có 3 doanh nghiệp có công suất lớn trên thị trường hiện nay là Công ty thép Miền Nam với công suất 910.000 tấn/năm, tập đoàn thép Việt - Pomina với công suất 600.000 tấn/năm, công ty Gang thép Thái Nguyên với công suất 550.000 tấn/năm. Có khoảng 20 doanh

nghiệp tầm cỡ trung bình có công suất từ 120.000 - 300.000 tấn/năm. Ngoài ra còn rất nhiều các nhà máy với quy mô công suất nhỏ dưới 120.000 tấn/năm, trong đó vẫn tồn tại nhiều nhà máy nhỏ với công suất 10.000 - 50.000 tấn/năm.

Trên thị trường niêm yết hiện nay mới chỉ có 2 doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng là Hoà Phát (HPG) và Việt Ý (VIS), 1 doanh nghiệp sản xuất ống thép là ống thép Hữu Liên Á Châu (HLA) và 4 doanh nghiệp kinh doanh thương mại thép. Ngoại trừ công ty cổ phần thép Hoà Phát có quy mô vốn lớn, còn lại các công ty khác vốn đều nhỏ. Năm 2007 và 9 tháng đầu năm 2008 các doanh nghiệp niêm yết trong ngành hoạt động khá tốt do tác động thuận lợi của giá đầu vào và mức tiêu thụ. Tuy nhiên từ giữa tháng 8 trở lại đây giá nguyên liệu đầu vào giảm, tiêu thụ giảm, nhiều doanh nghiệp trong ngành dự trữ nhiều hàng tồn kho bị đẩy vào tình thế khó khăn, có doanh nghiệp đã phải dừng sản xuất, bán sản phẩm dưới giá thành. Cuối năm 2008 kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành sẽ không tốt như 3 quý đầu năm. Nhiều chuyên gia trong ngành cũng như các chủ doanh nghiệp đều cho rằng khả năng trong thời gian tới sẽ có một số doanh nghiệp tuyên bố phá sản do thua lỗ nặng trong đợt biến động thời gian này.

Ngành sản xuất thép Việt Nam vẫn đang tăng trưởng với tốc độ 2 con số, đạt trung bình 20%/năm trong giai đoạn 2013-2017. Tổng sản lượng thép sản xuất bởi các doanh nghiệp trong nước năm 2016 là hơn 17,8 triệu tấn, tăng 18,7% so với năm 2015. Tới 9 tháng đầu năm 2017, con số này đạt 15,4 triệu tấn, tăng trưởng mạnh 124% so với cùng kì. Thế mạnh của ngành thép Việt Nam vẫn là các sản phẩm thép xây dựng, chiếm 44% tổng sản lượng sản xuất toàn ngành.

Điểm yếu của ngành thép Việt Nam là HRC vẫn phải nhập khẩu 100%, tới 9 tháng 2017 đã tự sản xuất được gần 0,8 triệu tấn, chiếm 5% tổng sản lượng, nhờ vào Formosa Hà Tĩnh bắt đầu đi vào sản xuất. Công suất thiết kế giai đoạn 1 của Formosa là 2 triệu tấn/năm, cùng với việc khu liên hợp Dung Quất của Công ty cổ phần Tập đoàn Hoà Phát cũng sẽ bắt đầu sản xuất HRC từ cuối năm 019, tỷ trọng HRC trong cơ cấu sản xuất ngành thép Việt Nam kì vọng sẽ tăng dần trong những năm tới.

Trong thời gian tới, ngay cả khi thị trường thép thế giới phục hồi trở lại, ngành thép Việt Nam vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức hơn khi các hiệp định thương mại tự do Việt Nam ký kết bắt đầu có hiệu lực, đặc biệt là các FTAs với các cường

quốc thép như ACFTA với Trung Quốc, FTA Việt Nam - liên minh kinh tế Á - Âu trong đó có Nga. Tuy nhiên, ngành thép Việt Nam cũng đã được chính phủ hỗ trợ nhờ bằng việc áp thuế chống bán phá giá lên các sản phẩm thép từ Trung Quốc và Hàn Quốc, những nước chiếm tỷ trọng lớn trong lượng thép nhập khẩu về Việt Nam (19-38% đối với tôn mạ màu, khoảng 20% đối với thép thanh và phôi thép). Tuy nhiên, thuế bảo hộ chỉ có hiệu lực dưới 5 năm, do đó, các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam muốn trụ vững và phát triển trong tương lai cần tạo dựng năng lực sản xuất vững vàng dựa trên công nghệ sản xuất hiện đại, quy mô sản xuất đủ lớn và kiểm soát chi phí hiệu quả. Đồng thời, các doanh nghiệp cần nghiên cứu mở rộng cơ cấu sản phẩm, đặc biệt là các sản phẩm có hàm lượng giá trị gia tăng cao, sản phẩm cho các ngành công nghiệp phụ trợ nằm trong định hướng ưu tiên phát triển của chính phủ như thép hình, thép tấm cho cơ khí chế tạo.

*** Thực trạng các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam**

Từ năm 2007 đến 2017, chính sách mở cửa và hội nhập nền kinh tế khiến doanh vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam ngày càng tăng. Sau khi Việt Nam gia nhập WTO (2007), các doanh nghiệp thép tư nhân trong nước đã có bước phát triển vượt bậc khi lần đầu tiên tổng sản lượng thép cán vượt hai khu vực còn lại, đạt mức 1,2 triệu tấn, chiếm tỷ trọng 41%, trong khi khu vực nhà nước chỉ chiếm 31%, còn khu vực nước ngoài cũng giảm còn 28%.

Hàng loạt dự án FDI với quy mô lớn được phê duyệt vào thời kỳ 2006-2010: dự án nhà máy thép Guang Lian tại khu kinh tế Dung Quất (Quảng Ngãi), Khu liên hiệp thép Cà Ná (Ninh Thuận).

Năm 2016 - 2017 được coi là năm “vàng” của ngành thép khi sản lượng sản xuất và tiêu thụ ở mức cao kỷ lục, có nhiều doanh nghiệp lãi kỷ lục

Nhìn lại chặng đường phát triển của ngành thép qua các năm có những bước tiến bộ vượt trội, mở rộng cả quy mô, phạm vi hoạt động và vốn đầu tư, không ngừng nâng cao năng lực sản xuất.

Về sản lượng luyện gang

Theo VSA, tổng công suất luyện gang năm 2017 là 4.500.000 tấn/năm tăng khoảng 80% so với năm 2016 đạt 2.850.000 tấn/năm. Tốc độ tăng trưởng bình quân trong sản lượng sản xuất gang từ 2013-2016 là 57%/năm. Sản lượng luyện gang tăng đột biến trong các năm 2013-2014 và 2015-2017 là do lò luyện gang

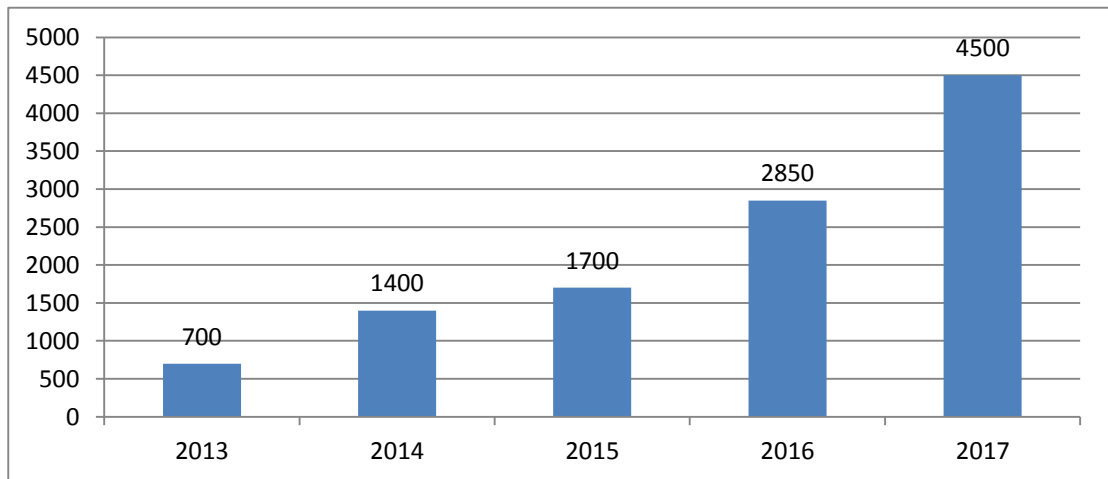
số 2 và số 3 của HPG đi vào hoạt động.

Bảng 2.2. Sản lượng luyện gang 2013-2017

Đơn vị: Nghìn tấn

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017
Sản lượng gang	700	1.400	1.700	2.850	4.500

(Nguồn: VSA)

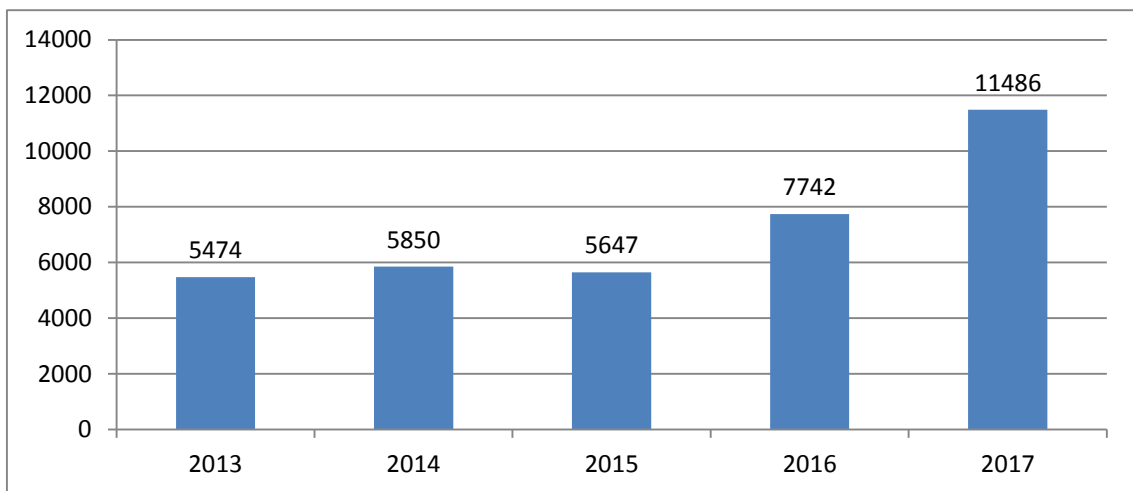


(Đơn vị: Nghìn tấn - Nguồn: VSA)

Biểu đồ 2.1. Sản lượng luyện gang giai đoạn 2013-2017

Sau hơn 50 năm không chú trọng mảng luyện gang, ngành thép Việt Nam đã thể hiện sự quan tâm trở lại năm 2005. Sản lượng sản xuất tăng nhanh do các doanh nghiệp đầu ngành đầu tư mạnh cho phân khúc này.

Về sản lượng luyện phôi



(Đơn vị: Nghìn tấn - Nguồn: VSA)

Biểu đồ 2.2: Sản lượng luyện phôi giai đoạn 2013-2020

Khâu luyện phôi trong nước tăng trưởng tốt nhưng gần đây gặp phải sự chèn ép của phôi nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc. Ngành thép Việt Nam đang phát triển mạnh tăng đều qua hầu hết các năm. Giai đoạn 2013-2014, sản lượng luyện phôi tăng gần 7% và cả nước chỉ phải nhập gần 600 ngàn tấn phôi thép trong năm. Tuy nhiên **gia đoạn** 2014-2015 lại chứng kiến một sự sụt giảm gần 3,5% trong sản lượng phôi sản xuất vì khối lượng phôi nhập khẩu đã tăng lên gần 2 triệu tấn. Tuy nhiên qua giai đoạn 2015-2017, Bộ công thương đã áp dụng thuế tự vệ đối với **phôi billet** của Trung Quốc nhằm bảo vệ các nhà sản xuất phôi thép trong nước, sản lượng phôi thép trong nước đã tăng mạnh trở lại, tăng gần 24% so với năm 2015 và năm 2017 đạt 11.486.000 tấn/năm tăng gần 47,2% so với năm 2016.

2.2. Thực trạng về cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam

Theo hiệp hội doanh nghiệp thép Việt Nam tổng năng lực sản xuất của ngành thép trong nước vào khoảng 30 triệu tấn/năm. Cụ thể, năng lực sản xuất thực tế của Việt Nam ở mặt hàng phôi thép là 12 triệu tấn/năm, thép cán 12 triệu tấn/năm, tôn mạ phủ màu 5 triệu tấn/năm, thép ống 3 triệu tấn/năm. Với quy mô này, ngành thép Việt Nam được đánh giá đang đứng đầu các nước Đông Nam Á. Năm 2018 tăng trưởng ngành đạt 20-22%.

Hiện nay ngành thép đang chỉ hoạt động được khoảng 50-60% công suất, nguồn cung đang vượt xa so với cầu ở trong nước. Do đó, nếu xét về số lượng, Việt Nam không chỉ đủ đáp ứng nhu cầu trong nước mà đang dư thừa công suất, đặc biệt là mặt hàng thép xây dựng.

Đối với thép xây dựng, tổng công suất của các nhà máy đang hoạt động ở mức 12 triệu tấn/năm, nhưng sản lượng tiêu thụ năm 2017 chỉ đạt 9,1 triệu tấn.

Nhu cầu thép không gỉ (gồm cả cán nóng và cán nguội) trong nước hiện ở mức 490.000 tấn/năm, nhưng năng lực sản xuất trên 700.000 tấn, khiến các nhà máy sản xuất inox (thép không gỉ) chỉ hoạt động 50-55% công suất thiết kế.

Sức cạnh tranh về mặt kỹ thuật có thể là một yếu tố nhưng vấn đề chính là giá thép Việt Nam cao hơn so với giá thép của Trung Quốc về cùng chủng loại và mẫu mã. Khách hàng mua đều so sánh giá thép của Việt Nam và Trung Quốc và do đó phản ánh năng lực sản xuất và khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp thép Việt Nam là chưa cao, quy mô và đầu tư dây chuyền công nghệ còn

nhỏ, tiêu tốn nhiều nhiên liệu, dẫn đến giá thành và chất lượng là không thể cạnh tranh trong quá trình hội nhập. Không xét đến yếu tố gian lận thương mại, và những biện pháp hỗ trợ xuất khẩu của Trung Quốc, thực tế là ngành thép rất chật vật để đối phó với một lượng lớn thép Trung Quốc giá rẻ ồ ạt vào Việt Nam với giá thành rất cạnh tranh về lâu dài.

Theo VSA, 5 tháng đầu năm 2018, các Doanh Nghiệp thành viên của VSA đã sản xuất hơn 9,67 triệu tấn thép thành phẩm các loại (tăng 24%), mạnh, nhưng các Doanh Nghiệp thương mại cũng đã chi trên 4 tỷ USD để nhập khẩu hơn 5,68 triệu tấn sắt thép các loại (tăng 1,9%). Trong đó nhập khẩu lớn nhất từ Trung Quốc, với khối lượng chiếm gần 50% với trị giá hơn 1,83 tỷ USD. Đáng nói, trong số đó có những loại sản phẩm Doanh Nghiệp nội đã sản xuất được, thậm chí dư thừa như thép xây dựng, tôn mạ màu, thép cuộn cán nguội. Nguyên nhân chủ yếu là do Trung Quốc đã cải tổ mạnh mẽ, tăng tính tập trung của ngành thép thông qua các hoạt động mua bán và sát nhập và kích cầu tiêu thụ thép, tăng chi tiêu đầu tư công.

Theo Tổng cục Hải quan, hiện thép Trung Quốc chiếm tới 48% thị phần thép nhập khẩu vào Việt Nam. Điều này càng khiến nhiều nước nghi ngờ thép Trung Quốc đội lốt thép Việt Nam để xuất khẩu, ảnh hưởng xấu đến hình ảnh thép Việt.

Tháng 5/2018, Bộ Thương mại Mỹ tuyên bố sẽ áp mức thuế chống bán phá giá là 199,76% cũng như thuế đặc biệt 256,44% lên sản phẩm thép cuộn từ Việt Nam nhưng có nguồn gốc Trung Quốc sau khi kết luận rằng những sản phẩm này đã né tránh thuế chống bán phá giá của Mỹ.

Sự cạnh tranh là vô cùng khốc liệt khi nguồn cung khá lớn, và phải cạnh tranh với thép ngoại giá rẻ.

Sau khi có quyết định áp dụng thuế tự vệ, VNSTEEL đã chỉ đạo các đơn vị tăng cường sản xuất phôi thép tự cung cấp cho nhu cầu trong nước thay thế thép nhập khẩu, không để thiếu nguyên liệu cho sản xuất và cho cung ứng ra thị trường. Các doanh nghiệp cũng đã thực hiện tượng đối tốt nhằm cung ứng kịp thời sản phẩm, hạn chế tăng giá đột biến, tuy nhiên có hiện tượng đầu cơ gây

phản ứng trong dư luật, thiệt hại cho người tiêu dùng trong thời gian ngắn và biến động nhẹ.

Mặc dù có áp dụng biện pháp tự vệ đối với phôi thép và thép nhập khẩu nhưng lượng thép nhập khẩu vẫn không ngừng tăng cao. Và hơn nữa làm hạn chế tận hưởng lợi thế hội nhập, giảm tính năng động và ý thức nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp. Do vậy việc giải quyết tận gốc những bất cập của thị trường thép Việt Nam là phải nâng cao năng lực cạnh tranh của ngành thép từ sức mạnh nội tại. Cơ bản thép nhập khẩu giá rẻ của Trung Quốc gây ảnh hưởng lớn đến ngành thép Việt Nam, là bài học thực sự để các doanh nghiệp phải đặt lên bàn cân những vấn đề liên quan đến việc cải tổ, thay đổi nhằm nâng cao sức cạnh tranh.

Mặt khác, Việc bảo hộ thương mại với các vụ kiện chống bán phá giá, chống trợ cấp từ các nước nhập khẩu và bị áp thuế từ các nước chống bán phá giá khác như: Canada, Mỹ, Thái Lan,... gây ra nhiều áp lực cho ngành thép. Năm 2017 trong số 124 vụ kiện chống bán phá giá thì ngành thép là 30 vụ và có đến 11 thị trường đã khởi kiện Việt Nam như Mỹ, EU, liên minh kinh tế Á Âu, Ấn Độ.

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), thị trường khu vực Đông Nam Á, Indonesia xuất khẩu thép cán nguội, tôn mạ chiếm tới 60% lượng xuất khẩu của ngành thép Việt. Đặc biệt, với xuất khẩu thép cán nguội, tôn mạ, Việt Nam đang là nước có năng lực sản xuất mạnh nhất khu vực Đông Nam Á với công nghệ, trình độ ở đẳng cấp cao. Trước vấn đề này, nhiều quan điểm tỏ ra lo ngại, có thể thép Việt sẽ mất đi thị trường đầy tiềm năng này. Indonesia đã chính thức công bố áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với sản phẩm tôn màu nhập khẩu từ Việt Nam ở mức từ 12,01% đến 28,49% trong 5 năm. Hai doanh nghiệp tôn mạ niêm yết của Việt Nam là Hoa Sen (HSG) và Nam Kim (NKG) chịu mức thuế lần lượt là 12,01% và 19,16%. Trước đó, Indonesia từng áp thuế chống bán phá giá ở mức 13,5 - 36,6% lên thép cuộn cán nguội của Việt Nam. Indonesia nằm trong thị trường xuất khẩu thép lớn nhất của Việt Nam là ASEAN (chiếm 59% tỷ trọng) nên nhiều người lo ngại xuất khẩu thép Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng.

Một số doanh nghiệp sản xuất thép tại Mỹ vừa nộp yêu cầu điều tra, áp dụng biện pháp chống lẩn tránh thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp tới

Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đối với sản phẩm thép chống ăn mòn nhập khẩu từ Việt Nam do nghi ngờ lẩn tránh thuế từ Đài Loan và Hàn Quốc và thép cán nguội nhập khẩu từ Việt Nam do nghi ngờ lẩn tránh thuế từ Hàn Quốc.

Lệnh thuế nhập khẩu cao ngất ngưỡng từ Mỹ, đánh thuế chống bán phá giá 199,76% và thuế chống trợ cấp 256,44% đối với thép cuộn cán nguội từ Việt Nam. Còn thép không gỉ nhập khẩu từ Việt Nam đối mặt với các mức thuế lần lượt là 199,43% và 39,05%. Các sản phẩm này khi vào Mỹ sẽ bị cộng thêm thuế 25% theo một quyết định từ đầu năm nay của chính quyền Mỹ đối với hầu hết các sản phẩm thép nhập khẩu.

Theo một số chuyên gia năng lực ứng phó với các vụ điều tra khởi kiện của các doanh nghiệp trong nước còn yếu so với đối thủ nước ngoài. Bên cạnh đó, năng lực tài chính của doanh nghiệp Việt còn hạn chế, trong khi chi phí kháng kiện rất cao, để thành công có thể cần phải thuê luật sư tư vấn từ chính nước khởi xướng điều tra.

Kết quả kinh doanh trong hơn 1 năm gần đây của các doanh nghiệp thép niêm yết cho thấy hầu hết đang trong đà giảm biên lợi nhuận. Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG) là một trong những doanh nghiệp lớn và có biên lợi nhuận cao nhất ngành nhưng cũng đang trên đà giảm.

Trong 4 quý gần nhất, Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG) có biên lợi nhuận gộp giảm 6,3%, từ 16,3% xuống 10%. Trên thực tế, đa số doanh nghiệp ngành thép vẫn đạt được sự tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, giá vốn tăng cao là lý do khiến biên lợi nhuận dần đi xuống. Chẳng hạn, Công ty cổ phần Thép Pomina (POM) trong quý III/2018 đạt doanh thu 3.470 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ năm 2017. Nhưng giá vốn tăng 16%, chiếm 3.354 tỷ đồng, khiến lợi nhuận gộp chỉ còn 116 tỷ đồng. Biên lãi gộp tương ứng là 3,3%.

Do đặc thù ngành thép là ngành công nghiệp nặng vốn, đòi hỏi một lượng vốn lớn nên các công ty thép thường có hệ số sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao. Chi phí tài chính luôn là gánh nặng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này trong suốt thời gian qua. Tuy mặt bằng lãi suất đã giảm đi khá nhiều nhưng vẫn chưa thể giảm đi chi phí tài chính của các doanh nghiệp trong ngành

Qua báo cáo ngành thép, chúng ta thấy tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu từ 2007 tới nay có xu hướng tăng nhưng đa phần là tăng ít, chỉ có một số công ty là tăng mạnh như: Công ty cổ phần Nam Vang (NVC), Công ty cổ phần Hữu Liên Á Châu (HLA). Bên cạnh đó, một số công ty giảm chỉ tiêu này như: Công ty cổ phần thép Pomina (POM) giảm mạnh từ 7.03 lần (2007) xuống còn 2.04 lần (2011), Công ty Cổ phần thép Nam Kim (NKG) cũng giảm mạnh từ 17.36 lần (2007) xuống còn 4.05 lần (2011). Ta xét tỷ số Nợ/Vốn chủ sở hữu của các công ty này so với ngành, đa phần tỷ lệ này đều thấp hơn so với ngành chỉ có một số công ty là cao hơn và thậm chí có công ty còn cao đột biến, chẳng hạn như Công ty Cổ phần Nam Kim (NKG) vào năm 2007. Tuy nhiên, từ năm 2010 đến nay thì chỉ tiêu này đã được các công ty ngành thép điều chỉnh tương đương và cao hơn chỉ số ngành, đồng thời cũng không có sự chênh lệch quá nhiều so với trước đó

Bảng thống kê cho thấy cơ cấu vốn của các doanh nghiệp (tỷ lệ nợ) ngành thép trung bình đạt 66.10%, trong đó giá trị lớn nhất là 153.26% thuộc về công ty cổ phần cơ khí 120 vào năm 2014, giá trị nhỏ nhất là 2.14% của công ty cổ phần thép tấm lá Thống Nhất năm 2008. Trong năm 2015 các doanh nghiệp đạt 62.31% về tỉ lệ nợ (tăng gần 2% so với năm 2008- năm 2008 trung bình đạt 60.60%.

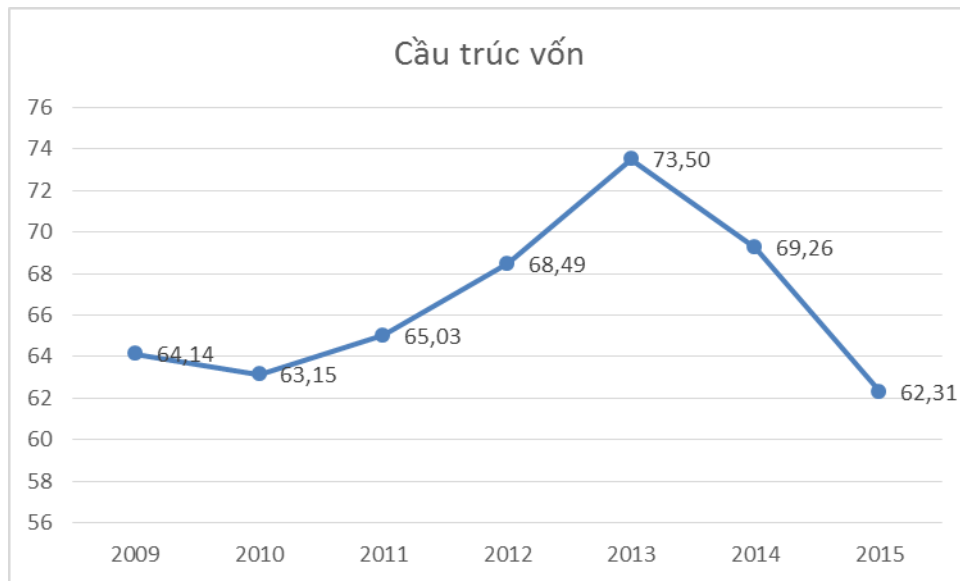
Các doanh nghiệp đang chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn với 87.76% và nợ dài hạn chỉ chiếm 12.23%. Trong đó, có doanh nghiệp sử dụng 100% nợ ngắn hạn. Còn với nợ dài hạn lớn nhất là 80.14%. Yếu tố về cạnh tranh qua hải chỉ tiêu về thị phần và giá trị Tobin's Q cho thấy giá trị trung bình thị phần của các doanh nghiệp trung bình là 0.26%; còn yếu tố Tobin's Q trung bình đạt Các yếu tố khác cũng được thể hiện trong bảng 2.1.

Bảng 2.1. Thống kê dữ liệu nghiên cứu

Variable	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Tỷ lệ nợ	66.1068	18.20517	2.14	153.26
Tỷ lệ nợ ngắn hạn	87.76403	14.79037	19.8572	100
Tỷ lệ nợ dài hạn	12.23597	14.79037	0	80.1428
Cạnh tranh về thị phần	0.002669	0.006326	0	0.04
Cạnh tranh về giá trị doanh nghiệp qua chỉ số Tobin's Q	0.6	0.012	0.51	0.75

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

Chi tiết cho từng chỉ số qua các năm được mô tả như sau:



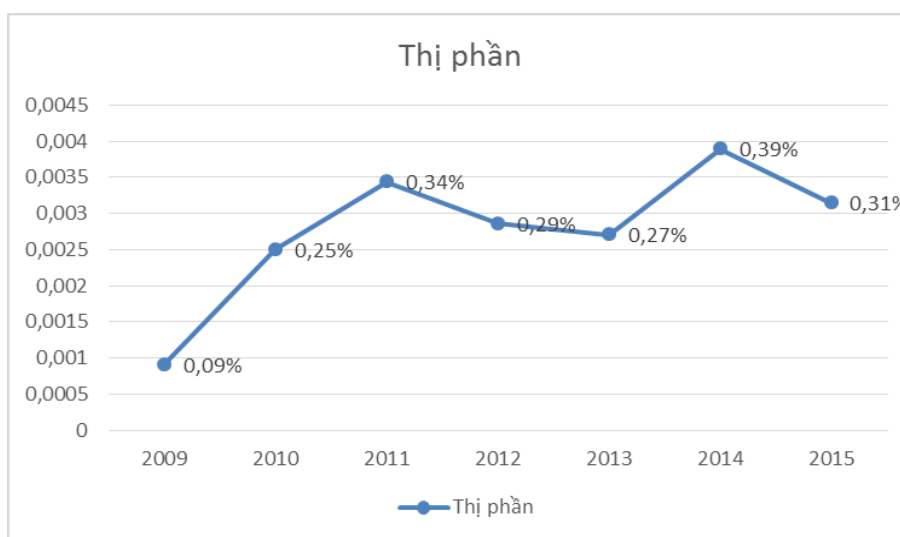
Hình 2.1. Cơ cấu vốn qua các năm

Cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành thép qua các năm chỉ ra tỷ lệ cơ cấu vốn tăng mạnh trong giai đoạn 2012 và 2013. Trong giai đoạn này cơ cấu vốn tăng từ 65.03 năm 2011 lên 73.50% trong năm 2013. Có thể thấy trong giai đoạn nền kinh tế sau khủng hoảng thì cơ cấu vốn doanh nghiệp có xu hướng tăng lên. Các doanh nghiệp thoát khỏi tình trạng suy thoái sẽ có động thái bắt đầu hoạt động kinh doanh mở rộng của mình. Việc tăng cơ cấu vốn chưa chạm tới điểm gãy về tỉ lệ vốn vay nên làm cho doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động cao hơn. Trong giai đoạn này, các doanh nghiệp cũng đã bị thoái vốn do một số doanh nghiệp không chịu được sức ép khủng hoảng. Do đó nguồn vốn chủ sở hữu cũng không đảm bảo được việc đầu tư dự án nên việc huy động nguồn vốn vay là nhu cầu tất yếu của doanh nghiệp lúc này.

Sau giai đoạn khủng hoảng, tới giai đoạn phục hồi và phát triển năm 2014 và 2015 tỷ lệ cơ cấu vốn giảm so với giai đoạn trước từ 73.50% năm 2013 xuống còn 69.27% năm 2014 và còn 62.31% năm 2015. Có thể thấy giai đoạn phục hồi và phát triển đã tạo ra lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Với tình hình kết quả kinh doanh tốt, lợi nhuận được tạo ra ổn định dẫn tới việc sử dụng vốn vay sẽ giảm đi doanh nghiệp có thể dùng tới lợi nhuận giữ lại để gia tăng nguồn vốn cho hoạt động đầu tư kinh doanh.

Các yếu tố cạnh tranh của doanh nghiệp như thị phần doanh thu hay chỉ số giá trị doanh nghiệp qua chỉ tiêu Tobin's Q cũng được tác giả sử dụng để phân tích đại diện cho cạnh tranh của doanh nghiệp.

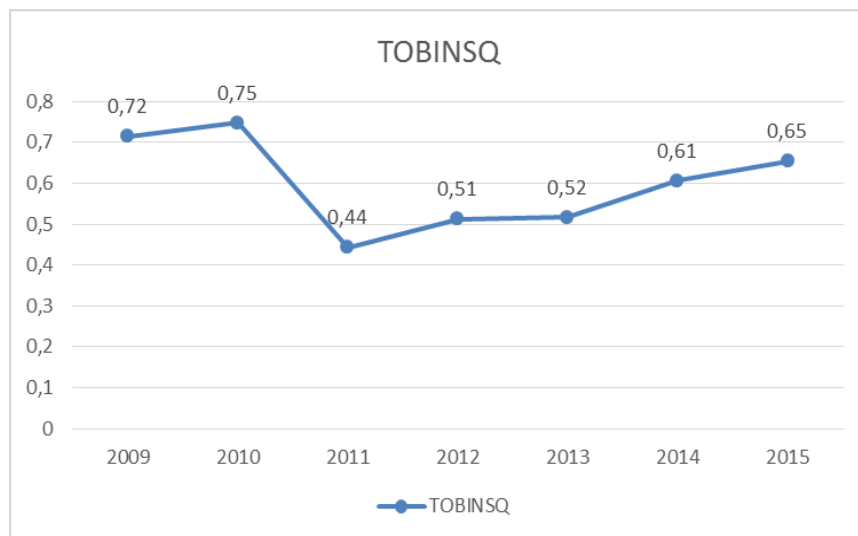
Về yếu tố thị phần về doanh thu của các doanh nghiệp: Kết quả chỉ ra sự tăng trưởng ngược lại so với cơ cấu vốn. Giai đoạn 2009 đến 2011 thị phần của các doanh nghiệp liên tục tăng nhưng giảm liên tiếp trong năm 2012-2013 và tiếp tục tăng trở lại từ 2014-2015. Có thể thấy trong giai đoạn khủng hoảng làm cho một số doanh nghiệp rút khỏi ngành do phá sản hoặc rời khỏi ngành. Điều này làm cho số lượng doanh nghiệp giảm đi và dẫn tới thị phần của các doanh nghiệp có xu hướng tăng lên. Tuy nhiên, tới giai đoạn sau khủng hoảng 2012-2013 thì với sự phục hồi của thị trường làm cho một số doanh nghiệp tham gia vào ngành làm cho tổng doanh thu của ngành tăng lên và làm cho thị phần bị chia nhỏ thêm. Năm 2014 và 2015 là hai năm mà thị phần có sự giao động tăng giảm theo sự phát triển riêng của thị trường.



Hình 2.2. Thị phần của các doanh nghiệp qua các năm

Đối với giá trị doanh nghiệp ngành thép qua giá trị Tobin's Q cho thấy giai đoạn 2009 đến 2011 giá trị Tobin's Q có xu hướng giảm. Từ 2012 tới 2015 giá trị Tobin's Q có xu hướng tăng liên tục. Trong giai đoạn 2009-2010 giá trị sổ sách các doanh nghiệp có xu hướng giảm đi do vấn đề về vốn cũng như tài sản giai đoạn khủng hoảng. Sau 2010 thì giá trị Tobin's Q giảm mạnh do sự suy

giảm giá trị thị trường cũng như sổ sách của doanh nghiệp. Với các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn bong bóng trên thị trường chứng khoán, giá trị thị trường của doanh nghiệp ngành theo tăng cao cùng với chỉ số giá chứng khoán trên thị trường. Tuy nhiên, giai đoạn từ 2011 trở đi giá trị thị trường của doanh nghiệp không còn được lớn như giai đoạn đỉnh cao của thị trường chứng khoán nên mặc dù tăng trưởng liên tục từ 2012 đến 2015 nhưng giá trị Tobin's Q vẫn không cao bằng giá trị trước 2012.



Hình 2.3. Giá trị Tobin's Q ngành thép qua các năm.

2.3. Kiểm định mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam

2.3.1. Kết quả phân tích tương quan giữa cơ cấu vốn và mức độ cạnh tranh

Kết quả ma trận hệ số tương quan cho thấy biến cấu trúc vốn có tương quan mạnh nhất với SIZE (0.34) và tương quan yếu nhất với CVA2 (-0.015). Tuy nhiên hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến. Để đánh giá mối quan hệ nhân quả (tác động của yếu tố cạnh tranh lên cấu trúc vốn cần thực hiện phân tích hồi quy. Tác giả thực hiện phân tích hồi quy ở các bước sau.

Bảng 2.2. Tương quan hai chiều giữa các biến

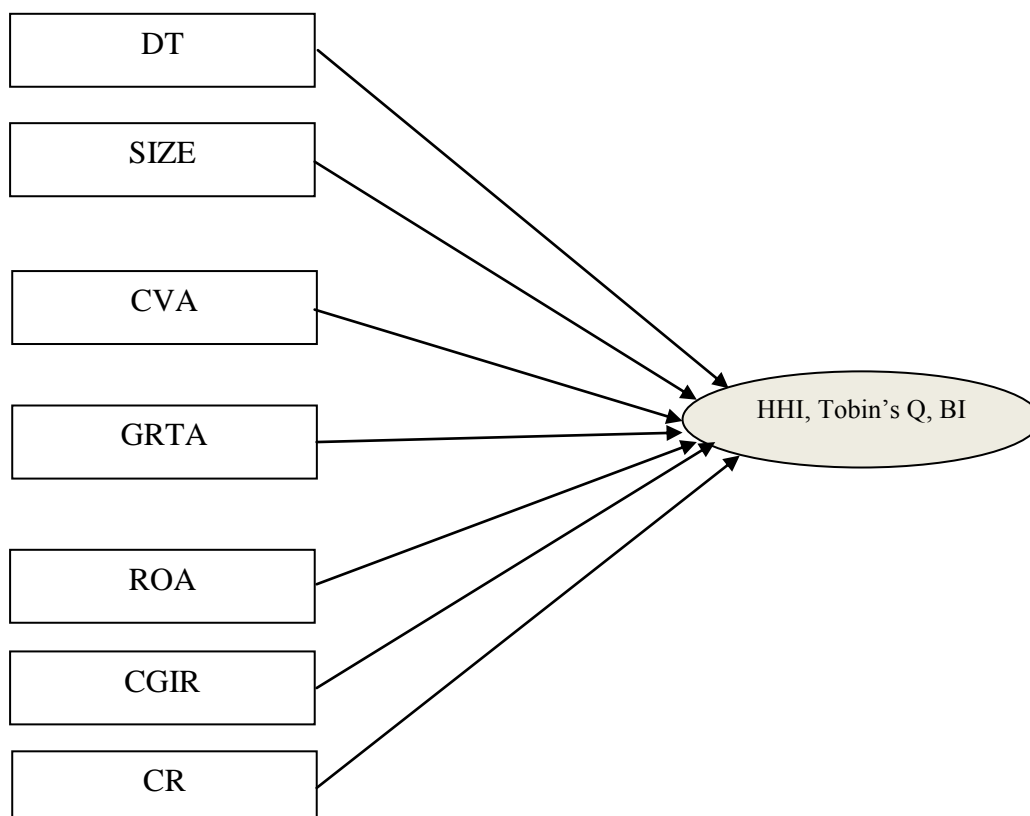
	DT	TOBINSQ	HHI	SIZE	CVA1	CVA2	UNIQ	CGIR	CRt	ROA	GRTA
DT	1										
TOBINSQ	-0.07	1.00									
HHI	0.07	0.30	1.00								
SIZE	0.34	0.32	0.70	1.00							
CVA1	-0.06	-0.03	0.02	0.00	1.00						
CVA2	-0.02	0.04	0.05	-0.06	0.27	1.00					
UNIQ	-0.06	0.19	0.12	0.31	-0.12	-0.22	1.00				
CGIR	-0.10	0.13	-0.03	-0.06	-0.11	0.03	0.01	1.00			
CRt	-0.19	0.00	0.20	0.20	0.11	-0.02	-0.34	-0.06	1.00		
ROA	-0.30	0.21	0.19	0.19	0.06	-0.18	0.09	0.08	0.19	1.00	
GRTA	0.07	0.07	0.05	0.16	-0.05	-0.04	0.12	0.29	0.04	0.23	1.00

(Nguồn: tác giả)

2.3.2. Mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của cơ cấu vốn lên cạnh tranh

2.3.2.1. Mô hình nghiên cứu

Với việc tham khảo mô hình nghiên cứu của Mitani (2013); Fosu (2013) đánh giá về cấu trúc vốn và thị trường cạnh tranh trong các doanh nghiệp. Tác giả đưa ra mô hình giả thuyết như sau:



Hình 2.4. Mô hình nghiên cứu của tác giả

Các mô hình được ước lượng chi tiết như sau:

Mô hình 1: Ước lượng tác động của cơ cấu vốn DT lên thị phần HHI

$$HHI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t$$

Mô hình 2: Ước lượng tác động của cấu trúc vốn lên yếu tố cạnh tranh Tobin's Q

$$TOBIN'SQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT_{it} + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t$$

$$BI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT_{it} + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_5 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t$$

Trong đó:

<i>Biến phụ thuộc</i>	<i>Mô tả</i>	<i>Kì vọng</i>	<i>Tham khảo</i>
<i>HHI_{it}</i>	Thị phần		
TOBIN'S Q	Giá trị cổ phiếu		
BI	Mức độ cạnh tranh		
<i>Biến độc lập</i>			
<i>DT_{it}</i>	Cấu trúc vốn	-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011), Mitani, H, (2013)
<i>SIZE_{it}</i>	Quy mô doanh nghiệp	+/-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
<i>GRTA_{it}</i>	Tốc độ tăng trưởng tài sản	+	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
<i>UNIQ_{it}</i>	Đặc điểm của tài sản	-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
<i>CR_{it}</i>	Khả năng thanh toán hiện thời	-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

2.3.2.2. Giả thuyết nghiên cứu

DT: Việc doanh nghiệp tăng tỷ lệ nợ (cấu trúc tài chính) đồng nghĩa với việc công ty đang huy động thêm nguồn vốn nhằm mở rộng kinh doanh hoặc trả các khoản nợ ngắn hạn phải trả. Cấu trúc nguồn vốn vay ngoài tăng lên có thể do nguồn vốn sẵn có trong doanh nghiệp chưa được sử dụng hoặc thiếu để đầu tư dẫn tới việc vay ngoài. Việc tăng cấu trúc vốn có thể làm tăng thị phần doanh nghiệp trong trường hợp công ty mở rộng hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, cấu trúc vốn cũng có thể làm giảm giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết khi công báo tỷ lệ nợ ở mức cao. Do vậy, giả thuyết tác giả đưa ra như sau

H1b: Cấu trúc vốn có tác động cùng chiều lên thị phần nhưng có tác động ngược chiều lên Tobin's Q

SIZE: Việc mở rộng quy mô sẽ giúp tăng thị phần có xu hướng làm tăng mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp cả về thị phần lẫn giá trị Tobin's Q. Không giống như đối với cấu trúc vốn. Quy mô mở rộng giúp tăng doanh thu và tăng Tobin's Q của doanh nghiệp trên thị trường. Giả thuyết được phát biểu như sau:

H2a: Quy mô doanh nghiệp càng lớn có tác động tích cực lên sự cạnh tranh của doanh nghiệp.

GRTA: Những công ty có cơ hội tăng trưởng cao hơn dự kiến để cải thiện vị thế cạnh tranh của họ và tăng thị phần của họ trong tương lai gần. Giả thuyết đưa ra như sau:

H3a: Tốc độ tăng trưởng tài sản có tác động cùng chiều lên cạnh tranh của doanh nghiệp niêm yết

UNIQ: Các công ty tiến hành các chương trình khuyến mãi bán hàng rộng dự kiến sẽ mở rộng thị phần trong tương lai gần. (Mitana, 2013). Giả thuyết tác giả đưa ra như sau:

H4a: Đặc điểm của tài sản có thể tác động cùng chiều lên tính cạnh tranh của doanh nghiệp

CR: Bolton và Scharfstein (1990) cho thấy rằng các công ty có vốn tiền mặt lớn có động cơ để áp dụng chiến lược đầu ra tích cực hơn. Một công ty giàu tiền mặt có thể làm cho các khoản đầu tư lớn hơn trong các dự án khác nhau và có được một vị trí trên thị trường cạnh tranh hơn. Như vậy, tính thanh khoản cao hơn được dự kiến sẽ tương ứng với thị phần lớn hơn. Tác giả trình bày giả thuyết như sau:

H5a: Khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động tích cực lên tính cạnh tranh của doanh nghiệp

Sau khi tác giả thu thập dữ liệu trên sàn chứng khoán Việt Nam, để đưa ra được kết quả đánh giá tác động nhân quả giữa cấu trúc vốn và năng lực cạnh tranh, tác giả tiến hành làm sạch dữ liệu và đưa vào phân tích dữ liệu trên phần mềm hỗ trợ là STATA phiên bản 12. Các kết quả thu được từ dữ liệu nghiên cứu sẽ được trình bày đầy đủ trong chương này.

2.3.2.3. Kết quả hồi quy

Mô hình 1: Ước lượng tác động của cơ cấu vốn DT lên thị phần HHI

$$HHI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_47 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t$$

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_{10} ROA_{it} + \mu_t$$

Bảng 2.3. Hồi quy 2SLS cho HHI qua DT

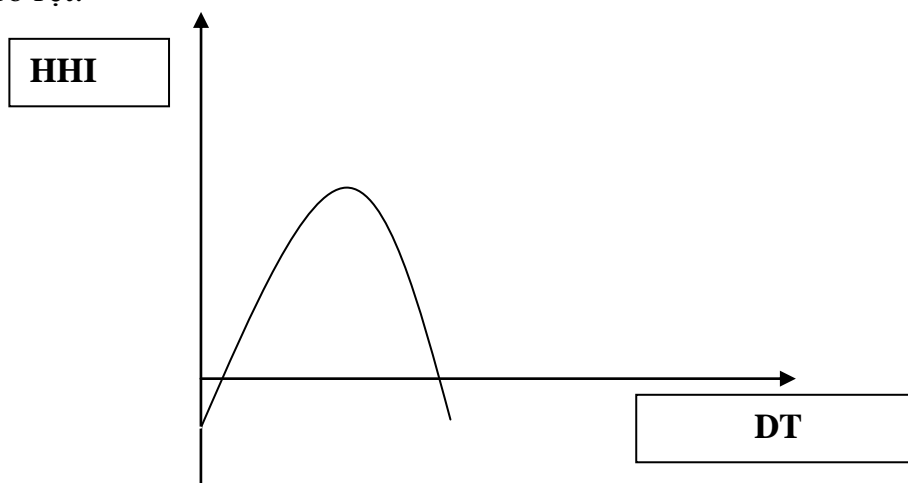
HHI	Beta	Sai số chuẩn	z	P-value
DT	0.029934	0.016703	1.790	0.073
DT ²	-7E-05	3.85E-05	-1.810	0.071
SIZE	0.7438	0.098292	7.570	0.000
GRTA	-0.05552	0.029075	-1.910	0.056
UNIQ	-0.02398	0.031573	-0.760	0.448
CR	0.003138	0.004449	0.710	0.481
_cons	-9.87309	0.887302	-11.130	0.000
DT				
	Beta	Sai số chuẩn	z	P-value
CVA1	12.82317	1.102358	11.630	0.000
CVA2	16.12006	4.933284	3.270	0.001
ROA	-0.08252	0.01663	-4.960	0.000
_cons	-31.8158	6.181888	-5.150	0.000

(Nguồn: tác giả)

Kết quả cho thấy DT có tác động tích cực lên HHI, tuy nhiên tới 1 giá trị nào cực đại thì việc tăng DT sẽ làm cho HHI giảm xuống (theo dạng hàm chữ U ngược). Điều này chỉ ra, khi doanh nghiệp tăng cấu trúc vốn ban đầu làm cho HHI tăng lên do hiệu ứng tích cực lúc mới đầu làm cho quy mô cũng như doanh số tăng liên tục. Các quyết định đầu tư cho thấy sự hiệu quả rõ rệt trong giai đoạn đầu tiên. Tuy nhiên, khi tỷ lệ cho vay lớn tới giá trị nào đó thì

việc càng dùng vốn vay làm cho sự cạnh tranh của doanh nghiệp về thị phần giảm đi. Việc doanh nghiệp tạo ra nhiều lợi nhuận nhưng không sử dụng lợi nhuận giữ lại để tăng nguồn vốn mà tiếp tục sử dụng vốn vay làm cho chiến lược dài hạn không được thực thi hiệu quả. Tỷ lệ chi trả cổ tức lớn cho các cổ đông mang lại kì vọng ngắn hạn cho cổ đông nhưng về dài hạn việc sử dụng vốn vay nhiều làm cho rủi ro tăng lên khi doanh nghiệp làm ăn không thuận lợi. Khi nguồn vốn chủ sở hữu không sử dụng tốt cho đầu tư bằng nguồn vốn vay cho thấy tham vọng thị trường của doanh nghiệp cũng giảm đi khi đạt tới ngưỡng phát triển mạnh trong thời kì trước mắt.

Yếu tố quy mô có tác động tích cực lên năng lực cạnh tranh HHI (hệ số beta dương và p-value nhỏ hơn 0.05). Có thể thấy việc hiệu quả theo quy mô tồn tại có ý nghĩa trong ngành thép Việt Nam. Việc mở rộng quy mô cho thấy tính khả thi cao trong việc tăng khối lượng tài sản đầu tư. Các doanh nghiệp có những tính toán phù hợp trong quyết định mở rộng quy mô doanh nghiệp giúp cho hiệu quả cũng như tính cạnh tranh thị phần doanh thu cũng tăng lên một cách rõ rệt.



Mô hình 2: Ước lượng tác động của cơ cấu vốn DT lên BI

$$BI_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 DT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GR TA_{it} + \beta_4 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t \quad (4)$$

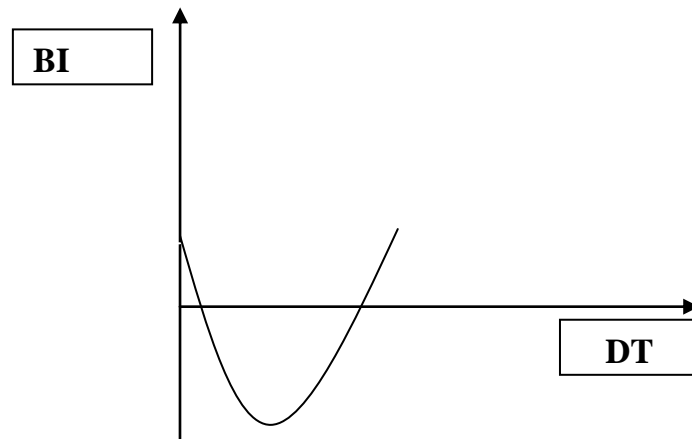
$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_{10} ROA_{it} + \mu_t \quad (4^*)$$

Bảng 2.4. Hồi quy 2SLS cho BI qua DT

BI	Beta	Sai số chuẩn	z	P-value
DT	-8.9846	1.75634	-5.120	0.000
DT ²	0.082367	0.01627	5.060	0.000
SIZE	4.083833	1.300663	3.140	0.002
GRTA	-5.11527	1.585166	-3.230	0.001
UNIQ	12.7244	1.167162	10.900	0.000
CR	-1.21328	0.287967	-4.210	0.000
_cons	152.0979	30.44552	5.000	0.000
DT				
	Beta	Sai số chuẩn	z	P-value
CVA1	2.93172	0.453364	6.470	0.000
CVA2	-0.28912	2.082005	-0.140	0.890
ROA	-0.05199	0.015898	-3.270	0.001
_cons	15.59401	2.203351	7.080	0.000

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

DT có tác động ngược chiều lên BI, tới 1 giá trị cực tiểu thì DT càng tăng sẽ làm cho BI tăng theo dạng hình chữ U. Có thể thấy giá trị doanh nghiệp trên thị trường trong thời gian đầu không được tăng do tăng nguồn vốn vay. Thời điểm ban đầu sử dụng vốn vay làm cho giá trị cạnh tranh trên chi phí cận biên giảm đi. Các nguồn vốn đầu tư cho xây dựng kế hoạch kinh doanh lẫn đầu tư cơ sở vật chất cho hoạt động kinh doanh làm cho chi phí cận biên tăng lên làm cho giảm hệ số cạnh tranh BI của doanh nghiệp. Tuy vậy, sau khi đầu tư bằng nguồn vốn vay một thời gian, khi các hoạt động đi vào ổn định thì việc tăng nguồn vốn vay chủ yếu phục vụ kế hoạch duy trì hoạt động kiểm soát mà không phải chủ yếu là cơ sở vật chất. Điều này làm cho giá trị doanh nghiệp dựa trên chi phí cận biên tăng lên.



Mô hình 3: Ước lượng tác động của cơ cấu vốn DT lên Tobin's Q

$$TOBINQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 DT + \beta_2 LDT_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRTA_{it} + \beta_4 UNIQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \mu_t$$

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_{10} ROA_{it} + \mu_t$$

Bảng 2.5. Hồi quy 2SLS cho Tobin's Q qua DT

TobinQ	Beta	Sai số chuẩn	z	P-value
DT	-0.06914	0.046317	-1.490	0.135
DT ²	0.000637	0.000435	1.460	0.143
SIZE	0.154755	0.027793	5.570	0.000
GRTA	-0.01616	0.017635	-0.920	0.360
UNIQ	-0.00268	0.015932	-0.170	0.867
CR	-0.00836	0.005262	-1.590	0.112
_cons	0.397026	0.795553	0.500	0.618
DT				
	Beta	Sai số chuẩn	z	P-value
CVA1	1.988512	0.394932	5.040	0.000
CVA2	3.243074	1.776048	1.830	0.068
ROA	-0.00222	0.007222	-0.310	0.759
_cons	12.35938	1.983473	6.230	0.000

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

DT không có tác lên Tobin's Q (p-value của DT đều lớn hơn 0.1). Kết quả này chỉ ra giá trị doanh nghiệp so sánh trên thị trường không phụ thuộc vào việc

tăng nguồn vốn vay của doanh nghiệp. Việc tăng nguồn vốn hay tài sản làm cho giá trị sổ sách của doanh nghiệp có thể tăng lên nhưng giá trị thị trường cũng tăng lên ở mức giới hạn mà không có những đột phá trên thị trường. Giá trị thị trường của doanh nghiệp ngành thép không thực sự tăng mạnh khi nguồn vốn vay được sử dụng tăng lên.

Tổng hợp kết quả tác động của yếu tố cạnh tranh lên cấu trúc vốn như sau:

Bảng 2.6. Kết quả nghiên cứu tổng hợp

Các biến độc lập	HHI	BI	TOBINSQ
DT	0.0299* (0.0167)	-8.985*** (1.756)	-0.0691 (0.0463)
DT2	-6.96e-05* (3.85e-05)	0.0824*** (0.0163)	0.000637 (0.000435)
SIZE	0.744*** (0.0983)	4.084*** (1.301)	0.155*** (0.0278)
GRTA	-0.0555* (0.0291)	-5.115*** (1.585)	-0.0162 (0.0176)
UNIQ	-0.0240 (0.0316)	12.72*** (1.167)	-0.00268 (0.0159)
CR	0.00314 (0.00445)	-1.213*** (0.288)	-0.00836 (0.00526)
Constant	-9.873*** (0.887)	152.1*** (30.45)	0.397 (0.796)

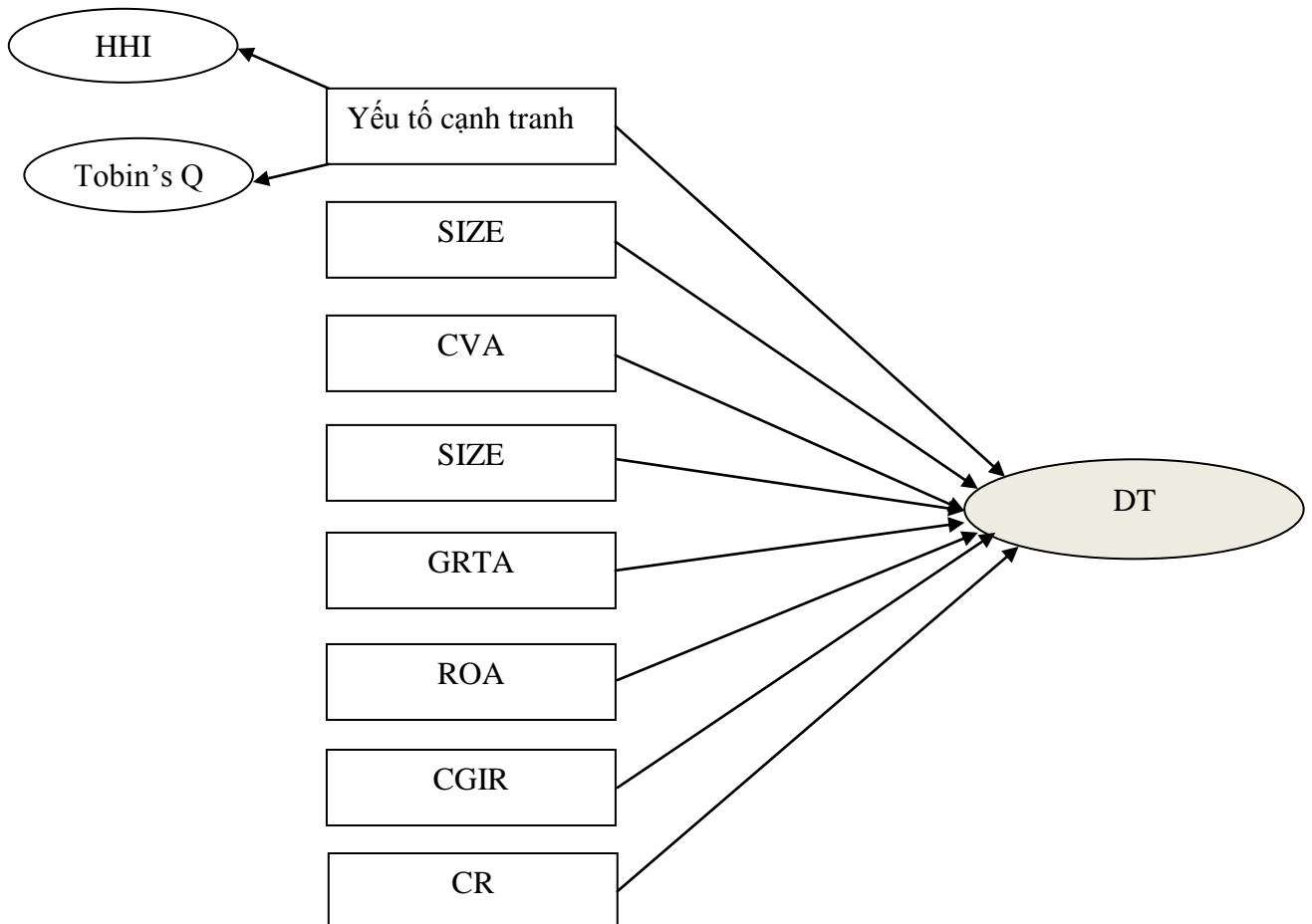
(Nguồn: tác giả tổng hợp)

Kết quả hồi quy 2SLS với dữ liệu bảng cho thấy: DT có tác động tích cực lên HHI, tuy nhiên tới 1 giá trị nào cực đại thì việc tăng DT sẽ làm cho HHI giảm xuống (theo dạng hàm chữ U ngược). DT có tác động ngược chiều lên BI, tới 1 giá trị cực tiểu thì DT càng tăng sẽ làm cho BI tăng theo dạng hình chữ U; còn DT không có tác lên BI (p-value của DT đều lớn hơn 0.1).

2.3.3. Mô hình nghiên cứu đánh giá tác động của cạnh tranh lên cơ cấu vốn

2.3.3.1. Mô hình nghiên cứu

Với việc tham khảo mô hình nghiên cứu của Guney và cộng sự (2013) và mô hình của Moeinaddin và cộng sự (2011) đánh giá về tác động của yếu tố cạnh tranh lên cơ cấu vốn. Tác giả đưa ra mô hình giả thuyết như sau:



Các mô hình được ước lượng chi tiết như sau:

Mô hình 1: Ước lượng tác động của thị phần HHI lên cơ cấu vốn DT

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_1 HMI + \beta_2 HMI_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_6 GRTA_{it} + \beta_7 UNIQ_{it} + \beta_8 CGIR_{it} + \beta_9 CR_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \mu_t$$

Mô hình 2: Ước lượng tác động của Tobin's Q lên cơ cấu vốn

$$DT_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTOBIN_{it} + \beta_2 QTOBIN_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CVA_{1it} + \beta_5 CVA_{2it} + \beta_6 GRTA_{it} + \beta_7 UNIQ_{it} + \beta_8 CGIR_{it} + \beta_9 CR_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \mu_t$$

Trong đó:

<i>Biến phụ thuộc</i>	<i>Mô tả</i>	<i>Kì vọng</i>	<i>Tham khảo</i>
DT_{it}	Cơ cấu vốn		
<i>Biến độc lập</i>			
$QTOBIN_{it}$	Chỉ số Tobin's Q	+/-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
HHI_{it}	Thị phần	+/-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
$SIZE_{it}$	Quy mô doanh nghiệp	+/-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
CVA_{1it}	Tài sản bảo đảm 1	+	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
CVA_{2it}	Tài sản bảo đảm 2	+	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
$GRTA_{it}$	Tốc độ tăng trưởng tài sản	+	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
$UNIQ_{it}$	Đặc điểm của tài sản	-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
$CGIR_{it}$	Khả năng tạo ra các nội lực nội bộ	+/-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
CR_{it}	Khả năng thanh toán hiện thời	-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)
ROA_{it}	Tỷ suất lợi nhuận	+/-	Guney, Y., Li, L., & Fairchald, R. (2011)

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

2.3.3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Ngoài việc đánh giá tác động của yếu tố cạnh tranh đại diện bởi chỉ tiêu Tobin's Q và HHI (thị phần), tác giả đưa thêm các biến kiểm soát dựa trên

ngiên cứu của Guney và cộng sự (2013) và mô hình của Moeinaddin và cộng sự (2011). Các lý thuyết và giả thuyết được tác giả đưa ra như sau:

H1: Chỉ số đánh giá cạnh tranh có tác động ngược chiều hoặc cùng chiều lên cơ cấu vốn

SIZE: Quy mô doanh nghiệp lớn hay việc mở rộng hoạt động luôn cần lượng tiền để đầu tư. Nguồn lực này luôn bắt nguồn từ nội bộ doanh nghiệp và vốn vay bên ngoài. Do đó, việc quy mô doanh nghiệp càng lớn sẽ có xu thế làm tăng vốn vay (Marsh, 1982; Booth et al, 2001). Giả thuyết được phát biểu như sau:

H2: Quy mô doanh nghiệp càng lớn sẽ làm cho cơ cấu vốn tăng lên

CVA: Ban quản trị doanh nghiệp hiểu tình hình nội bộ doanh nghiệp hơn các đơn vị bên ngoài. Do đó, nhà điều hành luôn cân bằng giữa cơ cấu vốn vay với tài sản đảm bảo của doanh nghiệp (Moeinaddin và cộng sự, 2011). Do đó, kế hoạch thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào chiến lược vay vốn dựa đối với tài sản đảm bảo. Tác giả đưa ra giả thuyết:

H3: Tài sản đảm bảo có tác động ngược chiều hoặc cùng chiều lên cơ cấu vốn

GRTA: Trong tình trạng doanh nghiệp đang phát triển, việc mở rộng hoạt động cần nguồn lực tài chính lớn hơn. Do đó, việc tăng cơ cấu vốn là việc làm cần thiết để đạt được mục tiêu này. Dưới áp lực về tài chính, thì tăng trưởng có tác động tiêu cực lên cơ cấu vốn (Fama & French, 1992). Giả thuyết đưa ra như sau:

H4: Tốc độ tăng trưởng tài sản có tác động ngược chiều lên cơ cấu vốn

Các tài sản hay hạng mục đầu tư lớn nhưng doanh thu thấp các doanh nghiệp có xu hướng sử dụng nguồn vốn dữ trữ hơn là đi vay bên ngoài để đầu tư. Giả thuyết tác giả đưa ra như sau:

H5: Đặc điểm của tài sản có thể tác động cùng chiều hoặc ngược chiều lên cơ cấu vốn

Nội lực doanh nghiệp được thể hiện qua dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh. Do đó, việc dòng tiền được tạo ra nhiều sẽ làm cho cơ cấu vốn giảm đi (Jensen, 1986). Tác giả trình bày giả thuyết như sau:

H6: Khả năng tạo ra nội lực có tác động ngược chiều lên cơ cấu vốn

Khả năng thanh toán hiện thời phản ánh khả năng trả nợ ngắn hạn. Việc tăng khả năng thanh toán làm cho khả năng vay vốn trong ngắn hạn tăng lên. Giả thuyết tác giả đưa ra như sau:

H7: Khả năng thanh toán hiện thời có tác động ngược chiều lên cơ cấu vốn

ROA: Việc các doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả, phần lợi nhuận thu được sẽ được trích lập tiếp tục đầu tư và nguồn vay sẽ giảm đi (Moeinaddin và cộng sự, 2011). Các nghiên cứu đều chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa hiệu quả hoạt động ROA lên cơ cấu vốn (Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995). Do đó, giả thuyết tác giả đưa ra như sau:

H8: Tỷ suất lợi nhuận ROA có tác động ngược chiều lên cơ cấu vốn

2.3.3.3. Kết quả phân tích hồi quy

Kết quả nghiên cứu cho thấy mô hình GMM thực hiện nhằm phục vụ khuyết tật trong mô hình fixed effect được lựa chọn ra từ kiểm định Hausman. Ban đầu mô hình GMM vẫn mắc phải kiểm định về Sargan về khắc phục khuyết tật. Tuy nhiên, tác giả đã tiếp tục dùng hiệu chỉnh vce(robust) để khắc phục và yêu cầu với giá trị AR(2) lớn hơn 0.05. Từ đó có thể thấy mô hình GMM đạt độ tin cậy trong việc đánh giá tác động của yếu tố cạnh tranh lên cơ cấu vốn.

Từ bảng kết quả đã chỉ ra Tobin's Q chỉ có tác động tuyến tính và ngược chiều lên cơ cấu vốn (p-value nhỏ hơn 0.05 và hệ số beta âm). Đồng thời, tác giả phát hiện ra không tồn tại mối quan hệ phi tuyến (bậc 2) tác động của Tobin's Q lên cơ cấu vốn (p-value của Tobin's Q2 lớn hơn 0.05). Yếu tố thị phần HHI không có tác động tuyến tính lên cơ cấu vốn nhưng có tác động hàm bậc 2 tới cơ cấu vốn (p-value của HHI2 nhỏ hơn 0.05 và hệ số beta âm).

Ngoài biến về cạnh tranh, tác giả có tìm ra yếu tố quy mô (SIZE) có tác động cùng chiều lên cơ cấu vốn (hệ số beta dương và p-value nhỏ hơn 0.05). Bên cạnh đó, yếu tố đặc điểm tài sản UNIQ và khả năng thanh toán hiện thời (CR) có tác động ngược chiều lên cơ cấu vốn (p-value nhỏ hơn 0.05 và hệ số beta âm). Các biến còn lại trong mô hình đều không có tác động lên cơ cấu vốn (p-value lớn hơn 0.05).

Kết quả ước lượng tác động của yếu tố cạnh tranh (Tobin's Q và thị phần HHI lên cơ cấu vốn DT) được thể hiện trong bảng 2.6:

Bảng 2.7. Kết quả phân tích hồi quy

VARIABLES	(1)			(2)		
	Fixed effect	Random effect	GMM	Fixed effect	Random effect	GMM
HHI	-10.51 (285.4)	-15.99 (294.3)	113.4 (192.5)			
HHI2	-10,152 (7,903)	-13,137 (8,210)	-10,378** (5,001)			
SIZE	11.30*** (2.722)	6.184*** (1.486)	20.32*** (5.356)	16.86*** (2.388)	8.379*** (1.244)	18.90*** (5.724)
CVA1	0.00274 (0.0519)	-0.0291 (0.0506)	0.0152 (0.0677)	-0.0525 (0.0450)	-0.0509 (0.0441)	0.0133 (0.0661)
CVA2	0.370 (0.343)	0.524* (0.311)	-0.382 (0.683)	0.0717 (0.293)	0.292 (0.264)	-0.493 (0.562)
UNIQ	-89.05*** (27.39)	-137.5*** (26.89)	-195.5*** (22.80)	-151.8*** (53.47)	-194.0*** (49.29)	-181.0*** (52.96)
CGIR	-0.0863 (0.0714)	-0.112 (0.0754)	0.0202 (0.0477)	-0.118* (0.0618)	-0.142** (0.0642)	0.000739 (0.0454)
CRt	-6.010*** (2.163)	-7.745*** (2.069)	-9.276*** (2.002)	-7.085*** (1.979)	-9.360*** (1.886)	-11.31*** (2.365)
ROA	-0.0303	-0.587***	0.197	0.410*	-0.358**	0.430

VARIABLES	(1)			(2)		
	Fixed effect	Random effect	GMM	Fixed effect	Random effect	GMM
	(0.283)	(0.201)	(0.846)	(0.239)	(0.173)	(0.634)
GRTA	0.0217	0.0216	0.00436	0.0327	0.0387*	0.0447
	(0.0228)	(0.0239)	(0.0365)	(0.0201)	(0.0206)	(0.0514)
TOBINSQ				-0.0309	-0.0477*	-0.0535**
				(0.0249)	(0.0250)	(0.0260)
TOBINSQ2				0.000136	0.000185*	0.000116
				(0.000100)	(0.000101)	(0.000119)
Constant	-120.3***	-60.32*	-178.2***	-168.2***	-68.85**	-151.7**
	(42.77)	(35.62)	(54.38)	(36.11)	(29.12)	(64.79)
Hausman		0.0012			0.0039	
R-squared	0.286			0.405		
Sargan		Robust			Robust	
AR(1)		0.8652			0.4105	
AR(2)		0.5991			0.2040	

Standard errors in parentheses ***

p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

(Nguồn: tác giả tổng hợp)

Yếu tố cạnh tranh thể hiện qua Tobin's Q có tác động ngược chiều và tuyến tính lên cơ cấu vốn cho thấy: giá trị cổ phiếu hay số lượng cổ phiếu doanh nghiệp tăng lên sẽ đã làm giảm tỷ lệ nợ của doanh nghiệp xuống. Doanh nghiệp hoạt động hiệu quả làm cho giá cổ phiếu cũng tăng lên, điều này đem lại nhiều lợi nhuận cho doanh nghiệp hơn. Từ đó việc sử dụng mở rộng hoạt động kinh doanh hoàn toàn chủ yếu dựa trên lượng tiền dự trữ có được từ lợi nhuận thu về, lượng vốn vay bên ngoài đã được hạn chế hơn. Ngược lại khi doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả làm cho giá cổ phiếu giảm cũng như số lượng cổ phiếu giao dịch cũng giảm đi. Điều này làm cho tình hình hoạt động kinh doanh không những cần vốn vay để duy trì hoạt động mà cần tăng cơ cấu vốn nhằm phát triển hoạt động doanh nghiệp.

Yếu tố thị phần doanh nghiệp có tác động hàm bậc hai và ngược chiều lên cơ cấu vốn cho thấy HHI có ảnh hưởng mạnh tới cơ cấu vốn. Khi HHI tăng sẽ làm cho cơ cấu vốn danh nghiệp giảm mạnh hơn so với tác động của Tobin's Q. Thị phần của doanh nghiệp mở rộng hơn, thị trường của doanh nghiệp lớn hơn, các doanh nghiệp thép có xu thế dùng ít vốn vay hơn. (về ý nghĩa gần giống với lập luận cho Tobin's Q). Kết quả nghiên cứu của tác giả phù hợp với các nghiên cứu khác (Barclay & Smith, 1996; Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995) đều chỉ ra tác động ngược chiều của yếu tố cạnh tranh tới cơ cấu vốn.

Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều lên cơ cấu vốn, điều này có thể thấy các doanh nghiệp có xu thế mở rộng quy mô doanh nghiệp cũng huy động nguồn vốn vay bên ngoài nhiều hơn là việc sử dụng nguồn vốn dự trữ trong doanh nghiệp. Yếu tố khả năng thanh toán hiện thời có tác động ngược chiều tới cơ cấu vốn cho thấy các doanh nghiệp ngành thép có khả năng thanh khoản cao thì tỷ lệ nợ sẽ xu thế giảm đi. Điều này có nghĩa các doanh nghiệp có xu thế sử dụng ít vốn vay nhưng vấn đề dự trữ chưa dồi dào nên việc vay tín dụng vẫn phổ biến đối với ngành thép. Tiếp theo, đặc điểm tài sản cũng tác động ngược chiều lên cơ cấu vốn cho thấy các hạng mục đem lại doanh thu không cao nhưng lại mất chi phí hoạt động lớn sẽ làm tăng tỷ lệ nợ cho doanh nghiệp. Các hạng mục đó gắn với hoạt động chung của doanh nghiệp, nên sử dụng nguồn vốn vay tín dụng sẽ không mang lại hiệu quả. Các doanh nghiệp có các sản phẩm đặc trưng này (hạng mục cần thiết trong hoạt động của doanh nghiệp nhưng giá trị mang lại thấp hơn so với doanh thu có được từ đầu tư này) có xu hướng dùng tài sản dự trữ để duy trì hoạt động hơn là việc đi vay tín dụng bên ngoài.

Chương 3

GIẢI PHÁP XÂY DỰNG CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU NHẪM NÂNG CAO MỨC ĐỘ CẠNH TRANH CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THÉP VIỆT NAM

3.1. Định hướng phát triển các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam

Theo dự báo của VSA, năm 2018 ngành thép Việt Nam sẽ vẫn tiếp tục tăng trưởng nhưng tốc độ tăng trưởng không cao bằng năm 2017. Dự báo toàn ngành năm 2018 tăng trưởng khoảng 12% so với 2017.

Trong đó:

Thép xây dựng: 11%

Thép cán nguội: 13%

Thép ống hàn: 15%

Tôn mạ phủ màu: 12%

Tính đến hết tháng 30/4/2018, Việt Nam xuất khẩu thép thành phẩm đạt gần 1,91 triệu tấn, với kim ngạch xuất khẩu đạt hơn 1,4 tỷ USD, tăng 43% về lượng và tăng 61% về giá trị. Theo đó, ASEAN vẫn là thị trường xuất khẩu chính, với lượng xuất khẩu gần 1,1 triệu tấn thép, chiếm tới hơn 57% tổng lượng thép thành phẩm xuất khẩu. Tiếp đến là các thị trường Hoa Kỳ (15,2%), EU (10%), Hàn Quốc (4,1%), Đài Loan-Trung Quốc (3,3%).

Như vậy, ít nhất trong 2018 sản lượng sản xuất cũng như nhu cầu của ngành thép Việt Nam vẫn tiếp tục tăng. Đây là cơ hội để các doanh nghiệp thép Việt Nam tiếp tục tăng sản lượng sản xuất và tìm kiếm thị trường.

Trong giai đoạn 5 năm tới, với sự lạc quan về triển vọng phát triển của ngành thép Việt Nam, các dự án đang được triển khai sẽ đi vào vận hành, các kế hoạch nâng công suất của các nhà máy hiện có cũng đang được thực hiện nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường. Ngoài ra, ngành thép vẫn tiếp tục thu hút được các nhà đầu tư nghiên cứu và đầu tư mới vào lĩnh vực này.

Giai đoạn 10 năm tới, theo VSA, tổng công suất của các dự án dự kiến sản xuất gang, sắt xộp, thép đến năm 2025, định hướng đến năm 2035 sẽ có sự tăng trưởng đáng kể:

Bảng 3.1. Dự báo phát triển ngành thép tới 2030

Công suất thiết kế (triệu/năm)		2020	2025	2030
Công nghệ	Công nghệ lò cao/sắt xộp	21	46	55
	Công nghệ lò điện	11.2	11.2	11.2
Chủng loại thép thô	Phôi vuông	21.8	29.3	31.3
	Phôi dẹt	10.5	28	35
Tổng công suất phôi		32.3	57.3	66.3

(Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, 2018)

Có thể thấy được khả năng phát triển trong thời gian dài hạn 20 năm tới sẽ tập trung cho các dự án đầu tư công nghệ lò cao/sắt xộp (năm 2020 chiếm tỷ lệ 65%, 2025 chiếm 80% và 2035 lên 83%), đồng thời sản lượng của các dự án về sản xuất phôi dẹt cũng sẽ tăng đầu tư hơn so với phôi vuông (tỷ lệ phôi dẹt 3 giai đoạn tương ứng 32%, 49%, 53%)

Trong khi đó, dự báo nhu cầu thép thô để sản xuất các sản phẩm thép (gồm thép thanh, cuộn, hình, cuộn cán nóng, cuộn cán nguội, thép ống) trong nước đến năm 2025, có xét đến năm 2035 cũng tăng qua các năm như sau:

Bảng 3.2. Chỉ tiêu tiêu thụ thép

Chỉ tiêu	2020	2025	2030
Bình quân tiêu thụ thép/người (kg)	285	380	455
Tổng nhu cầu tiêu thụ thép trong nước (triệu tấn)	27	37.2	46

(Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, 2018)

Như vậy, công suất thép thô dự kiến đến 2020 tiếp tục vượt nhiều so với nhu cầu tiêu thụ thép trong nước, do đó sự cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất thép vẫn tiếp tục được duy trì. Vì vậy, để có thể tiếp tục tồn tại và phát triển, ngành thép Việt Nam có xu hướng:

Đầu tư chuyên sâu tạo ra những liên hợp thép quy mô lớn có tính cạnh tranh cao.

Tập trung công nghệ đi từ sản xuất thượng nguồn và phiôi dẹt, sản phẩm chất lượng cao, đa dạng hoá sản phẩm để đáp ứng nhu cầu trong nước và xuất khẩu.

Đối với các nhà máy nhỏ lẻ hiện tại: Các đơn vị sản xuất nhỏ lẻ lạc hậu sẽ bị giải thể do thiếu tính cạnh tranh, nhiều doanh nghiệp sẽ phải tính đến bài toán sáp nhập để tăng tính cạnh tranh.

Với sự phát triển không ngừng của ngành thép Việt Nam trong những năm qua cũng như xu hướng trong thời gian tới, các doanh nghiệp ngành thép cần cố gắng tận dụng các cơ hội cũng như hạn chế tối đa những thách thức để đạt được kế hoạch phát triển của mình.

Trong dự thảo quy hoạch, Bộ Công Thương ưu tiên phát triển sản xuất thép tập trung ở vùng ven biển, nơi có nhiều cảng nước sâu, quỹ đất còn nhiều và không ảnh hưởng đến an ninh lương thực; Ưu tiên phát triển sản xuất thép tại vùng miền núi, nơi có các mỏ sắt trữ lượng đủ lớn để đầu tư nhà máy sản xuất thép khép kín với công nghệ tiên tiến và quy mô thích hợp. Đồng thời, hạn chế phát triển sản xuất thép tại khu vực đồng bằng, nơi đông dân cư và quỹ đất dành cho an ninh lương thực.

Dự thảo cũng quy định các dự án thép phải áp dụng công nghệ tiên tiến, hiện đại với suất tiêu hao nguyên liệu, điện năng thấp, đảm bảo các yêu cầu về phát thải, thân thiện với môi trường, lắp đặt hệ thống quan trắc tự động đối với khí thải. Các dự án cần xây dựng và ban hành tiêu chuẩn, quy chuẩn về công nghệ, thiết bị, suất tiêu hao năng lượng cho sản xuất gang, thép...

Quy hoạch phát triển ngành thép Việt Nam yêu cầu đặc biệt hạn chế, giảm thiểu mức độ ô nhiễm môi trường. Các dự án đầu tư mới phải trang bị công nghệ tiên tiến để kiểm soát ô nhiễm và xử lý chất thải đạt tiêu chuẩn môi trường; Kiểm soát chặt chẽ khí thải, nước thải, bụi... tại các cơ sở sản xuất gang, thép, giám định việc nhập khẩu thiết bị luyện kim đã qua sử dụng...

Bộ Công Thương cùng các bộ ngành liên quan xây dựng và ban hành tiêu chuẩn về môi trường đối với ngành thép, nâng cao năng lực và hiệu quả của các hoạt động quản lý chất phế thải; nghiên cứu và áp dụng công nghệ tái chế các chất phế thải rắn, bụi nặng, khí thải được thải ra trong quá trình sản xuất gang, thép.

Định hướng phát triển về sản xuất gang và sắt xộp, phôi thép:

- Đầu tư xây dựng các khu liên hợp luyện thép khép kín bằng nguồn quặng sắt trong nước và nhập khẩu.

- Cải tạo, nâng cấp lò điện hiện có để tận dụng nguồn nguyên liệu sẵn có trong nước.

Định hướng về chủng loại sản phẩm

- Cân đối giữa phôi vuông và phôi dẹt để sản xuất các loại thép trong nước (trừ thép hợp kim)

Định hướng về công nghệ và thiết bị

- Sử dụng công nghệ hiện đại, tiết kiệm năng lượng hiệu quả và thân thiện môi trường.

Định hướng về phát triển theo vùng lãnh thổ

- Ưu tiên phát triển sản xuất thép tập trung ở vùng ven biển, nơi có nhiều cảng nước sâu, quỹ đất còn nhiều và không ảnh hưởng đến môi trường.

- Ưu tiên phát triển sản xuất phôi thép chất lượng cao ở quy mô nhỏ phù hợp với nguồn quặng sắt phân tán nhỏ lẻ tại khu vực miền núi.

3.2. Giải pháp lựa chọn cơ cấu vốn nhằm nâng cao mức độ cạnh tranh các doanh nghiệp ngành thép Việt Nam

*** Về phía các doanh nghiệp**

Từ kết quả yếu tố về cấu trúc vốn DT có tác động lên HHI theo dạng hàm chữ U cho thấy: Việc huy động vốn vay để đầu tư tăng thêm đã làm cho thị phần của công ty cũng giảm đi. Tuy nhiên, tới giá trị nhất định thì việc tăng tỷ lệ nợ lại thúc đẩy thị phần doanh nghiệp tăng theo. Kết quả của tác giả tương đồng với nghiên cứu của khác (Park & Jang, 2013; Ross, 1977). Nguyên nhân dẫn tới hiệu

ứng này do việc đầu tư liên tục và quá nhiều từ vốn vay bên ngoài trong ngắn hạn chưa cho thấy doanh nghiệp hoạt động chưa hiệu quả. Với đặc thù ngành thép là ngành công nghiệp nặng, do vậy lượng vốn đầu tư cần lớn và liên tục trong dài hạn. Vì thế, tới một giới hạn nhất định việc đầu tư này bắt đầu sinh lời và đem lại khả năng cạnh tranh cho doanh nghiệp (thị phần tăng lên). Do đó, chiến lược sử dụng vốn dài hạn thực sự cần thiết trong việc đem lại mức cạnh tranh bền vững. Để có thể duy trì các nguồn vốn dài hạn, các doanh nghiệp ngành thép cũng cần có sự hỗ trợ của các tổ chức tài chính như ngân hàng về vốn, lãi suất. Đồng thời chiến lược dài hạn cho cấu trúc vốn cũng cần có sự hỗ trợ từ liên hiệp hội ngành thép để có thể hỗ trợ giống như vai trò của ngân hàng nhà nước với ngân hàng thương mại khi có nhu cầu về vốn.

Quy mô có tác động tích cực lên yếu tố cạnh tranh: Việc mở rộng quy mô sẽ giúp tăng thị phần có xu hướng làm tăng mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp cả về thị phần. Kết quả này giống với nghiên cứu của Park & Jang (2013). Không giống như đối với cấu trúc vốn. Đồng thời việc mở rộng quy mô các doanh nghiệp ngành thép đem lại hiệu quả cao dẫn tới thị phần được mở rộng. Với tính chất hiệu quả tăng theo quy mô có thể thấy các doanh nghiệp tính toán kĩ với các phương án mở rộng quy mô. Các tài sản được sử dụng hiệu quả, do vậy các doanh nghiệp ngành thép nên mạnh dạn đề xuất và thực hiện các chiến lược kinh doanh mới qua việc mở rộng quy mô doanh nghiệp.

Những phát hiện của nghiên cứu này đã đưa hai hàm ý về mặt chính sách như sau: Thứ nhất việc đầu tư hay đi vay thêm vốn là cần thiết nhằm tăng mức độ cạnh tranh của doanh nghiệp. Việc cân đối cơ cấu vốn cần được theo dõi và hiệu chỉnh phù hợp. Ban đầu vốn vay chưa làm cho thị phần doanh nghiệp tăng ngay. Tuy nhiên, tới thời điểm thị phần tăng thì việc tiếp tục đầu tư thêm vốn nhiều hơn sẽ làm tăng khả năng cạnh tranh tốt hơn cho công ty ngành thép. Thứ hai, các doanh nghiệp ngành thép tích cực mở rộng quy mô của mình nhằm đem lại lợi thế cạnh tranh về mặt thị phần.

Từ kết quả nghiên cứu cho thấy khi doanh nghiệp ngành thép có khả năng cạnh tranh tăng lên với hai chỉ tiêu Tobin's Q và HHI, các doanh nghiệp có xu hướng giảm cơ cấu vốn (giảm tỷ lệ vốn vay tín dụng bên ngoài). Do đó, với việc hiệu chỉnh đòn bẩy tài chính sẽ căn cứ vào tình hình cạnh tranh của doanh nghiệp. Các quyết định vay vốn tín dụng hay sử dụng vốn dự trữ trong doanh nghiệp sẽ trở lên đơn giản hơn từ hai yếu tố Tobin's Q và HHI. Trong trường hợp tính cạnh tranh đang có xu thế giảm, doanh nghiệp cần có động thái tăng cơ cấu vốn nhằm tiếp tục thúc đẩy hoạt động theo kế hoạch của doanh nghiệp.

Bên cạnh các chính sách từ phía doanh nghiệp, các tổ chức tín dụng cũng có thể theo dõi tình hình hoạt động dựa trên thị phần HHI và Tobin's Q nhằm đưa ra các chính sách cho vay hợp lý đối với các doanh nghiệp đang vay vốn của tổ chức mình. Đồng thời đưa ra quyết định về tín dụng cho vay đối với doanh nghiệp có nhu cầu vay mới. Khi HHI cũng như Tobin's Q có dấu hiệu tăng lên, tổ chức tín dụng nên có chính sách giảm tín dụng với doanh nghiệp và ngược lại nhằm đảm bảo hoạt động tín dụng của tổ chức. Ngoài ra việc kiểm soát tín dụng đối với doanh nghiệp dựa trên yếu tố cạnh tranh cũng theo dõi luôn được các hoạt động bất thường của doanh nghiệp: khi doanh nghiệp hoạt động tốt nhưng tỷ lệ nợ vẫn tăng.

Về mặt tổng thể, các doanh nghiệp thép đa dạng hóa trị trường xuất khẩu vì chỉ cần 1 lệnh áp thuế chống bán phá giá là các doanh nghiệp lao đao. Hợp nhất các doanh nghiệp nhỏ thành tập đoàn lớn, tạo thành tổ hợp thép lớn nhất Đông Nam Á, tạo nên sức mạnh tài chính góp phần hoàn thiện chuỗi giá trị thép Việt Nam. Nhờ sự phát triển của cơ sở hạ tầng và sự phát triển mạnh mẽ của thị trường bất động sản, cần đa dạng hóa sản phẩm, mở rộng hệ thống phân phối bán lẻ trên toàn thế giới. Khi thuế tự vệ hết hiệu lực, ngành thép Việt Nam có khả năng đương đầu với thép Trung Quốc hay không còn phụ thuộc vào chính sách đầu tư phát triển của Doanh Nghiệp nhằm gia tăng sức mạnh cạnh tranh.

*** Về phía nhà nước: các giải pháp về vốn đầu tư và nâng cao năng lực cạnh tranh**

Các giải pháp về đầu tư

- Cần có sự thống nhất trong quản lý vốn đầu tư cho ngành thép theo quy định của pháp luật do sản xuất thép không thuộc lĩnh vực đầu tư có điều kiện.

- Xây dựng chính sách thu hút vốn đầu tư từ các thành phần kinh tế để phát triển sản xuất và phân phối thép. Sử dụng vốn ngân sách đầu tư cơ sở hạ tầng ngoài hàng rào khu vực của dự án có quy mô lớn và các trung tâm phân phối. Có chính sách ưu đãi đối với dự án Nhà máy thép liên hợp. Ưu tiên đầu tư các dự án sản xuất gang, phôi thép, thép tấm cán nóng, thép hợp kim, thép chất lượng cao, thép hình cỡ lớn, thép không gỉ hiện nay trong nước sản xuất chưa đáp ứng đủ hoặc chưa sản xuất được.

Giải pháp bảo đảm nguồn nguyên liệu, năng lượng

- Xác định trữ lượng và đảm bảo độ tin cậy đối với nguồn nguyên liệu quặng sắt, than cốc, thép phế đủ cho các dự án sản xuất gang, phôi thép theo từng địa bàn nhằm đảm bảo hiệu quả kinh tế của dự án một cách ổn định, lâu dài

- Xây dựng chiến lược nhằm đảm bảo việc cung cấp thép phế ổn định cho nhu cầu sản xuất trong nước và nhập khẩu theo đúng các quy định và đảm bảo môi trường.

- Xây dựng chiến lược cho các sản phẩm, dịch vụ phụ trợ cho ngành thép trong đó điện thụ nhiều nhất do các dự án sản xuất thép là bằng lò điện

Giải pháp xuất, nhập khẩu, phát triển thị trường

* Đối với thị trường trong nước

- Bảo vệ thị trường thép trong nước bằng các hàng rào kỹ thuật, và tiêu chuẩn chất lượng, kiểm soát chặt chẽ và có chế tài xử lý đối với sản phẩm kém chất lượng hoặc không phù hợp xuất xứ hàng hóa được quy định trong các cam kết quốc tế mà Việt Nam tham gia.

- Điều chỉnh chính sách thuế xuất, nhập khẩu thép, hoàn thiện chính sách về đầu tư, quản lý thị trường mặt hàng thép

- Tạo sự liên kết chặt chẽ, cộng đồng trách nhiệm giữa nhà sản xuất với nhà kinh doanh; nghiên cứu và hoàn thiện mạng lưới phân phối sản phẩm thép.

- Từng bước thiết lập hệ thống phân phối thép hiện đại, tạo lập thị trường công khai, minh bạch, giảm chi phí trung gian, góp phần bình ổn thị trường thép nội địa. Tích cực kiểm tra việc thực hiện Pháp lệnh giá; chống hàng nhập lậu, hàng giả, hàng kém chất lượng để bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng và bảo vệ các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh thép trong nước.

* Đối với thị trường nước ngoài

- Nâng cao khả năng cạnh tranh về giá, chất lượng của các sản phẩm thép. Đổi mới phương pháp tiếp cận thị trường nước ngoài. Khuyến khích các doanh nghiệp mở văn phòng đại diện ở nước ngoài để quảng bá, giới thiệu thương hiệu và cung cấp thông tin về nhu cầu sản xuất, tiêu thụ thép của Việt Nam, đặc biệt đối với các nước trong khu vực.

- Phát triển một số sản phẩm có lợi thế so sánh để xuất khẩu như: tôn mạ màu, mạ kẽm, thép ống, thép hình các loại, gang đúc v.v...

* ***Giải pháp gắn kết giữa hệ thống sản xuất và hệ thống phân phối thép***

Khuyến khích các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh lớn đầu tư xây dựng các trung tâm phân phối thép tại các vùng; tạo điều kiện để các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh được thuê mặt bằng, kho bãi, dịch vụ logistic nhằm tạo thuận lợi cho việc cung ứng sản phẩm. Các doanh nghiệp sản xuất thép củng cố hệ thống phân phối thông qua việc ký hợp đồng với các doanh nghiệp phân phối thép hoặc mở các đại lý, chi nhánh tại các trung tâm phân phối vùng hay trực tiếp tham gia Sở giao dịch thép.

- Các địa phương quy hoạch và dành quỹ đất thích hợp để xây dựng các trung tâm phân phối vùng. Địa phương hỗ trợ, xây dựng cơ sở hạ tầng ngoài hàng rào các trung tâm phân phối vùng.

- Xây dựng mối liên kết dọc từ sản xuất - lưu thông - tiêu dùng sản phẩm thép. Có cơ chế ràng buộc trách nhiệm trong các khâu, từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm. Xây dựng các doanh nghiệp kinh doanh chuyên ngành, thương mại đa

ngành, chuyên bán buôn với hệ thống kho hàng, trung tâm phân phối theo phương pháp hiện đại, cung cấp cho hệ thống bán lẻ.

- Xây dựng hệ thống trung tâm phân phối, dịch vụ tại các đô thị lớn, đảm bảo tính đồng bộ cao (kho bãi, vận tải, dịch vụ gia công theo yêu cầu...). Bố trí lại các cơ sở hiện có phù hợp với từng địa phương, nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc lưu thông phân phối.

- Xây dựng các trung tâm phân phối và dịch vụ hậu cần ngành Thép phù hợp với quy hoạch xây dựng và phát triển đô thị, quy hoạch phát triển giao thông vận tải, đất đai, quy hoạch phát triển kinh tế xã hội tại các tỉnh, thành phố, các vùng kinh tế trong cả nước. Quản lý, sử dụng hiệu quả cơ sở vật chất hiện có của ngành, kết hợp với việc cải tạo nâng cấp và xây dựng mới, phát huy tối đa hiệu quả đầu tư, kinh doanh, bảo vệ môi trường sinh thái.

*** Giải pháp đào tạo, phát triển nguồn nhân lực**

- Đẩy mạnh việc đào tạo nguồn nhân lực cho ngành Thép, đặc biệt là đội ngũ kỹ thuật viên có trình độ và tay nghề cao. Tăng cường cơ sở vật chất, kỹ thuật, cải tiến chương trình đào tạo nhằm nâng cao chất lượng đào tạo.

- Gắn đào tạo với sản xuất, đẩy mạnh quan hệ hợp tác giữa nhà trường với các cơ sở sản xuất gang, thép và các viện nghiên cứu.

*** Giải pháp về công nghệ**

áp dụng công nghệ tiên tiến, hiện đại với suất tiêu hao nguyên liệu, điện năng thấp, đảm bảo các yêu cầu về phát thải, thân thiện với môi trường, lắp đặt hệ thống quan trắc tự động đối với khí thải.

- Quy mô công suất thiết bị luyện kim phải đảm bảo các yêu cầu sau:

+ Công nghệ lò cao: Đối với khu vực không có nguồn quặng sắt tập trung, yêu cầu dung tích lò cao tối thiểu 500 m³ (không kể các lò cao chuyên dùng sản xuất gang đúc phục vụ ngành cơ khí); đối với khu vực có nguồn quặng sắt tập trung, yêu cầu dung tích lò cao tối thiểu 700 m³; đối với các dự án sử dụng quặng sắt nhập khẩu, bố trí tại khu vực ven biển, yêu cầu dung tích lò cao tối thiểu 1000 m³;

- + Công nghệ lò điện hồ quang: công suất tối thiểu 70 tấn/mẻ;
- + Công nghệ lò thổi ôxy: công suất tối thiểu 50 tấn/mẻ;
- + Dây chuyền cán thép: công suất tối thiểu 500.000 tấn/năm.

- Tăng cường đầu tư dự án sản xuất gang, sắt xộp theo công nghệ luyện kim phi cốc. Từng bước nâng cấp, thay thế các nhà máy sản xuất nhỏ, công nghệ lạc hậu.

Đến năm 2020, cơ bản loại bỏ các nhà máy sản xuất gang, phôi thép, dây chuyền cán thép có công suất nhỏ (trừ lò cao sản xuất gang đúc phục vụ ngành cơ khí, lò chuyên dùng đúc chi tiết cơ khí, dây chuyền cán thép không gỉ và thép chất lượng cao). Không cấp phép đầu tư cho các dự án mới có công nghệ lạc hậu, ô nhiễm môi trường, tiêu hao nhiều năng lượng. Các dự án đầu tư phải tuân thủ theo Quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về công nghệ, thiết bị sản xuất gang, thép do Bộ Công Thương quy định.

*** Giải pháp bảo vệ môi trường**

- Kiểm soát chặt chẽ việc thực hiện xử lý chất thải đạt tiêu chuẩn môi trường, các dự án mới phải trang bị công nghệ tiên tiến để kiểm soát ô nhiễm và giảm thiểu mức độ ô nhiễm môi trường.

- Kiểm soát chặt chẽ khí thải, nước thải, bụi v.v... tại các cơ sở sản xuất gang, thép. Giám định việc nhập khẩu thiết bị luyện kim đã qua sử dụng;

- Xây dựng và ban hành tiêu chuẩn về môi trường đối với ngành thép, nâng cao năng lực và hiệu quả của các hoạt động quản lý chất phế thải; nghiên cứu và áp dụng công nghệ tái chế các chất phế thải rắn, bụi nặng, khí thải v.v.. được thải ra trong quá trình sản xuất gang, thép;

- Tăng cường quản lý và thể chế hóa pháp luật về bảo vệ môi trường. Kịp thời xử lý các hành vi vi phạm về môi trường. Khuyến khích các doanh nghiệp áp dụng công nghệ sản xuất sạch hơn để tiết kiệm năng lượng, bảo vệ môi trường.

*** Giải pháp về quản lý**

- Quản lý chặt chẽ các dự án đầu tư sản xuất gang thép theo quy định của pháp luật, xây dựng phương thức phân phối thép minh bạch nhằm ổn định thị trường thép.

- Hoàn thiện hệ thống chính sách thuế xuất khẩu, nhập khẩu các sản phẩm thép. Nghiên cứu, ban hành Quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về công nghệ, thiết bị sản xuất gang, thép;

- Xử lý nghiêm các doanh nghiệp không thực hiện đúng các quy định về sản xuất, kinh doanh và mua bán mặt hàng thép, chống đầu cơ, tích trữ, hàng giả, hàng nhái kém chất lượng,...

3.3. Đóng góp của đề tài

Về mặt khoa học, nghiên cứu của tác giả sẽ làm tài liệu tham khảo cho các nghiên cứu về sau liên quan tới cấu trúc vốn và yếu tố cạnh tranh trong các doanh nghiệp. Mô hình nghiên cứu cũng như kết quả nghiên cứu sẽ đóng góp và nền tảng tri thức cho khoa học. Giúp các nhà nghiên cứu sau có các định hướng phù hợp và nền tảng lý thuyết vững chắc cho nghiên cứu của mình. Mặc dù đề tài thực hiện cho các doanh nghiệp niêm yết nhưng với các đề tài nghiên cứu khác cho các doanh nghiệp nói chung đều có thể coi đây là tài liệu tham khảo hữu ích.

Về mặt thực tiễn, kết quả nghiên cứu này sẽ giúp các doanh nghiệp niêm yết có thể sử dụng nhằm có chiến lược hợp lý trong việc sử dụng nguồn vốn vay để tăng cạnh tranh cho công ty của mình. Những chính sách tổng quát đi từ kết quả nghiên cứu đã được tác giả khuyến nghị ở phần trên.

3.4. Hạn chế của đề tài và các hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu thực hiện cho các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn từ 2009 đến 2015. Thời điểm tác giả thực hiện nghiên cứu là đầu năm 2016 nên dữ liệu chỉ có thể thu thập tới hết năm 2015. Do vậy, việc liên tục cập nhật dữ liệu mới nhất (lấy thêm dữ liệu 2016) và thực hiện tính toán, chạy lại mô hình là điều sẽ gặp khó khăn vì nguồn, thời gian tính toán và chạy lại số liệu. Đồng thời, trong nghiên cứu khoa học khi thực hiện một đề tài nghiên cứu. Các tác giả thường sử dụng dữ liệu có thể thu thập tốt nhất tới thời điểm thực hiện nghiên cứu. Việc thu thập thêm dữ liệu theo suốt thời gian nghiên cứu gần như không được các nhà nghiên cứu thực hiện.

Vì nguồn dữ liệu cho nghiên cứu này tới hết năm 2015 nên tác giả cũng đề xuất các nghiên cứu sau khi thực hiện đề tài liên quan tới cấu trúc vốn và cạnh tranh các doanh nghiệp niêm yết có thể thu thập dữ liệu tới hết năm 2016 để xem xét có khác biệt hay không với nghiên cứu tới hết 2015 của tác giả.

KẾT LUẬN

Qua việc tổng hợp thông tin cũng như phân tích dữ liệu thu thập từ các doanh nghiệp ngành thép. Kết quả chỉ ra rằng đa số các doanh nghiệp sử dụng vốn vay ở mức 60%. Trong đó tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm đa số với 78%, tỷ lệ nợ dài hạn chiếm hơn 20%. Đồng thời qua phân tích hồi quy, kết quả chỉ ra tỷ lệ nợ có tác động lên cạnh tranh thị phần HHI theo hàm chữ U ngược. Do vậy, sử dụng nợ vay trong thời gian đầu có ý nghĩa quan trọng trong việc làm tăng doanh thu của doanh nghiệp giúp tăng cạnh tranh về thị phần. Tuy nhiên, sau đó việc tăng nguồn vốn vay nợ làm cho doanh số không tăng lên mà còn suy giảm đi. Có thể thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn làm cho chiến lược dài hạn của doanh nghiệp gặp các khó khăn nhất định trong việc tiếp tục sử dụng vốn vay để tăng doanh thu.

DT có tác động ngược chiều lên BI, tới 1 giá trị cực tiểu thì DT càng tăng sẽ làm cho BI tăng theo dạng hình chữ U. Điều này chỉ ra thực tế các doanh nghiệp ngành thép sử dụng vốn cho đầu tư cơ sở vật chất trong thời gian đầu chưa mang lại nhiều giá trị với chi phí cận biên chưa hiệu quả. Tuy nhiên, tới giai đoạn vận hành và kiểm soát hoạt động thì việc sử dụng vốn vay lại làm cho sức cạnh tranh của doanh nghiệp thông qua chi phí cận biên tăng lên. DT không có tác lên Tobin's Q (p-value của DT đều lớn hơn 0.1). Kết quả này chỉ ra giá trị doanh nghiệp so sánh trên thị trường không phụ thuộc vào việc tăng nguồn vốn vay của doanh nghiệp.

Đồng thời các kết quả cũng chỉ yếu tố cạnh tranh của doanh nghiệp cũng có tác động lên cấu trúc vốn. Giá trị doanh nghiệp trên thị trường qua Tobin's Q có tác động ngược chiều và tuyến tính lên cấu trúc vốn. Điều này chỉ ra khi doanh nghiệp có giá trị cao trên thị trường thì họ thường có xu hướng dùng ít nguồn vốn vay. Yếu tố thị phần doanh nghiệp có tác động hàm bậc hai và ngược chiều lên cơ cấu vốn cho thấy HHI có ảnh hưởng mạnh tới cơ cấu vốn. Khi HHI tăng sẽ làm cho cơ cấu vốn danh nghiệp giảm mạnh hơn so với tác động của Tobin's Q.

Từ các kết quả nghiên cứu này, tác giả cũng đưa ra một số giải pháp giúp nâng cao khả năng cạnh tranh cũng như việc sử dụng cấu trúc vốn hiệu quả của các doanh nghiệp ngành thép.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

I. Tài liệu Tiếng Việt

1. Lê Đức Hoàng (2015), *Tác động của cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ, Đại học Trường Đại học Kinh tế Quốc Dân.
2. Nguyễn Minh Kiều (2011), *Tài chính Doanh nghiệp căn bản*, Nxb Lao Động, Hà Nội.
3. K. Marx (1978), *Mác-ăng Ghen toàn tập*, Nxb Sự thật.
4. Keinoske Ono và Tatsuyuki Negoro (2001), *Quản trị chiến lược các doanh nghiệp sản xuất*, Nxb Thành phố Hồ Chí Minh.
5. Vũ Thị Ngọc Lan và Nguyễn Tiến Dũng (2013), "Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp tại tập đoàn Dầu khí Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, (193), tr. 23-28.
6. Vũ Trọng Lâm (2006), *Nâng cao sức cạnh tranh của các doanh nghiệp trong tiến trình hội nhập quốc tế*, Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội.
7. Nguyễn Thế Nghĩa (2007), "Nâng cao mức độ cạnh tranh của các doanh nghiệp trong hội nhập kinh tế quốc tế", *Tạp chí Cộng sản*, (782), tr.46-55.
8. Trần Hùng Sơn (2013), *Xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu cho các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh*, Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế TP Hồ Chí Minh.
9. Michael Porter (2013a), *Chiến lược cạnh tranh*, Nxb Trẻ Hà Nội.
10. Michael Porter (2013b), *Chiến lược và lợi thế cạnh tranh*, Nxb Trẻ Hà Nội.
11. P. Samuelson (2000), *Kinh tế học*, Nxb Giáo dục.
12. Bùi Nguyễn Anh Tuấn (2011), *Phân tích kinh tế về tác động cạnh tranh của vụ việc tập trung kinh tế (M&A)*, từ liên kết:
<http://www.vca.gov.vn/NewsDetail.aspx?ID=1288&CateID=1>, ngày truy cập 05/04/2017.
13. Lê Việt Thái (2006), "Tập trung kinh tế và kiểm soát tập trung kinh tế ở Việt Nam", *Tạp chí luật học*, 6, tr. 45-50.
14. Nguyễn Thu Thủy (2011), *Quản trị Tài chính doanh nghiệp*, Nxb Lao động Hà Nội.

15. Nguyễn Vĩnh Thanh (2005), *Nâng cao sức cạnh tranh của các doanh nghiệp thương mại Việt Nam trong hội nhập kinh tế quốc tế*, Nxb Lao Động - Xã Hội, Hà Nội.
16. Nhà xuất bản từ điển Bách Khoa Hà Nội (1995), *Từ điển Bách khoa*, Nxb Hà Nội.
17. Nhà xuất bản Văn Hóa Thông tin Hà Nội (1999), *Đại từ điển Tiếng Việt*, Nxb Văn hóa - Thông tin, Hà Nội.
18. Tôn Thất Nguyễn Thiêm (2004), *Thị trường, chiến lược, cơ cấu: Cạnh tranh về giá trị gia tăng, định vị và phát triển doanh nghiệp*, Nxb Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
19. Phạm Thị Tường Vi (2014), *Ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nội bộ đến giá trị công ty - bằng chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh*, Luận văn thạc sĩ, Trường Đại Học Kinh tế TP Hồ Chí Minh.
20. Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương (2002), *Các vấn đề pháp lý về thể chế về chính sách cạnh tranh và kiểm soát độc quyền kinh doanh*, Nxb Giao thông Vận tải, Hà Nội.

II. Tài liệu Tiếng Anh.

21. Ambastha, A và Kirankumar, M.S. (2004), "Competitiveness of firms: review of theory, frameworks and models", *Singapore management review*, 26(1), pp. 45-61.
22. Ash. K và Brink. L (1992), 'The Role of Competitiveness in Shaping Policy Choices', Kỹ yếu hội thảo: *Competitiveness in International Food Markets*, Annapolis, Md. (EUA), pp.7-8
23. Bartholdy J và Mateus C (2008), "Taxes and Corporate Debt Policy: Evidence for Unlisted Firms of Sixteen European Countries", *Working Paper*, pp.25-42.
24. Bolton P. và D. Scharfstein (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", *The American Economic Review*, 80(1), pp.93-106.

25. Boone J. (2008), "A New Way to Measure Competition", *The Economic Journal*, 118(531), pp. 1245-1261.
26. Brander J. A. và T. R. Lewis (1986), "Oligopoly and financial structure: The limited liability effect", *The American Economic Review*, 75(6), pp. 956-970.
27. Chevalier J. A. (1995), "Capital Structure and Product-Market Competition: Empirical Evidence from the Supermarket Industry", *The American Economic Review*, 85(3), pp. 415-435.
28. Cho D. S. (1994), "A dynamic approach to international competitiveness: The case of Korea", *Asia pacific business review*, 1(1), pp. 17-36.
29. Chung K.H và S.W Pruitt (1994), "A simple approximation of Tobin' s q", *Financial measurement*, 23(3), pp.70-74.
30. Demircug-Kunt A và Maksimovic V (1999), "Institutions, financial markets and firm debt maturity", *Journal of Financial Economics*, 54, pp.295-336.
31. Eugene F. Brigham và Joel F. Houston (2009), *Financial management*, Nhà xuất bản Cengage Learning, Mỹ.
32. Fama E.F (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *The Journal of Political Economy*, 88(2), pp.288-307.
33. Fama E.F và K.R. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *The Journal of Finance*, 2, pp. 428-465.
34. Faure-Grimaud A (2000), "Product market competition and optimal debt contracts: The limited liability effect revisited", *European Economic Review*, 44, PP.1823-1840.
35. Fosu S (2013), "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, pp.104-151.
36. Francis. Arthur (1989), "The concept of competitiveness", *The Competitiveness of European Industry*, Routledge and Kegan, London, pp.3-12.
37. Gelei. A (2003), "Competitiveness: A match between value drivers and competencies in Hungarian Automotive Supply Chain", *Budapest University of Economic Sciences and Public Administration*.

38. Grullon G., G. Kanatas và P. Kumar (2006), "The Impact of Capital Structure on Advertising Competition: An Empirical Study", *The Journal of Business*, 79(6), pp.3101-3124.
39. Guney Y., L. Li và R. F. Child (2011), "The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms", *International Review of Finance Analysis*, 20, pp. 41-51.
40. Harris M. và A. Raviv (1991), "The theory of capital structure", *Journal of Finance*, 46, pp. 291-111.
41. IDM và WEF (1990), *The World Competitiveness Report The World Competitiveness Report* Lausanne and Geneva, Switzerland.
42. Istaitieh Abdulaziz và Jose M Rodriguez-Fernandez (2006), "Factor-product markets and firm's capital structure: A literature review", *Review of Financial Economics*, 15(1), pp. 49-75.
43. Jean J Chen (2004), "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", *Journal of Business Research*, 57(12), pp. 1341- 1351.
44. Jensen M. C. (1986), "Agency costs of free cash flows, corporate finance and Takeovers", *The American Economic Review*, 76(3), pp. 323-329.
45. JENSEN Michael C. và William H. MECKLING (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, University of Rochester, Rochester, NY 14627, U.S.A.
46. Kovenock D. and G. M. Phillips (1995), "Capital structure and product-market behavior: An examination of plant exit and investment decisions", *Review of Financial Studies*, 10(3), pp. 767-803.
47. Krugman. Paul (1994), "Competitiveness: a dangerous obsession", *Foreign affairs*, pp. 28-44.
48. Lindeberg E.B. và S.A. Ross (1981), "Tobin's q Ratio and Industrial organization", *Journal of Business*, 54(1), pp.1-32.
49. Lyandres E (2006), "Capital structure and interactions among firms in output markets: Theory and evidence", *Journal of Business*, 79, pp. 2381-2421.

50. MacKay P and G. Phillips (2005), "How does industry affect firm financial structure", *Review of Financial Studies*, 18, pp.1433-1466.
51. Maksimovic V. và S. Titman (1991), "Financial policy and reputation for product quality", *Review of Financial Studies*, 4, pp. 175-200.
52. Marsh P (1982), "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study", *The Journal of Finance*, 37(1), pp. 121-144.
53. Martin. L, Westgren. R and Van Duren. E (1991), "Agribusiness competitiveness across national boundaries", *American Journal of Agricultural Economics*, 73(5),1456-1464.
54. Michael Porter (1990), "The competitive advantage of nationsThe Free Press", *Journal New York*, 48(5), 253-346.
55. Michael Porter (2011), *Competitive advantage of nations: creating and sustaining superior performance*, Publisher Simon and Schuster,
56. Mitani Hidetaka (2014), "Capital structure and competitive position in product market", *Journal International Review of Economics & Finance*, 29, pp. 358-371.
57. Modigliani F và M.H Miller (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *Journal Am. Econ. Rev*, 48, pp. 261-275.
58. Modigliani F và M. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, 53, pp. 443-453.
59. Moeinaddin M, S Nayebzadeh và M Shasemi (2013a), "The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure of the Selected Industries of the Tehran Stock Exchange", *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, 3(3), pp. 221-233.
60. MOEINADDIN M., NAYEBZADEH S và GHASEMI M (2013b), "International Journal of Academic Res earch in Accounting", *Finance and Management Sciences*, 3(3), pp. 221-233.

61. MOEINADDIN M., S. NAYEBZADEH và M. GHASEMI (2013c), "International Journal of Academic Research in Accounting", *Finance and Management Sciences*, 3(3), pp. 221-233.
62. Moeinaddin Mahmoud, Shahnaz Nayebzadeh và Masoumeh Ghasemi (2013d), "The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure of the Selected Industries of the Tehran Stock Exchange", *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, 3(3), pp. 221-233.
63. Myers S. C. (1977a), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147-175.
64. Myers S. C. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 39(3), pp. 575-592.
65. Myers S.C (1977b), "The determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147-175.
66. Myers Stewart C và Nicholas S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 131, pp. 187-221.
67. OECD (2000), "Electronic Commerce: Opportunities and Challenges for Government", *Asia Development Forum*, 3, pp. 5-8.
68. Ozkan A. (2001), "Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data", *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, pp.175-198.
69. Pandey I. M. (2004), "Capital structure, profitability and market structure: Evidence from Malaysia", *Asia pacific Journal of Economics and business*, 8(2), pp.78-91.
70. Phillips G. M. (1995), "Increase debt and Industry product markets - An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, (37), pp.189-238.
71. Rajan R. G. và L Zingales (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421-1460.

72. Ross S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *Bell Journal of Economics*, (8), pp. 23-40.
73. Rugman. Alan M và D'cruz. Joseph (1993), "The "double diamond" model of international competitiveness: The Canadian experience", *MIR: Management International Review*, pp.17-39.
74. Scott. B R và Lodge. G C (1985), "US competitiveness in the world economy", *The International Executive*, 27(1), pp. 26-26.
75. Showalter D. M. (1995), "Oligopoly and Financial Structure: Comment", *The American Economic Review*, 85(3), pp. 647-653.
76. Showalter D. M. (1997), "Strategic debt: Evidence in manufacturing", *International Journal of Industrial Organization*, 17(3), pp. 319-333.
77. Stephen A Ross; Randolph W Westerfield và Bradford D Jordan (2003), *Fundamentals of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies, Inc, USA.,
78. Sumitra N. và R. Malabika (2011), "Product Market Competition and Capital Structure of Firms: The Indian Evidence", *Journal of Quantitative Economics*, 9(2), pp.140-152.
79. The First Report to the President and Congress (1995), *Chairmain of the competitiveness policy in the US house of representatives*, Request by Mr Fred Bergen.
80. Titman S. and R. Wessels (1988), "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, 43(1), pp. 1-19.
81. Valta Philip (2009), Product Market Competition and Financing Costs, *Working paper*, 48(5), pp. 20-35.
82. Valta Philip (2012), "Competition and the cost of debt", *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 661-682.
83. Wanrapee Banchuenvijit (2009), *Capital structure determinants of Thai listed companies*, University of the Thai Chamber of Commerce, Thai Lan.