

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**


NGUYỄN THỊ MỸ HỒNG

**GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN
CHO CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
TP.HỒ CHÍ MINH**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2008

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**
📖📚

NGUYỄN THỊ MỸ HỒNG

**GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN
CHO CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
TP.HỒ CHÍ MINH**

**Chuyên ngành : KINH TẾ TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG
Mã số : 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. TRẦN HUY HOÀNG

TP. HỒ CHÍ MINH – NĂM 2008

NHỮNG KẾT QUẢ ĐẠT ĐƯỢC CỦA LUẬN VĂN

“ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN TTCK TP.HỒ CHÍ MINH ”

- Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS TRẦN HUY HOÀNG

- Học viên :NGUYỄN THỊ MỸ HỒNG

- Luận văn được kết cấu thành 3 chương hợp lý, bao gồm từ phần cơ sở lý luận làm nền tảng nghiên cứu thực trạng và đưa ra các giải pháp, cách phân bổ số trang từng chương trong luận văn hợp lý. Giữa các chương có sự nối kết chặt chẽ và thống nhất với mục tiêu và đối tượng nghiên cứu của đề tài .

- Bằng các phương pháp nghiên cứu tổng hợp phân tích, so sánh khảo sát thực tế đã đúc kết toàn bộ công trình nghiên cứu dài 80 trang không kể phần mở đầu và kết luận với 11 bảng số liệu. Số liệu cập nhật đến cuối năm 2007 có thuyết minh có nguồn gốc rõ ràng làm tăng tính hấp dẫn luận văn.

- Kết quả đạt được của luận văn có thể đúc kết thành các ý chính sau:

+ **Thứ nhất** :Trong chương 1 đưa ra lý luận về công ty niêm yết, về cấu trúc vốn mà cụ thể là thế nào là cấu trúc vốn tối ưu, sự cần thiết của việc hoàn thiện tái cấu trúc vốn, các yếu tố ảnh hưởng đến tái cấu trúc vốn, các mô hình tái cấu trúc vốn tối ưu và kinh nghiệm về tái cấu trúc vốn tại các công ty niêm yết .

+ **Thứ hai** : Qua số liệu báo cáo tài chính của các CTYNY trên TTCK TP.HCM (không tính các công ty hoạt động trên lĩnh vực tài chính, tín dụng), luận văn đã đưa ra số liệu về cơ cấu nợ trong nguồn vốn của các ngành qua 3 năm 2005-2006-2007 thể hiện qua bảng số liệu 2.3, 2.4, 2.5 cho thấy tổng quát về cấu trúc vốn các công ty sử dụng nợ khá cao chủ yếu là nợ ngắn hạn.

+ **Thứ ba** : Thông qua việc lựa chọn và đánh giá 18 công ty niêm yết điển hình các ngành giai đoạn (2005-2007). Luận văn tập trung phân tích đánh giá tốc độ tăng trưởng doanh thu, lãi trước thuế, hệ số nợ bình quân, hệ số tài trợ nhằm đánh giá toàn bộ tình hình tài chính và cấu trúc vốn của công ty niêm yết trên TTCK TP.HCM.

+ **Thứ tư** : Luận văn đã đánh giá những tồn tại và hạn chế và nguyên nhân dẫn đến những tồn tại cần phải khắc phục.

+ **Thứ năm** : Luận văn xây dựng hệ thống các giải pháp từ góc độ doanh nghiệp, thị trường và quản lý vĩ mô của nhà nước.

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan luận văn là kết quả nghiên cứu của riêng tôi, không sao chép của ai. Nội dung luận văn có tham khảo và sử dụng các tài liệu, thông tin được đăng tải trên các tác phẩm, tạp chí và các trang web theo danh mục tài liệu của luận văn.

Tác giả luận văn

NGUYỄN THỊ MỸ HỒNG

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

STT	TỪ VIẾT TẮT	NỘI DUNG
1	CtyNY	: Công ty niêm yết
2	CTCP	: Công ty cổ phần
3	DN	: Doanh nghiệp
4	EPS	: Thu nhập mỗi cổ phần
5	KT-XH	: Kinh tế xã hội
6	P/E	: Tỷ số giá thị trường
7	ROE	: Tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần
8	ROA	: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản
9	SXKD	: Sản xuất kinh doanh
10	TTCK	: Thị trường chứng khoán
11	TTS	: Tổng tài sản
12	VCP	: Vốn cổ phần
13	WACC	: Chi phí sử dụng vốn bình quân

DANH MỤC CÁC BẢNG

	Trang
Bảng 2.1: Danh sách các CtyNY được khảo sát	29
Bảng 2.2: Tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2005-2007.....	30
Bảng 2.3: Hệ số nợ bình quân của các CtyNY	32
Bảng 2.5: Hệ số nợ ngắn hạn bình quân của các CtyNY	33
Bảng 2.5: Hệ số nợ dài hạn bình quân của các CtyNY.....	33
Bảng 2.6: Chi phí sử dụng vốn bình quân các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2005-2007	37
Bảng 2.7: Một số tỷ số tài chính của PPC qua 3 năm 2005-2006-2007	40
Bảng 2.8: Một số tỷ số tài chính của BT6 qua 3 năm 2005-2006-2007	42
Bảng 2.9: Một số tỷ số tài chính của FPT qua 3 năm 2005-2006-2007	43
Bảng 2.10: Một số tỷ số tài chính của IMP qua 3 năm 2005-2006-2007.....	44
Bảng 2.11: Một số tỷ số tài chính của AGF qua 3 năm 2005-2006-2007	45

MỤC LỤC

MỞ ĐẦU	1
1. Tính cấp thiết của đề tài.....	1
2. Mục đích nghiên cứu của đề tài.	2
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	2
4. Phương pháp nghiên cứu.....	2
5. Kết cấu của đề tài.....	2
CHƯƠNG 1: LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY NIÊM YẾT VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT	4
1.1 Lý luận chung về CTYNY.....	4
1.1.1 Khái niệm về CTCP	4
1.1.2 Đặc điểm về tổ chức	4
1.1.3 Đặc điểm về nguồn vốn.....	5
1.1.4 Điều kiện niêm yết cổ phiếu của các CTCP.....	6
1.2 Tổng quan về cấu trúc vốn	7
1.2.1. Khái niệm cấu trúc vốn	7
1.2.2. Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu	7
1.2.3.Sự cần thiết của việc hoàn thiện cấu trúc vốn	8
1.2.4. Những nguyên tắc cơ bản khi xây dựng cấu trúc vốn	10
1.2.4.1 Nguyên tắc tương thích.....	10
1.2.4.2 Nguyên tắc cân bằng tài chính	10
1.2.4.3 Nguyên tắc kiểm soát.....	11
1.2.4.4 Nguyên tắc tối đa hoá giá trị doanh nghiệp thông qua đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận.....	12
1.2.4.5 Nguyên tắc sử dụng chính sách tài trợ linh hoạt.....	13
1.2.4.6 Nguyên tắc thời điểm thích hợp.....	13
1.2.5. Các chỉ số tài chính dùng để đánh giá cấu trúc vốn của DN.....	14
1.2.5.1. Tỷ số nợ trên tài sản.....	14
1.2.5.2. Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE).....	15
1.2.5.3. Tỷ suất sinh lợi trên Tổng tài sản (ROA).....	16

1.2.6. Các yếu tố có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của DN	17
1.2.6.1 Chi phí sử dụng vốn bình quân	13
1.2.6.2 Chi phí phá sản.....	18
1.2.6.3 Đặc tính của doanh nghiệp.....	18
1.2.6.4 Đặc điểm hoạt động của ngành kinh doanh	20
1.2.6.6 Đặc điểm của nền kinh tế	21
1.2.7. Các lý thuyết về cấu trúc vốn	22
1.2.7.1 Lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu	22
1.2.7.2 Lý thuyết của MM về cấu trúc vốn của DN	24
1.2.8 Kinh nghiệm xây dựng cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần ở một số nước trên thế giới.....	26
Kết luận chương 1	28
CHƯƠNG II: THỰC TRẠNG VỀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CTYNY TRÊN TTCK TP.HCM TRONG THỜI GIAN QUA	29
2.1 Kết quả hoạt động kinh doanh của các CTYNY	29
2.2. Thực trạng cấu trúc vốn của các CTYNY.....	32
2.2.1 Cơ cấu nợ trong nguồn vốn.....	32
2.2.2 Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE	32
2.2.3 Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC).....	37
2.2.4 Tỷ suất sinh lợi trên Tổng tài sản (ROA.....	38
2.2.5 Đánh giá cấu trúc vốn một số CTNY điển hình.....	40
2.3 Những tồn tại và nguyên nhân của những tồn tại bất cập trong cấu trúc vốn của các CTY NY trên TTCK TP.HCM.....	46
2.3.1 Những tồn tại bất cập trong cấu trúc vốn của các CTYNY	46
2.3.2 Những nguyên nhân của những tồn tại bất cập trong cấu trúc vốn của các CTYNY	48
2.3.2.1 Những nguyên nhân xuất phát từ phía các công ty	48
2.3.2.2 Những nguyên nhân xuất phát từ thị trường vốn.....	51
2.3.2.3 Những nguyên nhân xuất phát từ quản lý vĩ mô.....	53
Kết luận chương 2	58

CHƯƠNG III: CÁC GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN CHO CÁC CTYNY TRÊN TTCK TP.HCM.....	59
3.1.Đối với các Công ty niêm yết.....	59
3.1.1 Ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định cấu trúc vốn	59
3.1.2 Nâng cao năng lực quản trị công ty	60
3.1.3 Nâng cao năng lực quản trị cấu trúc vốn của các công ty, đa dạng hoá cơ cấu tài trợ trong cấu trúc vốn.	62
3.1.4 Đa dạng hóa công cụ huy động vốn và rở ngoại tệ trong cấu trúc vốn	67
3.1.5 Đa dạng hoá trong kinh doanh.....	67
3.1.6 Các giải pháp nâng cao năng lực huy động vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM.....	67
3.1.6.1 Kêu gọi sự hỗ trợ vốn của các công ty tài chính quốc tế	67
3.1.6.2 Làm mới hình ảnh công ty trên thương trường.....	68.
3.1.6.3 Tận dụng các lợi thế huy động vốn vốn có của TTCK.	69
3.1.6.4 Thành lập các tập đoàn mang tính toàn cầu.....	69
3.1.6.5 Học cách quản lý công ty một cách chuyên nghiệp hơn.	69
3.2. Các giải pháp hỗ trợ khác	70
3.2.1 Đẩy mạnh phát triển TTCK.....	70
3.2.1.1 Thành lập tổ chức định giá tài sản thống nhất để đánh giá đúng giá trị tài sản của công ty.	70
3.2.1.2 Xây dựng hệ thống công bố thông tin trên TTCK Việt Nam.....	70
3.2.1.3 Có sự thống nhất, đồng bộ giữa các bộ, ngành trong việc xây dựng chiến lược phát triển thị trường tài chính.	71
3.2.1.4 Thu hút các nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư chuyên nghiệp.	72
3.2.1.5 Xây dựng hạ tầng cho thị trường vốn thông qua việc tạo lập mô hình định mức tín nhiệm, tiến đến minh bạch hoá thị trường.	73
3.2.1.6 Đẩy mạnh việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật tạo điều kiện cho TTCK phát triển.	74
3.2.2 Đẩy mạnh phát triển thị trường thuê mua.	75

3.2.3 Đẩy mạnh phát triển thị trường tín dụng ngân hàng..	76
Kết luận chương 3.	77
KẾT LUẬN.	79
TÀI LIỆU THAM KHẢO	
PHỤ LỤC	

ĐỀ ÁN MỞ ĐẦU

1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI:

DN là tế bào của nền kinh tế, dù thuộc bất kỳ thành phần kinh tế nào thì DN chính là nguồn cung ứng sản phẩm hàng hoá và dịch vụ, đáp ứng cho nhu cầu về khía cạnh vật chất lẫn tinh thần của xã hội nói chung và người tiêu dùng nói riêng. Để tổ chức hoạt động thì điều kiện đầu tiên đó chính là việc hoạch định ngân sách vốn hoạt động của DN. Tùy theo loại hình, đặc điểm tính chất ngành mà mỗi DN đều xem xét, lựa chọn nguồn vốn sử dụng sao cho chi phí sử dụng vốn thấp nhất, với mức độ rủi ro thấp nhất nhằm thực hiện mục tiêu cuối cùng là tối đa hoá giá trị DN.

Trong nền kinh tế thị trường, để tồn tại và phát triển bền vững đòi hỏi các doanh nghiệp phải không ngừng nâng cao khả năng cạnh tranh, trong đó vấn đề nâng cao năng lực tài chính và trình độ quản trị vốn trở nên đặc biệt quan trọng. Để thực hiện thành công sứ mệnh trên, yêu cầu cấp thiết đặt ra cho các doanh nghiệp là phải quản trị cấu trúc vốn hiệu quả, tối ưu nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp và tiến tới tối đa hoá giá trị DN. Đặc biệt trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng hiện nay, và sự ra đời và phát triển của CTCP và TTCK đã cho phép các DN tiếp cận được nhiều nguồn vốn khác nhau để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình. Do vậy, vấn đề nghiên cứu cấu trúc vốn trở nên cấp thiết vì điều này ảnh hưởng đến giá trị DN, lợi ích của cổ đông nhằm mang lại sự phát triển bền vững của DN nói chung, CTCP nói riêng và đặc biệt là các CTYNY niêm yết trên TTCK. Chính vì vậy, tôi chọn đề tài “ *Giải pháp hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty niêm yết trên TTCK TP.HCM*” làm luận văn thạc sỹ kinh tế nhằm đóng góp một phần công

sức vào công cuộc phát triển các công ty niêm yết Việt Nam trong tình hình đổi mới.

2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI:

Trên cơ sở nghiên cứu những lý luận cơ bản về CTCP, điều kiện để niêm yết cổ phiếu của các CTCP, cấu trúc vốn của CTYNY. Giới thiệu sơ lược những lý thuyết về cấu trúc vốn, cũng như kinh nghiệm về xây dựng cấu trúc vốn của các CTCP ở một số nước trên thế giới. Luận văn tập trung nghiên cứu, phân tích, đánh giá thực trạng cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM, qua đó đề ra một số giải pháp mới nhằm hoàn thiện cấu trúc vốn cho các CTYNY trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới.

3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU:

Do đây là đề tài rộng và được đề cập dưới nhiều góc độ khác nhau, tuy nhiên trong đề tài này chỉ tập trung nghiên cứu thực trạng cấu trúc vốn của các CTYNY theo bảng 2.1, với số liệu báo cáo tài chính đến ngày 31 tháng 12 năm 2007. Từ đó, nhằm đề ra những giải pháp ở tầm vĩ mô và vi mô nhằm hoàn thiện cấu trúc vốn. Các vấn đề khác chỉ được giải quyết khi có liên quan.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU :

Các phương pháp được sử dụng trong quá trình thực hiện luận văn là: Phương pháp hệ thống, phân tích thống kê, tổng hợp, phương pháp so sánh, đối chiếu để phân tích đánh giá cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM, đề ra những giải pháp nhằm góp phần hoàn thiện cấu trúc vốn cho các CTYNY trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới.

5. KẾT CẤU CỦA ĐỀ TÀI :

Ngoài phần mở đầu và kết luận, đề tài được trình bày theo kết cấu sau:

Chương 1: Lý luận cơ bản về CTYNY, cấu trúc vốn của CTYNY

Chương 2:Thực trạng cấu trúc vốn của CTYNY trên TTCK TP.HCM trong thời gian qua

Chương 3 : Giải pháp hoàn thiện cấu trúc vốn cho các CTYNY trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới.

Phần 1

LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY NIÊM YẾT VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT

1.1 LÝ LUẬN CHUNG VỀ CÔNG TY NIÊM YẾT

1.1.1 Khái niệm về công ty cổ phần :

Công ty cổ phần là một tổ chức kinh doanh do nhiều cá nhân, đơn vị thuộc nhiều thành phần kinh tế tự nguyện góp vốn kinh doanh lời ăn, lỗ chịu. Người mua cổ phiếu được gọi là cổ đông, nhận giấy chứng nhận cổ phần được gọi là cổ phiếu.

1.1.2 Đặc điểm về tổ chức :

- Một công ty nếu được thành lập dưới dạng CTCP sẽ có khả năng thu hút được rất nhiều các nhà đầu tư mà trong đó có thể có những nhà đầu tư chỉ nắm giữ một cổ phần trị giá rất thấp.

- Mặc dù cổ đông là những người đang nắm giữ quyền sở hữu công ty cổ phần nhưng họ không hẳn sẽ là người trực tiếp quản lý nó. Thay vì tham gia quản lý trực tiếp thì những cổ đông này sẽ bỏ phiếu để chọn một hội đồng quản trị. Một trong số thành viên hội đồng quản trị có thể kiêm nhiệm chức danh quản lý cao nhất là Tổng Giám Đốc hoặc chức danh Tổng Giám Đốc có thể do hội đồng quản trị lựa chọn từ một người bên ngoài không phải là cổ đông của công ty.

- Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý đã mang lại cho loại hình công ty cổ phần một thời gian hoạt động được xem như là vĩnh viễn. Thậm chí ngay cả khi các nhà quản lý từ nhiệm hoặc bị bãi nhiệm và bị thay thế thì công ty cổ phần vẫn tồn tại.

- Các cổ đông góp vốn chỉ chịu trách nhiệm hữu hạn trên phần vốn góp, nghĩa là các cổ đông sẽ không chịu trách nhiệm cá nhân trước các nghĩa vụ tài

chính của công ty. Trong trường hợp CTCP phá sản thì các cổ đông chỉ mất phần vốn góp ban đầu của mình mà thôi.

- Mặc dù CTCP được sở hữu bởi các cổ đông của nó nhưng bản thân công ty sẽ được tách biệt hoàn toàn về mặt pháp lý đối với các cổ đông này. Điều này được dựa trên các điều khoản của bản điều lệ công ty. Bản điều lệ sẽ được thiết lập lúc công ty mới bắt đầu thành lập nhằm mục đích tổ chức hoạt động của công ty mà theo đó sẽ có bao nhiêu cổ phần được phát hành, số lượng các thành viên hội đồng quản trị cần thiết..

1.1.3 Đặc điểm về nguồn vốn :

Nguồn vốn của công ty cổ phần có những đặc điểm sau :

- **Nợ phải trả :** Là các khoản nợ phát sinh trong hoạt động sản xuất kinh doanh mà công ty phải trả, phải thanh toán cho các chủ nợ, bao gồm các khoản :

- Nợ ngắn hạn : Là các khoản nợ mà thời gian trả nợ trong vòng một năm bao gồm các khoản: Vay ngắn hạn; nợ dài hạn đến hạn trả; phải trả người bán; thuế và các khoản phải nộp Nhà nước; phải trả người lao động; chi phí phải trả; phải trả nội bộ; thanh toán theo tiến độ hợp đồng xây dựng; phải trả phải nộp khác...

- Nợ dài hạn : Là các khoản nợ mà thời gian trả nợ trên một năm bao gồm các khoản : Vay dài hạn; nợ dài hạn; trái phiếu phát hành; nhận ký quỹ, ký cược dài hạn; thuế thu nhập hoãn lại phải trả; dự phòng trợ cấp mất việc làm; dự phòng phải trả...

- **Nguồn vốn chủ sở hữu :** Là số vốn do các cổ đông đầu tư góp vốn hoặc được hình thành từ kết quả kinh doanh, bao gồm các khoản :

- Nguồn vốn kinh doanh, bao gồm : Vốn đầu tư của chủ sở hữu : Là số tiền hoặc tài sản do các cổ đông góp cổ phần tính theo mệnh giá của cổ phiếu đã phát

hành; thặng dư vốn cổ phần: Là số chênh lệch giữa mệnh giá và giá phát hành;
vốn khác : Là số vốn bổ sung từ lợi nhuận sau thuế hoặc được tặng biếu, viện trợ.

- Cổ phiếu quỹ : Là cổ phiếu do công ty phát hành và được mua lại bởi chính công ty phát hành, nhưng nó không bị huỷ bỏ và sẽ được tái phát hành trở lại. Các cổ phiếu quỹ do công ty nắm giữ không được nhận cổ tức, không có quyền bầu cử hay tham gia chia phần tài sản khi công ty giải thể. Khi chia cổ tức cho các cổ phần, các cổ phiếu quỹ đang do công ty nắm giữ được coi là cổ phiếu chưa bán.

- Chênh lệch đánh giá lại tài sản; chênh lệch tỷ giá hối đoái; quỹ đầu tư phát triển; quỹ dự phòng tài chính; các quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu; lợi nhuận sau thuế chưa phân phối; quỹ khen thưởng, phúc lợi; nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản...

1.1.4 Điều kiện niêm yết cổ phiếu của các CTCP:

Điều kiện niêm yết cổ phiếu tại *Sở Giao dịch chứng khoán* được quy định chi tiết tại Nghị định số 14/2007/NĐ-CP do Thủ tướng Chính phủ ký ngày 19/1/2007 Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán. Cụ thể như sau:

a) Là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán;

b) Hoạt động kinh doanh hai năm liên trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi và không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký niêm yết;

c) Không có các khoản nợ quá hạn chưa được dự phòng theo quy định của pháp luật; công khai mọi khoản nợ đối với công ty của thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng Giám đốc, Kế toán trưởng, cổ đông lớn và những người có liên quan;

d) Tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ;

đ) Cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng Giám đốc và Kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ;

e) Có hồ sơ đăng ký niêm yết cổ phiếu hợp lệ theo quy định.

1.2 Tổng quan về cấu trúc vốn:

1.2.1 Khái niệm cấu trúc vốn:

Cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn, dài hạn và vốn cổ phần, tất cả được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư của công ty.

Cấu trúc vốn có mối liên hệ mật thiết với giá trị DN, một DN có cấu trúc vốn hợp lý thì giá trị DN sẽ tăng lên và ngược lại. Tuy nhiên, giá trị DN không chỉ chịu tác động của cấu trúc vốn mà còn bị ảnh hưởng bởi chiến lược sử dụng các nguồn vốn trong cấu trúc vốn để tài trợ cho quyết định đầu tư.

1.2.2 Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu:

- **Cấu trúc vốn tối ưu** : Một cấu trúc vốn tối ưu được định nghĩa là một cấu trúc vốn trong đó chi phí sử dụng vốn bình quân nhỏ nhất và giá trị doanh nghiệp đạt lớn nhất.

Vấn đề đặt ra là xây dựng cấu trúc vốn của DN như thế nào, vốn chủ sở hữu bao nhiêu, vay ngân hàng bao nhiêu để có thể tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, hay còn gọi là xây dựng cấu trúc vốn tối ưu. Đây là một vấn đề khá thú vị cả trong nghiên cứu lý luận lẫn áp dụng trong thực tiễn.

Vấn đề cốt lõi của cấu trúc vốn tối ưu là khi DN vay nợ, DN tận dụng được lợi thế của lá chắn thuế từ nợ vay, bản chất của vấn đề này là lãi suất mà doanh nghiệp trả cho nợ được miễn thuế (thuế được đánh sau lãi vay). Một cách đơn giản ta có thể hình dung là giá trị của DN khi vay nợ sẽ bằng giá trị của DN không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế từ nợ. Trong trường hợp đặc biệt là khi DN vay nợ vĩnh viễn thì hiện giá của tấm chắn thuế sẽ bằng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp nhân với nợ vay

Mặt trái của vay nợ là vay càng nhiều nợ thì sẽ xuất hiện chi phí kiệt quệ tài chính và “một lúc nào đó” hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính (y) sẽ làm triệt tiêu hiện giá của lá chắn thuế từ nợ vay (PV của tấm chắn thuế).

Như vậy, cấu trúc vốn tối ưu là thuật ngữ đề cập đến sự kết hợp hài hòa giữa nợ và vốn chủ sở hữu tùy thuộc mỗi ngành nghề, mỗi DN trong từng giai đoạn phát triển cụ thể nhằm đảm bảo sự cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro và với cấu trúc vốn đó chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty là thấp nhất và giá trị của công ty là cao nhất.

1.2.3 Sự cần thiết của việc hoàn thiện cấu trúc vốn:

Một cấu trúc vốn tối ưu phải nhằm đến mục tiêu tối đa hóa giá trị DN, cụ thể hơn là tối đa hóa giá trị cổ phần mà cổ đông đang nắm giữ. Đặc trưng của một cấu trúc vốn tối ưu đó là chi phí sử dụng vốn thấp nhất, rủi ro phát sinh thấp nhất và đem lại tỷ suất sinh lợi cao nhất. Đây là một khó khăn rất lớn cho tất cả các DN mà cụ thể nhất là Ban điều hành DN. Trong mỗi giai đoạn hoạt động của chu kỳ sống của DN đều cần thiết phải xây dựng một cấu trúc vốn thích hợp với đặc điểm tính chất ngành, đặc điểm của nền kinh tế và đặc tính riêng có của DN, đảm bảo nguồn tài chính đủ cần thiết và ổn định đáp ứng cho mục tiêu trước mắt và lâu dài của DN.

Một DN có thể lựa chọn giữa hai nguồn tài trợ cơ bản là nợ và vốn cổ phần. Nợ thể hiện nghĩa vụ DN phải gánh chịu do quan hệ vay mượn, còn vốn cổ phần là phần tài sản của các chủ sở hữu của DN. Nợ luôn có tính đáo hạn vì nợ phải được chi trả (bao gồm nợ gốc và lãi vay) vào thời gian quy định trong hợp đồng thỏa thuận giữa DN và các chủ nợ. Sự khác biệt giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn là ở thời gian chi trả được ghi trong hợp đồng vay. Quy mô nợ càng cao thì rủi ro đối với DN càng lớn, trong trường hợp này nhà cho vay sẽ đòi hỏi một lãi suất cho vay cao hơn để bù đắp cho khoản rủi ro gia tăng. Nếu DN không trả được nợ khi đáo hạn thì các chủ nợ có thể thu giữ tài sản hoặc yêu cầu DN tuyên bố phá sản, điều này tùy thuộc vào các điều khoản thỏa thuận trong hợp đồng. Ngược lại với nợ, vốn cổ phần không có thời gian đáo hạn. Các chủ sở hữu khi đầu tư vào DN không có thỏa thuận họ sẽ được trả lại vốn đầu tư ban đầu.

Những lợi ích cơ bản khi DN xây dựng được cấu trúc vốn tối ưu :

- Tiết kiệm chi phí sử dụng vốn.
- Tạo giá trị DN cao nhất, gia tăng giá cổ phiếu trên thị trường, tạo được niềm tin đối với nhà đầu tư và thuận lợi hơn cho DN trong huy động vốn khi cần thiết.
- Kiểm soát được những tổn thất liên quan đến vấn đề người đại diện.
- Tận dụng tích cực đòn bẩy tài chính, đảm bảo mối quan hệ hài hòa giữa khả năng sinh lời và rủi ro cho chủ sở hữu DN.
- Cơ cấu tài chính đảm bảo tính ổn định và linh hoạt.
- Thiết lập được một lá chắn thuế hợp lý cho DN.
- Tối thiểu hóa chi phí kiệt quệ tài chính, hạn chế rủi ro phá sản.

Như vậy, việc xây dựng một cấu trúc vốn hợp lý là rất cần thiết và quan trọng bởi vì nó sẽ nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của công ty.

Mặt khác, hiện nay khi các công ty hoạt động trong nền kinh tế thị trường, chịu tác động bởi các nhân tố bên trong và bên ngoài công ty, chẳng hạn những biến động của nền kinh tế, những biến động của thị trường làm cho thu nhập của công ty sụt giảm. Do đó, một cấu trúc vốn thâm dụng nợ có thể phù hợp trong giai đoạn này nhưng có thể không phù hợp trong giai đoạn khác. Vì thế, nhà quản trị phải dự đoán được trước những biến đổi của thị trường để có thể đưa ra các quyết định đúng đắn, xây dựng cấu trúc vốn tối ưu cho từng giai đoạn phát triển của công ty là rất cần thiết.

1.2.4 Những nguyên tắc cơ bản khi xây dựng cấu trúc vốn của DN

1.2.4.1 Nguyên tắc tương thích

Đây là nguyên tắc cơ bản nhất khi xây dựng một cấu trúc vốn, đảm bảo loại vốn được sử dụng để đầu tư vào tài sản của DN phải tương thích với nhau. Những tài sản đáp ứng tiêu chuẩn là tài sản cố định có thời gian sử dụng dài, tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất, đòi hỏi phải được đầu tư hình thành từ nguồn vốn dài hạn, cụ thể là nợ trung, dài hạn hoặc VCP.

1.2.4.2 Nguyên tắc cân bằng tài chính

Nguồn tài trợ cho một tài sản cụ thể trong một thời gian không thấp hơn thời gian chuyển hóa của tài sản ấy. Tài sản có thời gian sử dụng trên một năm được tài trợ bởi nguồn vốn mà DN có thể sử dụng trong thời hạn trên một năm gọi là vốn dài hạn. Nguồn vốn ngắn hạn có thời hạn dưới một năm dùng để tài trợ tài sản có thời gian sử dụng dưới một năm. Từ bảng cân đối kế toán ta có thể xác định mối tương quan giữa phần vốn dài hạn dùng tài trợ cho tài sản ngắn hạn, phần vốn sử dụng này được gọi là vốn luân chuyển. Căn cứ trên bảng cân đối kế toán, vốn luân chuyển được xác định bằng công thức:

Vốn luân chuyển = [Vốn chủ sở hữu + Nợ dài hạn] – Tài sản dài hạn

Công thức này cho thấy có 3 nhân tố ảnh hưởng đến vốn luân chuyển là vốn chủ sở hữu, nợ dài hạn và tài sản dài hạn. Nếu nguồn vốn dài hạn lớn hơn tài sản dài hạn thì DN có vốn luân chuyển dương. Đây là dấu hiệu an toàn đối với DN vì điều này thể hiện khả năng tài chính của DN có thể đương đầu đối với những rủi ro có thể xảy ra như việc phá sản của khách hàng lớn, việc cắt giảm tín dụng của các nhà cung cấp, kể cả trong tình huống hoạt động kinh doanh của DN gặp khó khăn nhất thời.

Trường hợp nguồn vốn dài hạn bằng tài sản dài hạn thì đồng nghĩa với trường hợp DN không có vốn luân chuyển. Tuy nhiên trong trường hợp này, nguyên tắc cân bằng tài chính vẫn được duy trì. Song cần xem xét đến các chính sách tài chính có thể làm biến động một trong ba nhân tố của vốn luân chuyển và các tình huống có thể xảy ra dẫn đến nguyên tắc cân bằng tài chính bị phá vỡ.

Trường hợp nguồn vốn dài hạn nhỏ hơn tài sản dài hạn thì nguyên tắc cân bằng tài chính không được duy trì. Việc nguồn vốn dài hạn nhỏ hơn tài sản sử dụng trong dài hạn đồng nghĩa với việc DN đã dùng một phần nguồn vốn sử dụng trong ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn. Việc tài trợ này không đem lại sự ổn định và an toàn, tình trạng bi đát về tài chính của DN đã bắt đầu diễn ra. Để tồn tại và đối phó, ngoài việc DN phải liên tục đảo nợ, thì cần phải có chính sách tài chính để nhanh chóng thoát ra khỏi tình trạng này. Tôn trọng nguyên tắc cân bằng tài chính trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ là vấn đề cần được quan tâm khi hoạch định cấu trúc vốn của DN nếu DN không muốn lâm vào tình trạng khó khăn về tài chính và phụ thuộc vào đối tượng bên ngoài.

1.2.4.3 Nguyên tắc kiểm soát

Mục tiêu chính của các chủ sở hữu là nắm quyền kiểm soát hoạt động của DN. Các chủ sở hữu không muốn chia sẻ quyền kiểm soát DN bởi vì điều đó có thể làm cản trở khả năng huy động vốn. Do vậy để đảm bảo nguyên tắc này đòi

hỏi các chủ sở hữu DN khi cần thiết gia tăng vốn phải huy động từ nguồn vốn cổ phần ưu đãi hay cổ phần thường hoặc kết hợp cả hai. Tuy nhiên điều này đôi khi không thực thi trong thực tiễn vì không phải lúc nào cũng có thể huy động thêm nguồn vốn tài trợ từ phát hành cổ phần, điển hình khi nền kinh tế đang lâm vào tình trạng khủng hoảng, cổ phiếu của DN đang mất giá, tình hình tài chính của DN đang lâm vào tình trạng mất khả năng chi trả thì cơ hội phát hành cổ phiếu thành công là điều hết sức khó khăn.

Đối với nguồn tài trợ nợ thì các chủ nợ không có tiếng nói trong việc lựa chọn và kiểm soát ban điều hành của DN, nhưng khi DN không trả nợ đúng hạn thì các chủ nợ có thể tịch biên tài sản của DN để đảm bảo trái quyền của họ, hoặc trong nhiều trường hợp, các chủ nợ có thể đòi hỏi thông tin về mục đích sử dụng khoản nợ vay, cũng có thể làm tiết lộ thông tin mà DN đang nắm giữ.

1.2.4.4 Nguyên tắc tối đa hoá giá trị DN thông qua đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận

Khi xác lập cấu trúc vốn của DN điều cần thiết là phải kết hợp cả hai yếu tố rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lợi sẽ tác động như thế nào đến giá cổ phần hay giá trị thị trường của DN. Rủi ro tài chính của DN là tính khả biến tăng thêm của thu nhập mỗi cổ phần với xác suất gia tăng của khả năng mất khả năng chi trả bắt nguồn từ việc DN sử dụng các nguồn vốn có chi phí cố định như là nợ hay cổ phần ưu đãi trong cấu trúc vốn của mình. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ đưa đến một gia tăng trong rủi ro cảm nhận được đối với các nhà cung cấp vốn cho DN. Để bù đắp rủi ro gia tăng này đòi hỏi lợi nhuận thu được của DN phải cao hơn. Tuy nhiên các nhà đầu tư trên thị trường sẽ nhận thấy điều này và họ sẽ phản ứng bằng cách ấn định một tỷ số giá thu nhập P/E thấp và kết quả giá cổ phần của DN sẽ giảm đi dù rằng EPS của DN có tăng lên bao nhiêu đi nữa.

1.2.4.5 Nguyên tắc sử dụng chính sách tài trợ linh hoạt

Chính sách tài trợ linh hoạt là khả năng điều chỉnh nguồn vốn tăng hay giảm đáp ứng với các thay đổi quan trọng trong nhu cầu về vốn ở những thời điểm khác nhau.

Vấn đề đặt ra đối với các DN là luôn phải xây dựng những phương án linh hoạt, phương án mở khi nhu cầu vốn thay đổi do mở rộng đầu tư, đa dạng hoá đầu tư hay do tính chất thời vụ của hoạt động kinh doanh. Điều đó không chỉ cho phép sử dụng vốn sẵn có vào bất kỳ thời điểm nào cần thiết mà còn làm tăng khả năng mặc cả khi giao dịch với một nhà cung cấp vốn.

1.2.4.6 Nguyên tắc thời điểm thích hợp

Đây là nguyên tắc gắn liền với chu kỳ sống của DN. Khi ở giai đoạn khởi sự, việc huy động nguồn vốn nợ là hết sức khó khăn vì đối với các nhà cung cấp vốn, DN chưa thể hiện được các thông tin tài chính cần thiết để tạo niềm tin. Do đó nguồn vốn quan trọng trong giai đoạn này là VCP. Trong giai đoạn tăng trưởng, nguồn vốn quan trọng cũng chính là VCP và từ thu nhập giữ lại và có thể sử dụng một phần tài trợ nợ. Trong giai đoạn sung mãn thì DN có thể sử dụng và khai thác tối đa lợi ích của đòn bẩy tài chính, đây là một công cụ quan trọng không chỉ kéo dài thời gian của giai đoạn này mà nó còn hữu ích cho hoạt động tái cấu trúc vốn để đưa DN không lâm vào giai đoạn cuối cùng là giai đoạn suy thoái.

Tuy nhiên, nếu chỉ nhìn ở khía cạnh chu kỳ sống của DN không thì chưa đủ, mà điều quan trọng hơn là việc huy động VCP hay gia tăng nợ vào thời điểm nào trong chu kỳ sống của DN phải gắn chặt với đặc điểm của nền kinh tế, cụ thể là tùy thuộc vào tình trạng tăng trưởng của nền kinh tế. Khi nền kinh tế đang trong giai đoạn tăng trưởng, tỷ số giá thu nhập của cổ phần thường có thể tăng, do đó DN có thể thoả mãn ý muốn bằng gia tăng thêm cổ phần thường. Bằng cách định thời điểm phát hành cổ phần thường để đạt được càng nhiều càng tốt lợi ích

cho mỗi cổ phần, DN có thể tối thiểu hoá số cổ phần cần thiết để huy động một lượng vốn cho sẵn, tránh được tình trạng loãng giá. Không những thế, với sự gia tăng của VCP thường còn nhằm cung cấp khả năng điều động cho phát hành nợ sau này trong giai đoạn phục hồi sắp tới của chu kỳ kinh doanh.

1.2.5 Các chỉ số tài chính dùng để đánh giá cấu trúc vốn của DN

1.2.5.1 Tỷ số nợ trên tài sản :

Một công ty có thể vay tiền cho các mục đích ngắn hạn, chủ yếu để bổ sung cho vốn lưu động, hoặc cho các mục đích dài hạn, chủ yếu để mua sắm nhà xưởng và thiết bị. Khi một công ty vay tiền cho hoạt động dài hạn, công ty đã tự cam kết thanh toán tiền lãi định kỳ và hoàn trả tiền nợ gốc vào thời điểm đáo hạn. Để làm việc này, công ty phải tạo ra đủ thu nhập nhằm trang trải các khoản nợ. Một trong những cách để xác định tình trạng nợ của một công ty là phân tích các hệ số nợ của công ty đó.

Hệ số nợ hay tỷ lệ nợ trên tài sản cho biết phần trăm tổng tài sản được tài trợ bằng nợ. Hệ số nợ càng thấp thì hiệu ứng đòn bẩy tài chính càng ít, hệ số nợ càng cao thì hiệu ứng đòn bẩy càng cao. Công thức như sau:

$$\text{Hệ số nợ} = \text{Tổng số nợ} / \text{Tổng tài sản}$$

Hệ số nợ cao có xu hướng phóng đại thu nhập của công ty, và hệ số nợ thấp có thể cho thấy việc sử dụng nợ không hiệu quả.

Khi xem xét hệ số nợ trong cấu trúc vốn của DN cần phải xem xét gắn liền với các quyết định đầu tư của DN, do vậy cần nghiên cứu góc độ hệ số nợ trên cơ sở nợ dài hạn.

Trên thực tế, hầu như có rất ít DN thực hiện tài trợ cho hoạt động SXKD của mình hoàn toàn bằng nguồn VCP. Nợ dài hạn luôn là một bộ phận quan trọng trong cấu trúc vốn. Tác dụng của nợ nói chung và nợ dài hạn nói riêng được thể hiện ở nhiều khía cạnh như đáp ứng nhanh cho nhu cầu vốn lưu động, cho đầu tư,

nhưng một trong những lợi ích của nợ đó là chi phí lãi vay được trừ trước khi xác định thu nhập chịu thuế của DN, trong khi cổ tức và thu nhập giữ lại thì không. Hệ số nợ càng cao thì hiệu quả mang lại cho DN càng cao trong trường hợp SXKD ổn định và kinh doanh có lãi. Hệ số nợ càng thấp thì mức độ an toàn càng đảm bảo trong trường hợp SXKD không ổn định và thua lỗ.

1.2.5.2 Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA):

Đây là một chỉ số thể hiện tương quan giữa mức sinh lợi của một công ty so với tài sản của nó. ROA sẽ cho ta biết hiệu quả của công ty trong việc sử dụng tài sản để kiếm lời. ROA được tính bằng cách chia thu nhập hàng năm cho tổng tài sản, thể hiện bằng con số phần trăm. Công thức tính như sau:

$$\text{ROA} = \text{Thu nhập ròng} / \text{Tổng tài sản}$$

ROA sẽ cung cấp cho bạn các thông tin về các khoản lãi được tạo ra từ lượng vốn đầu tư (hay lượng tài sản). ROA đối với các công ty cổ phần có sự khác biệt rất lớn và phụ thuộc nhiều vào ngành kinh doanh. Đó là lý do tại sao khi sử dụng ROA để so sánh các công ty, tốt hơn hết là nên so sánh ROA của mỗi công ty qua các năm và so giữa các công ty tương đồng nhau.

Tài sản của một công ty thì được hình thành từ vốn vay và vốn chủ sở hữu. Cả hai nguồn vốn này được sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của công ty. Hiệu quả của việc chuyển vốn đầu tư thành lợi nhuận được thể hiện qua ROA. ROA càng cao thì càng tốt vì công ty đang kiếm được nhiều tiền hơn trên lượng đầu tư ít hơn.

Các nhà đầu tư cũng nên chú ý tới tỉ lệ lãi suất mà công ty phải trả cho các khoản vay nợ. Nếu một công ty không kiếm được nhiều hơn số tiền mà nó bỏ ra để chi cho các hoạt động đầu tư, đó hiển nhiên không phải là một dấu hiệu tốt. Ngược lại, nếu ROA mà tốt hơn chi phí vay thì có nghĩa là công ty đang đạt hiệu quả kinh doanh cao.

1.2.5.3 Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE)

Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần (ROE) phản ánh mức thu nhập ròng trên vốn cổ phần của cổ đông (hay trên giá trị tài sản ròng hữu hình).

$$\text{ROE} = \text{Lợi nhuận ròng} / \text{Vốn cổ phần}$$

Trị giá ROE được tính bằng cách lấy lợi nhuận ròng theo niên độ kế toán sau khi đã trả cổ tức cho cổ phần ưu đãi nhưng trước khi trả cổ tức cho cổ phần thường, chia cho toàn bộ vốn chủ sở hữu (hay VCP) vào lúc đầu niên độ kế toán. Chỉ số này là thước đo chính xác nhất để đánh giá một đồng vốn bỏ ra và tích lũy được tạo ra bao nhiêu đồng lời. Hệ số này thường được các nhà đầu tư phân tích để so sánh với các cổ phiếu cùng ngành trên thị trường, từ đó tham khảo khi quyết định mua cổ phiếu của công ty nào. Tỷ lệ ROE càng cao càng chứng tỏ công ty sử dụng hiệu quả đồng vốn của cổ đông, có nghĩa là công ty đã cân đối một cách hài hòa giữa vốn cổ đông với vốn đi vay để khai thác lợi thế cạnh tranh của mình trong quá trình huy động vốn, mở rộng quy mô. Cho nên hệ số ROE càng cao thì các cổ phiếu càng hấp dẫn các nhà đầu tư hơn.

Khi tính toán được tỷ lệ này, các nhà đầu tư có thể đánh giá ở các góc độ cụ thể như sau:

- ROE nhỏ hơn hoặc bằng lãi vay ngân hàng, vậy nếu công ty có khoản vay ngân hàng tương đương hoặc cao hơn vốn cổ đông, thì lợi nhuận tạo ra cũng chỉ để trả lãi vay ngân hàng.

- ROE cao hơn lãi vay ngân hàng thì chúng ta phải đánh giá xem công ty đã vay ngân hàng và khai thác hết lợi thế cạnh tranh trên thị trường chưa để có thể đánh giá công ty này có thể tăng tỷ lệ ROE trong tương lai hay không.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trong mối quan hệ với sự thay đổi của cấu trúc vốn trong doanh nghiệp.

Tỷ suất lợi nhuận trên VCP càng cao thì trình độ sử dụng VCP của DN càng cao.

ROE cho biết một đồng VCP đem lại cho bao nhiêu đồng lợi nhuận sau khi đã trừ thuế thu nhập doanh nghiệp. Chủ sở hữu là người được phân phối lợi nhuận cuối cùng, sau chủ nợ và Chính phủ, phần lợi nhuận mà chủ sở hữu nhận được có thể bao gồm: lợi nhuận tạo ra từ chính VCP và phần lợi nhuận tạo ra từ sử dụng nợ khi chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế thấp hơn suất sinh lời trên tài sản.

Như vậy, điều kiện cần để một DN có thể sử dụng nợ trong cấu trúc vốn là suất sinh lời trên tài sản lớn hơn chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế và khi đó càng tăng nợ thì suất sinh lời trên VCP càng tăng. Ngược lại, DN không nên vay nợ nếu khả năng sinh lời của tài sản kém hơn chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế, vì việc sử dụng nợ chỉ làm giảm suất sinh lời trên VCP, làm giảm giá trị DN hay giảm giá cổ phiếu trên thị trường.

1.2.6 Các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp

1.2.6.1 Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC).

Chi phí sử dụng vốn là khoản chi phí mà công ty phải trả cho việc sử dụng một nguồn vốn cụ thể nào đó để tài trợ cho quyết định đầu tư

$$\mathbf{WACC = r_A = (W_D \times r_D) + (W_P \times r_P) + (W_E \times r_E \text{ hoặc } r_{NE})}$$

+ W_D : Tỷ lệ % nguồn tài trợ bằng nợ vay trong cấu trúc vốn.

+ W_P : Tỷ lệ % nguồn tài trợ bằng cổ phần ưu đãi trong cấu trúc vốn

+ W_E : Tỷ lệ % nguồn tài trợ bằng cổ phần thường trong cấu trúc vốn

+ r_D : Chi phí sử dụng vốn vay sau thuế.

+ r_P : Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi.

+ r_E : Chi phí sử dụng vốn từ thu nhập giữ lại

+ r_{NE} : Chi phí sử dụng vốn từ phát hành mới cổ phần thường.

$$(W_D + W_P + W_E = 1)$$

Mục tiêu của một quyết định tài chính không chỉ là tối đa hóa giá trị công ty mà còn cực tiểu hóa chi phí sử dụng vốn. Họ cho rằng luôn có sự tương đồng giữa hai mục tiêu này với nhau, tức là chi phí sử dụng vốn giảm đi sẽ làm tăng tỷ suất sinh lợi và từ đó làm tăng giá trị công ty.

Như vậy muốn gia tăng giá trị công ty trước hết phải tìm cách giảm thiểu chi phí sử dụng vốn, muốn giảm thiểu chi phí sử dụng vốn thì gia tăng đòn cân nợ. Bởi vì, chi phí sử dụng nợ luôn rẻ hơn chi phí sử dụng VCP (nhờ tấm chắn thuế) do đó gia tăng đòn cân nợ chắc chắn sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân.

1.2.6.2 Chi phí phá sản

Với lợi ích từ tấm chắn thuế do lãi vay đã làm tăng thu nhập ròng cho các cổ đông và dẫn đến làm tăng giá trị DN. Nhưng sự phá sản DN lại tạo ra mối liên kết thứ hai giữa quyết định tài chính và thu nhập của DN, diễn ra theo hướng ngược chiều với lợi ích từ tấm chắn thuế do lãi vay.

Phá sản là nguy cơ mà các DN cần phải tránh và chi phí phá sản phụ thuộc vào hai yếu tố là xác suất xảy ra phá sản và chi phí giải quyết phá sản. Về xác suất xảy ra phá sản: Trước hết không có gì phải ngạc nhiên khi đối với các DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì xác suất xảy ra phá sản càng lớn; trường hợp tiếp theo là do DN hoạt động trong môi trường cạnh tranh, khó có thể dự kiến được những biến động của môi trường kinh doanh có tác động xấu đến hoạt động DN, điều tất yếu là những DN có rủi ro kinh doanh càng lớn thì càng phải ít sử dụng đòn bẩy tài chính.

1.2.6.3 Đặc tính của doanh nghiệp

a) *Hình thức tổ chức*: Hình thức tổ chức có ý nghĩa quyết định trong việc tiếp cận các nguồn vốn. Theo quy định của luật pháp thì các DN đều có thể huy động nguồn vốn tài trợ nợ ngoài phần VCP. Tuy nhiên chỉ có CTCP mới có

quyền phát hành cổ phiếu để huy động vốn và nguồn tài trợ này chiếm ưu thế hơn hẳn các nguồn vốn chủ sở hữu trong các loại hình DN khác về khả năng huy động, quy mô cũng như tính thanh khoản.

b) Quy mô: Đối với các DN nhỏ thì khó khăn tiếp cận về các nguồn vốn là hết sức khó khăn. Với giá trị tài sản thấp, các yêu cầu về thế chấp của các định chế tài chính mà cụ thể là ngân hàng thương mại, sẽ là trở ngại lớn nhất cho DN trong sử dụng nguồn tài trợ nợ kể cả ngắn hạn và dài hạn. Mặt khác với quy mô nhỏ, rủi ro kinh doanh trong nền kinh tế thị trường là hết sức lớn, chính vì vậy giá cả cổ phiếu cũng như khả năng huy động vốn qua phát hành cổ phiếu trên thị trường chứng khoán hết sức hạn chế.

c) Lưu lượng dòng tiền: Đối với các DN có lưu lượng tiền tệ ổn định thì khả năng sử dụng cấu trúc vốn thâm dụng nợ là hoàn toàn có thể, vì với lưu lượng tiền tệ ổn định, DN sẽ có khả năng cao hơn về thanh toán các khoản chi trả định kỳ. Một DN dù trên báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh có lợi nhuận nhưng không đảm bảo dòng tiền thuần thu vào dương, thì cũng không có khả năng thanh toán nợ và lãi vay, thậm chí không có khả năng thanh toán cả các khoản thuế, tiền công, cổ tức cho cổ đông và các khoản phải trả khác.

d) Xếp hạng tín nhiệm của DN: Xếp hạng tín nhiệm là một yếu tố quan trọng để xây dựng hình ảnh của DN một cách thật sự ấn tượng trong con mắt của nhà đầu tư. Đối với các DN được xếp hạng tín nhiệm cao thì càng dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn.

đ) Bảo đảm quyền kiểm soát hay tác động ưu tiên của quản trị: Bảo đảm quyền kiểm soát để đáp ứng mục tiêu thu hút được sự ủng hộ của cổ đông trong hoạch định các chiến lược kinh doanh là điều quan trọng và cần thiết đối với Ban điều hành DN. Điều này còn đồng nghĩa với việc xây dựng và triển khai thực hiện các quyết định tài trợ, mà cụ thể là việc sử dụng những nguồn tài trợ nào để

đáp ứng cho các giai đoạn phát triển của DN mà vẫn bảo đảm được quyền kiểm soát

1.2.6.4 Đặc điểm hoạt động của ngành kinh doanh

a) Về tính chất hoạt động: Đối với các DN thuộc ngành xây dựng, ngành thương nghiệp luôn đòi hỏi nhóm tài sản lưu động có tỷ lệ cao, đi kèm với đó là nhu cầu nợ ngắn hạn càng lớn. Đối với các DN thuộc ngành nông nghiệp thì lại đòi hỏi nhu cầu nợ ngắn hạn và tạm thời theo mùa vụ. Đối với các DN thuộc các ngành công nghiệp thì lại đòi hỏi nhóm tài sản cố định có tỷ lệ cao đi kèm với nguồn nợ dài hạn và VCP. Các ngành có biến động lớn mang tính thời vụ trong doanh số thường đòi hỏi một tỷ lệ lớn nợ vay ngắn hạn linh động. Việc xem xét tính thích hợp của các loại vốn với loại tài sản cần tài trợ sẽ có thể rất quan trọng đối với các công ty trong lĩnh vực thương nghiệp bán lẻ, công nghiệp chế biến sản phẩm từ sản phẩm nông nghiệp.

b) Tính chất của cạnh tranh: Tính chất cạnh tranh trong ngành cũng có tác động đến tỷ trọng các loại nguồn vốn sử dụng. Không có sự đột kích của các nhà cạnh tranh khác, do vậy lợi nhuận của DN này có thể dự báo tương đối ổn định hơn các DN trong các ngành kinh doanh không được độc quyền. Sự ổn định lợi nhuận này là cơ sở giải thích cho việc các DN này chú trọng vào sử dụng đòn cân tài chính.

d) Điều tiết của Chính phủ: Với chính sách KT-XH ở nhiều quốc gia, các DN hoạt động trong lĩnh vực công ích thường được sự kiểm soát chặt chẽ bằng các quy định của luật pháp, điều này ảnh hưởng đến việc huy động nguồn vốn thích hợp để không ảnh hưởng đến lợi nhuận, thể hiện rõ nhất là các mức giá cả của hàng hoá dịch vụ cung cấp được điều tiết bởi quy định của Chính phủ. Từ giới hạn này đã quyết định trực tiếp đến lợi nhuận từ hoạt động SXKD của DN, do vậy DN khó có thể tìm được những nguồn vốn với các điều kiện hấp dẫn.

đ) Các tiêu chuẩn ngành: Đây là những tiêu chuẩn được hình thành trên cơ sở những quy luật được hình thành từ kinh nghiệm mang tính truyền thống đối với cấu trúc vốn của các DN lớn, có uy thế và tín nhiệm. Từ việc công bố các tỷ số bình quân cho nhiều ngành của các tổ chức định mức tín nhiệm, sẽ được các nhà đầu tư, các trái chủ sử dụng làm cơ sở để so sánh so sánh rủi ro tài chính của các DN, đo lường bằng các tỷ số thanh toán lãi vay, khả năng thanh toán chi phí tài chính và tỷ lệ đòn cân tài chính với các tiêu chuẩn hay định mức của ngành hoạt động, nếu không đạt được những điểm tương đồng với những tỷ số này thì DN sẽ gặp khó khăn trong huy động vốn hoặc sẽ phải trả giá với chi phí cao hơn. Nghiên cứu tác động của ngành hoạt động đến cấu trúc vốn là cơ sở khoa học cho các DN hoạch định cho mình một cấu trúc vốn tối ưu.

1.2.6.5 Đặc điểm của nền kinh tế:

Khi DN hoạch định một cấu trúc vốn trong hiện tại, DN phải xác định tính ổn định nhất thời trong một giai đoạn. Do vậy cấu trúc vốn của DN xây dựng phải gắn liền với dự báo triển vọng của nền kinh tế trong thời gian tới.

a) Chính sách phát triển kinh tế của nhà nước: Để khai thác tất cả các lợi thế về cạnh tranh cũng như khai thác tối đa nguồn nội lực, điều cần thiết của mỗi quốc gia phải xây dựng một chính sách kinh tế ổn định, xây dựng một thị trường tài chính lành mạnh, đủ khả năng đáp ứng cho yêu cầu phát triển SXKD của tất cả các loại hình DN, đặc biệt là CTCP. Trong xu thế hội nhập kinh tế toàn cầu, chính sách phát triển kinh tế của mỗi quốc gia phải xem xét đến những luật lệ, quy tắc ứng xử chung theo thông lệ quốc tế, khai thác tối đa những điều khoản, quy ước tích cực được dành cho những nước thành viên tham gia trong từng hiệp định, để xây dựng chính sách kinh tế nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh đối với những sản phẩm mà mỗi quốc gia có lợi thế cũng như bảo vệ nền sản xuất trong

nước, giảm tối thiểu những tác động tiêu cực của nền kinh tế thế giới có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế của quốc gia.

b) Sự phát triển của thị trường tài chính: Thị trường tài chính là nơi huy động các nguồn vốn trong xã hội để tài trợ ngắn hạn, trung hạn và dài hạn cho các chủ thể trong nền kinh tế, đặc biệt là các CTYNY. Đây là điều kiện quan trọng để các CTYNY có thể xây dựng cho mình một cấu trúc vốn thích hợp..

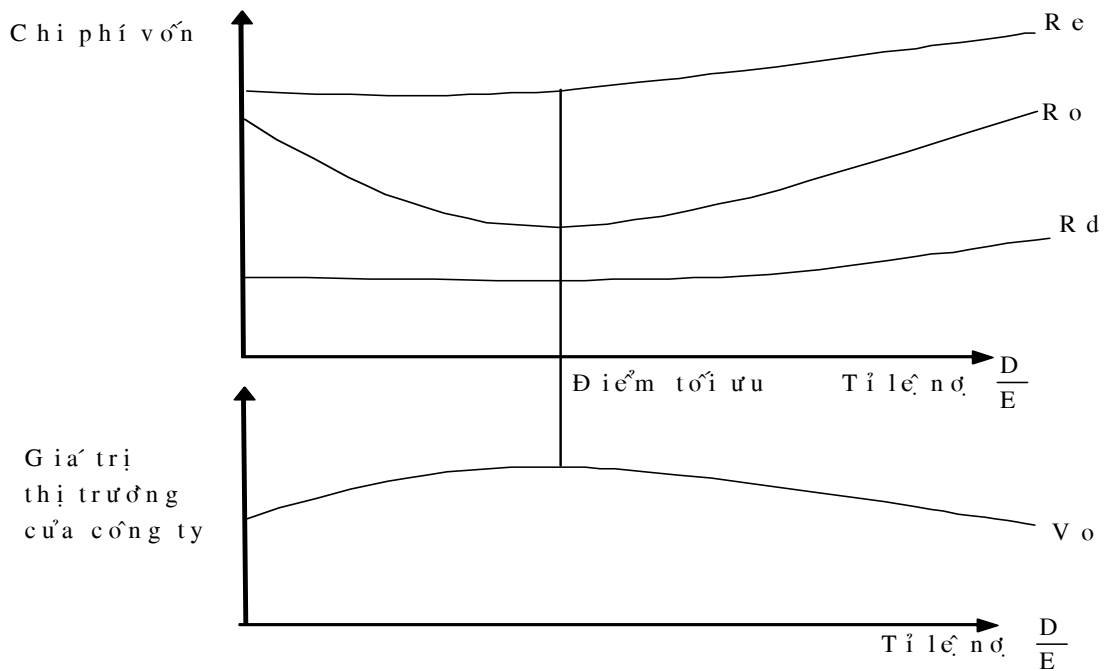
1.2.7 Các lý thuyết về cấu trúc vốn:

1.2.7.1 Lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu:

Lý thuyết này cho rằng có một cấu trúc vốn tối ưu mà ở đó ban lãnh đạo công ty có thể gia tăng giá trị công ty bằng cách sử dụng mức độ đòn bẩy phù hợp. Theo lý thuyết này công ty trước tiên có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) thông qua việc gia tăng sử dụng nợ vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn chi phí sử dụng các nguồn vốn khác do có khoản tiết kiệm thuế. Tuy nhiên không phải tỷ lệ nào trong cấu trúc vốn cũng tốt. Ta thấy khi tỉ số nợ tăng thì rủi ro cũng tăng do đó nhà đầu tư sẽ tăng lợi nhuận đòi hỏi. Mặc dù vậy, sự gia tăng lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư lúc đầu vẫn không bằng lợi ích từ việc sử dụng nợ vay đem lại, nhưng khi tỷ lệ nợ vay cứ tăng lên thì nhà đầu tư sẽ tiếp tục gia tăng lợi nhuận đòi hỏi và đến một lúc nào đó thì sự gia tăng lợi nhuận đòi hỏi sẽ xóa sạch lợi ích từ việc sử dụng nợ vay đem lại và buộc công ty phải đối diện với những rủi ro lớn. Như vậy, việc sử dụng nợ vay vừa có ưu điểm vừa có nhược điểm. Ưu điểm của việc sử dụng nợ vay là do lãi suất nợ vay được khấu trừ thuế nên công ty có thể huy động được vốn tại một mức chi phí tối ưu. Nhược điểm của sử dụng nợ vay là khi gia tăng tỷ lệ nợ vay thì rủi ro tài chính của công ty cũng tăng theo, và trước sự gia tăng của rủi ro tài chính, các cổ đông sẽ yêu cầu một mức cổ tức cao hơn để bù đắp rủi ro. Ngoài ra các chủ nợ trước sự gia tăng của rủi ro tài chính của công ty cũng sẽ tăng lãi suất cho vay lên để bù đắp rủi ro

mà họ phải gánh chịu và do đó chi phí sử dụng nợ vay cũng sẽ tăng lên. Theo lý thuyết nay thì cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc vốn mà ở đó chi phí sử dụng vốn là thấp nhất và do đó giá trị thị trường của công ty là cao nhất. Và điều này được minh họa qua đồ thị sau:

Đồ thị 1.3



Trong đó:

R_e : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

R_d : Chi phí sử dụng nợ vay

R_o : Chi phí sử dụng vốn bình quân

V_o : Giá trị công ty

D : Giá trị của nợ

E : Giá trị VCP

Như vậy, theo lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu thì chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cấu trúc vốn của công ty và có một cấu trúc vốn tối ưu.

1.2.7.2 Lý thuyết M&M về cấu trúc vốn công ty.

Lý thuyết này được hai nhà kinh tế học là Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra vào năm 1958. Lý thuyết M&M cho rằng trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, mà theo M&M thì thị trường vốn hoàn hảo là thị trường vốn thỏa mãn các điều kiện sau:

Không có chi phí giao dịch khi mua bán chứng khoán.

Có đủ số người mua và bán trong thị trường, vì vậy không có một nhà đầu tư riêng lẻ nào có một ảnh hưởng lớn đối với giá cả chứng khoán.

Có sẵn thông tin liên quan cho tất cả các nhà đầu tư và không mất tiền. Các nhà đầu tư có thể vay hay cho vay với cùng lãi suất. Thêm vào đó, giả định tất cả các nhà đầu tư đều hợp lý và có các kỳ vọng đồng nhất về lợi nhuận của một DN. Ngoài ra các DN hoạt động trong điều kiện tương tự, có cùng mức độ rủi ro kinh doanh và không phải nộp thuế thu nhập DN.

Trong điều kiện thị trường như vậy thì giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ, hay nói cách khác trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo thì giá trị của công ty là độc lập với cấu trúc vốn. Vì vậy, không có cấu trúc vốn nào là tối ưu và công ty cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cấu trúc vốn (định đề I của lý thuyết M&M trong trường hợp không thuế)

Ngoài ra cũng theo M&M trong thị trường vốn hoàn hảo thì chi phí sử dụng vốn bình quân không đổi trong khi chi phí sử dụng VCP tăng lên khi công ty gia tăng tỷ số nợ (định đề II lý thuyết M&M trong trường hợp không thuế)

Đến năm 1963, M&M đã sửa đổi lý thuyết của mình bằng cách đưa thêm thuế vào trong mô hình và lý thuyết M&M được phát biểu lại như sau: trong trường hợp có thuế, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế do sử dụng nợ (định đề I lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế).

Bên cạnh đó lý thuyết M&M cũng cho rằng: trong trường hợp có thuế chi phí sử dụng vốn bình quân giảm trong khi chi phí sử dụng VCP tăng lên khi công ty gia tăng tỷ số nợ (định đề II lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế)

Như vậy, theo lý thuyết M&M giá trị của công ty có sử dụng nợ sẽ tăng tuyến tính theo sự tăng lên của tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn, điều đó hàm ý rằng giá trị của công ty sẽ đạt cực đại khi cấu trúc vốn gồm toàn bộ là nợ vay. Nếu như vậy tại sao các công ty trong thực tế không sử dụng cấu trúc vốn toàn bộ là nợ vay để tận dụng lợi ích của lá chắn thuế nhằm làm gia tăng giá trị của công ty.

Thật ra ở đây M&M đã chưa xem xét tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích của lá chắn thuế bị giảm dần và đi đến triệt tiêu khi công ty gia tăng tỷ số nợ. Khi công ty tăng tỷ lệ nợ vay trong cấu trúc vốn, các nhà cho vay sẽ đòi hỏi mức lãi suất cho vay cao hơn để bù đắp rủi ro tài chính gia tăng của công ty, và mức lãi suất cho vay sẽ tăng rất cao nếu tỷ lệ nợ vay cứ gia tăng trong cấu trúc vốn. Và điều này làm gia tăng chi phí sử dụng nợ vay của công ty. Ngoài ra các nhà cho vay có thể ngừng cho công ty vay vốn nếu tỷ lệ nợ vay của công ty đã quá cao, điều này buộc công ty phải từ bỏ những dự án đáng lý ra có thể chấp nhận. Như vậy, công ty đã gánh chịu một chi phí cơ hội. Những chi phí này cùng với những chi phí khác mà phát sinh do việc gia tăng sử dụng nợ trong cấu trúc vốn của công ty sẽ tác động đồng thời những ngược chiều với lợi ích do lá chắn thuế mang lại. Đến một điểm nào đó các chi phí này sẽ vượt qua lợi ích của lá chắn thuế. Điểm đó gọi là điểm cấu trúc vốn tối ưu, giá trị công ty đạt cực đại và chi phí sử dụng vốn bình quân là thấp nhất. Khi công ty tiếp tục gia tăng nợ trong cấu trúc vốn, công ty sẽ vượt qua điểm cấu trúc vốn tối ưu, giá trị công ty bắt đầu giảm và chi phí sử dụng vốn bình quân bắt đầu tăng lên.

Tóm lại, trên đây là hai lý thuyết cơ bản nhất về cấu trúc vốn của công ty. Lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu cho rằng cấu trúc vốn có tác động đến chi phí sử

dụng vốn và giá trị công ty, điều này hàm chứa rằng có một điểm tối ưu mà ở đó chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty là nhỏ nhất và giá trị công ty là cao nhất. Ngược lại lý thuyết M&M cho rằng không có điểm tối ưu mà ở đó chi phí sử dụng vốn bình quân là thấp nhất và giá trị công ty là cao nhất. Kết luận này của M&M được đưa ra với giả định công ty hoạt động trong môi trường không có thuế thu nhập công ty, còn trong môi trường có thuế thì cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn bình quân và giá trị công ty.

1.2.8 Kinh nghiệm về xây dựng cấu trúc vốn của các CTCP của một số nước trên thế giới và bài học cho Việt Nam

Vận dụng các lý thuyết về cấu trúc vốn vào thực tế để hoạch định cấu trúc vốn tối ưu cho DN, đối với Việt Nam còn tương đối mới mẻ. Nhưng đối với các nước trên thế giới, đặc biệt là đối với các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, đã được tiến hành từ lâu và đã trở nên phổ biến.

Thứ nhất, hoạch định cấu trúc vốn phải đặt trong điều kiện cụ thể của từng nền kinh tế, của từng quốc gia và phải gắn kết với các dự báo về triển vọng phát triển của nền kinh tế. Nghĩa là, trong những điều kiện kinh tế khác nhau, những triển vọng kinh tế khác nhau của các quốc gia sẽ dẫn đến một sự khác biệt trong cấu trúc vốn của các công ty. Khi nền kinh tế tăng trưởng, một dự báo về lãi vay tăng cao sẽ làm gia tăng việc sử dụng nợ so với các loại vốn khác xét từ quan điểm lợi nhuận. Thực tế cho thấy đối với các nước mà có nền kinh tế phát triển, triển vọng kinh tế được dự báo khả quan như: Anh, Pháp, Mỹ, Đức, Ý, Nhật, Canada... các CTCP có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ vay từ các tổ chức tài chính trung gian trong cấu trúc vốn mặc dù TTCK ở các nước này phát triển rất mạnh.. Ở Mỹ, vốn mà các công ty vay từ các tổ chức tài chính trung gian gấp gần hai lần vốn nhận được từ TTCK. Riêng ở Nhật và Đức thì vốn vay từ các tổ chức tài chính trung gian của các công ty gấp gần mười lần so với vốn nhận được từ

TTCK. Còn ở các nước đang phát triển như Ấn Độ, Thái Lan, Malaysia, Philipine, Indonesia, nơi nền kinh tế còn chứa đựng nhiều bất ổn, các công ty lại có khuynh hướng sử dụng nhiều VCP trong cấu trúc vốn hơn là sử dụng nợ vay. Như vậy, các công sản sàng chấp nhận một mức rủi ro cao thông qua việc gia tăng sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn, miễn là nền kinh tế phát triển ổn định và có triển vọng tốt.

Thứ hai, các đặc điểm của ngành kinh doanh cũng ảnh hưởng và tác động đến việc xây dựng và hoạch định cấu trúc vốn của các công ty. Các đặc điểm của ngành kinh doanh có tác động và phân hóa cấu trúc vốn của các công ty theo ngành nghề. Một số nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn giữa các ngành công nghiệp khác nhau rất nhiều. Ở Mỹ, trong thập niên 90, tỷ lệ nợ dài hạn bình quân trong ngành xe hơi vào khoảng 43%, tỷ lệ này của ngành nhà hàng là 49%, ngành phân phối khí thiên nhiên 45%, ngành điện là 50% và máy tính là 21%. Tỷ lệ nợ của các công ty có khuynh hướng xoay quanh tỷ lệ nợ ngành.

Thứ ba, quy mô cũng ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn của công ty. Đối với các công ty có quy mô lớn, việc tiếp cận các nguồn vốn sẽ trở nên dễ dàng, từ đó tạo điều kiện cho công ty hoạch định được cấu trúc vốn phù hợp với cấu trúc vốn mục tiêu mà công ty đã đặt ra. Ngược lại, các công ty có quy mô nhỏ, việc tiếp cận với các nguồn vốn khác nhau sẽ gặp rất nhiều khó khăn, đặc biệt là đối với các khoản vay dài hạn. Vì không thể tiếp cận với nhiều loại vốn khác nhau từ nhiều nguồn khác nhau, các công ty nhỏ thường có một vị thế mặc cả tương đối kém khi tìm kiếm nguồn vốn. Và chính điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến cấu trúc vốn của công ty.

Thứ tư, Sự trợ giúp của Chính phủ, ngoài ra, theo một số nghiên cứu về cấu trúc vốn ở các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi như Ấn Độ, Malaysia, Philipine, Thái Lan, Indonesia cho thấy khi tỷ lệ giữa tài sản cố định trên TTS

tăng lên thì tỷ số nợ có khuynh hướng giảm. Như vậy, các công ty có quy mô tài sản cố định trên TTS càng lớn thì càng có khuynh hướng sử dụng ít nợ ở các nền kinh tế đang chuyển đổi.

Ngoài ra, theo một số nghiên cứu về cấu trúc vốn ở các nước có nền kinh tế đang chuyển đổi như Ấn Độ, Malaysia, Philipine, Thái Lan, Indonesia cho thấy khi tỷ lệ giữa tài sản cố định trên TTS tăng lên thì tỷ số nợ có khuynh hướng giảm. Như vậy, các công ty có quy mô tài sản cố định trên TTS càng lớn thì càng có khuynh hướng sử dụng ít nợ ở các nền kinh tế đang chuyển đổi.

Tóm lại, đối với các công ty, việc gia tăng đòn cân nợ phải xuất phát từ khả năng, năng lực của từng công ty kết hợp với sự trợ giúp của chính phủ trong việc tìm kiếm nguồn vốn, tạo sự ổn định của chính sách quản lý nguồn vốn của quốc gia.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Từ việc nghiên cứu những cơ sở lý luận chung về cấu trúc vốn, ta thấy có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của một CTYNY. Các nhân tố này lại không giống nhau giữa các CTYNY nên sẽ ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của từng công ty, và điều đó lý giải tại sao có sự khác nhau về tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn của các công ty khác nhau. Do vậy, sẽ không có một cấu trúc vốn tối ưu chung cho mọi CTYNY. Mặc khác, các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn thường xuyên thay đổi trong nền kinh tế thị trường, nên nhìn chung việc xây dựng cấu trúc vốn tối ưu cho một công ty chỉ mang tính tương đối. Vì vậy có thể nói cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc vốn mục tiêu mà các công ty hướng tới trong quá trình tạo lập và phát triển vốn cho công ty.

Chương 2

THỰC TRẠNG VỀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CTYNY TRÊN TTCK TP.HCM TRONG THỜI GIAN QUA

2.1 Kết quả hoạt động kinh doanh của các CTYNY trong thời gian qua.

Cùng với sự phát triển của TTCK, tham gia niêm yết đã giúp các CTYNY từng bước trưởng thành hơn trong hoạt động và được đánh giá là bộ phận công ty tiêu biểu cho nền kinh tế hội nhập. Theo đánh giá chung từ các báo cáo tài chính thì hiệu quả hoạt động chung của các CTYNY điển hình của các ngành được khảo sát là tương đối khả quan.

Bảng 2.1: Danh sách CTYNY được khảo sát

STT	TÊN CÔNG TY	MÃ CHỨNG KHOÁN
1	Công ty cổ phần Thủy sản An Giang	AGF
2	Công ty cổ phần Bao bì Bím Sơn	BPC
3	Công ty cổ phần bê tông Châu Thới	BT6
4	Công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long	CAN
5	Công ty cổ phần phát triển đầu tư công nghệ	FPT
6	Công ty cổ phần Nhựa Đà Nẵng	DPC
7	Công ty cổ phần SXKD và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	GIL
8	Công ty cổ phần xây lắp bưu điện Hà Nội	HAS
9	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD
10	Công ty cổ phần Giấy Hải Phòng	HAP
11	Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA

12	Công ty cổ phần nhiệt điện Phả Lại	PPC
13	Công ty cổ phần Cơ điện lạnh	REE
14	Công ty cổ phần Cấp & vật liệu viễn thông	SAM
15	Công ty cổ phần Hợp tác kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex	SAV
16	Công ty cổ phần Kho vận giao nhận Ngoại thương TP.HCM	TMS
17	Công ty cổ phần Nước giải khát Sài Gòn	TRI
18	Công ty cổ phần Thủy sản số 4	TS4

Tình hình chung về kết quả hoạt động của các công ty được khảo sát giai đoạn từ năm 2005 đến năm 2007 được thể hiện qua bảng sau:

Bảng 2.2: Tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CTYNY được khảo sát giai đoạn 2005-2007

Đvt: Triệu đồng

Chỉ tiêu	2007	2006	2005	Trung bình (2005-2007)
Doanh thu	25.707.208	32.559.070	21.258.418	
Lãi trước thuế	3.046.607	2.562.897	939.577	
% tăng doanh thu	78,96%	153,16%	100,00%	116,06%
% tăng lãi trước thuế	118,87%	272,77%	100,00%	195,82%

(Nguồn: Số liệu được tính toán từ các báo cáo tài chính của các CTYNY)

Qua bảng trên ta thấy tổng doanh thu của các công ty được khảo sát năm 2005 từ 21.258.418 triệu đồng đến năm 2006 là 32.559.070 triệu đồng, năm 2007 là 25.707.208 triệu, đạt tốc độ tăng trưởng trung bình hằng năm là 16,06%. Bên cạnh sự tăng lên của doanh thu là sự tăng lên không ngừng của lãi trước thuế. Lãi trước thuế đã tăng từ 939.577 triệu đồng năm 2005 đến 3.046.607 triệu đồng năm 2007, đạt tốc độ tăng trưởng trung bình hằng năm là 95,82%. Như vậy nhìn chung

các CTYNY đã hoạt động kinh doanh có hiệu quả trong giai đoạn 2005-2007. Qua đó, tốc độ tăng trưởng của lãi trước thuế cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng của doanh thu (95,82%- 16,06%) cho thấy các công ty kiểm soát tốt được các khoản chi phí trong quá trình hoạt động kinh doanh của mình.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế rất khác nhau đối với các công ty khác nhau, và cũng rất khác nhau qua các năm với từng công ty cụ thể .

Theo (phụ lục 1) tất cả các CTYNY đều có tốc độ tăng doanh thu và lãi trước thuế tăng bình quân hàng năm trong giai đoạn 2005-2007 tương đối cao. Hầu hết các công ty đều có tốc độ tăng lãi trước thuế cao hơn tốc độ tăng doanh thu, trong đó các công ty có tốc độ tăng lãi trước thuế cao hơn rất nhiều so với tốc độ tăng doanh thu là AGF (41,64% so với 24,07%), DPC (18,84% so với 8,81%), BPC (18,48% so với 9,12%), BT6 (45,89% so với 29,79%), FPT (73,03% so với 7,47%), GMD (17,31% so với 3,36%), TS4 (51,69% so với 45,47%), GIL (23,9% so với 5,52%), HAP (212,85% so với 36,64%), PPC (760,95% so với 76,40%), REE (150,19% so với 64,04%), TRI (65,37% so với 13,72%).

Doanh thu và hiệu quả kinh doanh của các công ty năm 2006 đạt cao hơn rất nhiều so với năm 2005, ngoại trừ các công ty TMS, HAP, KHA, TRI tuy doanh thu giảm nhưng hiệu quả kinh doanh vẫn cao so với năm 2005. Doanh thu của các công ty năm 2007 đạt cao hơn năm 2006, trong đó các công ty FPT, GMD, HAS, KHA có doanh thu giảm nhưng hiệu quả kinh doanh vẫn cao hơn so với năm 2006, ngoại trừ công ty PPC có hiệu quả kinh doanh giảm so với năm 2006.

Qua đó, tình hình hoạt động SXKD của các CTYNY được khảo sát tương đối khả quan, hoạt động SXKD đều có lãi qua các năm. Tuy nhiên, mức độ biến động của doanh thu và lãi trước thuế là tương đối lớn, điều đó cho thấy môi

trường hoạt động kinh doanh của các công ty đang chứa đựng nhiều yếu tố bất ổn định, đồng nghĩa với việc các công ty đang phải đối mặt với rủi ro kinh doanh tương đối cao trong hoạt động SXKD của mình.

2.2 Thực trạng cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM

2.2.1 Cơ cấu nợ trong nguồn vốn:

Việc xác định một cấu trúc vốn hợp lý nhất trong từng giai đoạn phát triển cũng như trong từng mục tiêu hoạt động có thể giúp công ty tối đa hoá lợi nhuận. Xây dựng một cấu trúc vốn hợp lý được xem như là một mục tiêu chiến lược tài chính quan trọng của công ty góp phần đưa công ty đạt được những kết quả khả quan hơn trong hoạt động SXKD của mình. Chỉ tiêu cơ bản nhất phản ánh cấu trúc vốn của công ty là hệ số nợ

Theo số liệu thu thập trên báo cáo tài chính niêm yết của các CTYNY trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (không tính các công ty hoạt động trên lĩnh vực tài chính, tín dụng), hệ số nợ qua 3 năm 2005- 2006- 2007 như sau:

Bảng 2.3: Hệ số nợ bình quân các CTYNY

Ngành	2007	2006	2005
Điện	53%	61%	62%
Xây dựng	32%	51%	61%
Thư ơng mại dịch vụ	44%	49%	59%
Sản xuất khác	33 %	42 %	52 %
Chế biến nông lâm thủy sản	41 %	44 %	67 %

Nguồn : www.vndirect.vn

Qua số liệu thống kê cho thấy các DN có xu hướng sử dụng nợ giảm dần qua các năm ở tất cả các ngành. Năm 2005, các DN ở các ngành nghiêng về sử

dụng nợ, năm 2006 chỉ có các DN ngành điện, ngành xây dựng có cấu trúc vốn nghiên về sử dụng nợ, năm 2007 chỉ có các DN ngành điện có cấu trúc vốn nghiên về sử dụng nợ.

Bảng 2.4: Hệ số nợ ngắn hạn bình quân của các CTYNY

Ngành	2007	2006	2005
Điện	8%	7%	9%
Xây dựng	33%	34%	38%
Thư ơng mại dịch vụ	35%	42%	46%
Sản xuất khác	33 %	42 %	44 %
Chế biến nông lâm thủy sản	37 %	37 %	55 %

Nguồn : www.vndirect.vn

Bảng 2.5: Hệ số nợ dài hạn bình quân của các CTYNY

Ngành	2007	2006	2005
Điện	45 %	54 %	54 %
Xây dựng	12 %	17 %	23 %
Thư ơng mại dịch vụ	9 %	7 %	11 %
Sản xuất khác	9 %	9 %	8 %
Chế biến nông lâm thủy sản	4 %	7 %	12 %

Nguồn : www.vndirect.vn

Từ phân tích cấu trúc nợ cho thấy hệ số ngắn hạn và dài hạn thể hiện xu hướng giảm mạnh chuyển sang tài trợ bằng VCP. Các DN ngành điện, ngành xây dựng có hệ số nợ dài hạn cao hơn nhiều so với hệ số nợ ngắn hạn, phù hợp với đặc điểm ngành là vốn đầu tư lớn, thời gian hoạt động dài.

Từ kết quả nghiên cứu này kết hợp với sự phát triển không đồng bộ của thị trường vốn, đặc biệt là thị trường trái phiếu DN chưa thật sự hình thành, có thể cho thấy sự khó khăn của các CTYNY trong việc huy động và sử dụng nguồn vốn tài trợ nợ trung, dài hạn và không khai thác được lợi ích từ tấm chắn thuế.

Để thấy rõ hơn cơ cấu nợ trong nguồn vốn của các DN các ngành, luận văn đi vào phân tích thực trạng cấu trúc vốn của 18 CTYNY được khảo sát giai đoạn 2005-2007.

Theo số liệu tài chính thu thập của 18 CTYNY, hệ số nợ của các CTYNY năm 2005-2006-2007 như sau: (Phụ lục 2)

Tỉ lệ nợ/TTS bình quân là 53,59% cho thấy các công ty thiên về sử dụng nợ, thể hiện một cấu trúc vốn tận dụng lá chắn thuế. Tuy nhiên, mức độ sử dụng nợ đối với từng công ty là rất khác nhau, phụ thuộc vào chính sách tài chính cũng như môi trường và tình hình kinh doanh của từng công ty cụ thể. Các Công ty có cấu trúc vốn nghiêng về sử dụng nợ như BT6 (59,21%), FPT(58,14%), HAS (61,86%), PPC (65,68%), SAV (51,03%), TRI (71,26%). Trong đó phần lớn là nợ ngắn hạn, Cụ thể tỉ lệ nợ ngắn hạn/TTS của BT6 (48,30%), DPC (37,78%), FPT (55,25%), HAS (59,06%), TRI (51,76%), nợ dài hạn chỉ chiếm tỉ lệ rất nhỏ, tạo ra những khó khăn nhất định cho các công ty trong việc hoạch định các chiến lược dài hạn. Chỉ công ty PPC là tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn với tỷ lệ 59,05%. Các công ty có tỉ lệ nợ/TTS thấp như BPC (18,97%), TMS (25,44%), GIL (20,64%), REE (26,42%).

Qua khảo sát, ta thấy tổng vốn, tổng nợ của các công ty tăng đều qua các năm, các công ty có tỷ số nợ giảm dần qua các năm chứng tỏ là phần vốn tăng thêm được tài trợ chủ yếu bằng vốn cổ phần. Cụ thể AGF , BPC, BT6, FPT, GMD, HAS, PPC, SAM, TMS, TS4, CAN, GIL, HAP, KHA, REE, SAV. Ngoại trừ Công ty DPC, TRI vẫn duy trì sử dụng nợ cho phần vốn tăng thêm. Năm 2005,

tỷ lệ nợ bình quân các công ty là 64,72%, năm 2006 là 56,01%, năm 2007 là 45,01%.

Trong cấu trúc vốn của các công ty có sử dụng nợ, nói chung là đã tận dụng được “tấm chắn thuế” do lãi vay mang lại. Nhưng lợi thế này đã không được tiếp tục phát huy ở năm 2007. Điều này thể hiện ở chỗ lợi nhuận ròng của các công ty có tăng nhưng không theo tỷ lệ thuận với nguồn vốn.

2.2.2 Tỷ suất sinh lợi vốn chủ sở hữu (ROE)

Tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế chỉ cho thấy được bề ngoài tình hình hoạt động SXKD, chưa thấy được hiệu quả thật sự trong việc sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận của công ty. Để thấy rõ hơn hiệu quả hoạt động kinh doanh của các CTYNY trong thời gian qua, hãy xem xét chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên VCP (ROE).

Chỉ tiêu ROE là chỉ tiêu rất quan trọng, đánh giá được khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này chỉ ra rằng một đồng vốn của cổ đông bỏ ra và tích lũy được tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế.

Việc nghiên cứu tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trong mối quan hệ với sự thay đổi của cấu trúc vốn có ý nghĩa kinh tế quan trọng cho các nhà quản lý doanh nghiệp khi quyết định sử dụng các nguồn tài trợ để thực hiện các phương án kinh doanh nhằm đạt lợi nhuận tối đa.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu càng cao thì trình độ sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp càng cao. Để tối đa hoá tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu thì doanh nghiệp cần xác định cho mình một cấu trúc vốn hợp lý, với sự thay đổi của cấu trúc vốn có ảnh hưởng trực tiếp đến sự biến động của tỷ suất lợi nhuận trên VCP.

Theo (phụ lục 3) ta thấy ROE bình quân 3 năm của các công ty có tỉ lệ trung bình là 18,96%, tức là 100 đồng vốn chủ sở hữu được đầu tư thì tạo ra 19

đồng lợi nhuận sau thuế. Điều này cho phép các công ty không những chi trả lãi ngân hàng mà còn tạo ra một khoản lợi nhuận khá lớn cho cổ đông. Trong các công ty có công ty có ROE cao hơn ROE bình quân các công ty, đó là FPT (74,08%). Tất cả các công ty có ROE bình quân cao hơn chi phí lãi vay sau thuế (8,64%), cụ thể là AGF (10,45%), BPC (14,17%), BT6 (12,56%), DPC (13,05%), FPT (74,08%), GMD (14,46%), HAS (15,29%), PPC (17,14%), SAM (13,53%), TMS(14,22%), TS4 (8,87%), CAN (14,21%), GIL (11,50%), HAP (14,41%), KHA (10,25%), REE (15,13%), SAV (8,70%), TRI (10,71%).

Qua khảo sát, ta thấy các công ty đều tăng VCP qua từng năm nhưng lợi nhuận ròng không tăng theo tỉ lệ thuận với VCP, cho thấy hiệu quả sử dụng VCP giảm qua các các năm. Cụ thể là AGF, BT6, FPT, GMD, HAS, SAM, TMS, TS4, CAN, GIL, HAP, KHA, REE, SAV. Riêng các công ty có ROE năm 2007 cao hơn năm 2005 là BPC, DPC, PPC, TRI.

Xét năm 2007, ta thấy ROE của các công ty có tỉ lệ trung bình là 17,04% tức là cứ 100 đồng vốn chủ sở hữu được đầu tư thì tạo ra 17 đồng lợi nhuận sau thuế, thấp hơn tỉ lệ bình quân các công ty qua 3 năm (18,96%). Hai công ty có ROE cao hơn ROE bình quân các công ty, đó là FPT (71,67%), PPC (21,55%). Các công ty có ROE cao hơn chi phí sử dụng lãi vay sau thuế (8,64%), cụ thể BPC (14,9%), BT6(11,96%), DPC (14,13%), FPT (71,67%), GMD (8,88%), HAS (9,08%), PPC (21,55%), TMS (9,4%), CAN (12,6%), HAP (14,78%), REE (12,96%), TRI (10%). Các công ty có ROE thấp hơn chi phí sử dụng lãi vay sau thuế (8,64%) là AGF (6,12%), SAM (8,09%), TS4(6,67%), GIL (7,96%), KHA (5,65%), SAV (5,39%).

Các công ty trên đều có tỉ lệ nợ trên tổng vốn thấp so với VCP nhưng lại có hiệu quả sử dụng VCP tương đối cao. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là các công ty nên tiếp tục huy động bằng nguồn VCP. Bởi vì sự gia tăng của ROE

đến một giới hạn nào đó nó sẽ tăng chậm dần, thậm chí nó có thể giảm xuống do việc sử dụng quá nhiều VCP. Mặt khác do chi phí sử dụng VCP cao. Hơn nữa, nếu phát hành thêm cổ phần mới thì ảnh hưởng đến quyền kiểm soát của các cổ đông hiện hữu. Qua khảo sát, ta thấy ROE các công ty bình quân năm 2005 là 13,04%, năm 2006 là 26,59%, năm 2007 là 17,04%.

2.2.3 Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

Thực trạng chi phí sử dụng vốn bình quân của các CTYNY khảo sát được phân tích qua bảng dưới đây:

Bảng 2.6 Chi phí sử dụng vốn bình quân các CTYNY được khảo sát giai đoạn 2005-2007

CHỈ TIÊU	CÔNG TY									
	AGF	BPC	BT6	DPC	FPT	GMD	HAS	PPC	SAM	TMS
r_E	9,35%	21,48%	9,94%	15,98%	10,16%	11,25%	11,37%	9,96%	17,78%	9,95%
r_D^*	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%
W_D	33,50%	18,97%	59,21%	43,42%	58,14%	37,50%	61,86%	65,68%	35,93%	25,44%
W_E	66,50%	81,03%	40,79%	56,58%	41,86%	62,50%	38,14%	34,32%	64,07%	74,56%
WACC	9,11%	19,04%	9,17%	12,79%	9,28%	10,27%	9,68%	9,09%	14,50%	9,62%

CHỈ TIÊU	CÔNG TY								
	TS4	CAN	GIL	HAP	KHA	REE	SAV	TRI	Bình quân
r_E	11,85%	17,63%	10,28%	15,28%	15,52%	9,85%	13,33%	29,59%	13,92%
r_D^*	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%
W_D	33,78%	37,40%	20,64%	35,26%	41,87%	26,42%	51,03%	71,26%	42,07%
W_E	66,22%	62,60%	79,36%	64,74%	58,13%	73,58%	48,97%	28,74%	57,93%
WACC	10,77%	14,27%	9,94%	12,94%	12,64%	9,53%	10,94%	14,66%	11,57%

Chi phí sử dụng VCP trung bình là 13,92% cao hơn chi phí sử dụng vốn vay sau thuế là 5,28% (13,92%-8,64%) đã làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân cao hơn chi phí sử dụng sau thuế là 2,93% (11,57%-8,64%).

Như vậy, do chi phí sử dụng vốn cổ phần trung bình của các công ty được khảo sát cao (13,92%) và tỷ trọng của vốn cổ phần trong cấu trúc vốn trung bình cao (57,93%) nên đã làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cao hơn chi phí sử dụng vốn vay sau thuế.

Trong số các công ty được khảo sát, có 7 công ty có chi phí sử dụng vốn bình quân WACC cao hơn số trung bình như BPC (21,48%), DPC (15,98%), SAM (17,78%), CAN (17,63%), HAP (15,28%), KHA (15,52%), TRI (29,59%). Bên cạnh đó, cả 7 công ty này cũng đều có chi phí sử dụng vốn cổ phần cao hơn bình quân, cụ thể như BPC (19,04%), DPC (12,79%), SAM (14,5%), CAN (14,27%), HAP (12,94%), KHA (12,64%), TRI (14,66%).

Như vậy, để giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân, các công ty nên tăng vốn vay vì chi phí sử dụng vốn vay thấp (8,64%) thấp hơn rất nhiều so với chi phí sử dụng vốn cổ phần trung bình (13,92%). Bằng cách này, tỷ trọng vốn vay sẽ gia tăng và tỷ trọng vốn cổ phần sẽ giảm, do đó WACC sẽ giảm.

Như vậy, trong điều kiện chi phí sử dụng vốn cổ phần lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay, việc các công ty thâm dụng vốn cổ phần sẽ không tối ưu hoá được cấu trúc vốn vì chưa tối thiểu hoá được chi phí sử dụng vốn cổ phần.

Tuy nhiên, liệu các công ty có nên mở rộng quy mô vay nợ hay không còn phải xét thêm ROA.

2.2.4 Tỷ suất sinh lợi trên Tổng tài sản (ROA)

Theo số liệu tài chính của các CTYNY được khảo sát, ta tính được ROA như sau (Phụ lục 4):

Căn cứ vào ROA bình quân của từng công ty giai đoạn 2005-2007, Các công ty có ROA bình quân cao hơn chi phí sử dụng nợ vay sau thuế (8,64%), cụ thể BPC (11,48%), FPT(13,37%), GMD(8,87%), SAM (8,67%), TMS (10,60%), CAN (8,81%), GIL (9,13%), HAP (9,17%), REE (11,1%).

Tổng tài sản của đa số các công ty đều tăng hàng năm, ngoại trừ công ty PPC có tổng tài sản giảm (từ 10.725.281 tr đồng-> 9.682.285 tr.đồng). Các công ty có tổng tài sản tăng nhưng ROA lại giảm, cụ thể AGF(7,44%-> 4,5%), GMD (14,35%->6,17%), SAM(10,57%->6,4%), TMS (15,22%->7,96%), TS4 (6,78% ->5,20%), CAN(8,95%->8,08%), GIL (10,52%->6,90%), KHA(8,31%->3,70%), SAV (6,14%>2,90%), TRI (3,79%->2,27%). Như vậy, các công ty trên có cấu trúc vốn bất hợp lý dẫn đến hiệu quả sử dụng tài sản năm 2007 thấp hơn các năm trước.

Ở chương I, luận văn đã đưa ra lý luận: Điều kiện cần để một doanh nghiệp có thể sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn là suất sinh lời trên tài sản lớn hơn chi phí sử dụng nợ vay bình quân sau thuế và khi đó càng tăng nợ thì suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu càng tăng. Ngược lại, doanh nghiệp không nên vay nợ nếu khả năng sinh lời của tài sản kém hơn chi phí sử dụng nợ vay sau thuế, vì việc sử dụng nợ chỉ làm giảm suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, làm giảm giá trị doanh nghiệp hay giảm giá cổ phiếu trên thị trường.

Như vậy, khi xét ROA bình quân của từng công ty, so với chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế là 8,64%, ta thấy các công ty có ROA> chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế như BPC (11,48%), FPT (13,37%), GMD (8,87%), SAM (8,67%), TMS (10,60%), CAN (8,81%), GIL (9,13%), HAP (9,17%), REE (11,10%), các công ty này có thể sử dụng nợ vay, vì việc sử dụng nợ vay làm tăng suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, tăng giá trị doanh nghiệp.

Qua bảng 2.7, ta thấy trong các công ty được sử dụng nợ nêu trên thì chỉ có FPT có hệ số nợ cao (58,14%), các công ty BPC (18,97%), GMD (37,5%), SAM (35,93%), TMS (25,44%), CAN (37,40%), GIL (20,64%), HAP (35,26%), REE (26,42%) có hệ số nợ thấp nên cần gia tăng sử dụng nợ để tận dụng lá chắn thuế tăng hiệu quả SXKD, tăng khả năng cạnh tranh. Mặt khác, trong các công ty không nên vay nợ thì có các công ty có hệ số nợ cao, cần giảm nợ ngay như BT6(59,21%), HAS (61,86%), PPC (65,68%), SAV (51,03%), TRI (71,26%).

Xét ROA năm 2007 của từng công ty, so với chi phí sử dụng nợ vay sau thuế là 8,64%, ta thấy các công ty có thể sử dụng nợ vay là BPC (12,44%), FPT (13,77%), HAP (10,01%), REE (10,06%).

Tương tự, qua bảng 2.7, các công ty BPC (16,52%), FPT (57,77%), HAP (30,59%), REE (21,98%) nên cần gia tăng nợ trong cấu trúc vốn. Ngược lại các công ty khác không nên vay nợ, cụ thể là các công ty có hệ số nợ cao như BT6 (55,61%), HAS (48,30%), PPC (60,49%), SAV (46,25%), TRI (74,29%).

2.2.5 Đánh giá cấu trúc vốn một số CTYNY điển hình:

Thông qua việc phân tích các tỷ số đòn cân tài chính của các CTYNY điển hình để đánh giá mức độ mà CTYNY tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình bằng vốn vay.

- **Công ty cổ phần nhiệt điện Phả Lại (PPC)** : Là DN hoạt động trong lĩnh vực sản xuất điện với sản lượng chiếm 10% sản lượng điện sản xuất của cả nước và 40% sản lượng điện của miền Bắc có thể nói đây là một trong những DN tiêu biểu của ngành.

Bảng 2.7: Một số tỷ số tài chính của PPC qua 3 năm 2005-2006-2007

Tỷ số	2007	2006	2005
Tỷ số nợ trên tài sản	60,49%	65,01 %	71,03 %

Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	153,13 %	185,79 %	183,37 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	134,78 %	169,31 %	163,8 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	253,13 %	285,79 %	283,37 %
Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần	21,55%	26,39%	0,65%
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	8,51%	9,23%	0,19%

Nguồn : www.vndirect.vn

Qua tỷ số nợ trên tài sản, cho thấy trên 60% tài sản của DN được tài trợ bằng nợ vay và tỷ số nợ trên tài sản của PPC cao hơn mức bình quân ngành. Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản năm 2005 (0,19%), năm 2006 tăng lên đạt (9,23%), năm 2005(8,51%) cho phép DN sử dụng nợ vay. Với tính chất là ngành sản xuất không có yếu tố cạnh tranh trong thời điểm hiện nay, với cấu trúc vốn qua 3 năm 2005 đến 2007 cho thấy DN đã sử dụng cấu trúc thâm dụng nợ mà chủ yếu là nợ dài hạn là phù hợp với đặc điểm ngành. Đối với tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần có xu hướng nhỏ hơn hơn tỷ số nợ trên vốn cổ phần cho thấy DN đang có sự gia tăng sử dụng nợ ngắn hạn. Do xác định sản xuất chính của DN hiện nay và những năm tiếp theo là sản xuất điện và sản phẩm là điện năng, nên DN chưa đặt ra chiến lược nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới. Với hai nhà máy đang hoạt động, một nhà máy đưa vào hoạt động từ năm 1983 hiện đã khấu hao hết và một nhà máy mới đưa vào sử dụng năm 2001, DN có nguồn vốn khấu hao khá lớn (1.000tỷ/năm). DN đã xây dựng chính sách phân phối cổ tức : 90% lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức và 10% lợi nhuận sau thuế cho quỹ dự phòng tài chính, đầu tư phát triển và khen thưởng, phúc lợi.

Nhận xét : Với lợi thế độc quyền và nhu cầu về sản phẩm điện năng là rất lớn trong sự phát triển của nền kinh tế, nhưng DN đã không tận dụng hết tất cả các khả năng về sử dụng nợ, đặc biệt là nợ dài hạn do đặc điểm ngành. Với

nguồn vốn khấu hao, nguồn lợi nhuận đạt được khá lớn, đủ khả năng thanh toán lãi vay, nhưng DN đã không nghiên cứu để triển khai các dự án đầu tư để mở rộng quy mô, khai thác tối đa lợi ích từ tấm chắn thuế để gia tăng giá trị DN và lợi ích cho cổ đông, điều đáng ngại là DN đang sử dụng nguồn lực tài chính quý giá của mình vào lĩnh vực đầu tư tài chính, là một lĩnh vực mới mẻ, không phù hợp với đặc điểm ngành và chiến lược kinh doanh lâu dài của DN.

- **Công ty cổ phần bê tông 620 Châu Thới (BT6)**: Là DN khá lớn và có thương hiệu trong sản xuất các sản phẩm bê tông và xây dựng công nghiệp.

Bảng 2.8 : Một số tỷ số tài chính của BT6 qua 3 năm 2005-2006-2007

Tỷ số	2007	2006	2005
Tỷ số nợ trên tài sản	55,61 %	52,66 %	74,63 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	125,28 %	111,24 %	294,23 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	28 %	18 %	45 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	225,28 %	211,24 %	394,23 %
Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần	11,96%	10,90%	18,81%
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	5,31%	5,16%	4,77%

Nguồn : www.vndirect.vn

Qua tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản thấp hơn chi phí lãi vay sau thuế năm 2005 (4,77%), năm 2006 (5,16%) và năm 2007 (5,31%) và tỷ suất sinh lợi trên VCP giảm qua các năm khuyến cáo DN không nên sử dụng nợ vay và thực tế cho thấy DN đã có sự cẩn trọng trong sử dụng nợ, cụ thể tỷ số nợ trên tài sản đã giảm mạnh từ 74,63% (2005) xuống còn 55,61 % (2007). Tuy nhiên khi đi vào phân tích tỷ số nợ dài hạn trên VCP thể hiện rất thấp so với tỷ số nợ trên VCP, cho thấy DN đã sử dụng phần lớn nợ là tín dụng thương mại phi lãi suất và những khoản phải trả ngắn hạn, về cơ bản cũng thể hiện sự phù hợp với đặc điểm ngành

là sử dụng phần lớn là nợ ngắn hạn. Tuy nhiên các khoản đầu tư tài chính của DN cũng đã lên đến 133 tỷ đồng vào cuối năm 2007, chiếm gần 18 % tổng tài sản của DN, cho thấy DN cũng đầu tư khá lớn vào lĩnh vực này.

Nhận xét: Với lĩnh vực xây dựng là một ngành đang có chiều hướng phát triển chung với xu hướng của nền kinh tế Việt Nam, qua phân tích cấu trúc vốn của DN đã thể hiện sự thiếu đầu tư trong chiến lược SXKD dài hạn về gia tăng quy mô và năng lực cạnh tranh, nhất là đầu tư vào máy móc thiết bị công nghệ cao trong lĩnh vực xây dựng, cũng như không đánh giá đúng các yếu tố rủi ro trong hoạt động đầu tư tài chính.

- **Công ty cổ phần phát triển đầu tư công nghệ (FPT)** : Là DN hàng đầu của Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất phần mềm, dịch vụ, thương mại với các sản phẩm chủ yếu là dịch vụ viễn thông, phân phối thiết bị công nghệ thông tin.

Bảng 2.9 : Một số tỷ số tài chính của FPT qua 3 năm 2005-2006-2007

Tỷ số	2007	2006	2005
Tỷ số nợ trên tài sản	57,77 %	50,46 %	70,86 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	125,28 %	111,24 %	294,23 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	28 %	18 %	45 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	225,28 %	211,24 %	394,23 %
Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần	71,67%	73,93%	81,56%
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	13,77%	13,21%	12,64%

Nguồn : www.vndirect.vn

Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản tăng đều qua các năm 2005 (12,64%), năm 2006(13,21%), năm 2007 (13,77%) và cao hơn nhiều so với chi phí sử dụng nợ vay sau thuế cho phép công ty chọn lựa cấu trúc thâm dụng nợ. Kết quả số liệu cho thấy DN đã sử dụng chủ yếu là cấu trúc thâm dụng nợ, với tỷ số nợ trên

tài sản từ 70,86 % (2005) có giảm xuống 50,46 % (2006) nhưng tăng lên lại 57,77 % (2007). Tỷ số nợ dài hạn trên VCP giảm mạnh, nhưng tỷ số nợ trên vốn cổ phần ở mức cao, cho thấy DN đã sử dụng phần lớn các khoản tín dụng thương mại phi lãi suất và các khoản phải trả ngắn hạn, thể hiện sự phù hợp với đặc điểm ngành dịch vụ, thương mại.

Nhận xét: Là DN có nhiều chức năng hoạt động, nhưng có thể nhận định dịch vụ thương mại là những hoạt động chính của FPT, cho thấy việc sử dụng tỷ lệ nợ dài hạn thấp và sử dụng nợ ngắn hạn cao, cho thấy DN đã có sự phân tích trong hoạch định cấu trúc vốn nhằm phòng ngừa rủi ro tài chính.

- Công ty cổ phần dược phẩm Imexpharm (IMP): là DN sản xuất trên lĩnh vực dược phẩm.

Bảng 2.10 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của IMP năm 2005-2006-2007

Tỷ số	2007	2006	2005
Tỷ số nợ trên tài sản	12,47 %	23,1 %	46,39 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	14,24 %	30,1 %	86,56 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	0,14 %	0,2 %	2,89 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	114,26 %	130,1 %	186,56 %
Khả năng thanh toán lãi vay	84,12 lần	19,59 lần	4,92 lần

Nguồn : www.vndirect.vn

Từ tỷ số nợ trên tài sản từ 46,39 % (2005) đã giảm xuống 23,1 % (2006) và tiếp tục giảm xuống 12,47 % (2007), cho thấy DN đang chuyển dần từ cấu trúc vốn thâm dụng nợ sang cấu trúc vốn sử dụng VCP. Tương ứng thì tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần cũng đã giảm từ 2,89 % (2005) còn 0,14 % (2007), đồng thời nợ ngắn hạn cũng giảm mạnh. Chính từ việc giảm sử dụng nợ cho thấy khả năng thanh toán lãi vay của DN đã tăng lên khá lớn. Đối với lĩnh vực đầu tư tài chính

đến cuối năm 2007 là gần 180 tỷ, chiếm trên 31% tổng nguồn vốn. Số vốn đầu tư tài chính này còn gấp 4 lần giá trị tài sản cố định của DN vào cuối năm 2007.

Nhận xét: Qua phân tích cấu trúc vốn của DN, có thể cho thấy đây là một minh họa tiêu biểu cho sự bất hợp lý trong hoạch định cấu trúc vốn. Là DN trong lĩnh vực sản xuất nhưng DN lại không sử dụng đến nợ dài hạn, kể cả việc giảm nợ ngắn hạn và mở rộng sang lĩnh vực đầu tư tài chính, trong khi khả năng thanh toán lãi vay của DN ở con số khá cao. Điều này thể hiện việc quản trị tài chính không chuyên nghiệp, thiếu sự nghiên cứu ứng dụng lý thuyết tài chính DN trong tài trợ và sử dụng vốn kết hợp với nghiên cứu và triển khai các dự án đầu tư, khi mà các DN ngành sản xuất của Việt Nam nói chung và trên lĩnh vực được phẩm nổi riêng phụ thuộc phần lớn vào nguyên liệu nhập khẩu, máy móc thiết bị ở trình độ lạc hậu, dẫn đến khả năng cạnh tranh hết sức kém.

- **Công ty cổ phần xuất nhập khẩu thủy sản An Giang (AGF)** : Là một DN khá nổi tiếng, có quy mô tương đối và thương hiệu trong lĩnh vực chế biến các sản phẩm thủy sản, có thể xem đây là DN điển hình cho ngành, vì trong nhiều năm liền doanh thu xuất khẩu thủy sản chiếm vị trí hàng đầu trong toàn ngành nông lâm thủy sản.

Bảng 2.11 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của AGF năm 2005-2006-2007

Tỷ số	2007	2006	2005
Tỷ số nợ trên tài sản	26,35 %	35,87 %	49,90 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	35,78 %	55,92 %	147,26 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	0,11 %	0,47 %	10,74 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	135,78 %	155,92 %	247,26 %
Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần	6,12%	15,52%	21,97%
Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	4,50%	9,95%	7,44%

Nguồn : www.vndirect.vn

Qua phân tích cấu trúc vốn cho thấy DN cũng đang chuyển hướng sang sử dụng cấu trúc vốn thâm dụng VCP như IMP, cụ thể từ tỷ số nợ trên tài sản giảm từ 49,90 % (2005) đã giảm xuống còn 26,35 % (2007). Tỷ số nợ trên vốn cổ phần giảm mạnh kết hợp với tỷ số nợ dài hạn trên VCP từ con số 10,74 % (2005) xuống chỉ còn 0,11% (2007), cho thấy DN giảm sử dụng nợ kể cả nợ dài hạn lẫn nợ ngắn hạn. Giá trị các khoản đầu tư tài chính đến cuối năm 2007 cũng đã lên đến 174 tỷ, chiếm 20% tổng nguồn vốn của DN.

Nhận xét: Là DN sản xuất, chế biến mặt hàng thủy sản, một sản phẩm có ưu thế cạnh tranh của Việt Nam trên thương trường, nhưng DN phải thu hẹp sử dụng vốn dài hạn lẫn ngắn hạn, dùng một tỷ lệ khá lớn tài sản của DN để đầu tư trên lĩnh vực tài chính, cho thấy DN đã có sự phân tích ROA và thấy được rủi ro khi tiếp tục sử dụng nợ vay nên đã giảm mạnh nợ vay qua các năm. Điều này cho thấy CTV không phù hợp với đặc điểm ngành và không được tận dụng lợi ích từ “lá chắn thuế”.

2.3 Những tồn tại và nguyên nhân của những tồn tại trong cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM trong thời gian qua

2.3.1 Những tồn tại trong hoạt động của cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM

Qua khảo sát cấu trúc vốn và các tỷ số tài chính của các CTYNY điển hình có thể nhận thấy:

- Đối với ngành sản xuất điện sử dụng nợ dài hạn khá lớn, chiếm tỷ trọng cao so với tổng nợ, phù hợp với đặc điểm ngành là thời gian hoạt động dài, vốn đầu tư lớn. Tuy nhiên về tỷ lệ nợ dài hạn trên nguồn vốn ở mức trung bình và có xu hướng giảm, tỷ lệ nợ ngắn hạn lại gia tăng, không chú trọng sử dụng nguồn lợi

nhuận sau thuế để đầu tư phát triển, cho thấy các DN trong lĩnh vực sản xuất điện chưa định hướng về một chiến lược đầu tư trong hiện tại và tương lai, chưa chú trọng đến hoạch định một cấu trúc vốn tối ưu, trong khi điều kiện hết sức thuận lợi là không có sự cạnh tranh và nhu cầu về sản phẩm điện đang hết sức cần thiết cho phát triển kinh tế của đất nước.

- Đối với ngành xây dựng thì xu hướng sử dụng nợ trên nguồn vốn giảm dần, kể cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Kết quả cho thấy các DN trong ngành xây dựng chưa nghiên cứu, đầu tư sử dụng các công nghệ mới trong hoạt động thi công xây dựng, chưa khai thác tốt nguồn nợ ngắn hạn cho hoạt động SXKD, thể hiện việc hoạch định ngân sách vốn cũng chưa thật sự hợp lý.

- Ngành thương mại dịch vụ thể hiện rõ nét nhất về cấu trúc vốn thâm dụng VCP, nhưng xu hướng giảm dần về nợ ngắn hạn, không đảm bảo nguyên tắc tương thích và khai thác sử dụng nhu cầu vốn ngắn hạn thường xuyên trong hoạt động mua bán hàng hoá phù hợp với đặc điểm của ngành. Còn nợ dài hạn có xu hướng tăng nhẹ, đây cũng là dấu hiệu khả quan, đặc biệt là các hoạt động dịch vụ phục vụ cho sản xuất công nghiệp, xuất nhập khẩu, cơ sở vật chất để phát triển hệ thống phân phối, khi nền kinh tế của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định và ở mức khá cao qua những năm gần đây, đòi hỏi sự gia tăng đầu tư những tài sản có tính chất sử dụng dài hạn cho dịch vụ vận chuyển, xếp dỡ, bảo quản hàng hóa, cụm cảng công nghiệp.

- Đối với ngành sản xuất các sản phẩm khác cũng cho thấy xu hướng giảm sử dụng nợ, trong đó nợ ngắn hạn giảm khá mạnh còn nợ dài hạn có tăng nhưng ở mức khá thấp, điều này thể hiện biểu hiện không phù hợp về cấu trúc vốn với đặc điểm ngành, là điều cần phải xem xét, vì đối với các DN hiện nay chủ yếu hình thành từ các DN nhà nước theo chủ trương cổ phần hóa, đa phần máy móc thiết bị, quy trình công nghệ đã lỗi thời, lạc hậu, hoạt động sản xuất chủ yếu phục vụ

cho nhu cầu tiêu dùng nhưng lại không chú trọng khai thác nguồn tài trợ nợ dài hạn lẫn ngắn hạn, cho thấy chiều hướng phát triển khá lúng túng, chưa thật sự tìm được một chiến lược SXKD mới trong tình hình hội nhập kinh tế.

- Đối với ngành sản xuất chế biến các sản phẩm nông lâm thủy sản thì xu hướng sử dụng nợ có chiều hướng giảm rõ rệt về cả nợ ngắn hạn lẫn nợ dài hạn. Cho thấy rõ ràng nhất thực trạng của ngành sản xuất chế biến từ các nguyên liệu là nông lâm thủy sản không có dấu hiệu lạc quan, thiếu nghiên cứu các dự án đầu tư và phát triển chiều sâu trong hoạt động SXKD, dẫn đến sự mất cân đối trong sử dụng các nguồn vốn.

Từ những nhận định trên, có thể đưa ra một đánh giá chung là việc hoạch định cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM trong thời gian qua được hình thành theo cảm tính tự nhiên của các nhà quản trị DN, thiếu sự nghiên cứu hoạch định cấu trúc vốn trong mối quan hệ với chính sách thuế, thiếu sự nghiên cứu và ứng dụng lý luận tài chính DN hiện đại trong hoạch định cấu trúc vốn. Như vậy cấu trúc vốn của các CTYNY được khảo sát chưa được tối ưu, còn nhiều bất hợp lý, và điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động của các công ty trong thời gian qua. Có nhiều nguyên nhân dẫn đến những tồn tại đó, nhưng có thể khái quát thành ba nguyên nhân chính đó là từ bản thân các công ty, từ quản lý vĩ mô của Nhà nước và hệ thống thị trường vốn.

2.3.2 Những nguyên nhân của những tồn tại trong cấu trúc vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM

2.3.2.1 Những nguyên nhân xuất phát từ các công ty:

Cấu trúc vốn hợp lý sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân từ đó làm gia tăng giá trị DN. Tuy nhiên các CTYNY vẫn chưa chú trọng đến việc hoạch định cho mình một cấu trúc vốn phù hợp. Cấu trúc vốn của các CTYNY được

khảo sát còn mất cân đối, chưa đạt được tính đa dạng trong cơ cấu tài trợ cũng như tính bền vững cần thiết.

Nguyên nhân của tình trạng này là do trình độ quản lý còn hạn chế, đặc biệt là năng lực quản trị DN và năng lực quản trị cấu trúc vốn còn yếu. Quản trị cấu trúc vốn vẫn còn là khái niệm tương đối mới mẽ chưa được nhiều các DN quan tâm. Phần lớn các công ty vẫn còn tập trung nhiều vào nhu cầu vốn ngắn hạn chưa tập trung vào các phương án kinh doanh dài hạn.

Các bất cập trong quản lý vốn lưu động, hàng tồn kho chưa được lưu chuyển nhanh, các khoản phải thu còn ứ đọng, phải trả người bán tăng cao, làm cho tình hình công ty trở nên xấu hơn trong mắt các nhà tài trợ và các nhà đầu tư. Trong bối cảnh đó, việc gia tăng sử dụng nợ vay để tận dụng lợi ích từ “lá chắn thuế” sẽ khó thực hiện được.

Các công ty chưa thật sự gây ấn tượng về độ tin cậy, năng lực quản lý đối với nhà tài trợ vốn. Bên cạnh đó, việc xây dựng định mức tín nhiệm của các công ty còn là khái niệm quá mới mẻ. Chính điều này làm giảm thiểu khả năng đàm phán nguồn tài trợ của các công ty đối với các tổ chức trong nước cũng như nước ngoài

Các hình thức huy động vốn đáp ứng nhu cầu SXKD diễn ra đơn điệu. Chủ yếu vẫn dựa vào VCP và vốn vay ngân hàng là chủ yếu. Tuy nhiên, các DN nói chung và các CTYNY nói riêng đều có quy mô vừa và nhỏ.. Điều này đã hạn chế khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay của các công ty này, do bởi các ngân hàng cho vay chủ yếu là dựa vào các tài sản thế chấp cũng như là quy mô và uy tín của công ty. Tài sản thế chấp càng nhiều, quy mô công ty lớn, uy tín cao sẽ là lợi thế lớn trong việc tiếp cận các nguồn vốn vay một cách dễ dàng. Đa số các công ty thường không đủ điều kiện để vay vốn tín chấp tại ngân hàng như: chưa có tín nhiệm với ngân hàng trong việc sử dụng vốn vay và trả nợ đầy đủ, đúng hạn,

không ít các công ty có hiệu quả SXKD thấp, cũng như không minh bạch về tình hình tài chính, đã làm cho ngân hàng mất niềm tin dẫn tới việc hạn chế cho vay tín chấp. Như vậy, do quy mô nhỏ, tài sản cố định ít, chưa tạo được uy tín với ngân hàng đã hạn chế khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay của các DN nói chung và CTYNY nói riêng.

Đa số các công ty chưa sử dụng hình thức phát hành trái phiếu để huy động vốn, trong khi đây là kênh cung cấp vốn dài hạn quan trọng cho công ty.. Tuy nhiên, do các công ty chưa tạo được nhiều uy tín với các nhà đầu tư, cũng như do những hiểu biết về công cụ trái phiếu phần nào còn hạn chế, nên các công ty chưa tận dụng hết được những lợi thế của việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. Mặt khác, các điều kiện niêm yết trái phiếu còn quá cao, hầu hết các công ty cổ phần có quy mô vừa và nhỏ, không đủ khả năng phát hành trái phiếu để huy động nguồn vốn vay dài hạn trên thị trường chứng khoán. Việc kiểm soát thị trường đối với các công ty còn nhiều bất cập, vấn đề bất cân xứng thông tin còn rất lớn, khiến các công ty có khuynh hướng tài trợ nguồn vốn nội bộ hơn khi có lợi nhuận ngày càng cao.

Các công ty cũng rất ít sử dụng hình thức thuê tài chính để đáp ứng nhu cầu vốn của mình. Trong khi thuê tài chính là một trong những kênh cung cấp vốn dài hạn quan trọng và mang lại nhiều lợi ích cho công ty. Thuê tài chính phải là một trong những lựa chọn hàng đầu của các công ty khi cần huy động vốn để đầu tư đổi mới thiết bị công nghệ. Nhưng do thiếu hiểu biết về dịch vụ này cũng như những hạn chế năng lực quản trị cấu trúc vốn, nên các công ty chưa tiếp cận được nhiều với nguồn tài trợ quan trọng này, dẫn đến cấu trúc vốn đơn điệu và chưa được tối ưu.

Ngoài ra việc tìm kiếm nguồn tài trợ từ các quỹ đầu tư, đặc biệt là các quỹ đầu tư mạo hiểm vẫn chưa được sự quan tâm đúng mức của các công ty. Đối với

các công ty có quy mô nhỏ, hoạt động SXKD kém hiệu quả thì khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay ngân hàng, phát hành trái phiếu... là vô cùng khó khăn. Trong khi đó nếu cần vốn để đầu tư vào những dự án kinh doanh có triển vọng tốt thì việc tìm kiếm nguồn tài trợ phải là ưu tiên hàng đầu của DN. Với những hiểu biết và kinh nghiệm đầu tư vào những lĩnh vực chuyên biệt, các quỹ này sẽ thực hiện chức năng sàng lọc các dự án, đảm bảo những dự án mà công ty triển khai sẽ mang lại hiệu quả cao. Hơn nữa, các quỹ này còn có thể tham gia vào quá trình quản lý và giúp triển khai các dự án cho đến khi thành công. Nhưng nhìn chung các công ty của Việt Nam vẫn chưa tiếp cận được nhiều các nguồn vốn này.

2.3.2.2 Những nguyên nhân xuất phát từ môi trường vốn

Để xây dựng được một cấu trúc vốn tối ưu, đáp ứng được những mục tiêu ngắn hạn cũng như dài hạn, một yêu cầu đặt ra là các DN phải có khả năng tiếp cận một cách tương đối dễ dàng với các nguồn vốn huy động. Điều này phụ thuộc rất lớn vào sự phát triển của các thị trường vốn, đặc biệt là thị trường tiền tệ, thị trường tín dụng ngân hàng, TTCK, và thị trường thuê mua. Khi các thị trường vốn phát triển sẽ tạo điều kiện cho các DN dễ dàng tiếp cận được các nguồn vốn khác nhau với chi phí hợp lý, từ đó đa dạng hoá được cấu trúc vốn của mình.

Thị trường luôn đánh giá khả năng, triển vọng phát triển của công ty cổ phần qua rất nhiều khía cạnh như thương hiệu, thị phần, tỷ suất cổ tức, tỷ số P/E, EPS, tốc độ tăng trưởng... và đặc biệt là các tỷ số tài chính. Thị trường sẽ tạo áp lực buộc các công ty cạnh tranh nhau về việc tạo hình ảnh tài chính tốt đẹp, để đáp ứng những yêu cầu của thị trường các công ty buộc phải điều chỉnh các tỷ số tài chính mục tiêu sát với số liệu của bình quân ngành hơn. Điều này gây cản trở trong việc mở rộng quy mô nợ.

Các thị trường vốn ở Việt Nam phát triển chưa đồng bộ, còn ở trình độ thấp, quy mô còn tương đối nhỏ, chưa thật sự trở thành kênh huy động vốn cho các DN nói chung và các CTYNY nói riêng.

Thị trường tiền tệ chưa phát triển, chưa thu hút được đông đảo các thành viên tham gia và chưa thể hiện được tính chuyên nghiệp của thị trường. Trên thị trường vẫn thiếu những nhà tạo lập thị trường, những tổ chức trung gian trên thị trường như các nhà kinh doanh chuyên nghiệp, các công ty môi giới, những công ty xếp hạng tín dụng..., đã làm giảm tính thanh khoản của các công cụ nợ dài hạn, từ đó ảnh hưởng lớn đến khả năng tiếp cận nguồn vốn nợ của các DN.

Thị trường tín dụng ngân hàng còn nhiều hạn chế: Mức độ tích tụ và phân khúc thị trường còn cao. Các ngân hàng thương mại nhà nước chiếm hơn 70% thị phần huy động tiền gửi và tín dụng của toàn hệ thống ngân hàng với khách hàng truyền thống là các DN nhà nước. Trong khi các ngân hàng thương mại cổ phần chủ yếu tập trung vào nhóm đối tượng là các DN nhỏ và vừa thì thị phần vẫn chỉ chiếm một tỷ lệ khiêm tốn, do vậy cũng phần nào hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn vay đối với các DN này.

Tỷ lệ nợ quá hạn so với tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng thương mại theo công bố mặc dù đã giảm từ 13% năm 2000 xuống còn 3,4% năm 2005, đây vẫn còn là một tỷ lệ tương đối cao. Từ đó cũng ảnh hưởng đến khả năng cho vay của các ngân hàng.

Mặt khác, sự mất cân đối về kỳ hạn giữa nguồn vốn huy động và vốn cho vay đã đưa các ngân hàng đến việc phải đối mặt với một rủi ro về mất khả năng thanh toán nếu các ngân hàng không đảm bảo duy trì ổn định việc huy động vốn theo kế hoạch, cũng như khả năng thu nợ không phù hợp với yêu cầu chi trả các khoản tiền gửi do chênh lệch về thời hạn. Do vậy, để giảm thiểu rủi ro về mất khả năng thanh toán các ngân hàng đã thắt chặt các điều kiện cho vay dài hạn

với các DN, nên việc tiếp cận các nguồn vốn vay dài hạn của các DN trong thời gian qua là hết sức khó khăn.

TTCK sau hơn bảy năm đi vào hoạt động mặc dù đã đạt được những kết quả đáng khích lệ, nhưng gần như vẫn còn ở mức khởi động. Thị trường chứng khoán, trong đó thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu (nhất là trái phiếu công ty) còn quá nhỏ bé, chưa đủ khối lượng hàng hoá cần thiết để tạo ra sự sôi động cho thị trường nên chưa thật sự trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế nói chung và cho các CTYNY nói riêng.

Thị trường cho thuê tài chính đã có mặt được hơn 10 năm nhưng tốc độ phát triển của dịch vụ cho thuê tài chính còn chậm và chưa nhận được sự quan tâm của các DN nói chung và CTYNY nói riêng. Lượng vốn cấp theo hình thức cho thuê tài chính chiếm tỷ lệ khá nhỏ so với hình thức cấp vốn của ngân hàng.

2.3.2.3 Những nguyên nhân xuất phát từ quản lý vĩ mô

Sự không hiệu quả của hệ thống luật pháp mà cụ thể là Việt Nam chưa có hệ thống luật thế chấp tài sản đã làm cản trở việc tạo ra các hợp đồng nợ có hiệu lực. Trong trường hợp vỡ nợ, sự thu hồi tài sản thế chấp rất tốn kém và rất mất thời gian. Mặt khác điều này dẫn đến chi phí kiệt quệ gia tăng đối với các nhà cho vay.

Các quy định về định giá tài sản còn nhiều bất cập nhất là tài sản cố định vô hình, phần lớn giá trị tài sản cố định được định giá chưa sát với giá trị thị trường, cụ thể là các ngân hàng khi định giá tài sản thế chấp thường dựa vào giá đóng thuế, phí, lệ phí là giá rất lạc hậu. Thủ tục vay vốn còn nhiều khó khăn như hạn mức tín dụng, có sự khống chế tỷ lệ vay nợ từ các ngân hàng.... đã làm cho các công ty có quy mô tài sản cố định lớn nhưng lại có xu hướng sử dụng ít nợ.

Các văn bản pháp lý cho hoạt động của thị trường tiền tệ chưa đồng bộ. Mặc dù các nội dung cơ bản của thị trường tiền tệ đều đã được luật pháp hoá như

luật, nghị định, thông tư. Tuy nhiên, những văn bản pháp luật này khi vận dụng vào thực tế lại bộc lộ những hạn chế nhất định. Do vậy, đã làm cho thị trường tiền tệ chậm phát triển. Chẳng hạn như việc phát hành và lưu hành thương phiếu đã được quy định trong pháp lệnh thương phiếu năm 1999, Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước cũng đã ban hành các nghị định, thông tư hướng dẫn thi hành, nhưng do những bất cập trong những quy định của pháp lệnh nên đã làm cho việc đưa thương phiếu vào trong cuộc sống gặp nhiều khó khăn.

Những bất cập trong hệ thống pháp luật cũng đã hạn chế tính tự chủ của các ngân hàng trong việc cho vay cũng như cung cấp các dịch vụ tín dụng khác. Từ đó cản trở sự tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng của các công ty. Luật các tổ chức tín dụng được xây dựng trên quan điểm chỉ quy định những nội dung chủ yếu, bao quát, còn những nội dung cụ thể do Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước hướng dẫn nên phát sinh nhiều văn bản hướng dẫn dưới Luật. Việc ban hành văn bản hướng dẫn dưới Luật lại gặp nhiều khó khăn do bị chi phối bởi một số Luật liên quan khác như Luật DN, Luật chứng khoán, Luật đầu tư, Luật phá sản, Luật dân sự ... Ví dụ như Luật không quy định rõ những nghiệp vụ nào tổ chức tín dụng đương nhiên được làm, những nghiệp vụ nào phải xin phép, làm cho các ngân hàng gặp khó khăn khi triển khai các nghiệp vụ mới. Đã làm cho các DN gặp khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

Ngoài ra, những bất cập của hệ thống pháp luật và các vướng mắc nảy sinh trong việc thi hành các quy định pháp luật làm cho hệ thống pháp luật về bảo vệ quyền chủ nợ của các ngân hàng trong các hợp đồng tín dụng không được đảm bảo, làm cho các ngân hàng chưa thực hiện tốt được vai trò trung gian tài chính của mình trong nền kinh tế, đồng thời làm giảm khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng của các DN.

Hệ thống pháp luật về TTCK chưa được hoàn thiện và còn nhiều bất cập. Các chính sách quản lý của Nhà nước đối với TTCK còn nhiều bất cập, thiếu đồng bộ, không nhất quán và thường xuyên thay đổi. Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước về hạn mức cho vay chứng khoán, dự định đánh thuế 25% đối với thu nhập chứng khoán, quy định nâng cao mức dự trữ bắt buộc, ... đã phần nào kiềm hãm sự phát triển của TTCK còn rất non trẻ của Việt Nam. Trong thời gian tới sẽ có nhiều DN tiến hành cổ phần hóa và tiến hành niêm yết, đòi hỏi phải có một lượng lớn các nhà đầu tư với tiềm lực tài chính mạnh mới có thể tạo ra tính thanh khoản tốt cho các hàng hóa trên thị trường góp phần thúc đẩy TTCK phát triển. Tuy nhiên, với những chính sách như hiện nay, mục tiêu này khó đạt được khi giá trị giao dịch trên thị trường niêm yết đang có xu hướng giảm, lượng tài khoản mới mở cũng giảm dần, số lượng công ty mới niêm yết trên sàn giao dịch đang chậm dần. Số lượng tài khoản giao dịch hiện nay ở Việt Nam còn quá ít, mới có khoảng 200.000, chiếm 0.25% dân số. Trong khi đó ở Trung Quốc là 80 triệu tài khoản, chiếm 7% dân số.

Các chính sách quản lý thị trường thời gian vừa qua tuy đã có những tiến bộ nhưng vẫn chưa thực sự tạo ra một lực đủ mạnh để thúc đẩy và khuyến khích sự phát triển của thị trường. TTCK đang tồn tại nhiều yếu kém liên quan đến thể chế quản lý như hoạt động giao dịch nội gián, thông đồng bơm giá hoặc ép giá cổ phiếu, hoạt động tự doanh mờ ám của một số công ty chứng khoán, việc cung cấp thông tin không đầy đủ và thiếu minh bạch...Xử lý các vi phạm trên thị trường chưa mạnh và chưa triệt để.

Những thay đổi chính sách quản lý vừa qua diễn ra quá nhanh, ngoài khả năng tiên đoán trước của các nhà đầu tư. Thời điểm áp dụng đột ngột và gấp gáp, cũng như mức khống chế tỷ lệ dư nợ cho vay đối với chứng khoán theo quy định của Chỉ thị 03 là điều không lường trước được đối với ngân hàng, công ty chứng

khoán và nhà đầu tư. Do vậy bộ ba này không thể tìm được một giải pháp tình thế hữu hiệu. Quy định về việc khống chế mức cho vay đầu tư chứng khoán bên cạnh việc tăng dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng đã làm thị trường bị tác động kép, gây ảnh hưởng, khó khăn cho các DN muốn huy động vốn hiện nay.

Về phát hành trái phiếu DN, chính phủ đã ban hành nghị định 144/2003/NĐ-CP năm 2003 về chứng khoán và TTCK quy định về việc phát hành trái phiếu ra công chúng, nhưng nghị định này vẫn còn những hạn chế nhất định. Nghị định 144/2003/NĐ-CP đặt ra yêu cầu và các tiêu chuẩn của TTCK khi DN phát hành trái phiếu ra công chúng như điều kiện tài chính của tổ chức phát hành, công bố thông tin... Trong khi đó, về phương diện DN, Luật DN chưa có hướng dẫn về vấn đề này, dẫn đến các DN thường rất lúng túng trong quá trình chuẩn bị và thực hiện phát hành trái phiếu huy động vốn. Phạm vi điều chỉnh của Nghị định 144/2003/NĐ-CP chỉ quy định việc phát hành trái phiếu ra công chúng (có từ trên 50 nhà đầu tư tham gia, được bảo lãnh phát hành). Như vậy, toàn bộ hoạt động phát hành trái phiếu DN riêng lẻ (cho dưới 50 nhà đầu tư) của DN, công ty trách nhiệm hữu hạn, DN có vốn đầu tư nước ngoài chưa có khung pháp lý điều chỉnh.

Để giải quyết những tồn tại trên, Chính phủ đã ban hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP về phát hành trái phiếu DN quy định việc phát hành trái phiếu riêng lẻ của các loại hình DN. Việc ban hành Nghị định 52/2006/NĐ-CP đã khuyến khích các DN trực tiếp tham gia huy động vốn trên thị trường để phục vụ mục tiêu đầu tư phát triển của DN. Tuy nhiên thị trường trái phiếu rất đa dạng và rộng lớn, nên nghị định cũng không thể quy định hết các vấn đề trong thị trường trái phiếu, nghị định cũng không đủ mạnh như luật để xử lý các vướng mắc trong thị trường trái phiếu, trong quan hệ giữa nhà đầu tư và nhà phát hành...

Các chuẩn mực kế toán của Việt Nam hiện đang được xây dựng và ban hành về cơ bản là phù hợp với các Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế. Tuy nhiên, vẫn còn khoản cách so với các chuẩn mực kế toán được áp dụng trên thế giới như chuẩn mực kế toán được chấp nhận chung ở Mỹ (GAAP) hay chuẩn mực Kế toán Quốc tế (IAS) và khó hiểu đối với người nước ngoài ở một vài điểm. Ví dụ, theo VAS, nợ xấu không được ghi nhận và hạch toán ngay vào các báo cáo tài chính. Điều này tất nhiên làm giảm giá trị nội dung thông tin của các báo cáo tài chính này, và làm giảm niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài với các báo cáo tài chính của công ty Việt Nam. Giám sát việc tuân thủ các chuẩn mực kế toán của các DN nói chung và các CTYNY nói riêng vẫn còn nhiều hạn chế.

Năng lực quản lý và sự phối hợp của các cơ quan quản lý nhà nước cũng như năng lực quản trị nội tại của các định chế tài chính còn hạn chế so với đòi hỏi thực tế và yêu cầu phát triển của thị trường tài chính. Công tác quản lý điều hành và hoạt động của các chủ thể trên thị trường còn nhiều bất cập, thiếu kinh nghiệm thực tiễn. Công tác tuyên truyền phổ cập kiến thức về chứng khoán và TTCK chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của thị trường.

Hệ thống pháp luật liên quan đến hoạt động cho thuê tài chính ở nước ta tuy đã được ban hành tương đối đầy đủ như Nghị định số 64/CP ngày 9 tháng 10 năm 1995 về tổ chức và hoạt động của các công ty cho thuê tài chính, Luật Các tổ chức tín dụng năm 1997, Nghị định số 16/2001/NĐ-CP về “Tổ chức và hoạt động của công ty cho thuê tài chính”, Nghị định số 65/2005/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định 16/2001/NĐ-CP... tuy nhiên hệ thống các văn bản pháp luật trên vẫn được chưa hoàn thiện, chưa đồng bộ, nhiều quy định còn chưa phù hợp với thực tiễn cuộc sống.

Qui định về giới hạn cho thuê tài chính đối với một khách hàng còn chưa nhất quán. Luật các tổ chức tín dụng qui định tổng dư nợ cho vay với một khách

hàng không được quá 15% vốn tự có của tổ chức tín dụng, trong khi Nghị định 16/2001 qui định tổng mức cho thuê tài chính đối với một khách hàng không được quá 30% vốn tự có của các công ty cho thuê tài chính

Theo các qui định trong Luật các tổ chức tín dụng và Nghị định 16, thì các bất động sản là nhà cửa, đất đai chưa được xếp vào loại tài sản cho thuê tài chính. Điều này không phù hợp với thông lệ quốc tế, vì hiện nay trên thế giới loại hình cho thuê tài chính phần lớn tài sản thuê là bất động sản. Ngoài ra các quy định về sở hữu, tổ chức, hoạt động, vốn điều lệ... trong các văn bản còn không ít vấn đề phải bàn, ví dụ như quy định về vốn điều lệ là 50 tỷ đồng đối với các công ty trong nước và 5 triệu USD đối với các công ty nước ngoài trong giai đoạn hiện nay là không phù hợp.... Luật các tổ chức tín dụng và các văn bản dưới luật khi quy định về cho thuê tài chính đã không phân định triệt để các khái niệm liên quan đến sở hữu, chiếm hữu, sử dụng, định đoạt đối với tài sản thuê trong các giai đoạn của quá trình cho thuê tài chính, giá trị cho thuê tối đa... Chính những tồn tại trên đã làm cho hoạt động cho thuê tài chính chậm phát triển, gây nhiều cản trở đối với các DN trong việc tiếp cận nguồn vốn quan trọng này trong việc đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Qua việc phân tích thực trạng cấu trúc vốn, cho thấy các công ty chưa quan tâm đến việc hoạch định cấu trúc vốn hợp lý.

Các công ty vẫn nghiêng về việc sử dụng VCP, và vay ngân hàng là chủ yếu, hầu như ít sử dụng thương phiếu, trái phiếu, thuê tài chính, vốn từ các quỹ đầu tư... để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình.

Nguyên nhân của những tồn tại trên là quản lý vĩ mô còn nhiều bất cập, do thị trường vốn kém phát triển và năng lực quản trị cấu trúc vốn của các công ty còn nhiều hạn chế.

Chương 3

GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN CHO CTYNY TRÊN TTCK TP.HCM

Trước xu thế toàn cầu hoá và hội nhập chúng ta thấy có nhiều phong cách để tiếp cận các nguồn vốn đầu tư. Tuy nhiên điều khó khăn, phức tạp đối với các công ty là họ không hội đủ các điều kiện để vay vốn hay không nhận được sự tin tưởng từ phía các nhà tài trợ. Để hoàn thiện cấu trúc vốn cho các CTYNY trên TTCK TP.HCM thì ngoài việc đưa ra các giải pháp để giúp các công ty sử dụng các nguồn vốn với chi phí sử dụng vốn thấp nhất, bên cạnh đó còn phải đưa ra các giải pháp để tối ưu hoá năng lực huy động vốn của các công ty.

Ngoài các giải pháp từ phía công ty, không thể không kể đến sự tác động của Nhà nước, những yếu tố của thị trường...

3.1 Đối với các Công ty niêm yết

3.1.1 Ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định cấu trúc vốn

Một trong những lý thuyết tài chính quan trọng, phù hợp với đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam và các DN đó là lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định cấu trúc vốn, nhằm mục đích trước mắt là: Phòng ngừa rủi ro tài chính, rủi ro kinh doanh, tích lũy để gia tăng VCP, là cơ sở để triển khai nhanh chóng các dự án đầu tư được lựa chọn và đảm bảo quyền kiểm soát DN của chủ sở hữu. Nghiên cứu ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định cấu trúc vốn tối ưu đối với các CTYNY của Việt Nam là một giải pháp phù hợp với thực tiễn trong giai đoạn hiện nay và một số năm sắp tới. Thứ tự như sau:

- Nguồn thu nhập giữ lại để tài trợ đầu tư là nguồn vốn được xếp hạng ưu tiên hàng đầu
- Nguồn tài trợ từ trái phiếu

- Nguồn tín dụng thuê mua tài chính
- Nguồn vốn tín dụng từ các tổ chức tín dụng
- Phát hành cổ phiếu là bước cuối cùng.

3.1.2 Nâng cao năng lực quản trị công ty.

Để xây dựng được một cấu trúc vốn tối ưu đòi hỏi các công ty phải hoạch định được kế hoạch phù hợp. Kế hoạch đó phải xác định được nhu cầu vốn thật sự, cũng như nguồn tài trợ cho nhu cầu vốn đó, của công ty trong từng giai đoạn cụ thể khác nhau. Nghĩa là công ty phải đưa ra được quyết định nguồn vốn cho hoạt động SXKD trong từng giai đoạn cụ thể. Muốn vậy, năng lực quản trị công ty nói chung và quản trị cấu trúc vốn nói riêng của những cá nhân, bộ phận có liên quan trong công ty phải được nâng cao. Bởi vì quản trị công ty tốt sẽ giúp cho công ty tạo được niềm tin đối với các nhà đầu tư. Khi công ty đã tạo được niềm tin đối với các nhà đầu tư, thì đến lượt các nhà đầu tư sẵn sàng đầu tư vào công ty dưới nhiều hình thức khác nhau. Đặc biệt các cổ đông có thể sẵn sàng trả giá cao hơn để mua cổ phiếu của công ty, khi họ biết được rằng mức độ rủi ro khi mua cổ phiếu của công ty đã được giảm thiểu đáng kể do công ty đã có hệ thống quản trị công ty tốt.

Để nâng cao hiệu quả quản trị công ty cần tập trung vào các nội dung chính như :

- Thực hiện đảm bảo các nguyên tắc đối xử bình đẳng cho các cổ đông được tham dự các quyền của mình như: quyền thông tin, quyền đề cử, biểu quyết... đặc biệt là cổ đông thiểu số. Tăng cường vai trò giám sát của cổ đông đối với hoạt động công ty.

- Thực hiện cơ chế công bố thông tin công khai, kịp thời và chính xác bao gồm những thông tin định kỳ, thông tin bất thường và thông tin theo yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

-Nâng cao hơn nữa chất lượng của các báo cáo tài chính, báo cáo kiểm toán, đảm bảo các báo cáo này phải phản ánh trung thực, chính xác tình hình hoạt động của công ty.

- Nâng cao trách nhiệm của Hội đồng Quản trị trước các cổ đông và cơ quan quản lý thị trường. Đảm bảo cho các nhà đầu tư được tiếp cận thông tin tối đa, thường xuyên, liên tục.

- Duy trì mối quan hệ thường xuyên giữa công ty và nhà đầu tư thông qua những buổi tiếp xúc thường niên, định kỳ giữa nhà đầu tư và ban lãnh đạo công ty bởi vì điều này có khả năng ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu của công ty. Hai công ty cùng hoạt động hiệu quả như nhau, cổ phiếu của công ty có quan hệ tốt với nhà đầu tư có khả năng thanh khoản tốt hơn và giá cao hơn trên sàn giao dịch.

- Nâng cao năng lực quản trị công ty cho các nhà quản lý, lãnh đạo của công ty thông qua việc tham gia những khóa học về quản trị công ty. Tạo điều kiện để họ được học hỏi về những mô hình quản trị công ty tiên tiến trên thế giới để vừa nâng cao nhận thức, vừa nâng cao trình độ quản trị công ty của mình. Từ đó, nâng cao hơn nữa hiệu quả quản trị công ty, tạo được niềm tin với các nhà đầu tư, giúp công ty dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn khác nhau trong việc hoạch định một cấu trúc vốn tối ưu phù hợp với đặc điểm và môi trường kinh doanh của mình.

- Nâng cao trình độ quản trị công ty thông qua việc tham gia quản lý của các nhà đầu tư chuyên nghiệp, quỹ đầu tư, các nhà đầu tư nước ngoài. Nếu các công ty nhỏ, công ty làm ăn thua lỗ, sức cạnh tranh kém có thể cho phép thôn tính bởi các công ty nước ngoài qua đó nâng cao được giá cổ phiếu, và tận dụng được công nghệ và trình độ quản lý tiên tiến. Bên cạnh đó các công ty có thể sát nhập

lại tạo ra các tổng công ty có quy mô lớn nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh và chất lượng chứng khoán.

- Để tiếp cận được nguồn vốn nợ, các công ty nên thuê các tổ chức định mức tín nhiệm tiến hành đánh giá định mức tín nhiệm công ty của mình. Qua định mức này, các tổ chức cho vay, các nhà đầu tư có được những hiểu biết rõ ràng hơn về khả năng thanh toán nợ của công ty, đo lường mức độ rủi ro đối với khoản đầu tư tài chính của mình. Khi công ty kinh doanh hiệu quả, có hệ số tín nhiệm cao thì định mức tín nhiệm là phương thức tốt để quảng bá hình ảnh của công ty. Ngoài ra, căn cứ vào hệ số tín nhiệm mà các tổ chức định mức tín nhiệm công bố, công ty có thể ý thức được khả năng thanh toán nợ và khả năng huy động vốn của mình trên thị trường. Từ đó, có biện pháp xây dựng cấu trúc vốn, chính sách đầu tư thích hợp để phát triển công ty.

3.1.3 Nâng cao năng lực quản trị cấu trúc vốn của các công ty, đa dạng hoá cơ cấu tài trợ trong cấu trúc vốn.

Quyết định nguồn vốn của công ty gồm có quyết định nguồn vốn ngắn hạn và quyết định nguồn vốn dài hạn. Trong hoạt động SXKD, công ty cần vốn để đầu tư vào tài sản lưu động và tài sản cố định. Công ty có thể sử dụng nguồn vốn dài hạn để đầu tư vào tài sản lưu động, nhưng do nhu cầu về vốn dài hạn để đầu tư vào tài sản cố định lớn, trong khi khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn của các công ty bị hạn chế, nên thông thường các công ty sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để đầu tư cho tài sản lưu động. Nguồn vốn ngắn hạn mà các công ty thường dùng để tài trợ cho tài sản lưu động là: các khoản nợ phải trả người bán, các khoản ứng trước của người mua, thuế và các khoản phải nộp nhà nước, các khoản phải trả công nhân viên, vay ngắn hạn ngân hàng, phát hành tín phiếu công ty... Như vậy, quản trị cấu trúc vốn của công ty trong việc quyết định nguồn vốn ngắn hạn phải trả lời được câu hỏi: khi nào phát sinh nhu cầu vốn ngắn hạn, nhu cầu này được

tài trợ bằng nguồn nào (vay ngắn hạn, tín dụng thương mại, chiếm dụng vốn thông qua các khoản phải trả nhân viên...), nếu vay ngắn hạn thì chọn hình thức vay ngân hàng hay phát hành tín phiếu công ty.

Đối với nguồn vốn dài hạn, nhu cầu vốn dài hạn của công ty xuất phát từ nhu cầu đầu tư vào các dự án đầu tư, đầu tư vào tài sản cố định... nguồn vốn tài trợ cho nhu cầu dài hạn, công ty có thể sử dụng nguồn VCP thường, nguồn VCP ưu đãi, nguồn vốn vay dài hạn ngân hàng, phát hành trái phiếu, và thuê mua tài chính. Như vậy, khi có nhu cầu vốn dài hạn, công ty nên chọn nguồn vốn nào để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình.

Trả lời các câu hỏi này tùy thuộc năng lực quản trị cấu trúc vốn của công ty. Bởi vì mỗi nguồn vốn, mỗi nguồn tài trợ đều có chi phí sử dụng khác nhau, cũng như khả năng tiếp cận của công ty đối với các nguồn tài trợ là khác nhau (như để phát hành tín phiếu hay trái phiếu đòi hỏi công ty phải có tình hình tài chính lành mạnh, kết quả kinh doanh khả quan, hệ số tín nhiệm cao...). Ngoài ra, sử dụng các nguồn tài trợ khác nhau sẽ ảnh hưởng đến giá trị của công ty thông qua sự biến động của giá cổ phiếu, bởi vì thị trường luôn đánh giá khả năng, triển vọng phát triển của công ty qua nhiều khía cạnh như thương hiệu, thị phần và đặc biệt là các tỷ số tài chính. Vì vậy, nâng cao năng lực quản trị cấu trúc vốn, thông qua việc lựa chọn được các nguồn vốn phù hợp sẽ góp phần làm tăng giá trị của công ty.

Với tỷ lệ nợ ngắn hạn trong TTS cao, trong đó chủ yếu là các khoản phải trả người bán, phải trả nhân viên, phải nộp ngân sách nhà nước... với thời gian trả nợ không cố định làm cho hệ số nợ của các công ty tăng cao, thường xuyên thay đổi đã đưa công ty đối mặt với những rủi ro về khả năng thanh toán, và làm xấu hình ảnh của công ty trong mắt của các nhà đầu tư. Để giải quyết tình trạng này việc áp dụng mô hình quản trị vốn lưu động toàn diện là một giải pháp. Mô hình

quản trị vốn lưu động toàn diện có tác động tích cực đến cân bằng tài chính và gia tăng hiệu quả mở rộng quy mô nợ vay. Các công ty nên gia tăng vòng quay hàng tồn kho, áp dụng mô hình quản lý hàng tồn kho hiện đại như mô hình quản lý hàng tồn kho đúng lúc, để giảm thiểu được lượng hàng tồn kho, từ đó làm giảm các khoản phải trả người bán. Khi các khoản này đã giảm thì khả năng gia tăng quy mô sử dụng nợ vay có lãi suất sẽ được nâng lên, từ đó tối ưu được cơ cấu vốn, góp phần nâng cao giá trị công ty. Bên cạnh đó các khoản phải thu của khách hàng công ty nên sử dụng hình thức bao thanh toán (Factoring) để thu hồi công nợ nhanh, giảm nhu cầu vốn lưu động. Các khoản phải trả cho nhà cung cấp công ty nên xem xét đến hình thức thương phiếu để có thể chủ động hơn trong thời gian thanh toán.

Sự mất cân đối trong tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, điều này đặt ra đối với quản trị cấu trúc vốn của công ty là phải làm sao điều chỉnh tỷ lệ này trở lại phù hợp. Một khi dự báo được tỷ lệ lạm phát sẽ gia tăng trong tương lai, công ty có thể chuyển nợ ngắn hạn thành nợ dài hạn nhằm tận dụng lãi suất dài hạn thấp do lạm phát tăng. Đồng thời đáp ứng được những mục tiêu dài hạn của công ty.

Trong quản trị cấu trúc vốn, các công ty cần phải duy trì một cấu trúc vốn mục tiêu. Cấu trúc vốn đó phải đảm bảo được những nguyên tắc mà công ty đã đặt ra. Khi có sự thay đổi của thị trường tác động làm thay đổi cấu trúc vốn mục tiêu, các công ty phải nhanh chóng điều chỉnh để hướng đến cấu trúc vốn mục tiêu trở lại. Việc điều chỉnh này nhanh hay chậm phụ thuộc vào việc đa dạng hóa các nguồn tài trợ. Đa dạng hóa các nguồn tài trợ càng nhiều trong cấu trúc vốn thì việc điều chỉnh diễn ra càng nhanh và thuận lợi. Hiện nay trong cấu trúc vốn của mình các DN chưa đa dạng được cấu trúc vốn tài trợ nên làm cho cấu trúc vốn chưa được tối ưu. Trong cấu trúc vốn của mình, các công ty cần phải đảm bảo

một tỷ lệ phù hợp giữa vốn chủ sở hữu và nợ. Tỷ lệ này phụ thuộc vào hiệu quả kinh doanh, mức độ rủi ro mà công ty sẵn sàng chấp nhận, bên cạnh đó là phải làm gia tăng giá trị công ty. Các công ty cần phải tận dụng những lợi thế về quy mô, tài sản, hiệu quả kinh doanh, uy tín của công ty trong việc đa dạng hóa cơ cấu tài trợ cũng như gia tăng việc sử dụng nợ vay trong cấu trúc vốn với mức độ rủi ro có thể chấp nhận được. Các công ty cần tăng tỷ lệ nợ dưới hình thức trái phiếu công ty và thuê tài chính trong nguồn vốn nợ nhằm đa dạng hóa cơ cấu tài trợ, tạo điều kiện để dễ dàng điều chỉnh cấu trúc vốn khi cần.

Khi có nhu cầu vốn để đầu tư vào các dự án dài hạn, đầu tư vào tài sản cố định, đối với các công ty có quy mô và cơ cấu tài sản lớn, hiệu quả kinh doanh cao thì việc gia tăng sử dụng nợ vay dưới hình thức phát hành trái phiếu, vay ngân hàng nhằm tận dụng những lợi ích do “lá chắn thuế” mang lại nhằm làm gia tăng lợi ích của cổ đông, và làm tăng giá trị của công ty, trong khi vẫn duy trì được quyền kiểm soát công ty do không phải chia sẻ quyền lực với cổ đông mới như hình thức tài trợ bằng VCP, là một lựa chọn nên được ưu tiên. Đối với các công ty có quy mô và cơ cấu tài sản ở mức trung bình, khi cần vốn để đầu tư mở rộng hoạt động SXKD công ty có thể xem xét đến việc phát hành thêm cổ phiếu để huy động. Ngoài ra, nguồn tài trợ dưới hình thức thuê tài chính cũng là nguồn tài trợ quan trọng mà công ty không thể bỏ qua. Hình thức tài trợ này rất phù hợp với công ty có quy mô vừa và nhỏ nó đáp ứng được nhu cầu đổi mới công nghệ, đặc biệt là khi môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt thì việc đổi mới công nghệ là điều kiện rất quan trọng giúp cho công ty có thể tồn tại và phát triển. Mặt khác, với việc vay vốn ngân hàng đang gặp nhiều khó khăn do công ty có quy mô vừa và nhỏ tài sản thế chấp không nhiều thì thuê tài chính là biện pháp tốt nhất cho công ty nhằm đạt được mục tiêu đổi mới công nghệ mà không cần sự chuẩn bị lớn về vốn, bởi vì, khi vay theo hình thức thông thường, tài sản công ty đem

thế chấp thường bị ngân hàng định giá thấp. Mặt khác, công ty cũng không được xét cho vay bằng với giá trị tài sản thế chấp mà bị khống chế ở mức tối đa thông thường khoảng dưới 80% giá trị tài sản thế chấp, trong khi đó với phương thức cho thuê tài chính thì công ty có thể được cho vay với giá trị hợp đồng lớn hơn giá trị tài sản của DN. Căn cứ để ra quyết định cho thuê tài chính đối với công ty là phương án kinh doanh có hiệu quả chứ không đặt nặng vấn đề tài sản thế chấp cũng như việc bảo lãnh của bên thứ ba. Vì vậy công ty sẽ dễ dàng tiếp cận nếu chứng minh được tính khả thi của dự án. Bên cạnh đó công ty cũng nên tìm kiếm nguồn tài trợ qua hình thức tín dụng ngân hàng, phát hành trái phiếu nếu có thể được, nhằm đa dạng hóa trong cơ cấu tài trợ. Đối với các công ty làm ăn kém hiệu quả, quy mô nhỏ, cơ cấu tài sản thấp, khi có nhu cầu về vốn để mở rộng hoạt động SXKD, sẽ khó tìm nguồn tài trợ từ VCP, phát hành trái phiếu, vay ngân hàng... Khi đó nguồn tài trợ từ các quỹ đầu tư là phù hợp nhất với công ty. Với những khả năng và lợi thế của mình, các quỹ đầu tư sẽ thẩm định các dự án, và sẽ tài trợ vốn nếu các dự án đó khả thi. Từ đó giúp cho công ty có thể mở rộng kinh doanh và nâng cao hiệu quả hoạt động của mình.

Tuy nhiên, để thuyết phục các nhà đầu tư tài trợ vốn cho công ty dưới các hình thức khác nhau, đòi hỏi các công ty phải hoạch định được những chính sách kinh doanh dài hạn, có các dự án kinh doanh khả thi, có kế hoạch tài trợ cho các chiến lược kinh doanh, các dự án một cách minh bạch, rõ ràng. Do đó, trong thời gian tới, các DN cần phải tập trung đầu tư vào các chiến lược kinh doanh dài hạn, đặc biệt chú trọng vào việc phát triển nguồn nhân lực, đổi mới công nghệ và tìm kiếm các dự án kinh doanh khả thi mới. Có như vậy, các nhà đầu tư mới đầu tư vào công ty, giúp cho công ty dễ dàng huy động các nguồn vốn khác nhau với chi phí hợp lý, cũng như đa dạng hóa cơ cấu tài trợ. Tạo điều kiện cho công ty xây dựng được cấu trúc vốn tối ưu, góp phần tăng giá trị công ty trên thị trường.

3.1.4 Đa dạng hóa công cụ huy động vốn và rủi ngoại tệ trong cấu trúc vốn

Cần phải đa dạng hóa các công cụ huy động vốn, phát hành các đặc quyền để thu hút vốn đầu tư đồng thời đa dạng hóa các loại ngoại tệ trong cấu trúc vốn để giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Không ngừng tái cấu trúc tài chính, cấu trúc vốn luôn luôn phải được điều chỉnh để đảm bảo tính tương thích nghĩa là loại vốn có được phải nhất quán hay hòa hợp với loại tài sản đang sử dụng; ngoài ra cần đảm bảo được khả năng điều động, tức là khả năng điều chỉnh nguồn vốn tăng hay giảm nhằm đáp ứng các thay đổi quan trọng trong nhu cầu vốn của công ty.

3.1.5 Đa dạng hoá trong kinh doanh

Trong thời gian tới các công ty cần tận dụng lợi thế nhờ quy mô bằng cách liên tục đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh, đa dạng hóa các nguồn tài trợ, đa dạng hóa sản phẩm dịch vụ, đa dạng hóa các dự án đầu tư. Nhằm gia tăng sự đa dạng hóa trong cấu trúc vốn, giảm thiểu rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, nền kinh tế Việt Nam có sức tăng trưởng đột phá trong giai đoạn chuyển đổi, trong giai đoạn này thì tỷ số giá trên thu nhập có xu hướng gia tăng, do vậy việc bán cổ phần thường để tận dụng lợi ích trên mỗi cổ phần sẽ tối thiểu hoá số cổ phần cần thiết cần phải huy động cho các dự án đầu tư là một trong những phương án cần phải xem xét khi huy động vốn.

3.1.6 Các giải pháp nâng cao năng lực huy động vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM

Để thực hiện được những giải pháp cho việc hoạch định cấu trúc vốn ở trên, cần phải đi kèm theo nó là những giải pháp huy động vốn nhằm hiện thực hóa các giải pháp hoạch định cấu trúc vốn.

3.1.6.1 Kêu gọi sự hỗ trợ vốn của các công ty tài chính quốc tế

Đối với các công ty lớn có nhu cầu vay vốn nước ngoài thì có thể kêu gọi sự hỗ trợ vốn từ các công ty tài chính quốc tế. Tuy nhiên, để các công ty tài chính

này chấp nhận thì các công ty cổ phần này cần phải chấp nhận kiểm toán quốc tế, thực hiện xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp theo chuẩn quốc tế..

Trên thế giới có nhiều tổ chức tài chính chuyên về hỗ trợ khu vực kinh tế tư nhân, trong đó công ty tài chính quốc tế (IFC) là tổ chức tài chính phi chính phủ trực thuộc Ngân hàng Thế giới (WB), được thành lập với chức năng hỗ trợ tài chính cho các doanh nghiệp ở các nước qua các dự án đầu tư kinh doanh. Hoạt động tài trợ vốn của IFC đã thực hiện ở nhiều nơi trên thế giới như Mỹ, Nhật và những nước đang phát triển như Trung Quốc, Thái Lan.

3.1.6.2 Làm mới hình ảnh công ty trên thương trường.

Cần tạo dựng hình ảnh về năng lực của công ty thông qua việc chứng minh cho các nhà đầu tư về khả năng quản lý, kỹ năng hoạt động, năng lực tài chính cũng như sự nhạy bén trong kinh doanh. Bên cạnh việc cải thiện các hệ số chuẩn mực về tài chính, cần áp dụng các tiêu chuẩn quản lý chất lượng bởi chúng là những biểu hiện rõ ràng nhất khả năng kinh doanh của công ty trong con mắt của các nhà đầu tư. Tập trung vào nâng cao giá trị tài sản đảm bảo khi vay vốn, bên cạnh việc chứng minh tính hợp pháp của tài sản cố định hữu hình, thời gian tới vẫn tập trung xác định tính hợp pháp của tài sản cố định vô hình, như giá trị thương hiệu, thị phần, kênh phân phối... thông qua một tổ chức chuyên nghiệp nhằm tăng khả năng huy động vốn cho công ty.

3.1.6.3 Tận dụng các lợi thế huy động vốn vốn có của TTCK

Các công ty cần phải thay đổi cách quản lý, tư duy về huy động vốn trên TTCK.

Việc huy động vốn không nên chỉ tập trung vào cổ phiếu- một thứ hàng hóa được cho là “khá đắt” đối với các công ty, mà cần phải tập trung vào việc

huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu. Việc huy động vốn bằng trái phiếu có những lợi thế và bất lợi nhất định.

- Lợi thế lớn nhất của việc huy động vốn bằng trái phiếu là chi phí sử dụng vốn thấp hơn cổ phiếu, được khấu trừ lãi vay khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp.

- Bất lợi của việc huy động vốn bằng trái phiếu là lãi và vốn gốc phải trả một lần khi trái phiếu đáo hạn. Tuy nhiên, qua việc phân tích tình hình kinh doanh của các công ty thực phẩm cho thấy, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu khá cao (bình quân 19%) trong khi lãi suất huy động bằng trái phiếu hoặc vay ngân hàng chỉ vào khoảng 12%. Như vậy, việc huy động vốn bằng trái phiếu hay vay trung và dài hạn ngân hàng đối với các công ty cổ phần thực phẩm này là rất tốt.

3.1.6.4 Thành lập các tập đoàn mang tính toàn cầu

Trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế, tính cạnh tranh diễn ra ngày càng khốc liệt hơn với việc đầu tư lớn từ các tập đoàn nước ngoài với quy mô vốn lớn hơn nhiều lần so với các công ty Việt Nam. Do đó, việc đảm bảo tỷ suất sinh lợi là rất khó khăn trong cuộc cạnh ngày càng khốc liệt hơn. Trong xu thế đó, giải pháp hợp tác đoàn kết tạo nên các tập đoàn kinh tế, trở thành các công ty toàn cầu là rất quan trọng vì đó là quy luật tất yếu để nâng cao khả năng cạnh tranh qua việc chia sẻ thị trường, nâng cao giá trị thương hiệu, đặc biệt là khả năng tài chính. Tạo ra vị thế mới trong việc tiếp nhận các nguồn vốn mới.

3.1.6.5 Học cách quản lý công ty một cách chuyên nghiệp hơn

Trong xu thế hội nhập kinh tế, các công ty cần phải thay đổi tư duy quản lý, thay đổi tập quán kinh doanh theo kiểu gia đình, học cách làm ăn quốc tế trong quá trình hội nhập qua việc tham gia các hội chợ thương mại, học cách tiếp

thị, tiếp thu hệ thống kế toán, luật pháp, tài chính ngân hàng của quốc tế mới có thể hợp tác tốt trong kinh doanh. Trong tình hình mới, các công ty cổ phần đang chịu sức ép phải cấu trúc lại, phải thu hút thêm những nguồn lực mới, năng lực chuyên môn mới vào hệ thống mình. Quan hệ giữa hội đồng quản trị với các cổ đông và các bên liên quan chỉ thành công khi hệ thống quản trị công ty được lành mạnh và minh bạch. Việc áp dụng các quy tắc và thông lệ quốc tế về quản trị công ty là yêu cầu cần phải tính đến nếu các doanh nghiệp Việt Nam muốn mở rộng thị trường ra quốc tế.

3.2. Các giải pháp hỗ trợ khác Ngoài các giải pháp do chính sự tồn tại từ các DN, không thể không kể đến sự tác động của Nhà nước, những yếu tố của thị trường...

3.2.1 Đẩy mạnh phát triển TTCK

3.2.1.1 Thành lập tổ chức định giá tài sản thống nhất để đánh giá đúng giá trị tài sản của công ty

Thành lập một tổ chức định giá tài sản công ty thống nhất, có đầy đủ năng lực định giá tài sản, đặc biệt là tài sản cố định vô hình. Qua đó, nâng cao giá trị tài sản thế chấp của các công ty, vì theo thông lệ hiện nay các ngân hàng khi định giá tài sản thường lấy giá trị tài sản khai báo khi đóng thuế, phí, lệ phí là giá rất lạc hậu, gây khó khăn trong việc gia tăng quy mô tài trợ.

Hiện nay, theo chuẩn mực kế toán Việt Nam chưa cho phép ghi nhận giá trị tài sản thương hiệu trong tài sản của công ty. Việc công ty Kinh Đô có tài sản thương hiệu là 50 tỷ đồng (theo báo cáo kiểm toán năm 2006) nhưng lại không được ghi nhận vào giá trị tài sản của công ty, dẫn đến tài sản chưa được đánh giá đúng trên bảng cân đối kế toán. Điều này cũng hạn chế quy mô nợ vay của các công ty.

3.2.1.2 Xây dựng hệ thống công bố thông tin trên TTCK Việt Nam

Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam cần phải áp dụng công nghệ thông tin một cách nhanh chóng và chủ động nhằm đưa vào áp dụng hệ thống công bố thông tin đại chúng và cho nhà đầu tư. Như chúng ta đều biết, công bố thông tin là một yêu cầu không thể thiếu để đảm bảo lòng tin và sự công bằng cho các nhà đầu tư trên TTCK. Đây chính là nguyên tắc công khai, được coi là một nguyên tắc quan trọng nhất của TTCK. Có thể nói, nếu không có một hệ thống công bố thông tin hoạt động theo đúng yêu cầu thì TTCK không thể vận hành được.

Xét về hình thức và chất lượng công bố thông tin, dòng thông tin đầu vào từ các tổ chức niêm yết và kinh doanh chứng khoán hiện nay, chủ yếu nhất vẫn là dạng văn bản do chưa có một hệ thống phần mềm thống nhất nối mạng giữa các tổ chức này. Trong khi đó, dòng thông tin đầu ra còn thiếu tính đa dạng và chất lượng thấp. Quy trình xử lý và công bố thông tin trên thị trường còn mất nhiều thời gian. Xét trên tổng thể thị trường, chưa có một hệ thống cơ sở dữ liệu thống nhất và phần mềm công bố thông tin thông suốt từ các tổ chức phát hành, niêm yết và kinh doanh chứng khoán đến Trung tâm giao dịch chứng khoán và các phương tiện truyền thông đại chúng. Trong tương lai không xa, khi quy mô thị trường lớn mạnh, hệ thống công bố thông tin hiện tại khó có thể đảm đương được tốt nhiệm vụ của mình do tốn nhiều thời gian công sức để xử lý.

3.2.1.3 Có sự thống nhất, đồng bộ giữa các bộ, ngành trong việc xây dựng chiến lược phát triển thị trường tài chính

Gia tăng sự phối hợp và điều chỉnh chiến lược phát triển thị trường tài chính. Cần phải có sự thống nhất giữa các bộ ngành trong việc xây dựng chiến lược phát triển thị trường tài chính với những cam kết và lộ trình cụ thể nhằm tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho các công ty huy động vốn. Không nên thu hẹp thị trường tự do như những gì ghi trong quyết định 898/QĐ - BTC ngày 20/02/2006 “

Mở rộng TTCK có tổ chức, thu hẹp thị trường tự do; phấn đấu đến năm 2010 tổng giá trị vốn hoá TTCK có tổ chức đạt 10 - 15% GDP” mà cần phải phát triển song song thị trường tự do OTC và TTCK trong khuôn khổ của một hệ thống pháp lý được hoàn thiện, nhằm đa dạng hóa kênh huy động vốn cho các công ty. Vì hầu hết các công ty cổ phần Việt Nam đều có quy mô vừa và nhỏ không hội đủ những điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung, vì vậy nếu thu hẹp thị trường OTC sẽ không phát huy được nội lực nền kinh tế. Mặt khác, khi tạo điều kiện cho thị trường OTC phát triển cần đề ra quy chế tạo bước đệm để chuyển các doanh nghiệp phát triển từ thị trường OTC lên thị trường tập trung. Và coi đây là nguồn quan trọng tạo hàng cho thị trường chứng khoán tập trung.

Hơn nữa, việc thống nhất quản lý các hoạt động phát hành sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn trong việc gia tăng hàng hóa có chất lượng cho TTCK, thông qua việc khuyến khích và thậm chí bắt buộc các DN phát hành chứng khoán ra công chúng phải tham gia niêm yết trên TTCK. Việc bắt buộc này có thể được thực hiện gián tiếp thông qua việc tạo môi trường kinh doanh bình đẳng cho mọi thành phần DN trong việc tiếp cận nguồn vốn, cũng như trong các quy định về công bố thông tin...

3.2.1.4 Thu hút các nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư chuyên nghiệp

Cần thu hút các nhà đầu tư có tổ chức, các nhà đầu tư chuyên nghiệp đặc biệt là các quỹ đầu tư vì sự hiện diện của các nhà đầu tư này sẽ ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển của cả thị trường. Sự góp mặt của các nhà đầu tư có tổ chức không chỉ góp phần làm tính thanh khoản cho thị trường, mà quan trọng hơn, các tổ chức này sẽ định hướng và xác lập giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết một cách chuyên nghiệp. Bằng cách này sẽ giảm thiểu những dao động “phi thị trường” tạo ra bởi những giao dịch mang tính đầu cơ, tăng tính ổn định cho thị trường. Với vai trò là các cổ đông có kinh nghiệm, các nhà đầu tư có tổ chức còn

góp phần cải thiện thực tiễn quản trị công ty tại các công ty niêm yết, ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận kinh doanh. Để có thể thu hút được các nhà đầu tư có tổ chức trong thời gian tới cần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định chính trị, tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp lý, khuôn khổ quản lý thị trường, phát triển quy mô thị trường, xây dựng và triển khai các chuẩn mực quốc tế về quản trị và điều hành doanh nghiệp, quản lý nhà nước. Tăng tính minh bạch của thị trường chứng khoán và tại các doanh nghiệp cổ phần tư nhân; ban hành các chính sách khuyến khích hoạt động lâu dài của các quỹ đầu tư nước ngoài...

3.2.1.5 Xây dựng hạ tầng cho thị trường vốn thông qua việc tạo lập mô hình định mức tín nhiệm, tiến đến minh bạch hoá thị trường

Cần phải tạo dựng độ tin cậy của công ty vì trước mỗi quyết định tài trợ vốn, các nhà tài trợ thường chú ý đến độ tin cậy và uy tín của công ty. Bên cạnh việc nâng cao hiệu quả của công tác kế toán, kiểm toán thì việc xây dựng hạ tầng cho thị trường vốn thông qua việc tạo lập mô hình định mức tín nhiệm là rất cần thiết. Thời gian tới cần có sự hiện diện của các công ty định mức tín nhiệm nhằm đỡ bỏ rào cản về thông tin giữa các nhà đầu tư và nhà phát hành chứng khoán. Định mức tín nhiệm đóng vai trò là con dấu chứng nhận cho tính minh bạch của thông tin, là việc đánh giá rủi ro tín dụng hiện diện trong một chứng khoán cá thể, bao hàm cả rủi ro ở tầm quốc gia, ngành hàng đến rủi ro của từng doanh nghiệp. Bên cạnh việc thu hút các tổ chức định mức tín nhiệm như Moodys và Fitch Ratings hay Standards & Poor vào Việt Nam thì cũng cần phát triển các tổ chức định mức tín nhiệm nội địa. Định mức tín nhiệm không chỉ sử dụng cho các nhà phát hành ra thị trường quốc tế, mà còn nhiều ý nghĩa khác như sử dụng trong các hợp đồng ký kết dài hạn với nước ngoài, sử dụng như một chuẩn mực so sánh với đối thủ, chứng nhận cho một tổ chức có tính minh bạch tốt...

3.2.1.6 Đẩy mạnh việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật tạo điều kiện cho TTCK phát triển.

Hoạt động của TTCK là hoạt động nhạy cảm, nhiều yếu tố tích cực, song cũng chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro, nên việc quản lý và điều hành TTCK phải được đặt lên hàng đầu. Trước khi Luật chứng khoán ra đời, TTCK vận hành chủ yếu dựa vào các nghị định, thông tư với tính pháp lý chưa cao, chưa điều chỉnh được toàn diện hoạt động của TTCK. Việc ban hành Luật Chứng khoán đã khắc phục được những điểm bất cập của hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK trước đây, đồng thời, tạo lập khuôn khổ pháp lý ở tầm cao hơn cho hoạt động của TTCK, hoàn thiện hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK của Việt Nam. Tuy nhiên, để Luật chứng khoán phát huy được hết vai trò của mình, các cơ quan nhà nước có liên quan phải nhanh chóng ban hành các văn bản hướng dẫn thi hành Luật chứng khoán nhằm đưa Luật vào thực tiễn cuộc sống nhằm phát huy vai trò to lớn của mình, bởi vì Luật chứng khoán vẫn là luật khung chưa thể vận dụng trực tiếp vào thực tế được.

Ngoài ra, để TTCK Việt Nam phát triển, tạo kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế nói chung và các CTYNNY nói riêng, thì cùng với việc tạo khung pháp lý đầy đủ về chứng khoán và TTCK, phải bảo đảm sự đồng bộ, phù hợp với các văn bản quy phạm pháp luật khác có liên quan, đặc biệt là Luật DN, Luật Đầu tư, Luật các tổ chức tín dụng, Luật kinh doanh bảo hiểm, Luật dân sự...

Thực hiện rà soát, bổ sung các văn bản pháp luật, phối hợp chặt chẽ với các cơ quan hữu quan trong việc hoàn thiện các văn bản pháp luật để giảm thiểu sự mâu thuẫn và chồng chéo. Ưu tiên tạo lập cơ sở pháp lý cho việc hoàn thiện các chuẩn mực quản lý, giám sát và tổ chức hệ thống giám sát mạnh, phù hợp với thông lệ quốc tế.

3.2.2 Đẩy mạnh phát triển thị trường thuê mua

Phát triển hình thức cho thuê tài chính, tạo ra kênh cung cấp vốn trung dài hạn mới cho các công ty. Để phát triển hình thức cho thuê tài chính cần tiến hành đồng bộ các giải pháp sau:

Trước hết, Nhà nước, các hiệp hội và chính các công ty cho thuê tài chính cần phải quảng bá rộng rãi hơn nữa dịch vụ cho thuê tài chính của mình đến cộng đồng DN thông qua các phương tiện truyền thông, các hội nghị, hội thảo chuyên đề... Nội dung, quy trình cho thuê tài chính phải được phổ biến hết sức dễ hiểu, đơn giản, nêu bật được ý nghĩa, lợi ích và mục đích mà DN hướng tới đối với loại hình cho thuê tài chính.

Thứ hai, từng bước sửa đổi, bổ sung các quy định về hoạt động liên quan đến dịch vụ cho thuê tài chính trong Luật Các tổ chức tín dụng và các văn bản hướng dẫn thi hành. Trước mắt tập trung vào việc sửa đổi để tạo ra sự thống nhất về dư nợ tối đa với một khách hàng trong Luật các tổ chức tín dụng và nghị định 16/2001 của Chính phủ, cần mở rộng loại tài sản cho thuê là bất động sản như nhà xưởng, đất đai.... , xem xét sửa đổi quy định về vốn điều lệ để tạo điều kiện phát triển thêm nhiều công ty cho thuê tài chính. Với hệ thống pháp luật về cho thuê tài chính đồng bộ sẽ góp phần giúp cho chủ sở hữu, các công ty cho thuê tài chính và các DN thuê tài chính tuân thủ pháp luật, thực hiện đúng chức năng, nhiệm vụ, quyền và lợi ích được pháp luật ghi nhận, bảo vệ.

Thứ ba, bằng các biện pháp khác nhau, các công ty cho thuê tài chính phải giảm cho được các chi phí làm tăng giá thuê. Bởi vì, chỉ có giảm giá thuê thì dịch vụ cho thuê tài chính mới tạo ra sự hấp dẫn đối với DN. Mặc dù khi sử dụng hình thức thuê tài chính, DN sẽ có nhiều lợi ích từ phía bảo đảm an toàn, độ rủi ro thấp... Nhưng nếu lãi suất cao hơn nhiều so với lãi suất ngân hàng, thì các DN cũng sẽ rất cân nhắc trong việc sử dụng hình thức tài trợ vốn này.

3.2.3 Đẩy mạnh phát triển thị trường tín dụng ngân hàng.

Phát triển hình thức tín dụng ngân hàng. Đẩy mạnh huy động vốn trung và dài hạn của các Ngân hàng thương mại. Để thu hút tiền gửi dài hạn, trước hết cần lành mạnh hoá, củng cố hệ thống các Ngân hàng thương mại, tạo cho người dân niềm tin để họ có thể yên tâm gửi tiền dài hạn vào hệ thống ngân hàng. Có chính sách lãi suất phù hợp, tạo động lực cho người dân gửi tiết kiệm dài hạn. Tạo ra tính thanh khoản cao cho thị trường giao dịch các giấy tờ có giá.

Phát triển và đa dạng hoá các công cụ huy động vốn trung, dài hạn. Các công cụ ấy là: kỳ phiếu, chứng chỉ tiền gửi trên 1 năm và trái phiếu. Đây có thể coi là giải pháp quan trọng để huy động vốn trung và dài hạn. Để khuyến khích các ngân hàng thương mại phát hành trái phiếu, Ngân hàng Nhà nước cần tạo quyền chủ động cho các ngân hàng thương mại trong lĩnh vực phát hành các công cụ huy động vốn trung và dài hạn.

Đẩy mạnh phát hành trái phiếu ngân hàng thương mại trên TTCK. Hiện nay chỉ có rất ít trái phiếu của ngân hàng thương mại được phát hành và giao dịch trên TTCK tập trung. Do đó, Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Ngân hàng Nhà nước cần phối hợp để có các biện pháp khuyến khích các ngân hàng thương mại phát hành trái phiếu trên TTCK tập trung nhằm tạo ra một kênh huy động vốn trung và dài hạn hữu hiệu cho ngân hàng.

Đổi mới điều hành chính sách lãi suất khuyến khích huy động vốn trung và dài hạn. Ngân hàng Nhà nước cần có các giải pháp hoàn thiện các công cụ gián tiếp trong điều hành chính sách tiền tệ, hoàn thiện nghiệp vụ thị trường mở để có đủ năng lực điều tiết cung cầu về vốn, điều chỉnh lãi suất tạo thuận lợi cho hoạt động huy động vốn trung và dài hạn của các ngân hàng thương mại.

Hoàn thiện cơ chế, chính sách tín dụng ngân hàng theo hướng mở rộng quyền tự quyết, tự chịu trách nhiệm cho tổ chức tín dụng, tạo môi trường kinh

doanh thuận lợi, hiệu quả và minh bạch cho hoạt động tín dụng ngân hàng. Cụ thể như: sửa đổi quy chế tiền gửi tiết kiệm theo hướng linh hoạt nhằm khuyến khích người dân gửi tiền vào hệ thống ngân hàng. Sửa đổi cơ chế cho vay theo hướng quy định các tổ chức tín dụng tự xem xét, quyết định việc cho vay có bảo đảm hoặc không có bảo đảm bằng tài sản, chủ động quyết định lãi suất huy động và lãi suất cho vay trên cơ sở cung cầu vốn thị trường, mức độ tín nhiệm của khách hàng.

Nghiên cứu ban hành luật thế chấp tài sản, nhằm đảm bảo việc thu hồi nợ của các chủ nợ, đảm bảo việc thu hồi tài sản thế chấp của những người đi vay một cách có hiệu quả. Bên cạnh đó cần thành lập một tổ chức định giá tài sản thống nhất, có đầy đủ năng lực định giá tài sản, đặc biệt là tài sản vô hình. Qua đó, nâng cao giá trị tài sản thế chấp của công ty. Tạo điều kiện cho các công ty có thể tiếp cận nguồn vốn vay một cách dễ dàng, và với một quy mô lớn hơn. Giúp cho công ty chủ động hơn trong việc xây dựng một cơ cấu vốn phù hợp.

Các ngân hàng phải tiếp tục cải cách các thủ tục liên qua đến việc vay vốn của DN theo hướng ngày càng đơn giản, dễ thực hiện. Rút ngắn hơn nữa thời gian xem xét, thẩm định dự án vay của DN. Nâng cao hơn nữa khả năng phân tích, đánh giá hiệu quả của dự án, đặc biệt là các dự án cho vay trung và dài hạn thông qua việc tuyển chọn, đào tạo hoặc tái đào tạo lại cán bộ tín dụng.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Để hoàn thiện cấu trúc vốn cho các CTYNY trong thời gian tới cần tạo môi trường để việc quản trị cấu trúc vốn được hiệu quả hơn. Từ các giải pháp cho quản lý vĩ mô, thị trường ...sẽ tạo điều kiện cho các công ty quản trị cấu trúc vốn một cách năng động và gia tăng quy mô tài trợ. Phát huy nội lực công ty thông qua việc nâng cao hiệu quả quản trị cấu trúc vốn; quản trị vốn lưu động toàn diện; tận dụng các lợi thế về quy mô, tài sản cố định và tỷ suất sinh lợi; đa dạng

hóa kinh doanh; đa dạng hóa nguồn và công cụ tài trợ; chuyển đổi cơ cấu tài trợ và cần tính đến gia tăng quy mô nợ vay để tối ưu hoá cấu trúc vốn. Bên cạnh đó luận văn đã nêu các giải pháp hỗ trợ để nâng cao hiệu quả huy động vốn của các CTYNY để các giải pháp hoàn thiện cấu trúc vốn được khả thi.

KẾT LUẬN

Xây dựng được một cấu trúc vốn hợp lý sẽ góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động và làm gia tăng giá trị của DN. Chính vì vậy, việc nghiên cứu những lý luận về cấu trúc vốn, cũng như vận dụng một cách phù hợp vào thực tiễn để hoạch định cho mình một cấu trúc vốn phù hợp đã trở thành một yêu cầu bức thiết không chỉ đối với các CTYNY nói riêng, mà còn đối với tất cả các DN nói chung.

Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp cổ phần Việt Nam đều đang trong thời kỳ tăng trưởng và đang cần một lượng vốn lớn cho đầu tư phát triển cũng như việc đưa ra một cấu trúc vốn mục tiêu. Tuy nhiên, chính các DN vẫn còn đang tồn tại những thiếu sót, những hạn chế trong quản trị cấu trúc vốn, chưa tối ưu được cấu trúc vốn.

Việc huy động vốn của các CTYNY trên TTCK TP.HCM vẫn còn rất nhiều hạn chế, huy động vốn tập trung chủ yếu vào nợ vay ngân hàng. Việc chứng khoán hóa nguồn vốn là chưa nhiều, kết cấu nguồn vốn còn mất cân đối và chưa được đa dạng hóa, tỷ lệ phát hành trái phiếu công ty huy động vốn là rất thấp.

Cấu trúc vốn rất bị động, các công ty chưa tận dụng được các lợi thế về tài sản cố định, quy mô, tỷ suất sinh lợi trong việc mở rộng quy mô và đa dạng hóa nguồn tài trợ. Cấu trúc vốn chưa được tối ưu hóa, còn tập trung nhiều vào việc thâm dụng vốn cổ phần.

Bên cạnh đó, chúng ta không thể phủ nhận những hạn chế trong các chính sách của nhà nước và thị trường góp phần hạn chế các doanh nghiệp trong việc hoạch định cấu trúc vốn tối ưu cho phát triển dài hạn.

Qua phân tích thực trạng và những tồn tại từ việc điều hành quản lý vĩ mô, từ thị trường và chính các công ty, luận văn đã chỉ ra những thiếu sót, những hạn chế đang tồn tại trong doanh nghiệp, trong các chính sách và thị trường. Đồng

thời, luận văn đưa ra các giải pháp hy vọng sẽ đóng góp một phần công sức vào việc hoàn thiện cấu trúc vốn cho các CTYNY trên TTCK TP.HCM thời gian tới.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Nguyễn Minh Kiều (2006), Tài chính doanh nghiệp, Đại học Kinh tế TP.HCM, Nhà xuất bản Thống kê.
2. Nguyễn Thanh Tuyên, Nguyễn Đăng Dờn, Bùi Kim Yến, Thân Thị Thu Thủy, Vũ Thị Minh Hằng (2005) Thị trường chứng khoán, Đại học Kinh tế TP.HCM, Nhà xuất bản Thống kê.
3. Nguyễn Thị Uyên Uyên, Tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp nhằm thu hút và sử dụng hiệu quả vốn đầu tư
4. Nguyễn Tú Anh, Nguyễn Thu Thủy (2005), “Các cơ sở lý luận cơ bản để nghiên cứu và lựa chọn cấu trúc vốn doanh nghiệp”, Tạp chí Nghiên cứu kinh tế, (Số tháng 5).
5. Nguyễn Thị Minh Huyền (2005), “Xác định cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp”, Tạp chí Kinh tế và phát triển, (Số tháng 2).
6. Đàm Văn Huệ (2005), “Bàn về điều kiện để xác lập một cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp Việt Nam”, Tạp chí Kinh tế và phát triển, (Số tháng 10).
7. Đỗ Đức Minh (2006), Tài chính Việt Nam 2001-2010, Nhà xuất bản Tài chính.
8. Phạm Văn Năng (2004), “Sự hình thành giá cả chứng khoán dưới góc độ lý thuyết”, Tạp chí phát triển kinh tế, (Số tháng 4).
9. Đặng Thị Việt Đức (2006), “Lý thuyết cấu trúc vốn và khả năng áp dụng với các doanh nghiệp cổ phần hoá”, Tạp chí Thuế nhà nước, (Số tháng 8).
10. Phan Thị Bích Nguyệt, Dương Kha, Lê Đạt Chí, Trần Thị Hải Lý (2006), *Đầu tư tài chính, Đại học Kinh tế TP.HCM, Khoa Tài chính Doanh nghiệp, Nhà xuất bản Thống kê.*

11. Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Phan Thị Bích Nguyệt, Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên (2005), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Đại học Kinh tế TP.HCM, Khoa Tài chính Doanh nghiệp, Nhà xuất bản Thống kê.

12. Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Ngọc Định, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2005), Tài chính quốc tế, Đại học Kinh tế TP.HCM, Khoa Tài chính Doanh nghiệp, Nhà xuất bản Thống kê.

13. Trần Huy Hoàng, “Thực trạng & Giải pháp phát triển thị trường tiền tệ ở VIỆT NAM giai đoạn hậu WTO “, Tạp chí nghiên cứu phát triển

14. Trần Ngọc Thơ (chủ biên) (2005), Tài chính doanh nghiệp hiện đại, Nhà xuất bản Thống kê.

15. Quyết định: 163/2003/QĐ-TTg; 238/2005/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ.

16. Nghị định: 144/2003/NĐ-CP; 52/2006/NĐ-CP; 16/2001/ NĐ-CP; 65/2005/ NĐ-CP của Chính phủ.

17. Luật chứng khoán; Luật các tổ chức tín dụng; Pháp lệnh thương phiếu.

Tiếng Anh.

1. Hans Loof, Dynamic optimal capital structure and technological change, Discussion paper No.03-06.

Các Website:

1. WWW.MOI.GOV.VN
2. WWW.BVSC.COM.VN
3. WWW.VNDIRECT.VN
4. WWW.VIR.COM.VN
WWW.MOF.GOV.VN.

**Phụ lục 1: Tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế
của các CTYNY (giai đoạn 2005-2007)**

ĐVT: Triệu đồng

CÔNG TY	CHỈ TIÊU	NĂM			BQ
		2007	2006	2005	TRONG KỶ
AGF	Doanh thu	1.246.311	1.196.463	830.979	
	Lãi trước thuế	43.044	50.670	25.549	
	% tăng doanh thu	104,17%	143,98%	100,00%	124,07%
	% tăng lãi trước thuế	84,95%	198,32%	100,00%	141,64%
BPC	Doanh thu	143.343	134.261	120.432	
	Lãi trước thuế	12.669	9.456	9.183	
	% tăng doanh thu	106,76%	111,48%	100,00%	109,12%
	% tăng lãi trước thuế	133,98%	102,97%	100,00%	118,48%
BT6	Doanh thu	689.934	465.969	417.878	
	Lãi trước thuế	48.861	36.043	23.071	
	% tăng doanh thu	148,06%	111,51%	100,00%	129,79%
	% tăng lãi trước thuế	135,56%	156,23%	100,00%	145,89%
DPC	Doanh thu	63.681	57.895	54.195	
	Lãi trước thuế	3.407	3.037	2.420	
	% tăng doanh thu	109,99%	106,83%	100,00%	108,41%
	% tăng lãi trước thuế	112,18%	125,50%	100,00%	118,84%
	Doanh thu	13.518.396	21.399.751	14.100.792	

FPT	Lãi trước thuế	1.028.985	609.299	343.893	
	% tăng doanh thu	63,17%	151,76%	100,00%	107,47%
	% tăng lãi trước thuế	168,88%	177,18%	100,00%	173,03%
GMD	Doanh thu	1.171.917	1.211.978	1.101.597	
	Lãi trước thuế	264.606	219.574	192.408	
	% tăng doanh thu	96,69%	110,02%	100,00%	103,36%
	% tăng lãi trước thuế	120,51%	114,12%	100,00%	117,31%
HAS	Doanh thu	152.022	160.307	107.224	
	Lãi trước thuế	19.386	19.959	9.607	
	% tăng doanh thu	94,83%	149,51%	100,00%	122,17%
	% tăng lãi trước thuế	97,13%	207,75%	100,00%	152,44%
PPC	Doanh thu	3.807.068	3.607.073	1.458.889	
	Lãi trước thuế	777.822	965.431	28.054	
	% tăng doanh thu	105,54%	247,25%	100,00%	176,40%
	% tăng lãi trước thuế	80,57%	3441,33%	100,00%	1760,95%
SAM	Doanh thu	1.703.524	1.655.766	836.382	
	Lãi trước thuế	221.892	220.179	111.736	
	% tăng doanh thu	102,88%	197,97%	100,00%	150,43%
	% tăng lãi trước thuế	100,78%	197,05%	100,00%	148,92%
TMS	Doanh thu	135.209	128.245	128.751	
	Lãi trước thuế	22.953	21.498	19.710	
	% tăng doanh thu	105,43%	99,61%	100,00%	102,52%

	% tăng lãi trước thuế	106,77%	109,07%	100,00%	107,92%
TS4	Doanh thu	173.438	151.931	85.942	
	Lãi trước thuế	7.635	6.957	3.593	
	% tăng doanh thu	114,16%	176,78%	100,00%	145,47%
	% tăng lãi trước thuế	109,75%	193,63%	100,00%	151,69%
CAN	Doanh thu	309.680	204.612	191.544	
	Lãi trước thuế	12.424	10.296	9.794	
	% tăng doanh thu	151,35%	106,82%	100,00%	129,09%
	% tăng lãi trước thuế	120,67%	105,13%	100,00%	112,90%
GIL	Doanh thu	449.895	416.758	404.237	
	Lãi trước thuế	34.074	25.656	22.310	
	% tăng doanh thu	107,95%	103,10%	100,00%	105,52%
	% tăng lãi trước thuế	132,81%	115,00%	100,00%	123,90%
HAP	Doanh thu	213.196	115.920	129.704	
	Lãi trước thuế	97.629	19.629	15.297	
	% tăng doanh thu	183,92%	89,37%	100,00%	136,64%
	% tăng lãi trước thuế	497,37%	128,32%	100,00%	312,85%
KHA	Doanh thu	74.820	134.589	226.720	
	Lãi trước thuế	16.589	14.076	15.716	
	% tăng doanh thu	55,59%	59,36%	100,00%	57,48%
	% tăng lãi trước thuế	117,85%	89,56%	100,00%	103,71%
REE	Doanh thu	995.466	834.454	399.684	

	Lãi trước thuế	392.040	299.000	80.972	
	% tăng doanh thu	119,30%	208,78%	100,00%	164,04%
	% tăng lãi trước thuế	131,12%	369,26%	100,00%	250,19%
SAV	Doanh thu	461.546	380.921	348.052	
	Lãi trước thuế	21.462	20.124	18.506	
	% tăng doanh thu	121,17%	109,44%	100,00%	115,30%
	% tăng lãi trước thuế	106,65%	108,74%	100,00%	107,70%
TRI	Doanh thu	397.762	302.177	315.416	
	Lãi trước thuế	21.129	12.013	7.758	
	% tăng doanh thu	131,63%	95,80%	100,00%	113,72%
	% tăng lãi trước thuế	175,88%	154,85%	100,00%	165,37%
TỔNG	Doanh thu	25.707.208	32.559.070	21.258.418	
	Lãi trước thuế	3.046.607	2.562.897	939.577	
	% tăng doanh thu	78,96%	153,16%	100,00%	116,06%
	% tăng lãi trước thuế	118,87%	272,77%	100,00%	195,82%

Nguồn : www.vndirect.vn

**Phụ lục 2: Hệ số nợ của các CTYNY được khảo sát
giai đoạn 2005-2007**

ĐVT: Triệu đồng

CÔNG TY	CHỈ TIÊU	NĂM			BQ
		2007	2006	2005	TRONG KỲ
AGF	Tổng nợ	222.466	167.954	149.865	180.095
	- Nợ ngắn hạn	221.752	166.537	138.929	175.739
	- Nợ dài hạn	714	1.416	10.936	4.355
	Tổng vốn	844.207	468.269	300.316	537.597
	- Tỷ số nợ ngắn hạn	26,27%	35,56%	46,26%	32,69%
	- Tỷ số nợ dài hạn	0,08%	0,30%	3,64%	0,81%
	Tỷ số nợ	26,35%	35,87%	49,90%	33,50%
BPC	Tổng nợ	14.047	18.438	11.870	14.785
	- Nợ ngắn hạn	13.427	17.957	11.467	14.284
	- Nợ dài hạn	621	481	403	502
	Tổng vốn	85.010	79.850	68.969	77.943
	- Tỷ số nợ ngắn hạn	15,79%	22,49%	16,63%	18,33%
	- Tỷ số nợ dài hạn	0,73%	0,60%	0,58%	0,64%
	Tỷ số nợ	16,52%	23,09%	17,21%	18,97%
BT6	Tổng nợ	393.076	320.426	315.752	343.085
	- Nợ ngắn hạn	304.935	267.231	267.362	279.843
	- Nợ dài hạn	88.141	53.194	48.390	63.242
	Tổng vốn	706.785	608.456	423.064	579.435

	- Tỷ số nợ ngắn hạn	43,14%	43,92%	63,20%	48,30%
	- Tỷ số nợ dài hạn	12,47%	8,74%	11,44%	10,91%
	Tỷ số nợ	55,61%	52,66%	74,63%	59,21%
DPC	Tổng nợ	18.015	15.040	14.938	15.998
	Nợ ngắn hạn	16.234	12.032	13.486	13.917
	Nợ dài hạn	1.781	3.008	1.452	2.080
	Tổng vốn	39.717	35.773	35.038	36.843
	Tỷ số nợ ngắn hạn	40,87%	33,63%	38,49%	37,78%
	Tỷ số nợ dài hạn	4,48%	8,41%	4,14%	5,65%
	Tỷ số nợ	45,36%	42,04%	42,63%	43,42%
FPT	Tổng nợ	3.094.037	1.720.207	1.572.687	2.128.977
	Nợ ngắn hạn	3.027.492	1.594.033	1.447.765	2.023.097
	Nợ dài hạn	66.546	126.174	124.922	105.881
	Tổng vốn	5.356.052	3.409.220	2.219.477	3.661.583
	Tỷ số nợ ngắn hạn	56,52%	46,76%	65,23%	55,25%
	Tỷ số nợ dài hạn	1,24%	3,70%	5,63%	2,89%
	Tỷ số nợ	57,77%	50,46%	70,86%	58,14%
GMD	Tổng nợ	972.813	737.421	428.500	712.911
	Nợ ngắn hạn	532.547	437.779	282.078	417.468
	Nợ dài hạn	440.265	299.642	146.422	295.443
	Tổng vốn	3.286.537	1.392.877	1.024.391	1.901.268
	Tỷ số nợ ngắn hạn	16,20%	31,43%	27,54%	21,96%

	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	13,40%	21,51%	14,29%	15,54%
	Tỷ số nợ	29,60%	52,94%	41,83%	37,50%
HAS	Tổng nợ	143.882	136.017	143.114	141.004
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	139.865	128.848	135.114	134.609
	<i>Nợ dài hạn</i>	4.017	7.167	8.000	6.395
	Tổng vốn	297.900	202.128	183.769	227.932
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	46,95%	63,75%	73,52%	59,06%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	1,35%	3,55%	4,35%	2,81%
	Tỷ số nợ	48,30%	67,29%	77,88%	61,86%
PPC	Tổng nợ	5.857.297	6.894.197	7.617.714	6.789.736
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	701.804	611.627	744.032	685.821
	<i>Nợ dài hạn</i>	5.155.493	6.282.570	6.873.682	6.103.915
	Tổng vốn	9.682.285	10.604.801	10.725.281	10.337.456
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	7,25%	5,77%	6,94%	6,63%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	53,25%	59,24%	64,09%	59,05%
	Tỷ số nợ	60,49%	65,01%	71,03%	65,68%
SAM	Tổng nợ	645.201	1.019.614	423.616	696.144
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	639.144	988.917	423.616	683.892
	<i>Nợ dài hạn</i>	6.057	30.697		12.251
	Tổng vốn	3.077.897	1.757.533	976.368	1.937.266
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	20,77%	56,27%	43,39%	35,30%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	0,20%	1,75%	0,00%	0,63%

	Tỷ số nợ	20,96%	58,01%	43,39%	35,93%
TMS	Tổng nợ	32.650	56.413	31.800	40.288
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	22.538	43.277	30.056	31.957
	<i>Nợ dài hạn</i>	10.112	13.136	1.744	8.331
	Tổng vốn	213.214	147.104	114.712	158.343
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	10,57%	29,42%	26,20%	20,18%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	4,74%	8,93%	1,52%	5,26%
	Tỷ số nợ	15,31%	38,35%	27,72%	25,44%
TS4	Tổng nợ	31.629	40.449	23.730	31.936
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	22.836	32.068	23.730	26.211
	<i>Nợ dài hạn</i>	8.793	8.381		5.725
	Tổng vốn	144.060	93.703	45.853	94.539
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	15,85%	34,22%	51,75%	27,73%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	6,10%	8,94%	0,00%	6,06%
	Tỷ số nợ	21,96%	43,17%	51,75%	33,78%
CAN	Tổng nợ	42.869	33.495	32.851	36.405
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	31.267	23.008	23.163	25.813
	<i>Nợ dài hạn</i>	11.602	10.487	9.688	10.592
	Tổng vốn	124.390	85.594	82.062	97.349
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	25,14%	26,88%	28,23%	26,52%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	9,33%	12,25%	11,81%	10,88%
	Tỷ số nợ	34,46%	39,13%	40,03%	37,40%

GIL	Tổng nợ	51.145	43.876	62.516	52.512
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	<i>49.836</i>	<i>42.567</i>	<i>61.207</i>	<i>51.203</i>
	<i>Nợ dài hạn</i>	<i>1.309</i>	<i>1.309</i>	<i>1.309</i>	<i>1.309</i>
	Tổng vốn	384.353	187.984	190.815	254.384
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	<i>12,97%</i>	<i>22,64%</i>	<i>32,08%</i>	<i>20,13%</i>
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	<i>0,34%</i>	<i>0,70%</i>	<i>0,69%</i>	<i>0,51%</i>
	Tỷ số nợ	13,31%	23,34%	32,76%	20,64%
HAP	Tổng nợ	224.019	83.623	93.451	133.698
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	<i>107.997</i>	<i>42.771</i>	<i>49.448</i>	<i>66.739</i>
	<i>Nợ dài hạn</i>	<i>116.022</i>	<i>40.852</i>	<i>44.003</i>	<i>66.959</i>
	Tổng vốn	732.273	241.885	163.338	379.165
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	<i>14,75%</i>	<i>17,68%</i>	<i>30,27%</i>	<i>17,60%</i>
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	<i>15,84%</i>	<i>16,89%</i>	<i>26,94%</i>	<i>17,66%</i>
	Tỷ số nợ	30,59%	34,57%	57,21%	35,26%
KHA	Tổng nợ	123.281	35.099	121.645	93.342
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	<i>87.585</i>	<i>27.816</i>	<i>111.567</i>	<i>75.656</i>
	<i>Nợ dài hạn</i>	<i>35.696</i>	<i>7.283</i>	<i>10.078</i>	<i>17.686</i>
	Tổng vốn	358.254	142.252	168.232	222.913
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	<i>24,45%</i>	<i>19,55%</i>	<i>66,32%</i>	<i>33,94%</i>
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	<i>9,96%</i>	<i>5,12%</i>	<i>5,99%</i>	<i>7,93%</i>
	Tỷ số nợ	34,41%	24,67%	72,31%	41,87%
REE	Tổng nợ	635.407	427.248	321.067	461.241

	<i>Nợ ngắn hạn</i>	531.139	330.067	253.267	371.491
	<i>Nợ dài hạn</i>	104.268	97.181	67.800	89.750
	Tổng vốn	2.891.125	1.512.615	833.703	1.745.814
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	18,37%	21,82%	30,38%	21,28%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	3,61%	6,42%	8,13%	5,14%
	Tỷ số nợ	21,98%	28,25%	38,51%	26,42%
SAV	Tổng nợ	247.348	166.249	176.830	196.809
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	240.818	158.960	167.226	189.001
	<i>Nợ dài hạn</i>	6.530	7.289	9.604	7.808
	Tổng vốn	534.823	358.473	263.762	385.686
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	45,03%	44,34%	63,40%	49,00%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	1,22%	2,03%	3,64%	2,02%
	Tỷ số nợ	46,25%	46,38%	67,04%	51,03%
TRI	Tổng nợ	498.540	148.854	88.810	245.401
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	301.451	146.514	86.795	178.253
	<i>Nợ dài hạn</i>	197.089	2.340	2.015	67.148
	Tổng vốn	671.111	211.341	150.673	344.375
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	44,92%	69,33%	57,60%	51,76%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	29,37%	1,11%	1,34%	19,50%
	Tỷ số nợ	74,29%	70,43%	58,94%	71,26%
	Tổng nợ	13.247.722	12.064.620	11.630.756	12.314.366
	<i>Nợ ngắn hạn</i>	6.992.667	5.072.009	4.270.308	5.444.995

TỔNG	<i>Nợ dài hạn</i>	6.255.056	6.992.607	7.360.448	6.869.370
	Tổng vốn	29.429.993	21.539.858	17.969.823	22.979.891
	<i>Tỷ số nợ ngắn hạn</i>	23,76%	23,55%	23,76%	23,69%
	<i>Tỷ số nợ dài hạn</i>	21,25%	32,46%	40,96%	29,89%
	Tỷ số nợ	45,01%	56,01%	64,72%	53,59%

Nguồn : www.vndirect.vn

**Phụ lục 3: Tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần của các CTYNY được khảo sát
giai đoạn 2005-2007**

ĐVT: Triệu đồng

CÔNG TY	CHỈ TIÊU	NĂM			BQ
		2007	2006	2005	TRONG KỲ
AGF	Lợi nhuận ròng	38.020	46.616	22.355	35.664
	Vốn cổ phần	621.741	300.316	101.768	341.275
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	6,12%	15,52%	21,97%	10,45%
BPC	Lợi nhuận ròng	10.577	7.898	8.366	8.947
	Vốn cổ phần	70.963	61.412	57.099	63.158
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	14,90%	12,86%	14,65%	14,17%
BT6	Lợi nhuận ròng	37.511	31.388	20.187	29.695
	Vốn cổ phần	313.709	288.030	107.312	236.350
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	11,96%	10,90%	18,81%	12,56%
DPC	Lợi nhuận ròng	3.067	2.734	2.360	2.720
	Vốn cổ phần	21.702	20.734	20.100	20.845
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	14,13%	13,19%	11,74%	13,05%
FPT	Lợi nhuận ròng	737.469	450.436	280.483	489.463
	Vốn cổ phần	1.028.985	609.299	343.893	660.726
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	71,67%	73,93%	81,56%	74,08%
GMD	Lợi nhuận ròng	202.685	156.108	146.966	168.586
	Vốn cổ phần	2.283.740	636.657	577.841	1.166.079

	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	8,88%	24,52%	25,43%	14,46%
HAS	Lợi nhuận ròng	13.985	17.475	8.406	13.289
	Vốn cổ phần	154.018	66.111	40.655	86.928
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	9,08%	26,43%	20,68%	15,29%
PPC	Lợi nhuận ròng	824.353	979.340	20.199	607.964
	Vốn cổ phần	3.824.988	3.710.605	3.107.567	3.547.720
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	21,55%	26,39%	0,65%	17,14%
SAM	Lợi nhuận ròng	196.886	203.779	103.200	167.955
	Vốn cổ phần	2.432.696	737.919	552.752	1.241.122
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	8,09%	27,62%	18,67%	13,53%
TMS	Lợi nhuận ròng	16.982	15.918	17.454	16.785
	Vốn cổ phần	180.564	90.691	82.912	118.056
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	9,40%	17,55%	21,05%	14,22%
TS4	Lợi nhuận ròng	7.498	6.060	3.110	5.556
	Vốn cổ phần	112.431	53.255	22.123	62.603
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	6,67%	11,38%	14,06%	8,87%
CAN	Lợi nhuận ròng	10.051	8.331	7.345	8.576
	Vốn cổ phần	79.797	52.099	49.211	60.369
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	12,60%	15,99%	14,93%	14,21%
GIL	Lợi nhuận ròng	26.530	23.044	20.079	23.218
	Vốn cổ phần	333.208	144.109	128.298	201.872
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	7,96%	15,99%	15,65%	11,50%

HAP	Lợi nhuận ròng	73.336	16.906	14.109	34.784
	Vốn cổ phần	496.085	158.262	69.887	241.411
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	14,78%	10,68%	20,19%	14,41%
KHA	Lợi nhuận ròng	13.271	12.578	13.987	13.279
	Vốn cổ phần	234.973	107.153	46.587	129.571
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	5,65%	11,74%	30,02%	10,25%
REE	Lợi nhuận ròng	290.991	222.430	67.849	193.757
	Vốn cổ phần	2.244.785	1.084.566	512.065	1.280.472
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	12,96%	20,51%	13,25%	15,13%
SAV	Lợi nhuận ròng	15.498	17.608	16.193	16.433
	Vốn cổ phần	287.475	192.224	86.932	188.877
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	5,39%	9,16%	18,63%	8,70%
TRI	Lợi nhuận ròng	15.258	8.688	5.708	9.885
	Vốn cổ phần	152.504	62.487	61.862	92.284
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	10,00%	13,90%	9,23%	10,71%
TỔNG	Lợi nhuận ròng	2.533.968	2.227.337	778.356	1.846.554
	Vốn cổ phần	14.874.364	8.375.929	5.968.864	9.739.719
	Tỷ suất sinh lợi/ Vốn CP	17,04%	26,59%	13,04%	18,96%

Nguồn : www.vndirect.vn

Phụ lục 4: Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản các CTYNY được khảo sát giai đoạn 2005-2007

CÔNG TY	CHỈ TIÊU	NĂM			BQ
		2007	2006	2005	TRONG KỲ
AGF	Lợi nhuận ròng	38.020	46.616	22.355	35.664
	Tổng tài sản	844.207	468.269	300.316	537.597
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	4,50%	9,95%	7,44%	6,63%
BPC	Lợi nhuận ròng	10.577	7.898	8.366	8.947
	Tổng tài sản	85.010	79.850	68.969	77.943
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	12,44%	9,89%	12,13%	11,48%
BT6	Lợi nhuận ròng	37.511	31.388	20.187	29.695
	Tổng tài sản	706.785	608.456	423.064	579.435
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	5,31%	5,16%	4,77%	5,12%
DPC	Lợi nhuận ròng	3.067	2.734	2.360	2.720
	Tổng tài sản	39.717	35.773	35.038	36.843
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	7,72%	7,64%	6,74%	7,38%
FPT	Lợi nhuận ròng	737.469	450.436	280.483	489.463
	Tổng tài sản	5.356.052	3.409.220	2.219.477	3.661.583
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	13,77%	13,21%	12,64%	13,37%
GMD	Lợi nhuận ròng	202.685	156.108	146.966	168.586
	Tổng tài sản	3.286.537	1.392.877	1.024.391	1.901.268

	Tỷ suất sinh lợi/TTS	6,17%	11,21%	14,35%	8,87%
HAS	Lợi nhuận ròng	13.985	17.475	8.406	13.289
	Tổng tài sản	297.900	202.128	183.769	227.932
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	4,69%	8,65%	4,57%	5,83%
PPC	Lợi nhuận ròng	824.353	979.340	20.199	607.964
	Tổng tài sản	9.682.285	10.604.801	10.725.281	10.337.456
	Tỷ suất sinh lợi/T TS	8,51%	9,23%	0,19%	5,88%
SAM	Lợi nhuận ròng	196.886	203.779	103.200	167.955
	Tổng tài sản	3.077.897	1.757.533	976.368	1.937.266
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	6,40%	11,59%	10,57%	8,67%
TMS	Lợi nhuận ròng	16.982	15.918	17.454	16.785
	Tổng tài sản	213.214	147.104	114.712	158.343
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	7,96%	10,82%	15,22%	10,60%
TS4	Lợi nhuận ròng	7.498	6.060	3.110	5.556
	Tổng tài sản	144.060	93.703	45.853	94.539
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	5,20%	6,47%	6,78%	5,88%
CAN	Lợi nhuận ròng	10.051	8.331	7.345	8.576
	Tổng tài sản	124.390	85.594	82.062	97.349
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	8,08%	9,73%	8,95%	8,81%
GIL	Lợi nhuận ròng	26.530	23.044	20.079	23.218
	Tổng tài sản	384.353	187.984	190.815	254.384
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	6,90%	12,26%	10,52%	9,13%

HAP	Lợi nhuận ròng	73.336	16.906	14.109	34.784
	Tổng tài sản	732.273	241.885	163.338	379.165
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	10,01%	6,99%	8,64%	9,17%
KHA	Lợi nhuận ròng	13.271	12.578	13.987	13.279
	Tổng tài sản	358.254	142.252	168.232	222.913
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	3,70%	8,84%	8,31%	5,96%
REE	Lợi nhuận ròng	290.991	222.430	67.849	193.757
	Tổng tài sản	2.891.125	1.512.615	833.703	1.745.814
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	10,06%	14,70%	8,14%	11,10%
SAV	Lợi nhuận ròng	15.498	17.608	16.193	16.433
	Tổng tài sản	534.823	358.473	263.762	385.686
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	2,90%	4,91%	6,14%	4,26%
TRI	Lợi nhuận ròng	15.258	8.688	5.708	9.885
	Tổng tài sản	671.111	211.341	150.673	344.375
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	2,27%	4,11%	3,79%	2,87%
Tổng	Lợi nhuận ròng	2.533.968	2.227.337	778.356	1.846.554
	Tổng tài sản	29.429.993	21.539.858	17.969.823	22.979.891
	Tỷ suất sinh lợi/TTS	8,61%	10,34%	4,33%	8,04%

Nguồn : vvv.vndirect.vn

Phụ lục 5: Thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thực sự là một kênh huy động vốn

Ngô Việt - Hải Yến
Nhà quản lý

Khi hình thành thị trường chứng khoán (TTCK), nhiều người hy vọng rằng đây sẽ là một "chỗ trũng" để huy động vốn đầu tư. Nhưng sau ba năm hoạt động, TTCK có lẽ mới dừng ở mức độ tập dượt trên một cái ao nhỏ. Vậy cần làm gì để TTCK phát huy được những mặt tích cực của nó trong sự phát triển của nền kinh tế quốc dân.

Phác họa một bức tranh toàn cảnh!

Đến nay đã có 21 loại cổ phiếu được niêm yết với tổng vốn lên 1.086 tỷ đồng, hai loại trái phiếu Công ty (đều là của Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam) với số vốn 157 tỷ đồng và 50 loại trái phiếu Chính phủ với 5.400 tỷ đồng, đã có tổng cộng 73 loại chứng khoán với tổng mức vốn hóa khoảng 6.600 tỷ đồng, gần 1,6% GDP.

Tính đến 30/6/2003 đã có 570 phiên giao dịch được tổ chức với tổng trị giá giao dịch đạt gần 3.700 tỷ đồng, trong đó giao dịch cổ phiếu chiếm khoảng 88% và giao dịch trái phiếu gần 12%, Có 12 Công ty chứng khoán với tổng vốn điều lệ là 465 tỷ đồng, thực hiện tất cả các nghiệp vụ chứng khoán, có 7 tổ chức kiểm toán độc lập được UBCKNN chấp thuận trong đó có 01 đơn vị nước ngoài, có 5 ngân hàng lưu ký, 3 trong nước và 02 nước ngoài, và có 01 ngân hàng chỉ định thanh toán là Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam.

Hơn 14.000 tài khoản giao dịch được mở tại các Công ty chứng khoán, trong đó có hơn 90 nhà đầu tư tổ chức, chiếm 0,6%, và 35 nhà đầu tư nước ngoài. Cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán, khung pháp lý cho hoạt động của thị trường này đã hình thành tương đối đầy đủ.

Diễn biến chính của giá cổ phiếu và chỉ số Vn-Index trong ba năm qua được thể hiện qua đồ thị sau:

Trong thời gian đầu, các nhà đầu tư còn đang mong chờ có nhưng điều kỳ diệu xảy ra như những gì họ đã được học, được biết đến. Tâm lý này làm cho số lượng nhà đầu tư rất cao và nhu cầu mua cổ phiếu rất lớn, chỉ số Vn-Index tăng mạnh từ 150 điểm tới 260 điểm, giá các loại cổ phiếu như HAP, REE, TMS, SAM tăng liên tục trong nhiều tháng liền, giá cổ phiếu HAP đã từng lên đến mức khoảng 150.000đ/cổ phiếu.

Tuy nhiên, thời gian này, lượng cổ phiếu bán ra thị trường lại rất ít cho có 2 loại, sau đó là 4 loại. Giá cổ phiếu tăng và vượt quá xa giá trị thực của nó. Hiện tượng "bong bóng tài chính" đã xuất hiện. Vì vậy để bảo vệ các nhà đầu tư, UBCKNN đã

đưa ra một loạt các biện pháp, trong đó đáng kể nhất là tăng cung chứng khoán, giảm biên độ giao dịch, quy định khối lượng giao dịch tối đa cho một loại chứng khoán...

Như một đứa bé bị uống thuốc quá liều lượng, những tác động đó đã làm cho giá cổ phiếu giảm dần, sau đó giảm mạnh. UBCKNN và nhiều bộ, ngành có liên quan đã đưa ngay ra nhiều biện pháp, chính sách ưu đãi nhưng kể từ đó, thị trường không thể hồi sinh. Giá cổ phiếu đã giảm xuống mức thấp nhất vào giữa năm 2003 chỉ số VN- Index dao động dưới mức 150.

Chưa thực sự là một kênh huy động vốn TTCK bao gồm thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Thị trường sơ cấp đảm bảo nguồn vốn được huy động thông qua phát hành chứng khoán ra công chúng (POs - Public Offerings hoặc IPOs - Initial Public Offering). Thị trường sơ cấp thực sự là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế. Thị trường thứ cấp là nơi thu hút các nhà đầu tư mua đi bán lại chứng khoán, từ đó nâng cao tính thanh khoản cho các loại chứng khoán được giao dịch. Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có mối quan hệ rất chặt chẽ và tác động qua lại với nhau. Vậy, hơn ba năm qua, TTCK Việt Nam đã có vai trò như thế nào trong việc huy động vốn phục vụ sự phát triển kinh tế?

Bảng 01 cho thấy, số vốn các doanh nghiệp huy động được qua thị trường chứng khoán còn quá nhỏ. Năm 2000 và 2001, số huy động vốn qua kênh này bằng 0, năm 2002 là 0,035 nghìn tỷ đồng. Nếu so sánh với dư nợ cho vay trung và dài hạn đa là con số không đáng kể, so với tổng dư nợ cho vay của cả hệ thống ngân hàng thì con số là không có ý nghĩa gì. Hoạt động của thị trường sơ cấp rất mờ nhạt trong hai năm đầu đi vào hoạt động có duy nhất Công ty cổ phần giấy Hải Phòng (HAPACO) phát hành thêm 01 triệu cổ phiếu mới (tương đương với số vốn 35 tỷ đồng) để huy động vốn cho dự án giấy kraft.

Đến ngày 30/6/2003 nếu tính cả vốn huy động ngân sách Nhà nước thông qua đấu thầu và bảo lãnh phát hành, đã có 5.400 tỷ đồng trái phiếu Chính phủ, trái phiếu Quỹ hỗ trợ phát triển niên yết trên thị trường. Có 5 Công ty niên yết phát hành thêm cổ phiếu mới để mở rộng sản xuất kinh doanh, tăng vốn điều lệ với tổng vốn tăng thêm 155,4 tỷ đồng.

Như vậy, thị trường chứng khoán chưa thực sự trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế.

Tình trạng trên xuất phát từ những nguyên nhân cơ bản sau:

1. Những vướng mắc từ cơ chế chính sách của Nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán ra công chúng, chẳng hạn, điều kiện phát hành còn cao, thủ tục phát hành phức tạp, thiếu cơ sở pháp lý cho những vấn đề nảy sinh trong quá trình phát hành chứng khoán...

2. Mặt bằng lãi suất từ ngân hàng hiện nay khoảng 10,8%/năm, lợi tức kỳ vọng của các cổ đông hiện tại khoảng 15% năm, đó là số kỳ vọng quá cao. Do đó, huy động vốn trên thị trường chứng khoán là "khá đắt" và khó thực hiện.

3. Để huy động vốn trên thị trường chứng khoán các doanh nghiệp phải thực hiện những thủ tục phức tạp hơn nhiều so với thủ tục xin vay tại các tổ chức tín dụng, chẳng hạn, các doanh nghiệp phải xây dựng bản cáo bạch để công khai hoá tài chính, phương án kinh doanh... hơn nữa, nhiều doanh nghiệp không muốn tiết lộ những thông tin quan trọng cho đối thủ cạnh tranh nên không mặn mà với hình thức huy động vốn trên thị trường chứng khoán.

4. Thị trường thứ cấp hoạt động trầm lắng, kém sôi động, tính thanh khoản của thị trường không cao là nguyên nhân sâu xa dẫn đến hoạt động yếu kém của thị trường sơ cấp trong thời gian gần đây. Nguyên nhân là do việc công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết trong một số trường hợp không trung thực, đánh mất lòng tin của công chúng đầu tư đối với thị trường. Có thể nêu vài ví dụ: Công ty đồ hộp Hạ Long CANFOCO, tổng giám đốc bị truy tố đến sáu tháng mà các nhà đầu tư trên TTCK không hề hay biết Công ty bánh kẹo Biên Hòa đến 30/6/2003 vẫn tiếp tục trì hoãn không công bố thông tin về tình hình hoạt động kinh doanh trong năm 2002...

Nguồn: Nhà quản lý

PHỤ LỤC 6:

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN

Chỉ những công ty chứng khoán nằm trong TOP 20 về quy mô, hiệu quả hoạt động mới có thể tồn tại được trong bối cảnh thị trường ảm đạm như hiện nay. Nhận định này vừa được Phòng Phân tích đầu tư của Công ty Chứng khoán APEC đã đưa ra mới đây.

Một báo cáo của Hiệp hội chứng khoán Việt Nam mới đây đưa ra cũng cho thấy, có đến 70 – 80% trong tổng số gần 100 công ty chứng khoán hiện nay đang phải hoạt động cầm cự.

Đối mặt với khó khăn

Nếu như năm 2007, các công ty chứng khoán lớn trên thị trường Việt Nam đều đạt được lợi nhuận lớn như lợi nhuận sau thuế của SSI cán đích 864 tỷ, ACBS là 332 tỷ, BVSC 214 tỷ, KLS 126 tỷ... thì bước sang năm 2008, sự sút giảm của thị trường đã khiến những khó khăn của công ty chứng khoán bộc lộ. Báo cáo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh 9 tháng đầu năm 2008 của các công ty chứng khoán cho thấy, trong số những công ty đạt lãi lớn vừa kể trên thì chỉ có SSI hoàn thành 49,36% kế hoạch năm với lợi nhuận sau thuế đạt hơn 230 tỷ đồng, còn KLS chỉ đạt hơn 3,6 tỷ đồng, BVSC lỗ khoảng 300 tỷ đồng và HPC lỗ 85 tỷ đồng.

Nguyên nhân chính của tình trạng này chính là sự suy giảm của thị trường chứng khoán khiến nhiều nhà đầu tư thoái lui trong khi số lượng các công ty chứng khoán vẫn không ngừng tăng lên. Doanh thu từ môi giới trung bình không phủ hết chi phí hoạt động. Doanh thu từ các mảng hoạt động ngoài môi giới và tự doanh chiếm 1 tỷ trọng rất nhỏ, và đa phần là lỗ. Làm phép tính trung bình dựa trên số liệu của HoSE và HaSTC có thể thấy, giá trị giao dịch cổ phiếu toàn thị trường từ đầu năm 2008 đến hết tháng 10/2008 là trên 156.966 tỷ đồng. Trung bình tháng, giá trị giao dịch toàn thị trường cổ phiếu là 15.696 tỷ đồng. Các công ty chứng khoán thực hiện cả 2 nghiệp vụ mua và bán, bởi vậy tổng giá trị giao dịch cổ phiếu của hệ thống các công ty chứng khoán trong 1 tháng là 15.696 tỷ x 2 = 31.393 tỷ đồng. Nếu bỏ qua yếu tố các công ty chứng khoán hàng đầu chiếm bao nhiêu % thị phần, thì tính trung bình, 1 công ty chứng khoán có giá trị giao dịch bình quân tháng là 31.393 tỷ / 99 công ty chứng khoán = 317 tỷ đồng/tháng. Thời gian qua có rất nhiều các công ty chứng khoán, đặc biệt là các công ty chứng khoán mới thành lập thực hiện khuyến mại như giảm phí giao dịch, tặng tiền vào tài khoản... Tổng hợp cho thấy công ty chứng khoán hiện nay thực thu phí

chưa đến 0,2% giá trị giao dịch, trong khi phí phải trả là 0,03% (áp dụng từ 13.06.2008 thay cho mức 0,05%). Từ giá trị giao dịch tháng, mức phí thu, mức phí phải trả, có thể tính được doanh thu từ môi giới trung bình của 1 công ty chứng khoán khoảng $317 \text{ tỷ} \times (0,2\% - 0,03\%) = 539 \text{ triệu đồng}$. Trong khi đó, chi phí trong tháng (thuê mặt bằng, trả lương CBCNV, khấu hao tài sản, chi phí khác...) trung bình của 1 công ty chứng khoán khoảng 1,5 tỷ - 2 tỷ / tháng. *“Với tình hình thị trường hiện nay, nếu không có sự cải thiện đáng kể từ thị trường tài chính toàn cầu cũng như nội tại thị trường tài chính Việt Nam, sẽ có rất nhiều công ty chứng khoán lâm vào cảnh khó khăn và có nguy cơ phá sản”* - Phòng Phân tích đầu tư công ty chứng khoán APEC nhận định – *“Chúng tôi cho rằng chỉ TOP20 công ty chứng khoán (trên thị trường Việt Nam) là có khả năng tồn tại”*.

Cần sự hỗ trợ từ chính phủ

Câu hỏi đặt ra là, trong bối cảnh khó khăn như hiện nay liệu có diễn ra tình trạng sát nhập ô ạt giữa các công ty chứng khoán trong thời gian tới không? Và, để hỗ trợ cho các công ty chứng khoán vượt qua “cơn sóng gió” này sẽ cần đến những biện pháp nào? Ông Nguyễn Thanh Kỳ - Tổng Thư ký Hiệp hội Kinh doanh Chứng khoán Việt Nam (VASB) cho rằng: *“Sẽ có những khó khăn, nhưng trong thời gian tới có thể sẽ không diễn ra sự sát nhập ô ạt”*. Ông nói thêm, trong bối cảnh hiện nay, ai cũng gặp khó khăn. Ngay cả như một định chế tài chính lớn như City Group cũng phải nhờ đến sự hỗ trợ của chính phủ. Các công ty Chứng khoán nhỏ sẽ có những khó khăn riêng và các công ty chứng khoán lớn cũng có những vấn đề của họ. Quan trọng là chính phủ cần có những chính sách gì để cứu vãn tình thế.

Theo ông Nguyễn Thanh Kỳ, việc đánh thuế thu nhập đối với các nhà đầu tư chứng khoán chẳng hạn. Cần nhìn nhận các khoản đầu tư chứng khoán như đầu tư trung và dài hạn để tạo ra công ăn việc làm, đầu tư mở rộng sản xuất của doanh nghiệp... nếu chỉ hướng đến việc thu thuế, nhất là trong thời điểm hiện nay có thể sẽ gây ra tình trạng bán tháo của các nhà đầu tư nhằm tránh khoản thuế sẽ phải đó. Và như vậy, càng khiến cho thị trường trở nên khó khăn hơn.

Bên cạnh việc xem xét lại chính sách thuế, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCK) cũng cần tạo điều kiện để các công ty chứng khoán phát triển các dịch vụ nghiệp vụ phái sinh, phối hợp mở sàn giao dịch vàng, các chính sách lãi suất, cho vay... nhằm tạo tiền đề tâm lý cho nhà đầu tư.

Hiện nay, để phù hợp với tình hình hiện tại, nhiều công ty chứng khoán đã có các động thái sắp xếp, thu gọn bộ máy hoạt động, từ việc cắt giảm nhân sự cho đến việc đóng cửa bớt các chi nhánh nhằm giảm chi phí hoạt động. Tuy nhiên, theo ông Nguyễn Thanh Kỳ, để giảm gánh nặng chi phí cho các công ty chứng khoán còn cần sự trợ giúp từ UBCK và Bộ Tài chính. Trước mắt, các cơ quan này có thể xem xét giảm các khoản phí giao dịch, phí đường truyền, cắt bỏ quy định bắt buộc lắp camera theo dõi giao dịch, lắp cửa từ và nhất là giảm quy định về diện tích sàn giao dịch bắt buộc như hiện nay là 200 m² xuống ở mức nhỏ hơn, nhằm giảm chi phí mặt bằng cho doanh nghiệp.

Hiện nay, hoạt động bán ra dường như vẫn là xu hướng chủ đạo trên thị trường chứng khoán, nguồn cung không ngừng tăng lên, còn cầu lại giảm mạnh khiến cho thị trường liên tục suy giảm. Các nhà đầu tư cũ lần lượt tìm cách rút lui để giảm thiểu thiệt hại về vốn, nhà đầu tư mới vẫn đứng ngoài cuộc chơi, khiến cho các công ty chứng khoán càng trở nên khó khăn hơn. Trước mắt, để các công ty chứng khoán tháo gỡ khó khăn rất cần sự hỗ trợ từ phía cơ quan quản lý và các cơ quan hoạch định chính sách.

(Theo Diễn Đàn Doanh Nghiệp)