

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**



NGÔ THANH HOÀNG

**GIẢI PHÁP XÂY DỰNG CẤU TRÚC VỐN CHO
PHÁT TRIỂN DÀI HẠN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN
THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH – 2007

MỤC LỤC

Trang

Danh mục các chữ viết tắt

Lời cam đoan

Danh mục các bảng, biểu

Danh mục các biểu đồ

Lời mở đầu

Chương 1: Cơ sở khoa học để xây dựng cấu trúc vốn tối ưu nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.....	1
1.1.Cấu trúc vốn và cấu trúc vốn tối ưu ở các doanh nghiệp.....	1
1.1.1. Khái niệm cấu trúc vốn	1
1.1.2. Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu.....	1
1.2. Các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp	2
1.2.1. Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần	2
1.2.2. Đòn cân nợ và mối quan hệ giữa đòn cân nợ với giá trị doanh nghiệp	3
1.2.3. Chính sách thuế.....	6
1.2.3.1. Cấu trúc vốn không có thuế thu nhập công ty	7
1.2.3.1. Cấu trúc vốn có thuế thu nhập công ty.....	8
1.2.4. Chi phí sử dụng vốn bình quân	11
1.3. Quyết định lựa chọn cấu trúc vốn cho doanh nghiệp	12
1.3.1. Lựa chọn cấu trúc vốn trong điều kiện thông tin bất cân xứng	12
1.3.2. Đánh giá các yếu tố mang tính chất quyết định để xây dựng cấu trúc vốn .	15
1.3.2.1. Các yếu tố bên ngoài	15
1.3.2.2. Các yếu tố bên trong	17
1.3.3. Xác định cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT – EPS	18
1.4. kinh nghiệm xây dựng cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần ở một số nước trên thế giới	19

Kết luận chương 1	23
Chương 2: Phân tích cấu trúc vốn của các công ty cổ phần Thực phẩm trên TTCK TP.HCM.....	24
2.1. Giới thiệu khái quát về các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM.....	24
2.2. Phân tích các tỷ số đòn bẩy tài chính	30
2.2.1. Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu.....	30
2.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn (ROE).....	35
2.3. Đánh giá tính chất tối ưu của cấu trúc vốn.....	37
2.3.1. Chi phí sử dụng vốn bình quân	37
2.3.2. Đánh giá tính chất tối ưu của cấu trúc vốn thông qua phân tích EBIT–EPS.....	40
2.4. Những rào cản trong việc huy động vốn và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	40
2.4.1. những rào cản xuất phát từ các công ty.....	42
2.4.2. Những rào cản xuất phát từ việc điều hành, quản lý vĩ mô	45
2.4.3. những rào cản xuất phát từ thị trường.....	45
2.4.4. Những rào cản khác trong việc hoạch định cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM.....	46
Kết luận chương 2	52
Chương 3: Giải pháp xây dựng cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn của các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM	54
3.1. Định hướng mô hình cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM.....	54
3.1.1. Nhận diện rủi ro	54
3.1.2. Mô hình cấu trúc vốn hợp lý cho các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới trước mắt.....	55
3.2. Giải pháp xây dựng cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn của các công ty	

cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM	56
3.2.1. Chuyển đổi cơ cấu tài trợ	56
3.2.2. Quản trị vốn lưu động toàn diện	57
3.2.3. Nâng cao trình độ quản trị cấu trúc vốn.....	58
3.2.4. Tăng quy mô nợ vay dài hạn để tận dụng lãi suất thấp và lá chắn thuế nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh	59
3.2.5. Các giải pháp huy động vốn vay dài hạn đáp ứng mục tiêu mở rộng sản xuất kinh doanh của các công ty thực phẩm trên TTCK TP.HCM.....	59
3.3. Các giải pháp hỗ trợ khác.....	62
Kết luận chương 3	70
Kết luận chung	
Tài liệu tham khảo	
Phục lục	

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

Từ viết tắt	Viết đầy đủ
SGDCK	Sở giao dịch chứng khoán
MM	Miller và Modigliani
EBIT	Earning before Interest and Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)
EPS	Earning per share (Thu nhập trên mỗi cổ phần)
P/E	Price/Earning
ROE	Return on Equity (tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu)
WACC	Weighted Average Capital Cost (Chi phí sử dụng vốn bình quân)
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
TTCK	Thị trường chứng khoán
CK	Chứng khoán
UBCKNN	Ủy ban chứng khoán nhà nước
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
PM	Processing Manager (Trung tâm xử lý thông tin)

DANH MỤC CÁC BIỂU ĐỒ

	Trang
Biểu đồ 2.1: Sự biến động của các tỷ số nợ.....	33
Biểu đồ 2.2: Phân tích chi phí sử dụng vốn bình quân.....	39

DANH MỤC CÁC BẢNG, BIỂU

	Trang
Bảng 2.1: Khái quát tình hình tài chính năm 2006.....	29
Bảng 2.2: Phân tích tỷ số nợ.....	32
Bảng 2.3: Phân tích sự biến động vốn chủ sở hữu và vốn cổ phần.....	34
Bảng 2.4: Phân tích hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu.....	36
Bảng 2.5: Phân tích chi phí sử dụng vốn bình quân.....	38
Bảng 2.6: Phân tích EBIT – EPS.....	41
Bảng 2.7: Vòng quay khoản phải thu và hàng tồn kho.....	44

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Quản trị cấu trúc vốn năng động sẽ đạt được các lợi ích qua việc tối ưu hóa dòng tiền. Tối ưu hóa cấu trúc vốn góp phần nâng cao tỷ suất sinh lợi của công ty, qua đó làm gia tăng giá trị công ty bằng việc tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân.

Trong nền kinh tế thị trường, để tồn tại và phát triển đòi hỏi các công ty 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 công ty là phải quản trị vốn và cấu trúc vốn hiệu quả, tối ưu nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh của công ty, trong đó, việc hoạch định cấu trúc vốn đáp ứng nhu cầu phát triển và tiến tới tối đa hóa giá trị công ty đặc biệt quan trọng. Đặc biệt trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng như hiện nay, các công ty nói chung và các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM nói riêng đã và đang đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng khốc liệt nên vấn đề tối ưu hóa cấu trúc vốn nhằm đạt được sự phát triển bền vững đối với các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM ngày càng cấp thiết hơn. Vì những lý do trên tôi chọn “*Giải pháp xây dựng cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn của các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM*” làm đề tài nghiên cứu và tập trung đi sâu phân tích thực trạng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM trên cơ sở nghiên cứu một cách có hệ thống cơ sở lý luận về cấu trúc vốn, từ đó đề xuất giải pháp hoạch định cấu trúc vốn nhằm phát triển dài hạn của các công ty cổ phần trên TTCK TP.HCM.

2. Mục đích nghiên cứu

Trên cơ sở nghiên cứu những vấn đề lý luận cơ bản về tối ưu hóa cấu trúc vốn và việc quyết định cấu trúc vốn mục tiêu, luận văn nghiên cứu, phân tích một cách toàn

diện về thực trạng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM, làm cơ sở để đưa ra các giải pháp để hoạch định cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM. Cụ thể là:

- Nghiên cứu những vấn đề lý luận về cấu trúc vốn, cấu trúc vốn tối ưu và vấn đề hoạch định cấu trúc vốn trong điều kiện thông tin bất cân xứng;

- Phân tích thực trạng cấu trúc vốn và các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM;

- Trên cơ sở nghiên cứu những vấn đề lý luận và thực tiễn cấu trúc vốn và các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM nhằm hoàn thiện cấu trúc vốn cho mục tiêu phát triển dài hạn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới.

3. Đối tượng nghiên cứu

Là tình hình thực hiện cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM như: phát hành cổ phiếu, trái phiếu, vay nợ từ các ngân hàng, các tổ chức tín dụng và tính tối ưu trong cấu trúc vốn của các công ty cổ phần trong thời gian qua. Cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM có đặc điểm khác biệt so với các công ty cổ phần khác là có vốn lưu động tương đối lớn so với các khoản mục khác trong bảng cân đối kế toán do việc sản xuất kinh doanh thay đổi theo thời vụ, do đó cấu trúc vốn cũng phải thay đổi theo tình hình sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, sự thay đổi này phải luôn nằm trong một cấu trúc vốn mục tiêu.

4. Phạm vi nghiên cứu

Luận văn nghiên cứu vấn đề hoạch định cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM tính đến ngày 31/12/2006. Trong đó, luận văn nhấn mạnh đến khía cạnh huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu và vay nợ từ ngân hàng, những nghiên cứu về cấu trúc vốn được chọn mẫu từ 9

công ty cổ phần Thực phẩm Việt Nam được niêm yết trên TTCK TP.HCM với số liệu báo cáo tài chính tính đến ngày 31/12/2006.

5. Phương pháp nghiên cứu

Luận văn được thực hiện trên cơ sở vận dụng những kiến thức về tài chính công ty và TTCK, bởi vậy:

- Đặt vấn đề nghiên cứu cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM không tách rời khỏi TTCK, đặc biệt là khung pháp lý về tài chính trong điều kiện kinh tế thị trường.

- Từ phương pháp tiếp cận hệ thống, cách giải quyết vấn đề trong luận văn tuân theo một logic: Nghiên cứu cơ sở lý luận, tìm hiểu, phân tích, đánh giá thực trạng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM, chỉ ra những rào cản trong việc hoạch định cấu trúc vốn cho mục tiêu phát triển dài hạn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM.

- 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 làm sáng tỏ các căn cứ, cơ sở khoa học của vấn đề nghiên cứu.

6. Kết cấu của luận văn

Ngoài phần mở đầu, kết luận, luận văn gồm 3 chương:

- Chương 1: Lý luận về cấu trúc vốn.

- Chương 2: Phân tích cấu trúc vốn của các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM..

- Chương 3: Giải pháp xây dựng cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn của các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM.

CHƯƠNG 1

LÝ LUẬN VỀ CẤU TRÚC VỐN

1.1. Cấu trúc vốn và cấu trúc vốn tối ưu ở các công ty

1.1.1. Khái niệm cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ trung, 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 công ty, một công ty có cấu trúc vốn hợp lý thì giá trị công ty sẽ tăng lên và ngược lại. Tuy nhiên, giá trị công ty 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. 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.

1.1.2. Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu

Cấu trúc vốn tối ưu là cấu trúc vốn mà tại đó tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn, tối thiểu hóa rủi ro và tối đa hóa giá trị công ty.

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. Phần này sẽ được đề cập đến

một cách chi tiết trong phân phân tích giữa quan điểm truyền thống và quan điểm hiện đại.

Như vậy, để xây dựng được cấu trúc vốn tối ưu, chúng ta cần xác định được sự ảnh hưởng các nhân tố đến giá trị công ty.

1.2. Các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty

1.2.1. Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần

Để tài trợ cho quyết định đầu tư của công ty, công ty có thể lựa chọn giữa hai công cụ cơ bản để tài trợ: Nợ và vốn cổ phần. Nợ là khoản vốn phát sinh do vay mượn, còn vốn cổ phần là tài sản của công ty.

$$\text{Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn cổ phần}}$$

Trong hai thành phần trên thì nợ luôn giữ một vai trò quan trọng, luôn được xem là một bộ phận không thể thiếu trong cấu trúc vốn. Bởi vì việc xác lập cấu trúc vốn có tài trợ nợ không những mang tính chiến lược mà còn ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển của công ty.

Hệ số nợ trong cấu trúc vốn phục vụ cho việc hoạch định các quyết định dài hạn vì thế nợ ở đây được hiểu là nợ dài hạn. Trên thực tế có rất ít công ty tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, họ luôn xem nợ là một bộ phận không thể thiếu trong cấu trúc vốn bởi vì nợ được xem là “tấm chắn thuế” hiệu quả bởi vì lãi vay mà công ty chi trả khi sử dụng nợ là một khoản chi phí được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế, trong khi cổ tức và lợi nhuận giữ lại thì không.

1.2.2. Đòn cân nợ và mối quan hệ giữa đòn cân nợ với giá trị công ty

Đòn cân nợ tác động rất lớn đến rủi ro tài chính của công ty, từ đó tác động đến cấu trúc vốn của công ty. Đòn cân nợ là nguyên nhân chủ yếu dẫn đến các rủi ro tài chính của công ty. Khi các yếu tố khác không đổi, công ty sử dụng đòn cân nợ càng lớn thì rủi ro tài chính càng cao. Do đó, việc hiểu rõ mối quan hệ giữa đòn cân nợ và rủi ro tài chính là rất cần thiết.

Sử dụng nợ và gia tăng đòn cân nợ có thể làm cho tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần ngày càng tăng. Tuy nhiên, không phải bất cứ trường hợp nào sử dụng đòn cân nợ cũng được đánh giá là tốt vì điểm bất lợi của việc sử dụng đòn cân nợ là nếu tỷ suất hoàn vốn đầu tư thấp hơn chi phí sử dụng nợ vay, việc sử dụng và gia tăng đòn cân nợ trong cấu trúc vốn sẽ làm giảm tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần. Điều này sẽ được phân tích bên dưới.

Tóm lại: Đòn cân nợ là một loại đòn bẩy kinh tế xảy ra khi một phần tài sản của công ty bằng các chứng khoán phải trả một tỷ suất sinh lợi cố định. Nói cách khác, đòn cân nợ là một loại đòn bẩy kinh tế sử dụng tiềm năng của chi phí tài chính cố định như lãi vay, lợi tức cổ phiếu ưu đãi hoặc chi phí thuê mua tài chính để khuyến đại lợi nhuận cho chủ sở hữu. Đòn cân nợ trong cấu trúc vốn mang tính hai mặt vì đòn cân nợ có khả năng làm gia tăng tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần, mặt khác công ty bị lỗ thì nó sẽ đưa nguồn vốn cổ phần đến rủi ro lớn hơn (nặng hơn) do tác động đòn bẩy của đòn cân nợ.

Khi phân tích mối quan hệ giữa đòn cân nợ với giá trị công ty, có 2 quan điểm:

- Quan điểm truyền thống: Quan điểm này cho rằng tác động đòn bẩy của đòn cân nợ phụ thuộc rất lớn vào triển vọng sinh lợi của công ty. Nếu triển vọng về sinh lợi đã được xác định là vượt qua điểm hòa vốn EBIT thì họ tin rằng phương thức tốt nhất làm lợi cho cổ đông là gia tăng đòn cân nợ và điều này sẽ làm gia tăng vốn cổ phần, do đó làm gia tăng giá trị công ty. Nói tóm lại, quan điểm này cho rằng do đòn cân nợ có

khả năng làm khuyếch đại doanh lợi cho nên đòn cân nợ còn có một ảnh hưởng nữa là làm gia tăng giá cổ phần và do đó làm gia tăng giá trị công ty.

- Quan điểm của MM: MM là tên của hai nhà kinh tế nổi tiếng người Mỹ - Miller và Modigliani. Hai ông đã được giải Nobel kinh tế năm 1990 về lý thuyết “ Chính sách phân phối, chi phí sử dụng vốn và tài chính công ty”. MM cho rằng trong điều kiện thị trường cạnh tranh hoàn hảo, không xét đến yếu tố thuế thì chính sách nợ không ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Ví dụ: Có 2 công ty U và L: Giả sử dòng lợi nhuận của 2 công ty này như nhau, chỉ khác nhau về cấu trúc vốn.

- Công ty U không có đòn bẩy tài chính

$$E_U (\text{Tổng giá trị vốn cổ phần}) = V_U (\text{Tổng giá trị công ty})$$

- Công ty L có đòn bẩy tài chính

$$E_L (\text{Vốn cổ phần}) = V_L (\text{Giá trị công ty}) - D_L (\text{vốn vay})$$

Trường hợp 1:

Nếu mua 1% cổ phần của công ty U

Đầu tư

0,01 V_U

Thu nhập

0,01 Lợi nhuận

Trường hợp 2:

Nếu mua 1% nợ và vốn cổ phần của công ty L

Đầu tư

Nợ: 0,01 D_L

Vốn cổ phần 0,01 E_L

Tổng $0,01 (D_L + E_L) = 0,01 V_L$

Thu nhập

0,01 Lãi

0,01 (Lợi nhuận – Lãi)

0,01 Lợi nhuận

Như vậy, cả hai phương án đều cho cùng thu nhập.

Theo MM, giá trị của công ty được xác định bởi dòng tiền trong tương lai phát sinh từ tài sản thực của công ty chứ không phải bằng những chứng khoán mà công ty phát hành. Như vậy, tổng giá trị của các chứng khoán do công ty phát hành sẽ bằng việc chia nhỏ dòng tiền trong tương lai thành nhiều thành phần chảy vào túi của các cổ đông và chủ nợ công ty. Các dòng tiền phát sinh từ tài sản thực là không đổi cho dù công ty có tài trợ bằng phương thức gì đi nữa. MM cho rằng tác động đòn bẩy làm gia tăng lợi nhuận trên cổ phần nhưng điều này không có nghĩa là làm gia tăng giá cổ phần. Bởi vì sự thay đổi trong dòng lợi nhuận này được bù đắp bằng một sự thay đổi trong rủi ro và vì vậy trong tỷ suất sinh lợi đòi hỏi của các cổ đông.

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản thực của công ty } (r_A) = \frac{\text{Lợi nhuận dự kiến}}{\text{Giá trị thị trường của toàn bộ các chứng khoán}}$$

$$r_A = \frac{D}{D + E} \times r_D + \frac{E}{D + E} \times r_E$$

D: Nợ vay

r_D : Tỷ suất hoàn vốn của nợ vay

E: Vốn cổ phần

r_E : Tỷ suất hoàn vốn của vốn cổ phần

$$r_E = r_A + \frac{D}{E} (r_A - r_D)$$

Công thức trên ngụ ý rằng tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần của công ty có đòn cân nợ gia tăng theo tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần. Sự gia tăng này phụ thuộc vào chênh lệch giữa r_A – Tỷ suất sinh lợi dự kiến của toàn bộ chứng khoán (biểu thị của tỷ suất sinh lợi tài sản) và r_D – Tỷ suất hoàn vốn của nợ vay. Chú ý $r_E = r_A$ nếu công ty không sử dụng nợ.

*** Mọi quan hệ giữa thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) và lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)**

Mọi quan hệ này được đo lường bằng cách dùng độ nghiêng của đòn cân nợ. (DFL).

$$DFL = \frac{\% \text{ thay đổi EPS}}{\% \text{ thay đổi EBIT}}$$

Qua việc phân tích DFL cho thấy nếu trong cấu trúc vốn của công ty không có tài trợ bằng nợ (không có trái phiếu, không nợ vay, không có cổ phiếu ưu đãi) thì sự biến động của EPS luôn bằng với sự biến động của EBIT. Nói cách khác, DFL luôn bằng 1. Song, đối với cấu trúc vốn có sử dụng nợ thì khác, việc sử dụng nợ làm cho sự biến động của EPS lớn hơn sự biến động của EBIT. Vì vậy việc sử dụng nợ trong cấu trúc vốn một mặt khuếch đại được EPS nhưng mặt khác nó cũng bóp nhỏ EPS và nó phụ thuộc vào EBIT của công ty.

1.2.3. Chính sách thuế

Tài trợ nợ có một lợi thế quan trọng về thuế trong cấu trúc vốn bởi vì lãi vay mà công ty trả là một khoản chi phí được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế gọi là tấm chắn thuế còn cổ tức và lợi nhuận giữ lại thì không. Theo quan điểm của MM “giá trị của một cái bánh không phụ thuộc vào việc nó được cắt ra như thế nào?”. Cái bánh có thể hiểu là tài sản của công ty, còn các lát bánh chính là nợ và vốn cổ phần. Nếu chúng ta

giữ cái bánh không đổi, việc thêm 1 đồng nợ sẽ làm giảm bớt 1 đồng vốn cổ phần. Nhưng thật ra còn 1 lát bánh thứ 3 đó chính là phần của chính phủ. Như vậy, phần của chính phủ sẽ tác động như thế nào? MM cho rằng giá trị của cái bánh – trong trường hợp này là giá trị tài sản trước thuế - không bị thay đổi do việc cắt ra từng lát. Tuy nhiên, công ty có thể làm giảm bớt kích thước lát bánh của chính phủ bằng cách vay nợ để làm lợi cho các cổ đông. Bởi vì, khi công ty vay nợ, công ty sẽ làm giảm hóa đơn thuế và làm tăng dòng tiền cho nhà đầu tư vào các khoản nợ và vốn cổ phần. Như vậy, giá trị sau thuế của công ty sẽ tăng lên một khoản bằng hiện giá của tấm chắn thuế. Để thấy được chính sách thuế ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của công ty, chúng ta hãy xem xét cấu trúc vốn của công ty trong 2 trường hợp có thuế và không có thuế thu nhập công ty.

1.2.3.1. Cấu trúc không có thuế thu nhập công ty

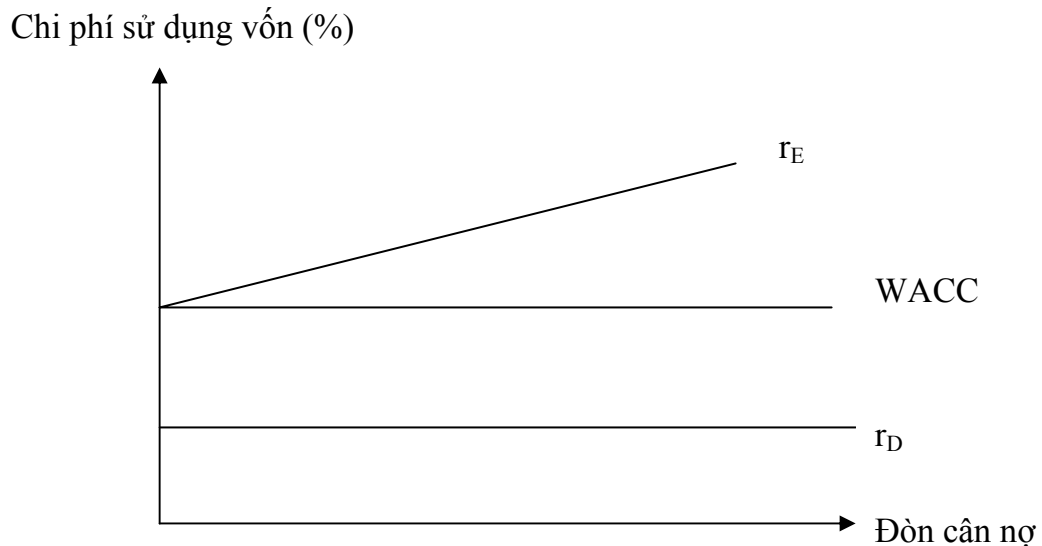
MM cho rằng khi có các điều kiện thị trường vốn hoàn hảo sau đây:

- Không có các chi phí giao dịch khi mua bán chứng khoán.
- Có đủ số người mua và người bán trên thị trường, vì vậy không có một nhà đầu tư riêng lẻ nào có ảnh hưởng lớn tới giá cả chứng khoán.
- Có sẵn thông tin liên quan cho tất cả các nhà đầu tư và không phải mất tiền.
- Tất cả 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 công ty. Ngoài ra, các công ty hoạt động trong các điều kiện tương tự có cùng mức độ rủi ro kinh doanh và không phải nộp thuế thu nhập công ty.

Khi các điều kiện này xảy ra, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) không đổi bất kể đòn cân nợ của công ty như thế nào. Bởi vì, khi một công ty tăng một mức nợ tương đối, tỷ suất sinh lợi dự kiến gia tăng và sẽ bị bù trừ đúng bằng sự gia tăng trong rủi ro và vì vậy trong tỷ suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông. Vì vậy, chi phí sử dụng vốn,

nói cách khác WACC sẽ không đổi theo thay đổi trong cấu trúc chi phí hay giá trị công ty độc lập với cấu trúc vốn.

Hình 1.1: Chi phí sử dụng vốn trong mối quan hệ với đòn cân nợ.



1.2.3.2. Cấu trúc vốn có thuế thu nhập công ty

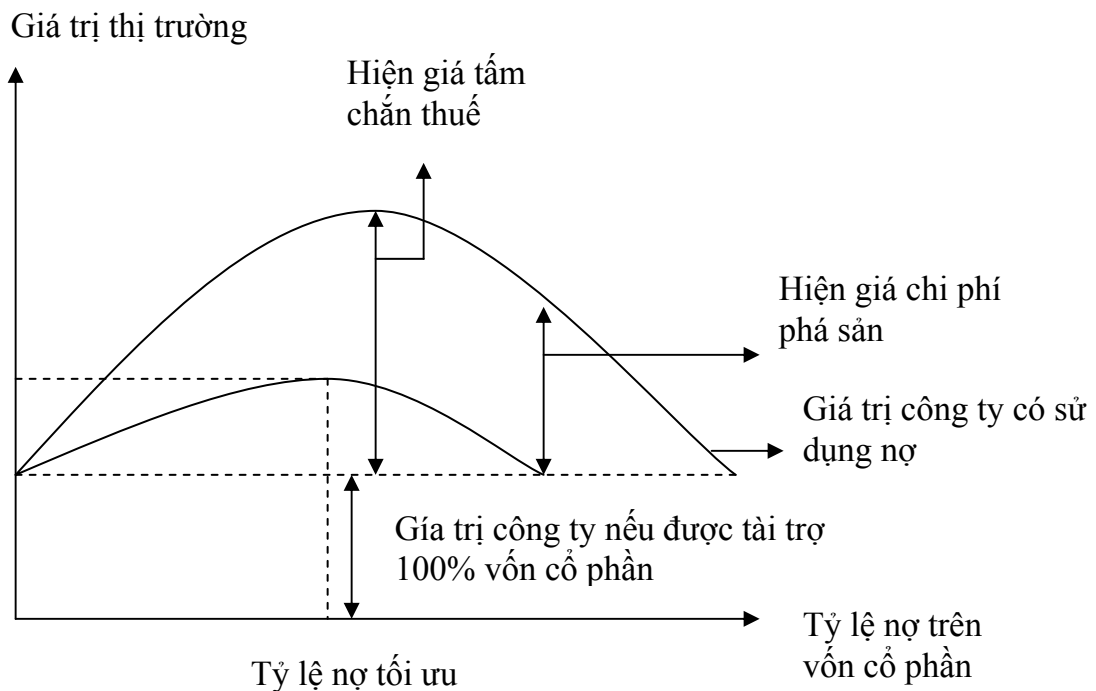
Nhờ vào tấm chắn thuế khi sử dụng nợ vay đã làm cho giá trị thị trường của công ty có sử dụng nợ bằng với giá trị thị trường của công ty không sử dụng nợ cộng với hiện giá của tấm chắn thuế.

Qua đó cho thấy giá trị của công ty tăng theo tuyến tính khi số lượng nợ trong cấu trúc vốn tăng. Kết quả này hàm ý rằng một công ty nên tăng số nợ của mình đến điểm mà tại đó cấu trúc vốn bao gồm toàn nợ. Nói cách khác, giá trị thị trường của công ty được tối đa hóa và cấu trúc vốn tối ưu đạt được khi cấu trúc vốn gồm toàn bộ nợ. Thế thì tại sao trên thực tế chúng ta lại không thấy các công ty có mức nợ cao cực đại trong cấu trúc vốn? Vì vậy, phải có thêm các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc xác định một cấu trúc vốn tối ưu cho công ty. Hai trong số những yếu tố quan trọng nhất chính là chi phí phá sản và chi phí đại lý.

- Chi phí phá sản: Khi công ty gia tăng nợ, các nhà cho vay có thể đòi hỏi mức lãi suất rất cao để bù cho rủi ro tài chính gia tăng của công ty, và chính từ khoản chi trả lãi cao này đã cấu thành nên một loại chi phí cho công ty. Ở mức độ xấu nhất, các nhà cho vay có thể từ chối không cho công ty vay. Trong trường hợp này, công ty có thể phải từ bỏ các dự án đáng lý có thể chấp nhận được. Như vậy, công ty đã phải gánh chịu một chi phí cơ hội. Khi phá sản xảy ra, công ty còn phải gánh chịu thêm rất nhiều chi phí hữu hình trong nỗ lực tái cấu trúc vốn ở công ty như chi phí pháp lý, chi phí kiểm toán... Và cuối cùng, nếu công ty buộc phải thanh lý, công ty có thể phải bán các tài sản của mình với giá thấp hơn giá thị trường để trả nợ cho các trái chủ. Tất cả chi phí trên dù là hữu hình hay vô hình đều góp phần làm sụt giảm giá trị công ty. Như vậy nếu xét cả chi phí phá sản thì giá trị công ty được tính như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị thị} \\ \text{trường của} \\ \text{công ty có sử} \\ \text{dụng nợ.} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trị thị trường} \\ \text{của công ty nếu tài} \\ \text{trợ 100\% bằng vốn} \\ \text{cổ phần} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Hiện giá} \\ \text{tầm chắn} \\ \text{thuế} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Hiện giá chi} \\ \text{phí phá sản} \end{array}$$

Hình 1.2: Giá trị công ty và đòn cân nợ

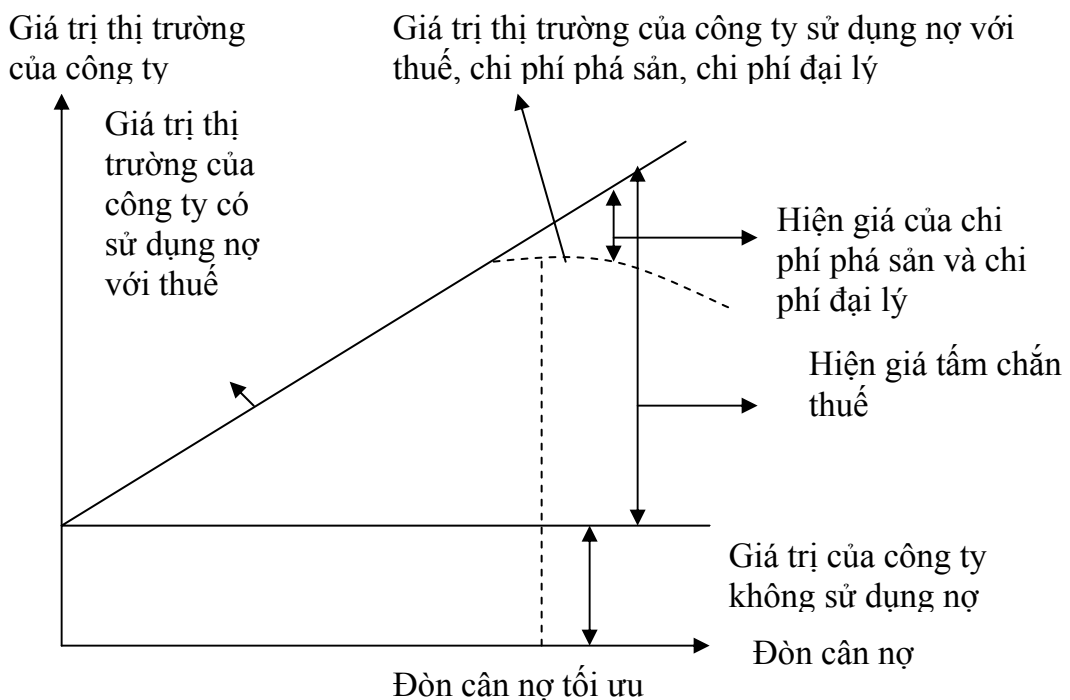


Qua hình 1.2 ta thấy, hiện giá tầm chắn thuế ban đầu tăng lên khi công ty vay thêm nợ. Ở mức nợ trung bình, xác suất phá sản không đáng kể, hiện giá chi phí phá sản cũng nhỏ, do đó lợi thế về thuế vượt trội. Nhưng tại một điểm nào đó, khi xác suất phá sản tăng nhanh cùng với việc vay nợ tăng lên kéo theo chi phí phá sản cũng gia tăng và bắt đầu chiếm một lượng lớn giá trị công ty thì sẽ làm cho lợi ích từ tầm chắn thuế của công ty giảm và cuối cùng biến mất. Như vậy, khi hiện giá của tầm chắn thuế do vay nợ tăng thêm vừa đủ bù trừ cho sự gia tăng trong hiện giá của chi phí phá sản thì giá trị của công ty có sử dụng nợ là cao nhất và cấu trúc vốn mà công ty đang tài trợ là tối ưu.

- Chi phí đại lý:

Trong công ty, chủ nợ và cổ đông thường không trực tiếp điều hành đầu tư, tài trợ vào các hoạt động kinh doanh hàng ngày mà thông qua “các đại lý” để thực hiện các hoạt động quan trọng này. Lý thuyết đại lý lập luận rằng các chi phí đại lý dự kiến sẽ do các đại lý gánh chịu. Vì vậy, các trái chủ có thể sẽ đòi hỏi các trái phiếu mà họ mua có lãi suất cao hơn để bù trừ cho phần tài sản dự kiến sẽ bị thất thoát.

Hình 1.3: Đồ thị minh họa giá trị thị trường của công ty có sử dụng nợ



Tóm lại: Ở mức nợ thấp, các trái chủ không đòi hỏi các dàn xếp về thỏa thuận rộng và giám sát chặt chẽ vì các rủi ro có thể có của trái chủ được xem là khá hạn chế. Cũng vậy, với mức nợ thấp, chi phí trả lãi nợ vay cũng thấp. Khi nợ tăng lên, các trái chủ thấy mình sẽ phải gánh chịu các rủi ro gia tăng do các cổ đông thực hiện các đầu tư hay chấp nhận các hoạt động tài trợ có thể có hại cho các trái chủ hiện tại. Từ đó, các chi phí giám sát cũng gia tăng cùng với sự gia tăng trong đòn cân nợ của công ty. Kết quả là, sự gia tăng trong chi phí nợ ẩn bao gồm chi phí giám sát và chi phí do mất hiệu năng hoạt động. Gia tăng trong chi phí nợ này có tác động làm giảm tổng giá trị chứng khoán của công ty được thể hiện như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị thị trường của công ty có sử dụng nợ.} \\ \text{Giá trị thị trường của công ty nếu tài trợ 100\% bằng vốn cổ phần} \\ \text{Hiện giá tầm chắn thuế} \\ \text{Hiện giá chi phí phá sản} \\ \text{Hiện giá chi phí đại lý} \end{array} = + - -$$

1.2.4. Chi phí sử dụng vốn bình quân

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.

- Quan điểm truyền thống: Quan điểm này cho rằng tỷ suất sinh lợi tổng hợp của toàn bộ chứng khoán công ty luôn được hiểu như là chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC).

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

+ W_D : Tỷ lệ % nguồn tài trợ bằng nợ vay dài hạn 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 dài hạn sau thuế.

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

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

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

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

Theo quan điểm này, 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 theo quan điểm này, 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 vốn cổ phần (nhờ tấm chắn thuế) do đó gia tăng đòn cân nợ chắc chắn sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân.

- Quan điểm hiện đại của MM: Quan điểm này cho rằng khi gia tăng đòn cân nợ, nếu như đạt ở mức độ thấp, hợp lý thì vốn vay của công ty sẽ không có rủi ro, nói cách khác là chi phí sử dụng vốn vay (r_D) là không đổi. Khi đó r_D là độc lập với đòn cân nợ và tỷ suất sinh lợi vốn cổ phần (r_E) gia tăng tương ứng với sự gia tăng đòn cân nợ.

Tóm lại, khi đòn cân nợ càng tăng, rủi ro do công ty không có khả năng chi trả càng lớn và do đó chi phí sử dụng vốn vay cũng tăng theo. Ngay thời điểm này, chi phí sử dụng vốn cổ phần lại giảm đi do các cổ đông chịu đựng rủi ro ít hơn và vì vậy, tỷ suất sinh lợi sẽ thấp hơn. Kết quả là chi phí sử dụng vốn bình quân không đổi.

1.3. Quyết định lựa chọn cấu trúc vốn cho các công ty

1.3.1. Lựa chọn cấu trúc vốn trong điều kiện thông tin bất cân xứng

Ở trên chúng ta đã phân tích việc lựa chọn cấu trúc vốn trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo như MM giả định. Tuy nhiên, trong điều kiện nền kinh tế thị trường hiện nay luôn luôn có những khuyết tật nhất định, trong đó việc thông tin bất cân xứng giữa các bên giao dịch đóng vai trò quan trọng trong việc lựa chọn hình thức tài trợ công ty, và do đó ảnh hưởng đến quyết định cấu trúc vốn của công ty.

Thông tin bất cân xứng chỉ rằng các giám đốc biết nhiều về các tiềm năng, rủi ro và các giá trị của công ty mình hơn là các nhà đầu tư từ bên ngoài. Rõ ràng các giám đốc biết nhiều hơn các nhà đầu tư, điều này được chứng minh bằng việc quan sát các thay đổi giá cổ phần do các công bố của các giám đốc.

Khi một công ty công bố một gia tăng cổ tức thường xuyên, giá cổ phần thường tăng, vì các nhà đầu tư cho rằng việc gia tăng này như là một dấu hiệu của sự tin tưởng của ban giám đốc công ty về thu nhập tương lai. Nói cách khác, gia tăng cổ tức chuyển tải thông tin từ các giám đốc đến các nhà đầu tư, điều này chỉ có thể xảy ra khi các giám đốc biết nhiều hơn ngay từ đầu.

Trong môi trường bất cân xứng, thị trường sẽ không có đủ thông tin để phân biệt công ty tốt và công ty xấu. Trong bối cảnh đó, công ty tốt lại khó huy động vốn trên TTCK.

Giả sử trên TTCK có 3 công ty:

- Công ty A: Giá chứng khoán là 100 USD.
- Công ty B: Giá chứng khoán là 80 USD
- Công ty C: Giá chứng khoán là 50 USD

Với tâm lý thích chọn giá rẻ hơn nên thị trường có khuynh hướng ưa chuộng công ty B và công ty C hơn công ty A cho nên công ty B và công ty C rất dễ huy động vốn. Thậm chí công ty C có nâng giá lên 60 USD vẫn có thể bán được chứng khoán.

Mặc dù công ty A thực tế là tốt nhưng do thị trường không phân định được, và do vậy khó huy động được vốn.

Thông tin bất cân xứng tác động dẫn đến sự lựa chọn giữa tài trợ nội bộ và tài trợ từ bên ngoài, và giữa phát hành mới chứng khoán nợ và vốn cổ phần.. Điều này đưa tới một trật tự phân hạng, theo đó đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng vốn nội bộ, chủ yếu là lợi nhuận tái đầu tư, rồi mới đến phát hành nợ mới và cuối cùng bằng phát hành cổ phần mới. Phát hành vốn cổ phần mới là phương án cuối cùng khi công ty đã sử dụng hết khả năng vay nợ, tức là khi các mối đe dọa của các chi phí phá sản, chi phí kiệt quệ tài chính... làm cho các chủ nợ hiện hữu cũng như giám đốc tài chính lo âu. Hơn nữa, vay nợ có lợi điểm của nó:

- Vay nợ phát ra tín hiệu về chất lượng kinh doanh của công ty. Vay nợ có lợi vì: (1) chi phí vay tính vào chi phí kinh doanh có sự chia sẻ kinh tế với nhà nước; (2) công ty không bị chi phối quyền quản lý.

- Vay nợ đòi hỏi công ty phải trả lãi định kỳ, tạo sức ép buộc công ty phải hoạt động có hiệu quả để không bị phá sản. Vay nợ đóng vai trò kiểm soát tâm lý ỷ lại của giám đốc.

Như vậy, tại sao thông tin bất cân xứng lại buộc các công ty phát hành nợ hơn là vốn cổ phần? Bởi vì một sự nỗ lực phát hành cổ phần mới sẽ đẩy giá cổ phần giảm xuống. Nếu các giám đốc có thông tin nhiều hơn các nhà đầu tư và cả hai nhóm đều hợp lý thì bất kỳ công ty nào có khả năng vay sẽ vay nợ hơn là phát hành cổ phần mới. Nói cách khác, phát hành nợ sẽ đứng cao hơn trong trật tự phân hạng.

Tuy nhiên lập luận này không loại bỏ bất kỳ cổ phần thường nào vì thông tin bất cân xứng không phải lúc nào cũng quan trọng và nó còn có các lực khác hoạt động. Thí dụ, nếu một công ty đã vay nợ nhiều và sẽ lâm vào kiệt quệ tài chính nếu vay nợ thêm, lúc đó công ty này sẽ có lý do tốt để phát hành cổ phần thường. Trong trường hợp này công bố phát hành cổ phần thường sẽ không hoàn toàn là tin xấu. Việc công bố vẫn sẽ

làm giảm giá cổ phần – vì nó cho thấy rõ mối bận tâm của ban giám đốc về kiệt quệ tài chính – nhưng việc sụt giá không nhất thiết làm cho việc phát hành trở nên không khôn ngoan hay không khả thi.

Dưới góc độ của công tác quản trị tài chính: Vay nợ khẳng định mức độ tín nhiệm về khả năng sinh lợi của công ty. Tuy vậy, công ty càng vay nợ thì khả năng phá sản càng cao.

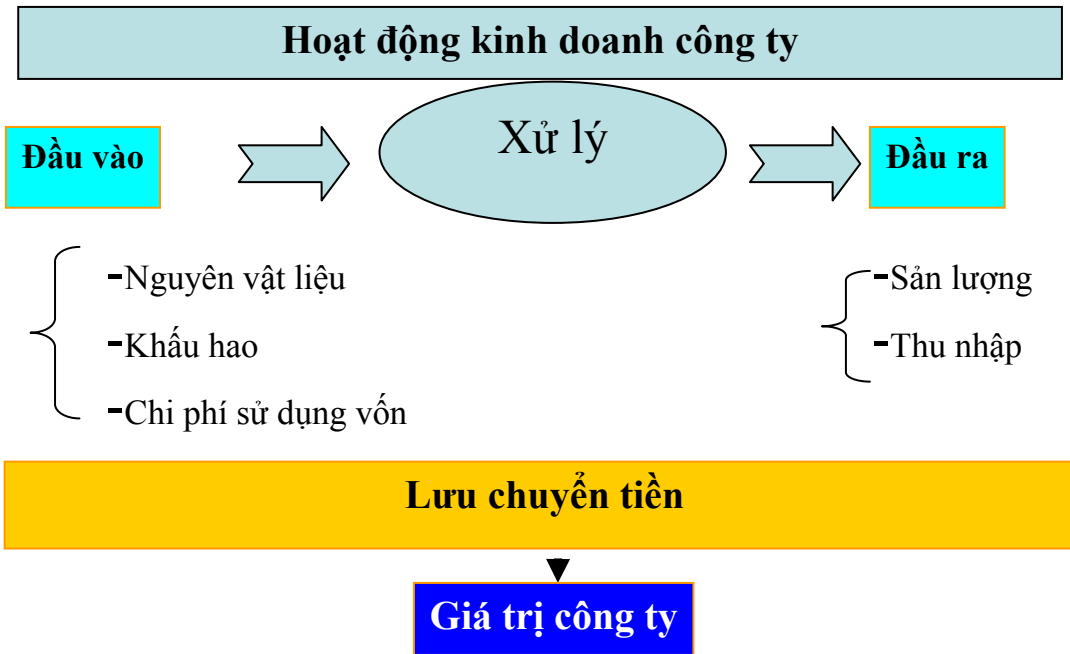
Tóm lại, thông tin bất cân xứng có thể giải thích sự vượt trội của tài trợ nợ so với phát hành cổ phần thường. Trên thực tế, phát hành nợ thì thường xuyên trong khi phát hành cổ phần thường thì hiếm hoi. Các công ty tốt hơn hết là nên dùng vốn cổ phần bằng cách tái đầu tư lợi nhuận hơn là phát hành cổ phần mới. Một công ty có các nguồn vốn phát sinh nội bộ không cần phải bán các loại chứng khoán này và như vậy sẽ tránh được hoàn toàn chi phí phát hành và các vấn đề thông tin.

1.3.2. Đánh giá các yếu tố mang tính chất quyết định để xây dựng cấu trúc vốn

1.3.2.1. Các yếu tố bên ngoài

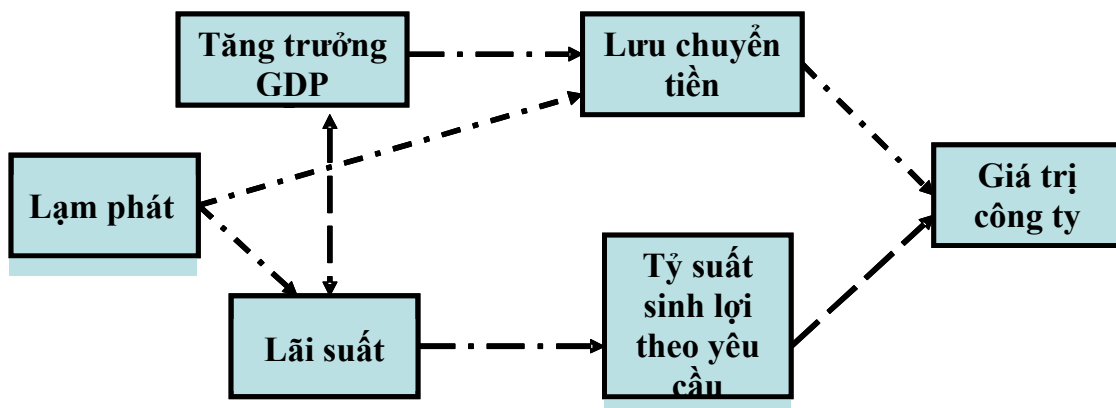
Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế: Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế đánh giá qua % thay đổi GDP. Khi dự đoán tỷ lệ tăng trưởng cao, người quản lý tài chính tăng cường huy động vốn để đầu tư mở rộng các dự án đầu tư và ngược lại.

Hoạt động kinh doanh của công ty có thể được mô tả như sơ đồ sau:



Triển vọng của thị trường vốn: Nếu chúng ta dự báo rằng vốn vay sẽ trở thành quá tốt kém hay hiếm, ta có thể muốn tăng độ nghiêng đòn bẩy tài chính ngay tức khắc. Một dự kiến lãi suất sụt giảm có thể khiến chúng ta tạm hoãn việc vay tiền, nhưng vẫn duy trì một vị thế dễ điều động nhằm hưởng lợi của tiền vay rẻ hơn sau này.

Lạm phát: Lạm phát làm gia tăng mức chi tiêu của công ty, làm gia tăng chi phí vốn của công ty. Đây cũng là một phần quan trọng trong làm thay đổi tỷ suất sinh lợi mong đợi và ảnh hưởng đến giá trị công ty.



Chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến giá trị công ty: Một chính sách mở rộng cung tiền sẽ làm giảm lãi suất thị trường, kéo theo làm giảm chi phí vay nợ. Ngược lại, một chính sách thu hẹp cung tiền làm tăng lãi suất thị trường, kéo theo làm tăng chi phí vay nợ. Bất kỳ một sự thay đổi nào trong chính sách tiền tệ của chính phủ cũng làm ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi mong đợi và do đó ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Thuế suất: Do chi phí lãi vay là một chi phí được khấu trừ thuế, gia tăng thuế suất áp dụng làm tăng mong muốn sử dụng nợ so với các loại vốn khác xét từ quan điểm lợi nhuận.

Thuế suất thuế thu nhập cá nhân tác động đến việc chi trả cổ tức của các công ty. Các cổ đông không chịu thuế thu nhập cá nhân cho phần lợi nhuận công ty của họ, nhưng phải nộp thuế cho phần lợi nhuận chia cho họ khi nhận cổ tức. Vì vậy gia tăng thuế suất thuế thu nhập cá nhân có xu hướng khuyến khích một số công ty giữ lại lợi nhuận và sử dụng nhiều hơn lợi nhuận giữ lại để tài trợ đầu tư. Cân đối giữa nợ và vốn cổ phần sẽ tùy thuộc một phần vào các mức thuế suất tương ứng của thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân.

1.3.2.2. Các yếu tố bên trong

Hình thức tổ chức công ty: Hình thức tổ chức tác động đến trách nhiệm của các chủ sở hữu đối với nợ của công ty. Các công ty cổ phần thường dễ thu hút vốn hơn các hình thức kinh doanh không liên kết hay kinh doanh liên kết góp vốn vì các cổ đông chỉ phải chịu rủi ro cho phần vốn đầu tư ban đầu của mình. Hơn nữa, thường họ có thể bán cổ phần của mình cho người khác một cách dễ dàng.

Quy mô: Các công ty nhỏ phải tùy thuộc đáng kể vào vốn của các chủ sở hữu để tài trợ tài sản của mình, các công ty này thường khó tiếp cận với các nguồn vay dài hạn, các công ty nhỏ thường có một vị thế mặc cả tương đối kém khi tìm kiếm vốn. Ngược lại, các công ty lớn buộc phải sử dụng nhiều loại vốn. Vì cần quá nhiều tiền nên

các công ty này sẽ khó thoả mãn tổng nhu cầu của mình với một chi phí vừa phải nếu họ giới hạn các nhu cầu của mình vào chỉ một loại vốn.

1.3.3. Xác định cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT-EPS

Phân tích EBIT-EPS và lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu có thể giúp cho các công ty quyết định một cấu trúc vốn thích hợp. Đây là quy trình 5 bước nhằm giúp các công ty phân tích trong việc lập các quyết định cấu trúc vốn.

Bước 1: Tính toán mức EBIT dự kiến sau khi mở rộng hoạt động căn cứ trên kinh nghiệm hoạt động và một dự kiến về tác động của việc mở rộng kinh doanh.

Bước 2: Ước lượng tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh trong kỳ (α – Độ lệch chuẩn của EBIT). Dựa trên thành quả quá khứ của công ty qua nhiều chu kỳ kinh doanh. Trong đó, α được tính theo công thức sau:

$$\alpha = \sqrt{\frac{(\text{EBIT}_i - \text{EBIT trung bình})^2}{n - 1}} \quad \text{EBIT trung bình} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{EBIT}_i}{n}$$

(i: Năm thứ i; n: Số năm quan sát)

Bước 3: Tính toán điểm hòa vốn EBIT giữa hai phương án tài trợ - thêm nợ mới hay duy trì cấu trúc 100% vốn cổ phần. Phương trình xác định điểm hòa vốn EBIT được viết như sau:

$$\text{EPS} = \frac{\text{EBIT}_{\text{hòa vốn}} (1-T)}{N_E} = \frac{\text{EBIT}_{\text{hòa vốn}} - R}{N_{DE}}$$

$$\text{EBIT}_{\text{hòa vốn}} = \frac{R \cdot N_E}{N_E - N_{DE}}$$

(R: Lãi vay; N_E : Số lượng cổ phần khi không có nợ vay; N_{DE} : Số lượng cổ phần khi có nợ vay).

Bước 4: Phân tích các ước lượng này trong bối cảnh rủi ro mà công ty sẵn sàng chấp nhận. Để xác định xác suất mà EBIT thấp hơn EBIT hòa vốn luận văn sử dụng công thức sau:

$$Z1 = \frac{EBIT_{\text{hòa vốn}} - (\alpha + EBIT_{\text{hòa vốn}})}{\alpha}$$

$$Z1 = \frac{R - (\alpha + EBIT_{\text{hòa vốn}})}{\alpha}$$

Căn cứ vào bảng phân phối chuẩn của biến Z1 để xác định xác suất mà EBIT thấp hơn EBIT hòa vốn. Qua đó có thể đánh giá được khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty. Tiếp theo cần xác định xác suất chịu lỗ của công ty qua công thức Z2, tương tự căn cứ vào bảng phân phối chuẩn của biến Z2 để xác định xác suất mà EBIT thấp hơn chi trả lãi đòi hỏi của R.

Nếu một trong hai thử nghiệm (Z1 hoặc Z2) hoặc cả hai thử nghiệm (Z1 và Z2) cho thấy cấu trúc vốn hiện tại có mức độ rủi ro không thể chấp nhận được, các giám đốc tài chính sẽ phải lập lại phân tích này với mức độ rủi ro thấp hơn và ngược lại.

Bước 5: Xem xét các chứng cứ thị trường để xác định cấu trúc vốn đề xuất có quá rủi ro hay không.

1.4. Kinh nghiệm xây dựng cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần ở một số nước trên thế giới

Thực tiễn hoạch định cấu trúc trong các công ty cổ phần ở các quốc gia trên thế giới đã để lại các bài học kinh nghiệm như sau:

Hoạch định cấu trúc vốn phải gắn liền với các dự báo về triển vọng kinh tế. 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. Hiểu theo một nghĩa nào đó, lợi ích từ thuế thu nhập công ty đã cho phép các công ty ở một số quốc gia như Mỹ, Đức... có một tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần thường cao hơn so với các nước khác. Có thể chấp nhận đòn bẩy tài chính lớn hơn miễn là nền kinh tế duy trì được tính ổn định để các công ty kinh doanh đáp ứng được các khoản chi trả nợ vay.

Triển vọng của thị trường vốn cũng là tiêu thức trong việc hoạch định cấu trúc vốn. Các công ty có khuynh hướng gia tăng đòn bẩy ngay tức khắc nếu dự báo rằng vốn vay sẽ trở nên quá tốn kém. Một dự kiến lãi suất sụt giảm có thể khuyến khích các công ty tạm hoãn việc vay tiền, nhưng vẫn duy trì một vị thế dể điều động nhằm hưởng lợi của tiền vay rẻ hơn sau này.

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 là 45%, ngành điện là 50% và máy tính là 21%. Tỷ lệ nợ của các công ty có khuynh hướng xoay quanh tỷ lệ ngành.

Qui mô công ty cũng tác động đến cấu trúc vốn, các công ty nhỏ phải tùy thuộc đáng kể vào vốn của các chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản của mình. Vì qui mô nhỏ rất khó tiếp cận và vay được nợ dài hạn. Vì không có các tiếp cận với nhiều loại vốn khác nhau, các công ty nhỏ thường có một vị thế mặc cả tương đối kém khi tìm kiếm vốn.

Khi nghiên cứu vấn đề cấu trúc vốn ở các nước phát triển, đặc biệt là các nước G7 gồm Mỹ, Canada, Anh, Pháp, Ý, Đức và Nhật cho thấy các nhà kinh doanh khi tìm

nguồn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình thường dựa vào các định chế tài chính trung gian mặc dù thị trường chứng khoán ở các nước này phát triển rất mạnh. Ở Mỹ, vốn mà các công ty vay từ các tổ chức tài chính trung gian hầu như gấp hai lần so với vốn nhận được từ thị trường chứng khoán.

Ngược lại, các nước đang phát triển lại chú tâm sử dụng nguồn vốn cổ phần để tài trợ hơn là sử dụng nợ. Ngoài Trung Quốc, Việt Nam với đặc điểm DNNN có vai trò chủ đạo làm cho nguồn vốn cổ phần luôn chiếm tỷ trọng cao trong cấu trúc vốn, các nước khác như Philipin, Hàn Quốc, Thái Lan... cũng đang tăng dần vốn cổ phần trong cấu trúc vốn của các công ty sau một thời gian không phát hành chứng khoán để huy động vốn.

Như vậy cơ sở nào làm cho cấu trúc vốn ở các công ty ở các nước là khác nhau mặc dù các công ty này đều hướng đến việc sử dụng đòn cân nợ để khuếch đại giá trị của công ty? Trước hết, đó là do chi phí giao dịch, ở các nước có chi phí giao dịch thấp do các trung gian tài chính cung cấp cho khách hàng những dịch vụ linh hoạt, dễ dàng, có một lượng dự trữ tiền có thể chuyển thành hàng hóa và dịch vụ bất cứ lúc nào thì chi phí dùng để vay nợ ở các định chế tài chính sẽ rẻ, việc vay nợ sẽ dễ dàng, từ đó cấu trúc vốn của công ty sẽ thiên về thâm dụng nợ.

Tuy nhiên, do tính hai mặt của đòn cân nợ cho thấy một nền kinh tế có đòn bẩy cao với số tiền vay nợ lớn sẽ có thể dẫn đến hàng loạt vụ phá sản dây chuyền của các công ty làm ảnh hưởng đến nền kinh tế. Minh họa cho vấn đề này là cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997. Sau mấy chục năm được sự bảo trợ và chỉ đạo của chính phủ, các tập đoàn kinh doanh lớn của Hàn Quốc (Cheabol) luôn có khuynh hướng đi vay với lãi suất thấp để mở rộng sản xuất kinh doanh, không dám chú tâm đến việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn do sự dồi dào và dễ dãi của việc sử dụng vốn vay. Do chính sách bảo vệ thị trường trong nước đã giúp cho nền kinh tế Hàn Quốc tăng liên tục trong nhiều thập kỷ.

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

Chương này tập trung vào việc khái quát những lý luận cơ bản cấu trúc vốn, các lý thuyết về cấu trúc vốn và việc đánh giá sự tối ưu của cấu trúc vốn và kèm theo đó là các giả định trong phân tích cấu trúc vốn. Những vấn đề này có ý nghĩa thiết thực trong việc xây dựng cấu trúc vốn linh hoạt, mềm dẻo.

- Thứ nhất: Luận văn đặc biệt tập trung vào việc xác định sự tác động của chính sách nợ đến giá trị công ty, nêu rõ mối quan hệ của chính sách nợ đến giá trị công ty trong sự liên hệ với chính phủ.

- Thứ hai: Phần quan trọng tiếp theo cần được nhấn mạnh đó là sự lựa chọn cấu trúc vốn trong điều kiện thông tin bất cân xứng, đánh giá các yếu tố bên trong và bên ngoài công ty để lựa chọn cấu trúc vốn thích hợp. Tiếp theo là, quy trình 5 bước xác định cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT – EPS.

- Thứ ba: Giúp cho các nhà quản trị thấy được tầm quan trọng của việc hoạch định một cấu trúc vốn hợp lý nhằm gia tăng giá trị công ty. Đặc biệt xem xét khuynh hướng cấu trúc vốn hiện nay trên thế giới, từ đó rút ra những bài học bổ ích cho các công ty Việt Nam. Đó là kinh nghiệm về xây dựng cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần ở một số nước trên thế giới mà điển hình là các nước G7 gồm Mỹ, Canada, Anh, Pháp, Ý, Đức và Nhật và Thái Lan, Trung Quốc, Hàn Quốc...

- Thứ tư: Các lý luận về cấu trúc vốn trong chương 1 cho thấy việc xây dựng cấu trúc vốn nhằm tối đa hoá giá trị công ty là không đơn giản. Việc xây dựng cấu trúc vốn không chỉ được xem xét chỉ trong các điều kiện của công ty mà còn xem xét theo các yếu tố của thị trường và các chính sách của Chính phủ.

CHƯƠNG 2

PHÂN TÍCH CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TP.HCM

2.1. Giới thiệu khái quát về các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP. HCM

Đây là các công ty sản xuất và kinh doanh các sản phẩm chế biến từ nông sản, từ sữa, thủy sản, thực vật... Đặc điểm của các sản phẩm này là thời gian sử dụng tương đối ngắn, có thể chỉ vài tháng (như bánh trung thu...), hay trên một năm (như các sản phẩm sữa bột, đồ hộp...). Ngoài ra, sản phẩm của các công ty này còn chịu ảnh hưởng theo mùa như: bánh Trung thu được sản xuất và tiêu thụ nhanh trong dịp tết Trung thu; nước giải khát thường tiêu thụ mạnh vào các dịp lễ, tết Nguyên đán... Vì những đặc điểm trên nên việc sản xuất kinh doanh, nhu cầu vốn... của các công ty này cũng khác với những ngành nghề khác.

Cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM luôn chịu ảnh hưởng bởi ngành nghề kinh doanh, mỗi ngành kinh doanh có cấu trúc vốn mục tiêu khác nhau. Sau đây luận văn giới thiệu sơ lược về 9 công ty cổ phần thực phẩm được niêm yết trên TTCK TP.HCM.

➤ Công ty cổ phần Bánh Kẹo Biên Hòa (Mã chứng khoán BBC)

- Địa chỉ: KCN Biên Hòa I, tỉnh Đồng Nai

- Quá trình hình thành công ty: Công ty cổ phần bánh kẹo Biên Hòa tiền thân là phân xưởng kẹo của nhà máy Đường Biên Hòa (nay là công ty cổ phần Đường Biên Hòa) được thành lập năm 1990. Tháng 12 năm 1998, theo Quyết định số 234/1998/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, phân xưởng Bánh kẹo – Nha được

chuyển thành công ty cổ phần Bánh Kẹo Biên Hòa. Ngày 17/12/2001, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã cấp giấy phép phát hành chứng khoán ra công chúng cho công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa (BIBICA).

- Vốn điều lệ: 89,9 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Sản xuất kinh doanh trong và ngoài nước trên các lĩnh vực về công nghiệp chế biến bánh - kẹo - nha, bột dinh dưỡng, sữa và các sản phẩm từ sữa, nước giải khát, bột giải khát; xuất khẩu các sản phẩm bánh - kẹo - nha và các loại hàng hóa khác; nhập khẩu các thiết bị, công nghệ, nguyên liệu phục vụ cho sản xuất của công ty.

➤ **Công ty cổ phần Đường Biên Hòa (Mã chứng khoán BHS)**

- Địa chỉ: KCN Biên Hòa I, Phường An Bình, Biên Hòa, Đồng Nai

- Quá trình hình thành công ty: Công ty cổ phần Đường Biên Hòa được xây dựng từ năm 1969 với tiền thân là Nhà máy đường 400 tấn. Ngày 27/03/2001, theo Quyết định số 44/2001/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc chuyển doanh nghiệp nhà nước công ty Đường Biên Hòa thành công ty cổ phần, quá trình cổ phần hóa công ty diễn ra và được Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Đồng Nai cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh vào ngày 16/05/2001. Công ty cổ phần Đường Biên Hòa ra đời. Ngày 30/08/2006, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã cấp Giấy chứng nhận đăng ký phát hành chứng khoán số 51/UBCK-ĐKPH.

- Vốn điều lệ: 162 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm mía đường, các sản phẩm sản xuất có sử dụng đường; sửa chữa, bảo dưỡng, lắp đặt các thiết bị ngành mía đường.

➤ **Công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long (Mã chứng khoán CAN)**

- Địa chỉ: 43 Lê Lai, Quận Ngô Quyền, Hải Phòng

- Quá trình hình thành công ty: Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long CANFOCO được thành lập năm 1957 với tên gọi ban đầu là Nhà máy cá hộp Hạ Long. Tháng 3 năm 1996, nhà máy chính thức có quyết định trực thuộc Tổng công ty Thủy sản Việt Nam. Ngày 31/12/1998, Thủ tướng Chính phủ ra quyết định số 256/1998/QĐ-TTg chuyển công ty đồ hộp Hạ Long thành công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long CANFOCO. Ngày 03/10/2001, công ty được Ủy ban Nhà nước cấp giấy phép phát hành chứng khoán số 08/GPPH.

- Vốn điều lệ: 35 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Sản xuất và chế biến xuất nhập khẩu thực phẩm đóng hộp thủy, hải sản. lương thực thực phẩm, vật tư hóa chất và các dịch vụ khác.

➤ **Công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta (Mã chứng khoán FMC)**

- Địa chỉ: KM 2132, Quốc lộ 1A, Phường 2, thị xã Sóc Trăng, tỉnh Sóc Trăng.

- Quá trình hình thành công ty: Tiền thân của công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta là công ty 100% vốn của Ban Tài chính Quản trị tỉnh Sóc Trăng. Ngày 09/10/2002, Quyết định số 346/QĐ.TCCB.02 của Ủy ban nhân dân tỉnh Sóc Trăng về việc chuyển doanh nghiệp Nhà nước công ty thực phẩm xuất nhập khẩu tổng hợp Sóc Trăng thành công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta.

- Vốn điều lệ: 60 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Nuôi trồng, chế biến, bảo quản thủy sản và sản phẩm từ thủy sản, mua bán lương thực thực phẩm nông sản sơ chế; nhập khẩu máy móc thiết bị, vật tư phục vụ trong ngành chế biến.

➤ **Công ty cổ phần thực phẩm Quốc tế (Mã chứng khoán IFS)**

- Địa chỉ: Lô 13, KCN Tam Phước, huyện Long Thành, Đồng Nai.

- Ngày niêm yết chứng khoán: Niêm yết ngày 17/10/2006 theo Quyết định số 61/UBCK-GPNY do UBCKNN cấp ngày 29/09/2006.

- Vốn điều lệ: 242,8 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Chế biến nông, thủy sản thành phẩm đóng hộp, sấy khô, ướp đông, muối, ngâm dấm; sản xuất các loại bánh, thức ăn nhẹ; chế biến nước trái cây có ga, nước trái cây có độ cồn thấp (5%), nước tinh lọc đóng chai.

➤ **Công ty cổ phần Kinh Đô (Mã chứng khoán KDC)**

- Địa chỉ: Số 6/134 Quốc lộ 13, Phường Hiệp Bình Phước, Quận Thủ Đức, TP.HCM.

- Ngày niêm yết chứng khoán: Niêm yết chứng khoán ngày 12/12/2005 theo Giấy phép niêm yết chứng khoán cấp ngày 18/11/2005.

- Vốn điều lệ: 300 tỷ đồng.

- Lĩnh vực kinh doanh: Chế biến nông sản thực phẩm; sản xuất bánh kẹo, nước uống tinh khiết và nước ép trái cây; mua bán nông sản thực phẩm, công nghệ phẩm, rau quả tươi sống.

➤ **Công ty cổ phần Lương thực Thực phẩm SAFOCO (Mã chứng khoán SAF)**

- Địa chỉ: Số 01 Đường 3/2, Phường 11, Quận 10, TP.HCM

- Quá trình hình thành công ty: Công ty cổ phần Lương thực Thực Phẩm SAFOCO tiền thân là Cửa hàng Lương thực Thực phẩm số 04. Năm 1999 đổi tên thành Xí nghiệp Lương thực Thực phẩm SAFOCO. Năm 2005 Xí nghiệp chuyển sang hoạt động theo hình thức công ty cổ phần

- Ngày niêm yết chứng khoán: 28/12/2006

- Vốn điều lệ: 28,7 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Sản xuất mì sợi, bún...; chế biến các mặt hàng lương thực thực phẩm, công nghệ phẩm, nông – thủy – hải sản; kinh doanh nhà hàng ăn uống...

➤ **Công ty cổ phần nước Giải khát Sài Gòn (Mã chứng khoán TRI)**

- Địa chỉ: 12 Kỳ Đồng, Phường 9, Quận 3, TP.HCM

- Ngày niêm yết chứng khoán: 31/12/2001

- Vốn điều lệ: 45,4 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Chế biến thực phẩm, sản xuất nước giải khát các loại; mua bán hàng tư liệu sản xuất; sản xuất và kinh doanh chế biến lương thực...

➤ **Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Mã chứng khoán VNM)**

- Địa chỉ: 36-38 Ngô Đức Kế, Quận 1, TP.HCM

- Ngày niêm yết chứng khoán: 19/01/2006

- Vốn điều lệ: 1.590 tỷ đồng

- Lĩnh vực kinh doanh: Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa, nước giải khát; kinh doanh thực phẩm công nghệ, thiết bị, phụ tùng, vật tư, hóa chất và nguyên liệu.

➤ **Khái quát tình hình tài chính**

Hầu hết các công ty thực phẩm hiện đang niêm yết trên TTCK TP.HCM được khảo sát (9 công ty theo danh sách đính kèm) đều được niêm yết vào năm 2006 – thời điểm TTCK đang rất sôi động. Đây là một trong những thuận lợi cho việc huy động vốn phục vụ cho sản xuất kinh doanh. Dưới đây là sơ lược tình hình tài chính của 9 công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM.

Bảng 2.1 cho thấy, quy mô tài sản của các công ty thực phẩm được khảo sát tương đối lớn, tổng tài sản bình quân là 730 tỷ đồng, trong đó đáng kể nhất là VNM (3.609 tỷ đồng), KDC (936 tỷ đồng), IFS (624 tỷ đồng), BHS (589 tỷ đồng). Vào cuối năm 2005 và đầu năm 2006, khi công ty Kinh Đô và Vinamilk niêm yết trên TTCK TP.HCM, toàn thị trường rất sôi động do đây là hai trong những công ty có quy mô vốn lớn và có uy tín trên thương trường. Việc giá trị thương hiệu của Kinh Đô được định giá 50 tỷ đồng (chưa được ghi nhận vào tài sản vì chưa có quy định của Nhà nước theo báo cáo kiểm toán năm 2006) cũng phần nào phản ánh tiềm lực kinh doanh và thị phần của các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM

Qua việc tìm hiểu các đặc điểm ngành, nghề kinh doanh cũng như tiềm lực tài chính ở trên sẽ góp phần cho việc phân tích chuyên sâu tiếp theo sau đây.

2.2. Phân tích các tỷ số đòn bẩy tài chính

Cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM luôn gắn liền với sự hoạt động của TTCK. Thông qua TTCK, các công ty này huy động vốn để đạt được cấu trúc vốn thích hợp trong từng thời kỳ kinh doanh. Sau đây luận văn sẽ phân tích các nhân tố chính ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các công ty trên.

2.2.1. Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu

Như chúng ta đã biết, nợ có vai trò là nguồn vốn tài trợ quan trọng trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Quan trọng ở đây không phải là nợ luôn làm cho nguồn vốn dồi dào, tạo điều kiện cho việc thực hiện các chiến lược kinh doanh mà bởi vì nợ có tác động hai mặt đến việc tối đa hóa lợi nhuận cho các chủ sở hữu. Quyết định cấu trúc vốn luôn là một trong những quyết định quan trọng và khó khăn của các giám đốc tài chính. Một quyết định cấu trúc vốn đúng đắn có thể khuyếch đại được lợi nhuận cho các chủ sở hữu. Ngược lại, nếu doanh nghiệp vay nợ mà sử dụng nguồn vay không hiệu quả thì sẽ làm cho lợi nhuận của doanh nghiệp giảm mạnh. Sau đây là những phân

tích về tình hình cấu trúc vốn của các doanh nghiệp thực phẩm trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay.

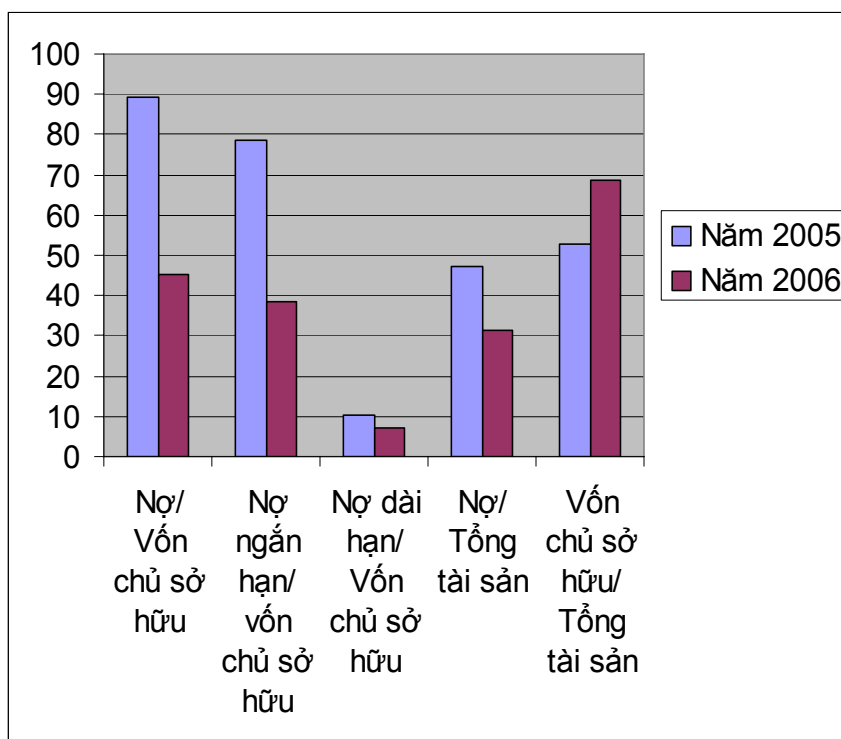
Qua bảng 2.2 và biểu đồ 2.1 ta nhận thấy rằng các công ty cổ phần Thực phẩm Việt Nam được khảo sát đã sử dụng nợ ngang bằng vốn chủ sở hữu năm 2005 và sụt giảm trong năm 2006. Tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu năm 2005 của các công ty này là 89%, trong đó có 4 công ty sử dụng nợ cao hơn vốn chủ sở hữu: BHS: 350%, FMC: 118%, IFS: 165%, TRI: 144%. Tuy nhiên, qua năm 2006 tỷ lệ này của các công ty đã giảm đáng kể, còn 45%. Riêng chỉ có TRI thì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tiếp tục gia tăng, nếu như năm 2005 tỷ lệ này là 144% thì năm 2006 là 238%.

Bên cạnh đó, chính sách vay nợ của các công ty này cũng cần phải được xem xét lại vì hầu hết các khoản nợ là nợ ngắn hạn. Điều này nói lên sự không bền vững trong cơ cấu vốn. Mặc dù đây là những công ty thực phẩm nên vòng quay vốn tương đối nhanh. Tuy nhiên, việc duy trì một cấu trúc vốn thiên về nợ ngắn hạn quá nhiều cũng sẽ làm cho rủi ro chi trả các khoản vay trong tương lai lớn. Năm 2005, nợ ngắn hạn trên vốn chủ sở hữu của các công ty này là 79%, trong khi đó nợ dài hạn chỉ chiếm 11% trong vốn chủ sở hữu. Qua năm 2006, tình hình này vẫn chưa được cải thiện đáng kể khi mà tỷ trọng nợ trong vốn chủ sở hữu là 45% nhưng nợ ngắn hạn chiếm đến 38% trong vốn chủ sở hữu.

Trong sự sụt giảm của nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu, đáng kể nhất là BHS (giảm 107%), FMC (giảm 9%), IFS (giảm 15%). Đặc biệt FMC và IFS đã trả hết nợ trong năm 2006.

Như chúng ta thấy, các công ty này đã sử dụng nợ khá nhiều nhưng điều này chưa nói lên được rằng họ đang tận dụng tốt lá chắn thuế. Bởi vì các doanh nghiệp này hầu hết chỉ sử dụng nợ ngắn hạn để bổ sung cho vốn lưu động. Nguồn vốn để tài trợ các quyết định cấu trúc vốn là nguồn vốn dài hạn.

Biểu đồ 2.1: Sự biến động của các tỷ số nợ



(Nguồn: Số liệu được tính toán từ các báo cáo tài chính của 9 công ty cổ phần Thực phẩm theo danh sách đính kèm ở phần phụ lục)

Qua bảng 2.3 ta thấy vốn chủ sở hữu của các công ty này năm 2006 tăng 33% so với năm 2005. Sự gia tăng này một phần để bù đắp nguồn vốn kinh doanh do giảm vay như đã phân tích ở trên. Để đáp ứng vốn cho sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp này đã huy động vốn cổ phần thay vì vay nợ từ các ngân hàng. Do vậy, vốn cổ phần năm 2006 đã tăng 20% so với năm 2005. Thật vậy, các công ty có tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần giảm năm 2006 so với năm 2005 (bảng 2.1) đều có sự gia tăng đáng kể trong vốn cổ phần năm 2006, chẳng hạn như BBC (tăng 92%); BHS (tăng 291%); IFS (tăng 73%); KDC (tăng 13%). Riêng chỉ có FMC, nợ dài hạn không còn trong năm 2006 nhưng vốn cổ phần cũng không tăng là do công ty đã dùng lợi nhuận để bổ sung quỹ đầu tư phát triển (tăng 47% so với năm 2005) làm cho vốn chủ sở hữu tăng 11%.

Điều gì đã làm cho các công ty này lựa chọn huy động vốn bằng vốn chủ sở hữu? Trước hết, cần phải xác định hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của các công ty này như thế nào?

2.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu (ROE)

Đây 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 (có thể lợi nhuận giữ lại) tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế.

Qua bảng 2.4 ta thấy, ROE (Return on Equity) năm 2006 của các công ty được khảo sát trung bình là 19%, tức là cứ 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 vay ngân hàng mà còn tạo ra một khoản lợi nhuận khá lớn cho các cổ đông. Trong các công ty được khảo sát, đáng chú ý nhất là 3 công ty có ROE cao hơn ROE bình quân, đó chính là FMC (28%), KDC (29%), VNM (27%). Điều đáng chú ý ở đây là 3 công ty trên đều có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu rất thấp, cụ thể tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu năm 2005 lần lượt là 9%; 12% và 3%, đến năm 2006 lần lượt là 0%; 8% và 3%. Như vậy, mặc dù các công ty cổ phần được khảo sát có tỷ lệ nợ rất thấp trong cấu trúc vốn nhưng lại có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tương đối cao (bình quân 19%). Qua phân tích trên cho thấy, một cấu trúc vốn thiên về sử dụng vốn cổ phần là chưa hợp lý, chưa tối đa hoá được giá trị cho các cổ đông.

Nhìn chung, hiệu quả sử dụng vốn của các công ty được khảo sát được đánh giá là tốt. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là các công ty nên tiếp tục huy động vốn bằng nguồn vốn cổ phần. 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 vốn chủ sở hữu.

Hiện nay, các công ty này hầu hết đều là những công ty đang trong giai đoạn tăng trưởng nên rất cần một lượng vốn lớn. Đặc biệt trong thời kỳ hội nhập với nền kinh tế thế giới, nhu cầu vốn càng trở nên cấp bách để mở rộng sản xuất kinh doanh, cải tiến chất lượng sản phẩm bằng những công nghệ, máy móc thiết bị hiện đại. Mặc dù các công ty này đang sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu rất hiệu quả nhưng điều đó không có nghĩa là họ nên huy động vốn bằng nguồn vốn cổ phần bởi vì chi phí sử dụng vốn cổ phần cao. Hơn nữa, nếu phát hành thêm cổ phần mới thì ảnh hưởng đến quyền kiểm soát của các cổ đông hiện hữu. Trong điều kiện thông tin bất cân xứng, việc huy động thêm vốn cổ phần thật không đơn giản chút nào bởi vì nó có thể làm cho thị trường phản ứng ngược lại với những gì các công ty phát hành mong đợi. Một thông tin phát hành thêm cổ phần mới có thể là tín hiệu không tốt về sự phát triển của công ty trong điều kiện thông tin bất cân xứng..

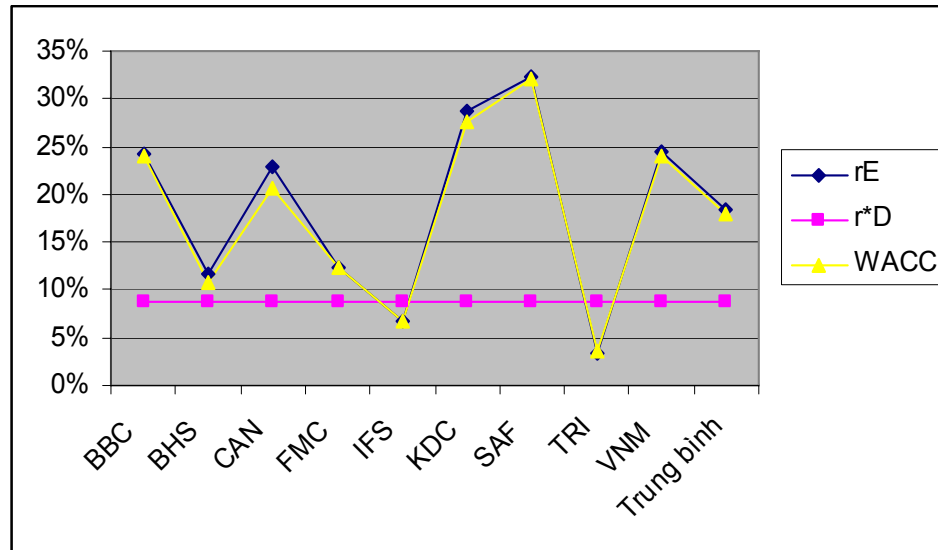
2.3. Đánh giá tính chất tối ưu của cấu trúc vốn

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

Một khía cạnh quan trọng hơn là cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm Việt Nam chưa được tối ưu hóa, tức là chưa tối thiểu hóa được chi phí sử dụng vốn bình quân nhằm tối đa hóa giá trị công ty. Thực trạng này sẽ được chứng minh qua các phân tích dưới đây.

Biểu đồ 2.2 và bảng 2.5 cho thấy: Chi phí sử dụng vốn cổ phần trung bình là 18,5% cao hơn chi phí sử dụng vốn vay sau thuế là 9,9% (18,5% - 8,6%) và điều này đã làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cao hơn chi phí sử dụng vốn vay sau thuế là 9,4% (18% - 8,6%).

Biểu đồ 2.2: Phân tích chi phí sử dụng vốn bình quân



(Nguồn: Số liệu được tính toán từ các báo cáo tài chính của 9 công ty cổ phần Thực phẩm theo danh sách đính kèm ở phần phụ lục)

Như vậy, do chi phí sử dụng vốn cổ phần trung bình của các công ty được khảo sát cao (18,5%) và tỷ trọng của vốn cổ phần trong cấu trúc vốn trung bình cao (94,7%) nên đã làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) cao ngang bằng chi phí sử dụng vốn cổ phần.

Trong số các công ty được khảo sát, có 5 công ty có chi phí sử dụng vốn bình quân WACC cao hơn số trung bình như BBC (24,1%), CAN (20,5%), KDC (27,6%), SAF (32,1%), VNM (24,1%). Bên cạnh đó, cả 5 công ty này cũng đều có chi phí sử dụng vốn cổ phần cao hơn bình quân, cụ thể như BBC (24,2%), CAN (22,9%), KDC (28,7%), SAF (32,1%), VNM (24,4%).

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 (8,6%) thấp hơn rất nhiều so với chi phí sử dụng

vốn cổ phần (trung bình 18,5%). 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, luận văn xin làm rõ trong phần phân tích EBIT – EPS.

2.3.2. Đánh giá tính chất tối ưu của cấu trúc vốn thông qua phân tích EBIT–EPS

Trong bảng 2.6, số liệu của 9 công ty cổ phần thực phẩm Việt Nam đều cho thấy $Z1 = (1)$, tức là xác suất để $EBIT < EBIT$ hoà vốn là 15,87% (dưới mức trung bình). Thêm vào đó, các số liệu $Z2$ ở hầu hết các công ty đều cho thấy xác suất để $EBIT <$ lãi vay đều tiến đến 0 (theo bảng phân phối chuẩn đính kèm ở phần phụ lục).

Vậy các kết quả trên đã chứng minh rằng, việc các công ty trên vay nợ thêm là rất có lợi trong việc giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân, tối đa hoá giá trị doanh nghiệp với rủi ro nợ vay tăng thêm là chấp nhận được.

Các phân tích trên đã cho thấy các công ty cổ phần thực phẩm được khảo sát chưa tận dụng được lợi thế về tài sản, lợi nhuận, quy mô và đòn bẩy tài chính hay chưa tận dụng được các tác động hữu ích của cấu trúc vốn một cách hiệu quả. Bên cạnh đó, cấu trúc vốn còn mất cân đối, chưa đạt được tính đa dạng trong cơ cấu tài trợ cũng như tính bền vững cần thiết.

2.4. Những rào cản trong hoạch định cấu trúc vốn của các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM

Như đã phân tích, cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM chưa được tối ưu hóa, mất cân đối trong cơ cấu tài trợ... mà nguyên nhân đến

từ nhiều phía: Nguyên nhân từ bản thân các công ty, từ việc quản lý vĩ mô của Nhà nước...

2.4.1. Những rào cản xuất phát từ các công ty

- Cấu trúc vốn khá đơn điệu trong cơ cấu một phần do trình độ quản trị cấu trúc vốn còn nhiều hạn chế, chưa thấy được tầm quan trọng của cấu trúc vốn hợp lý để đa dạng hoá các nguồn tài trợ. Từ đó làm mất cân đối trong cơ cấu tài trợ mà điển hình của các công ty cổ phần thực phẩm là nợ ngắn hạn lớn hơn so với nợ trung và dài hạn.

- Các công ty chưa thực 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 là những rào cản giảm thiểu khả năng đàm phán nguồn tài trợ của các công ty đối với các tổ chức trong nước cũng như nước ngoài.

- Những công ty lớn hơn có thể ít đối mặt với khả năng bị phá sản bởi vì họ có thể đa dạng hoá tốt hơn, do vậy quy mô càng lớn càng có khuynh hướng vay nợ nhiều hơn. Tuy nhiên, ở Việt Nam thì quy mô càng lớn thì tỷ số nợ có xu hướng giảm, điều này là do khả năng đa dạng hoá các công ty chưa được tốt.

- Các công ty cổ phần thực phẩm được khảo sát chưa thật sự tận dụng được những ưu thế vốn có của TTCK đó là đa dạng hóa nguồn tài trợ, tranh thủ huy động vốn cho các dự án phát triển dài hạn... Các công ty này hầu hết chỉ tập trung vào việc phát hành cổ phiếu – một nguồn vốn “khá đắt” khi mà yêu cầu về tỷ suất sinh lợi của các nhà đầu tư ngày càng cao. Các nhà quản trị đã “quên” đi một nguồn vốn rất quan trọng và nó không thể thiếu trong cơ cấu vốn, đó là các chứng khoán nợ. Các chứng khoán nợ ở đây được biểu thị dưới dạng trái phiếu mà theo khảo sát thì chỉ có một số công ty như Vinashin, Tổng công ty điện lực Việt Nam... phát hành.

- Hầu hết các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM được khảo sát đều là các công ty có quy mô tương đối lớn, bình quân vốn điều lệ của các công ty này là 282 tỷ đồng, trong đó công ty có vốn điều lệ nhỏ nhất là SAF (27 tỷ đồng) và lớn nhất là KDC (300 tỷ đồng) và VNM (1.590 tỷ đồng). Điều này có thể nói các công ty này hội đủ các điều kiện phát hành trái phiếu ra công chúng nhưng thực tế không có công ty nào phát hành. Hầu hết các công ty mới cổ phần hoá được một vài năm, đặc biệt là KDC và VNM là 2 trong những công ty có quy mô vốn khá lớn trên TTCK TP.HCM hiện nay, nhưng mới niêm yết trên TTCK vào cuối năm 2005 và đầu năm 2006 nên hiện các công ty này vẫn còn đang trong thời kỳ ổn định, chưa tập trung vào các dự án trung và dài hạn.

- Phần lớn các công ty vẫn còn tập trung nhiều vào nhu cầu vốn ngắn hạn do chưa tập trung vào các phương án kinh doanh dài hạn. Theo kết quả điều tra của UBCKNN đối với toàn bộ các công ty cổ phần, hầu như không có công ty nào phát hành trái phiếu, có 60,9% số công ty được hỏi hiện huy động vốn cho sản xuất kinh doanh chủ yếu bằng vốn vay ngắn hạn từ ngân hàng. Trong khi đó, số công ty huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu chiếm 54,8% số công ty được điều tra. Ngoài ra, có 38,3% số công ty có huy động vốn từ công nhân viên, 38,3% số công ty huy động từ các nguồn khác như mua bán chịu...

- Bên cạnh đó, các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho còn đang tồn đọng nhiều thì việc vay vốn ngân hàng để tài trợ thì không thật sự hiệu quả, cụ thể trong bảng 2.7, vòng quay các khoản phải thu ngắn hạn của IFS (8,46 vòng), KDC (5,08 vòng), TRI (2,7 vòng). Thêm vào đó, vòng quay hàng tồn kho cũng khá thấp, điển hình như BBC (5,35 vòng), CAN (5,43 vòng), IFS (3,57 vòng) và VNM (6,85 vòng). Đây là các công ty thực phẩm nên vòng quay hàng tồn kho như hiện nay là khá chậm. Như vậy, điều trước mắt các công ty này cần làm là cải thiện các khoản phải thu và hàng tồn

kho thì mới không lãng phí vốn, từ đó các công ty có thể giảm được các khoản vay ngắn hạn ngân hàng.

Trên đây là những rào cản làm cho các công ty chưa tận dụng được các lợi thế về quy mô, tài sản cố định, tỷ suất sinh lợi cũng như việc chưa tận dụng tốt trong việc tối đa hoá giá trị doanh nghiệp.

2.4.2. Những rào cản xuất phát từ quản lý vĩ mô

- Sự không hiệu quả của hệ thống pháp luật mà cụ thể là Việt Nam chưa có hệ thống pháp luật về 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 mất thời gian. Mặt khác, điều này cũng dẫn đến chi phí kiệt quệ tài chính gia tăng đối với các nhà cho vay.

- Việc kiểm soát thị trường đối với các công ty còn nhiều bất cập, vấn đề thông tin bất cân xứng vẫn đang còn rất lớn. Do những thông tin bất cân xứng giữa các bên tham gia trên thị trường làm cho các nhà đầu tư không phân biệt được công ty nào là “tốt”, công ty nào là “xấu” dẫn đến sự chần chừ và hoài nghi của các nhà đầu tư, làm cho TTCK kém sôi động, hạn chế việc huy động vốn của các doanh nghiệp. Trong điều kiện thông tin bất cân xứng như hiện nay, chỉ có các doanh nghiệp “xấu” là có lợi do cổ phiếu của họ có thể được đánh giá là tốt, còn các doanh nghiệp “tốt” lại bị thiệt do các doanh nghiệp “xấu” bình quân hoá thị trường, làm cho các doanh nghiệp “tốt” không huy động được lượng vốn như kế hoạch đề ra.

2.4.3. Những rào cản xuất phát từ thị trường

- 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.

- Thị trường trái phiếu công ty còn ở mức sơ khai, hầu như các công ty chưa tiếp cận được nguồn vốn trung và dài hạn thông qua phát hành trái phiếu công ty. Điều này đã và đang tạo ra sự mất cân đối trong cơ cấu tài trợ, làm hạn chế việc mở rộng vay dài hạn.

Ngoài những rào cản kể trên ảnh hưởng đến sự lựa chọn cấu trúc vốn hiện nay của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM còn có những rào cản khác của việc huy động vốn khiến cho các công ty thực phẩm này không xem trọng huy động vốn dài hạn.

2.4.4. Những rào cản khác trong việc hoạch định cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM

- Số lượng và chất lượng của chứng khoán niêm yết còn nhiều hạn chế. Sau hơn 7 năm hoạt động của TTCK, với gần 200 công ty niêm yết vào thời điểm hiện tại, tất cả các công ty niêm yết hầu hết đều là các công ty có quy mô vừa và nhỏ với số vốn khoảng vài chục tỷ đồng, chưa đủ gây sức hút đối với các nhà đầu tư. Bản thân các công ty cũng có nhiều hạn chế về uy tín trên thương trường nên chưa tạo dựng được lòng tin đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư chiến lược.

- Ngoài ra, các doanh nghiệp nhà nước khi cổ phần hoá thường được đánh giá lại tài sản với giá trị rất thấp với vốn điều lệ ban đầu rất nhỏ. Nhiều doanh nghiệp còn tìm mọi cách để đưa vào chi phí những khoản chi bất hợp lý để giảm lãi (thậm chí hạch toán lỗ) trong sản xuất kinh doanh trước khi cổ phần hóa.

Việc huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam chưa đạt được hiệu quả do gặp phải những rào cản từ việc điều hành, quản lý vĩ mô, cụ thể như sau:

- Trong điều hành, hệ thống tài chính bị chia cắt, thị trường tiền tệ do Ngân hàng Nhà nước quản lý, thị trường bảo hiểm do Bộ tài chính điều hành, thị trường chứng khoán do Ủy ban chứng khoán nhà nước giám sát. Các bộ, ngành chưa có sự thống nhất trong việc xây dựng chiến lược phát triển thị trường tài chính nói chung, gây nên nhiều bất cập làm hạn chế việc chu chuyển luồng vốn trong nền kinh tế một cách hiệu quả. Gây ra sự trì trệ của thị trường tài chính, làm suy yếu tính năng động trong việc huy động vốn của các công ty.

- Thực tế việc ban hành các văn bản về chứng khoán và TTCK vừa qua đã vướng ở chỗ Ủy ban chứng khoán nhà nước là cơ quan thuộc Chính phủ, không được ban hành các văn bản pháp luật, mà phải trình lên Văn phòng Chính phủ. Điều này đã tạo ra sự trì trệ trong bộ máy nhà nước, mà bằng chứng là vào ngày 05/07/2006, Văn phòng Chính phủ đã ủy quyền cho Bộ Tài chính ban hành 2 quyết định về chứng khoán và TTCK (quyết định 50,51). Trong khi thị trường cần những biện pháp nhanh chóng, linh hoạt thì cả UBCKNN và thị trường đều phải chờ đợi.

- Chính sách quản lý vĩ mô về phát triển thị trường tài chính là chưa rõ ràng, mặc dù đã có những chuyển biến mang tính tích cực nhưng hiệu quả mang lại chưa cao. Những vướng mắc từ cơ chế chính sách của Nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán ra công chúng, điều kiện phát hành còn cao, chẳng hạn như: Điều kiện để doanh nghiệp được phát hành trái phiếu trên TTCK là công ty phải có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên và làm ăn có lãi trong vòng 2 năm gần nhất, đồng thời phải có ít nhất 50 trái chủ. Điều kiện để doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên TTCK là doanh nghiệp phải hội đủ 3 điều kiện chính: (1) Vốn điều lệ phải đạt mức 5 tỷ đồng trở lên, (2) doanh nghiệp phải làm ăn có lãi trong 2 năm gần nhất và phải có tối thiểu 50 cổ đông bên ngoài sở hữu tối thiểu 20% cổ phiếu, (3) các thành viên Hội đồng quản trị, ban giám đốc, ban kiểm soát phải nắm giữ 50% số cổ phiếu trong thời gian 3 năm kể từ khi niêm yết (điều 8, nghị định 144/2003/NĐ – CP, 28/11/2003). Và như vậy, có thể khẳng định

rằng với những điều kiện như thế, hầu hết các công ty không đủ điều kiện để phát hành trái phiếu để huy động vốn trên TTCK.

- Chiến lược phát triển thị trường vốn của Chính phủ còn nhiều bất cập. Mặc dù Chính phủ đã thể hiện quyết tâm phát triển TTCK Việt Nam (qua quyết định số 163/2003/QĐ – TTg, ngày 05/08/2003 định ra các mục tiêu chiến lược như đưa giá trị thị trường chứng khoán đạt 2 – 3% GDP vào năm 2005 và 10% - 15% GDP vào năm 2010), nhưng một số quy định pháp lý hiện hành lại không thống nhất với chiến lược này. Ví dụ, theo văn bản Nhà nước gần đây về cổ phần hoá (chỉ thị số 01 của Chính phủ tháng 01 năm 2003), Nhà nước vẫn sẽ nắm giữ ít nhất 51% cổ phần đối với các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cổ phần hoá có vốn trên 5 tỷ đồng và sản xuất kinh doanh có lãi., Như vậy trong số gần 2.000 DNNN nằm trong kế hoạch cổ phần hoá, sẽ có rất ít trường hợp mà cổ đông tư nhân được chiếm phần đa số trong các công ty lớn.

- Hiện nay, văn bản không chế cổ phần nước ngoài theo điều 1, Quyết định 238/2005/QĐ – TTg của Thủ tướng chính phủ quy định tỷ lệ cổ phần của các công ty trong nước mà các nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu chỉ ở mức 30% đến 49% đã và đang hạn chế nguồn vốn đầu tư gián tiếp, hạn chế cầu chứng khoán đối với các công ty cổ phần Việt Nam nói chung và các công ty được khảo sát nói riêng, đi ngược lại với chủ trương kêu gọi đầu tư, xúc tiến đầu tư nước ngoài vào Việt Nam. Quan trọng hơn là mất đi cơ hội thay đổi cách điều hành doanh nghiệp. Điều này làm hạn chế khả năng huy động vốn của các công ty.

- Theo phản ánh của chi nhánh Ngân hàng Công thương Thanh Xuân, việc cấp tín dụng cho doanh nghiệp cổ phần hóa rất khó thực hiện vì các công ty nhà nước sau khi cổ phần hóa hầu hết chưa hoàn thành thủ tục để cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Hiện các doanh nghiệp chuyển đổi thành công ty cổ phần hoặc công ty Trách nhiệm hữu hạn nhà nước một thành viên thì phải đổi tên trong giấy chứng nhận quyền sử dụng đất trong thời gian rất lâu, từ 7 đến 10 tháng).

- Bên cạnh đó, doanh nghiệp tham gia đấu thầu quyền sử dụng đất khi trúng thầu muốn vay ngân hàng (ngân hàng nhận chính mảnh đất đó làm tài sản bảo đảm) để trả tiền nhưng tại thời điểm đó doanh nghiệp cũng chưa có sổ đỏ.

- Hồ sơ pháp lý của tài sản, nhất là bất động sản phần lớn chưa đầy đủ, hầu như thuê của Nhà nước, giá trị tiền thuê hàng năm rất nhỏ nên khi nhận tài sản thế chấp, ngân hàng không định giá được.

- Có những tài sản không đủ cơ sở pháp lý để xin xác nhận. Tài sản thế chấp là động sản thì khó xác định giá trị vì phần lớn là phương tiện vận tải, máy móc thiết bị đều đã qua sử dụng lâu năm giá trị còn lại rất thấp.

- 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 thị trường, cụ thể là các ngân hàng khi định giá tài sản thế chấp thường dựa vào giá đóng thuế, phí, lệ phí – đây 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.

- Huy động vốn của các công ty cổ phần thực phẩm được khảo sát nói riêng và của các công ty cổ phần nói chung kém hiệu quả do có những nguyên nhân từ phía thị trường, điển hình là:

- Hiện nay các doanh nghiệp muốn phát hành trái phiếu vẫn đang còn lúng túng trong việc xác định lãi suất trái phiếu, bởi vì chúng ta chưa có văn bản pháp quy quy định về lãi suất cho trái phiếu. Hơn nữa, Việt Nam cũng chưa có các tổ chức cung cấp các dịch vụ phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Trên thực tế, các doanh nghiệp khi phát hành trái phiếu chỉ dựa trên hai nguyên tắc: Tự vay, tự trả, tự chịu trách nhiệm và dựa vào trái phiếu Chính phủ để tham chiếu.

- Thị trường tài chính chưa phát triển đồng bộ về cơ cấu, chưa đồng đều về trình độ giữa các bộ phận hợp thành. Các hoạt động trên thị trường tài chính nước ta mới chỉ tập trung vào thị trường vốn ngắn hạn, chủ yếu ở một số hoạt động huy động và cho vay tín dụng thông thường qua các ngân hàng, chưa nhiều ở các hoạt động trên thị trường vốn dài hạn.

- Các định chế tài chính trung gian như ngân hàng, các quỹ đầu tư, các công ty tài chính, các công ty chứng khoán đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong việc nối kết giữa những người thiếu vốn với những người thừa vốn. Nhưng với tốc độ phát triển của nền kinh tế thị trường, phương thức huy động vốn gián tiếp thông qua ngân hàng đã bộc lộ nhiều hạn chế với những điều kiện, thủ tục, thời gian, hạn mức tín dụng đã làm cho các doanh nghiệp không thích sử dụng các ngân hàng như trung gian tài chính cho nguồn vốn trung và dài hạn.

- Cơ sở hạ tầng công nghệ kỹ thuật trong giao dịch chứng khoán rất nhiều bất cập. Trong đó, vấn đề gây trở ngại nhất đối với sự phát triển của TTCK Việt Nam hiện nay chính là vấn đề kết nối và ứng dụng công nghệ thông tin chưa được thông suốt với nhau qua một kết nối duy nhất, hệ thống giao dịch chứng khoán chưa đáp ứng được một cách hữu hiệu các nhu cầu giao dịch từ xa. Nguyên nhân là do tình trạng đầu tư nửa vời, thiếu tính hệ thống ngay từ ban đầu. Tại Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) Hà Nội, Trung tâm xử lý thông tin (PM) đang sử dụng do một công ty trong nước xây dựng xuất phát từ yêu cầu của trung tâm. PM này có năng lực xử lý khá tốt, cho phép trung tâm làm việc với 50 công ty chứng khoán thành viên. Tuy nhiên, PM này đang bộc lộ hạn chế lớn về quy trình nghiệp vụ do chỉ cho phép nhập lệnh tại sàn chứ chưa hỗ trợ giao dịch từ xa. Do kinh phí đầu tư hạn hẹp nên trung tâm thiếu hệ thống mạng hoàn chỉnh để kết nối các công ty chứng khoán thành viên. Còn tại Thành phố Hồ Chí Minh, khó khăn lớn lại nằm ở chỗ, hệ thống PM xử lý lệnh (của Thái Lan)

tuy theo chuẩn mực quốc tế nhưng lại không được hỗ trợ để điều chỉnh cho phù hợp với yêu cầu của Việt Nam.

- Thiếu vắng sự tham gia tích cực của những nhà đầu tư tổ chức trên thị trường, những nhà đầu tư cổ phiếu trên TTCK Việt Nam hầu hết là các cá nhân mang tính đầu cơ hơn là đầu tư, nhà đầu tư chiến lược còn rất khiêm tốn. Điều này đã tạo ra những mầm mống bất ổn của thị trường gia tăng, làm cản trở các công ty trong việc huy động vốn. Những nhà đầu tư tổ chức Việt Nam cũng như nước ngoài chưa tham gia nhiều vào mua cổ phiếu của các công ty niêm yết một phần là do tính kém hấp dẫn của các cổ phiếu trên thị trường, một phần do những khó khăn, phức tạp liên quan đến khuôn khổ pháp lý. Những khó khăn đó là khung pháp lý về bảo vệ quyền lợi của cổ đông thiểu số chưa đầy đủ, thiếu các chuẩn mực về công khai minh bạch thông tin...

Trên đây là những rào cản tạo ra sự khó khăn cho các công ty trong việc huy động vốn, tiếp theo luận văn phân tích những rào cản trong việc hoạch định cấu trúc vốn.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Bên cạnh những thành tựu đạt được như TTCK ngày càng phát triển với quy mô năm sau cao hơn năm trước. Hệ thống luật pháp đang được hoàn thiện, tốc độ tăng trưởng kinh tế đang được duy trì ở mức cao. Việt Nam đã gia nhập WTO mở ra nhiều cơ hội kinh doanh mới. Môi trường kinh doanh dần được cải thiện theo hướng thông thoáng hơn, tạo nhiều thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp huy động vốn. Tuy nhiên, huy động vốn và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần nói chung và các công ty cổ phần thực phẩm được khảo sát nói riêng vẫn còn nhiều tồn tại chủ yếu như:

- Quy mô TTCK vẫn còn nhỏ, chưa tương xứng với tiềm năng phát triển của đất nước, chưa thực sự là kênh huy động vốn hữu hiệu cho các công ty. Các hạn chế từ hệ thống pháp luật và cách thức điều tiết vĩ mô trong cải cách thị trường tài chính đã hạn chế dòng vốn đến với các doanh nghiệp. Sự thiếu minh bạch thông tin của thị trường tài chính cũng như những hạn chế về kiến thức chứng khoán trong công chúng, sự yếu kém về quản trị công ty... làm hạn chế khả năng tiếp nhận vốn từ bên ngoài.

- Cấu trúc vốn của các công ty được khảo sát nổi lên những hạn chế như: Cấu trúc vốn mất cân đối vì nợ ngắn hạn lớn hơn nợ trung và dài hạn, chưa tận dụng được các lợi thế về các lợi thế về quy mô, tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận mang lại trong việc mở rộng nguồn tài trợ. Bên cạnh những nguyên nhân từ các doanh nghiệp, thị trường bất động sản cũng chưa tạo ra tính thanh khoản cao cho các tài sản thế chấp. Thị trường trái phiếu công ty còn sơ khai...

- Các công ty được khảo sát chưa tối ưu hoá được cấu trúc vốn, mục tiêu của các công ty vẫn là thâm dụng vốn cổ phần để tạo được hình ảnh tài chính tốt đối với các nhà đầu tư. Do vậy, cấu trúc vốn của các công ty này còn rất bảo thủ và khá thận trọng, trong khi việc mở rộng quy mô nợ vay để tối ưu hoá cấu trúc vốn hiện còn bỏ ngõ. Tính mất cân đối trong cơ cấu tài trợ mà cụ thể là vay dài hạn chiếm tỷ trọng thấp xuất phát từ sự chưa chắc chắn trong chiến lược kinh doanh dài hạn, thêm vào đó là các

công ty chưa tiếp cận được huy động vốn bằng trái phiếu do hạn chế về sự khắt khe trong điều kiện niêm yết, thậm chí một phần cũng xuất phát từ các chính sách doanh nghiệp do việc huy động trên TTCK dễ dàng hơn...

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP XÂY DỰNG CẤU TRÚC VỐN CHO PHÁT TRIỂN DÀI HẠN CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN TTCK TP.HCM

3.1. Định hướng mô hình cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM

Để định hình được một cấu trúc vốn tốt nhất trong thời gian tới cho các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM, các nhà quản trị tài chính cần phải nhận diện được những rủi ro nhằm hạn chế rủi ro, trong đó có cả những rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống.

3.1.1. Nhận diện rủi ro

Quá trình hình thành và phát triển của công ty gồm 3 giai đoạn: Giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và suy thoái. Ứng với mỗi giai đoạn phát triển là một cấu trúc vốn khác nhau đáp ứng các điều kiện kinh tế khách quan. Qua nghiên cứu thực trạng về cấu trúc vốn, tỷ suất sinh lời..., có thể thấy rằng các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM có tốc độ tăng trưởng tương đối nhanh, tốc độ tăng trưởng của các công ty này năm sau luôn lớn hơn rất nhiều so với năm trước. Điều này cho thấy rằng, các công ty thực phẩm trên TTCK TP.HCM đã trải qua giai đoạn khởi sự và đang bước vào giai đoạn tăng trưởng cao.

Có thể nói các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM vừa trải qua giai đoạn chuyển tiếp từ khởi sự sang tăng trưởng nên rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính của các công ty này đã giảm bớt. Hơn nữa, với sự phát triển của nền kinh tế, của TTCK, các công ty cần phải tranh thủ những tiềm lực tài chính bằng các nguồn vốn huy động được để mở rộng sản xuất kinh doanh, nâng cao thị phần của công ty trong nước và quốc tế. Mặt khác, nếu các công ty luôn né tránh rủi ro, không biết tiếp nhận

rủi ro để tăng quy mô, mở rộng sản xuất kinh doanh thì sẽ bị đẩy lùi, thậm chí mất luôn thị trường trong nước do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các tập đoàn kinh tế lớn mạnh từ nước ngoài.

Do vậy, trong giai đoạn này các công ty cần phải tăng quy mô sản xuất kinh doanh bằng cách huy động vốn từ trái phiếu, cổ phiếu, vay ngân hàng... nhằm hướng tới hoàn thiện cấu trúc vốn, phù hợp trong từng giai đoạn phát triển của công ty. Tuy nhiên, luận văn chỉ đưa ra mô hình cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM cho giai đoạn trước mắt, đó là giai đoạn tăng trưởng.

3.1.2. Mô hình cấu trúc vốn hợp lý cho các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới trước mắt

Trong giai đoạn này, để duy trì sự phát triển liên tục nhằm dành lấy thị phần, các công ty phải đẩy mạnh mở rộng sản xuất kinh doanh bởi vì với mức tăng trưởng của các công ty này như hiện nay thì việc mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh là rất hợp lý. Do đây là những dự án trung và dài hạn nên các công ty nên tập trung vào nguồn vốn dài hạn như phát hành trái phiếu công ty, đưa ra các phương án kinh doanh hiệu quả nhằm tranh thủ nguồn vốn vay trung và dài hạn từ ngân hàng và các tổ chức tín dụng.

Tuy nhiên, bên cạnh nguồn vốn trung và dài hạn, các công ty cũng cần nên duy trì mức vay ngắn hạn nhất định bởi vì đặc thù ngành nghề kinh doanh của các công ty thực phẩm này là theo thời vụ là chủ yếu, mức vay ngắn hạn như hiện nay được xem là khá cao bởi vì vay ngắn hạn bình quân năm 2006 của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM chiếm 38% trên vốn chủ sở hữu. Thông thường các khoản vay ngắn hạn có thời hạn 3 đến 6 tháng nhưng tổng cộng vòng quay các khoản phải thu và hàng tồn kho đã là 86 ngày (vòng quay khoản phải thu bình quân 10,22 vòng, tức 35 ngày; vòng quay hàng tồn kho bình quân 7,07 vòng, tức 51 ngày). Như vậy, việc duy

trì mức vay ngắn hạn cao và việc quản trị hàng tồn kho và các khoản phải thu như hiện nay sẽ dẫn đến sự thiếu hụt vốn khi các khoản vay ngắn hạn này đến hạn.

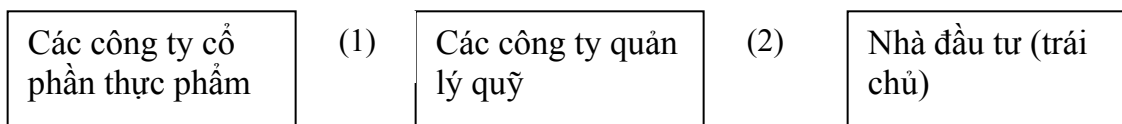
Như vậy, mô hình cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM trong thời gian tới trước mắt là vẫn kiên định giữ cấu trúc vốn hiện tại, tức là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu bình quân là 45% theo như bảng 2.2 trong chương 2 đã đề cập. Thêm vào đó là sự thay đổi giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, cụ thể là giảm bớt nợ ngắn hạn và thay vào đó là nợ dài hạn đáp ứng cho mục tiêu mở rộng sản xuất kinh doanh theo như mô hình đã đề cập ở trên.

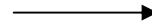
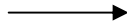
3.2. Giải pháp xây dựng cấu trúc vốn đáp ứng mục tiêu phát triển dài hạn cho các công ty cổ phần Thực phẩm niêm yết trên TTCK TP.HCM

Để hỗ trợ cho việc thực hiện xây dựng cấu trúc vốn đáp ứng cho mục tiêu phát triển dài hạn theo như mô hình cấu trúc vốn đã đề ra ở trên, ngoài việc nhận diện các rủi ro thì các công ty cũng cần nhận định những yếu kém trình độ quản trị cấu trúc vốn, từ đó nâng cao năng lực quản lý.

3.2.1. Chuyển đổi cơ cấu tài trợ

Các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM có tỷ trọng nợ ngắn hạn lớn hơn so với nợ dài hạn. Vì vậy vấn đề đặt ra là các giám đốc tài chính cần phải tính toán xem thời điểm nào để chuyển nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn, nhằm tận dụng các lợi thế lãi suất dài hạn thấp khi dự báo lạm phát gia tăng trong tương lai. Các công ty cổ phần có thể bán các khoản vốn vay ngắn hạn cho các quỹ ủy thác đầu tư (công ty quản lý quỹ), các quỹ đầu tư sẽ chuyển các khoản vay này sang cho nhà đầu tư dưới dạng trái phiếu thu nhập dài hạn, nhờ đó các công ty cổ phần có thể hoán chuyển các khoản nợ ngắn hạn thành các khoản nợ dài hạn đối với các trái chủ. Giúp nâng cao tốc độ quay vòng vốn rủi ro và chênh lệch thời gian đáo hạn cũng được tháo dỡ.





(1): Các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM bán các khoản vay ngắn hạn cho các công ty quản lý quỹ.

(2): Các công ty quản lý quỹ sẽ phát hành trái phiếu cho các trái chủ để chuyển thành nợ dài hạn

3.2.2. Quản trị vốn lưu động toàn diện

Áp dụng mô hình quản trị vốn lưu động toàn diện (Total working capital management) vì việc quản trị vốn lưu động tốt có tác động tích cực đến cân bằng tài chính và gia tăng hiệu quả của việc mở rộng quy mô nợ vay. Cụ thể là các công ty tiếp tục gia tăng số vòng quay hàng tồn kho và nợ phải thu, áp dụng mô hình tồn kho đúng lúc (Just in time); tạo lập các chuỗi cung ứng khép kín nhằm duy trì được mức tồn kho tối thiểu qua đó giảm thiểu được khoản phải trả người bán. Nếu giảm thiểu được khoản này thì khả năng gia tăng quy mô nợ vay có lãi suất thấp sẽ được nâng cao qua đó tối ưu hoá được cấu trúc vốn, nâng cao giá trị thị trường của công ty. Hơn nữa, việc tăng số vòng quay khoản phải thu cũng là một hình thức tranh thủ nguồn vốn vì vốn này bị khách hàng chiếm dụng hợp pháp. Theo khảo sát các công ty cổ phần thực phẩm, số vòng quay khoản phải thu ngắn hạn còn thấp, trong khi các công ty này vay khá nhiều vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản lưu động. Điều này nói lên rằng các công ty chưa đạt hiệu quả cao trong công tác quản trị nguồn vốn.

Như phân tích ở trên, vô hình chung các công ty thực phẩm này vay ngắn hạn ngân hàng chỉ để trong kho (dưới dạng hàng tồn kho vì tồn kho qua lâu) và cho khách hàng vay không lãi suất (dưới dạng các khoản phải thu bị khách hàng chiếm dụng):

- Thật là nghịch lý khi mà các công ty này vay ngắn hạn ngân hàng đáng kể, trong khi nguồn vốn của công ty hiện đang bị chiếm dụng một cách hợp pháp qua việc

vòng quay khoản phải thu cao, trung bình vòng quay khoản phải thu của 9 công ty cổ phần thực phẩm trên là 10 vòng (tức sau khi bán hàng thì 35 ngày sau mới thu được tiền). Tuy nhiên, do việc bình quân hóa của các công ty có vòng quay khoản phải thu tốt nên số bình quân chưa nói lên được chính xác. Theo phân tích, các công ty có vòng quay khoản phải thu thấp như TRI (2,7 vòng); KDC (5,08 vòng); IFS (8,46 vòng); BHS (8,96 vòng). Như vậy, vô hình chung các công ty này đã vay và trả lãi vay thay cho những khách hàng chậm trả tiền hàng.

- Hơn nữa, vòng quay hàng tồn kho cũng cần được xem xét trong việc quản trị cấu trúc vốn. Bình quân vòng quay hàng tồn kho chỉ quay được 7 vòng, tức sản phẩm sau khi sản xuất thì đến 60 ngày sau mới xuất bán, trong đó đáng chú ý là các công ty IFS (3,57 vòng); BBC (5,35 vòng); CAN (5,43 vòng); VNM (6,85 vòng). Sự thiệt hại do việc tồn kho quá lâu một mặt làm cho sản phẩm mất uy tín đối với người tiêu dùng vì thời hạn sử dụng sẽ ngắn hơn khi hàng xuất bán, mặt khác làm ứ đọng vốn đã mua nguyên vật liệu để sản xuất.

Trong hoạt động thanh toán quốc tế, nguyên vật liệu hầu hết được mua từ nước ngoài nên rủi ro tỷ giá cần phải được tính đến. Công ty có thể sử dụng công cụ như quyền chọn (Option) hoặc hợp đồng tương lai (Future contracts) ... để giảm thiểu rủi ro, qua đó làm tăng tính an toàn và thực thi của các dự án, chủ động hoạch định được cấu trúc vốn mục tiêu nhằm tối đa hóa giá trị công ty.

3.2.3. Nâng cao trình độ quản trị cấu trúc vốn

Nâng cao trình độ quản trị cấu trúc vốn bằng cách xây dựng mô hình dự báo cấu trúc vốn gắn với triển vọng kinh tế. Trong mô hình đó cấu trúc vốn phải phản ánh được các đặc điểm của nền kinh tế, bao gồm mức độ hoạt động kinh doanh, triển vọng phát triển của thị trường vốn, thuế suất... Các đặc tính của ngành kinh doanh bao gồm các biến động thời vụ, các biến động theo chu kỳ, tính chất cạnh tranh, giai đoạn chu kỳ tuổi thọ, điều tiết của chính phủ và các thông lệ.... Các đặc tính của công ty bao gồm

quy mô, xếp hạng tín nhiệm, bảo đảm quyền kiểm soát... Các công ty cần phải đa dạng hóa cơ cấu tài trợ, về thời gian đáo hạn, về chủng loại. Qua đó gia tăng tính linh hoạt của cấu trúc vốn và nâng cao vị thế đàm phán với các nhà tài trợ trong tương lai.

Việc xem xét đến các biến động thời vụ và điều tiết của Chính phủ là rất quan trọng, bởi vì một số công ty được khảo sát có doanh số biến động theo thời vụ như Kinh Đô, Bibica. Các công ty này thường gia tăng sản xuất các loại bánh, kẹo phục vụ cho tết Trung thu, tết Nguyên đán... Sự ảnh hưởng của các quyết định của Chính phủ thể hiện rõ nhất khi thuế suất nhập khẩu của các nguyên liệu sữa đã gia tăng đáng kể trong thời gian qua, làm cho giá thành sản xuất tăng lên.

Các nhà quản trị cần phải nhìn nhận rõ hơn về các lợi thế mà lá chắn thuế mang lại. Qua phân tích các công ty cổ phần Thực phẩm trên TTCK TP.HCM, chúng ta thấy rằng hầu hết các công ty đều chưa tận dụng được lá chắn thuế, họ luôn thiên về vốn cổ phần hơn là vốn đi vay. Các nhà quản trị cần phải phân tích sâu sát hơn với nhiều tình huống về những cơ hội và những rủi ro trước mà doanh nghiệp sẽ gặp phải khi sử dụng phương án này mà không sử dụng phương án khác...

3.2.4. Tăng quy mô nợ vay dài hạn để tận dụng lãi suất thấp và lá chắn thuế nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh

Trong thời kỳ hậu WTO sắp tới, để hàng hoá của các doanh nghiệp Việt Nam có sức cạnh tranh về giá, thì đồng Việt Nam có xu hướng giảm giá trị, lạm phát và lãi suất sẽ tiếp tục gia tăng nhằm duy trì và nâng cao tốc độ tăng trưởng kinh tế. Vậy các công ty cổ phần cần tính toán nhằm gia tăng quy mô nợ vay để tận dụng ưu thế của lãi suất thấp và tối ưu hoá cấu trúc vốn. Tuy nhiên cần phải tính toán đến khả năng đáp ứng việc trả lãi và nợ gốc cũng như các đặc điểm riêng của từng công ty. Các công ty có thể phát hành trái phiếu hoặc vay dài hạn từ các ngân hàng, các tổ chức tín dụng...

3.2.5. Các giải pháp huy động vốn vay dài hạn đáp ứng mục tiêu mở rộng sản xuất kinh doanh của các công ty thực phẩm 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.

➤ **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.

➤ **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.

➤ **Tận dụng các lợi thế huy động vốn vốn có của TTCK**

Qua phân tích thực trạng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm, luận văn thấy rằng, các công ty này chưa thực sự tận dụng được các lợi thế vốn có của TTCK, cụ thể như mới chỉ tập trung vào việc phát hành cổ phiếu mà chưa tính đến việc huy động vốn bằng trái phiếu. Các công ty mới chỉ dùng TTCK để quảng bá thương hiệu, khuyếch trương thương hiệu chứ chưa thật sự tính đến hiệu quả của nó.

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.

➤ Thành lập các tập đoàn mang tính toàn cầu

Hiện nay, quy mô vốn của các công ty cổ phần thực phẩm trên TTCK TP.HCM là tương đối lớn, nhưng đó mới chỉ là sự so sánh đối với các công ty Việt Nam với nhau. 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.

➤ **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.

Tóm lại: Trước xu thế toàn cầu hoá và hội nhập chúng ta thấy có nhiều phương 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. Do đó, các công ty cần nâng cao năng lực quản trị kinh doanh và đẩy mạnh uy tín của công ty trong xã hội và trong con mắt của các nhà tài trợ để từ đó có thể dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn.

Vậy để tối ưu hóa năng lực huy động vốn, các công ty cần đề ra cho mình các nguyên tắc nhất định để làm “sáng giá” chính bản thân mình, đồng thời, nếu muốn sớm nhận được quyết định tài trợ vốn, công ty cần hình thành một hồ sơ để chứng minh độ tin cậy thật rõ ràng và trung thực. Càng rõ ràng, trung thực thì càng lôi kéo sự tin tưởng của ngân hàng và các nhà tài trợ.

3.3. Các giải pháp hỗ trợ khác Ngoài các giải pháp do chính sự tồn tại từ các công ty thực phẩm trên TTCK TP.HCM, không thể không kể đến sự tác động của Nhà nước, những yếu tố của thị trường...

3.3.1. 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.

3.3.2. Cho phép xây dựng hệ số tính đổi giữa thị giá và mệnh giá trong báo cáo tài chính

Hệ thống kế toán cần cho phép xây dựng hệ số tính đổi trong báo cáo tài chính nhất là bảng cân đối kế toán. Hệ số tính đổi giữa thị giá và mệnh giá cổ phiếu nhằm đánh giá đúng giá trị tài sản công ty qua đó có thể nâng cao khả năng duy trì một quy mô nợ cao hơn gấp nhiều lần như hiện nay. Vì thực tế tỷ số nợ hiện nay trên thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ là tổng nợ/ tổng giá trị sổ sách của tổng tài sản, thế nhưng tổng giá trị sổ sách của tổng tài sản thì nhỏ hơn rất nhiều lần so với tổng giá trị tài sản theo giá trị thị trường. Qua đó, giá trị tài sản của công ty được gia tăng do sự chuyển đổi giữa thị giá và mệnh giá, các công ty sẽ tiếp cận được các nguồn vốn vay dài hạn dễ dàng hơn và chịu đựng được rủi ro cao hơn.

3.3.3. 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.

Hiện nay, các công ty niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam phải nộp thông tin công bố (ví dụ các báo cáo tài chính cuối năm) cho Sở giao dịch chứng khoán dưới dạng văn bản. Đó là do mỗi công ty có cách xử lý thông tin số hóa riêng của mình, sử dụng các công cụ biên tập khác nhau, và chỉ duy nhất dưới dạng văn bản là hình thức chung nhất cho mọi công ty. Tại Sở giao dịch chứng khoán, thông tin công bố sau đó sẽ được nhập thủ công vào hệ thống trước khi thực hiện các công việc xử lý

dữ liệu khác (ví dụ lưu trữ, xử lý và phân phối). Đồng thời những dữ liệu này sau đó cũng phải được kiểm tra, phát hiện lỗi một cách thủ công, phương pháp này có những nhược điểm là: kiểm soát lỗi và nhập dữ liệu tốn nhiều nhân lực và công sức, mất nhiều thời giờ mới có thể công bố ra các phương tiện thông tin đại chúng và cho nhà đầu tư. Hơn thế nữa, do việc nhập dữ liệu bằng thủ công nên mức độ chính xác không cao, điển hình cho sự kiện này là việc công bố kết quả hoạt động của SAM nhằm với kết quả hoạt động của VTC trong Bản tin chứng khoán của Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM, điều này đã khiến cho không ít nhà đầu tư đã đổ vốn vào đầu tư VTC, thế nhưng ngày hôm sau, Trung tâm giao dịch chứng khoán TP.HCM đã cải biên thông tin trên. Có nhiều nhà đầu tư đã mua ở mức giá trần nhưng ngay sau đó giá của VTC đã giảm xuống mức sàn và giảm liên tục.

3.3.4. 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 của 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...

3.3.5. rà soát lại các chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) cho phù hợp với các chuẩn mực kế toán quốc tế (IAS)

Hiện nay, mặc dù hệ thống các chuẩn mực VAS được xây dựng trên IAS nhưng vẫn có sự khác biệt quan trọng. Khác biệt lớn nhất là theo IAS thì giá trị tài sản được ghi nhận theo giá thị trường, còn theo VAS giá trị tài sản lại được ghi nhận theo nguyên tắc giá gốc; do đó, các doanh nghiệp Việt Nam - đặc biệt là các doanh nghiệp quốc doanh - thường được định giá thấp hơn giá thị trường khi tiến hành cổ phần hóa liên quan đến vấn đề sở hữu và phạm vi quyền sử dụng đất tập thể, đất của Nhà nước...

Vấn đề này cần được giải quyết thông qua việc dần dần xây dựng một chuẩn mực kế toán phù hợp với chuẩn mực kế toán quốc tế, kết hợp với việc lựa chọn các tổ chức kiểm toán và tư vấn chuyên nghiệp.

3.3.6. Đưa ra các văn bản pháp lý và tiêu chuẩn niêm yết trên TTCK nước ngoài

Hiện nay, Việt Nam gần như vẫn chưa có các văn bản pháp lý và tiêu chuẩn niêm yết trên TTCK nước ngoài. Không kể đến những hạn chế khi công ty phải làm quen và tuân thủ luật pháp của nước sở tại - vốn có nhiều điểm khác biệt với pháp luật Việt Nam, công ty còn gặp rất nhiều khó khăn về các loại giấy phép, chính sách kiểm

soát ngoại hối - chuyển ngoại tệ ra vào khi phát hành cổ phiếu hoặc chi trả cổ tức, quy định về tỉ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài.

Ví dụ, hiện có một số công ty Việt Nam đáp ứng được các yêu cầu để niêm yết trên TTCK như FPT, KDC, VNM, STB... thì lại vướng quy định về "room" của nhà đầu tư nước ngoài, do đây là những cổ phiếu được các nhà đầu tư nước ngoài ưa thích nên gần như đã hết "room" - muốn đưa cổ phiếu niêm yết ra nước ngoài (tối thiểu 20% số cổ phiếu - theo quy định của Singapore) cũng rất khó, đòi hỏi phải có những điều chỉnh lớn.

3.3.7. Điều chỉnh lại quyết định khống chế tỷ lệ hạn chế cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài

Luật doanh nghiệp và luật đầu tư đã xoá bỏ tỷ lệ hạn chế cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong công ty Việt Nam, chỉ trừ những ngành nghề kinh doanh có điều kiện là hạn chế tỷ lệ góp vốn. Tuy nhiên, chưa có văn bản nào quy định những ngành, nghề kinh doanh có điều kiện và tỷ lệ sở hữu cổ phần áp dụng cho nhà đầu tư nước ngoài, chưa có danh mục thì chưa thể xác định những ngành nghề còn lại là không hạn chế tỷ lệ cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, quy chế bán cổ phần và xác lập tỷ lệ cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong các ngành nghề kinh doanh có điều kiện được thành lập theo Luật doanh nghiệp thì nên là một văn bản do Thủ tướng chính phủ ban hành. Điều này hoàn toàn phù hợp với Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư, phù hợp với cam kết quốc tế về mở cửa thị trường và hội nhập. Trong khi chờ đợi quy chế mới thì cần sửa đổi lại Điều 1, Quyết định 238/2005/QĐ – TTG của thủ tướng chính phủ “ Tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán chứng khoán trên TTCK Việt Nam được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch của một tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTDGCK”. Cần được sửa đổi lại là “Tối đa 100%.....trừ những ngành nghề kinh doanh có điều kiện” nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam, mở rộng cơ hội huy động vốn cho các công ty cổ phần.

Đối với các công ty niêm yết mà Nhà nước không cần nắm giữ cổ phần chi phối thì ngoài việc tăng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài lên cao hơn để thúc đẩy thị trường hoạt động tích cực, cũng nên cho phép bán bớt hoặc bán hết số cổ phần Nhà nước để công ty niêm yết ngày càng đại chúng hóa và thực sự hoạt động hiệu quả. Hiện nay, nhiều công ty cổ phần hóa rồi nhưng do tỷ lệ phần vốn Nhà nước nắm giữ từ 30% trở lên nên vẫn hoạt động theo cơ chế như một công ty nhà nước, làm hạn chế tính chủ động trong điều hành và chậm cải tiến cơ chế quản lý DN.

Tuy nhiên, việc tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong các công ty cổ phần và tăng thời gian miễn giảm thuế cho các công ty tham gia niêm yết chưa phải là những giải pháp căn cơ giải quyết được bài toán khó về sự phát triển của TTCK, bởi lẽ để phát triển TTCK, không thể chỉ dựa vào ngoại lực từ bên ngoài và sự hỗ trợ của Nhà nước mãi. Dù vậy, Chính phủ cũng phải quan tâm nghiên cứu và sớm ban hành các giải pháp tích cực trước mắt để giúp nuôi dưỡng, khuyến khích, duy trì sự nhiệt huyết của các tổ chức và cá nhân tham gia thị trường, đồng thời thông qua đó có thể duy trì nhịp độ phát triển của TTCK Việt Nam trước khi thực hiện các giải pháp đồng bộ hơn.

Đã không ít lần Chính phủ khẳng định mong muốn phát triển TTCK thành một kênh huy động vốn trung - dài hạn cho nền kinh tế thay thế cho nhiệm vụ nặng nề mà các ngân hàng đang phải đảm nhận. Song, dường như mong muốn đó chậm được cụ thể hóa bằng những hành động quyết liệt và thiết thực.

3.3.8. 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....

3.3.9. 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 dỡ 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, là dấu chứng nhận cho một tổ chức có tính minh bạch tốt...

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trên cơ sở phân tích thực trạng ở chương trước, trong chương này luận văn tập trung vào việc đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả huy động vốn và xây dựng cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn cho các công ty cổ phần Việt Nam.

Để việc huy động vốn đạt hiệu quả tốt, bản thân các doanh nghiệp phải nâng cao hơn nữa trình độ quản trị cấu trúc vốn, làm mới hình ảnh của công ty trên trường quốc tế, thực hiện sáp nhập doanh nghiệp tạo sự chắc chắn trong tỷ suất sinh lợi... Từ đó, các doanh nghiệp tạo được lòng tin của các nhà đầu tư trên TTCK và sự an tâm của ngân hàng khi cho vay nợ.

Nâng cao hiệu quả huy động vốn cho các công ty không thể phủ nhận vai trò của các chính sách, luật pháp trong việc tạo môi trường thông thoáng, thuận lợi và tạo nhiều cơ hội cho việc huy động vốn. Từ khâu tự động hoá quy trình xét duyệt văn bản hành chính, cho đến tính khả thi của các văn bản, các chế độ ưu đãi và tạo lập ra các tiêu chuẩn và quy trình kiểm soát... tất cả cần phải được hoàn thiện. Bên cạnh đó, một thị trường tài chính phát triển một cách đồng bộ sẽ tạo cơ hội huy động vốn tốt hơn, với mục tiêu đó, Việt Nam cần phát triển thị trường chứng khoán trong đó chú trọng đến việc minh bạch hoá thị trường, hiệu quả tác động giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán. Tạo tính thanh khoản cho thị trường, phát triển các tổ chức dịch vụ chứng khoán, phát triển thị trường vốn ASEAN... Để huy động vốn tốt đòi mỗi công ty phải phát huy nội lực nhằm nâng cao năng lực huy động vốn. Bên cạnh việc nâng cao trình độ quản trị theo chuẩn mực và thông lệ quốc tế cần phải tập trung nhiều vào các chiến lược kinh doanh dài hạn.

Để xây dựng cấu trúc vốn cho phát triển dài hạn, các doanh nghiệp cần phải nâng cao trình độ quản trị cấu trúc vốn năng động, chuyển đổi cơ cấu tài trợ. Các nhà quản trị cần phải nhận thức được tầm quan trọng của cấu trúc vốn và việc xác định cấu trúc vốn mục tiêu năng động, có thể thay đổi theo từng thời kỳ phát triển của doanh nghiệp, các chính sách của nền kinh tế và sự thay đổi của thị trường.

KẾT LUẬN

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 doanh nghiệp vẫn còn đang tồn tại những thiếu sót, những hạn chế trong việc huy động vốn, quản trị cấu trúc vốn làm cho việc huy động vốn càng thêm khó khăn, mất cân đối trong cấu trúc vốn, chưa tối ưu được cấu trúc vốn... 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 huy động vốn và xây dựng cấu trúc vốn tối ưu cho phát triển dài hạn.

Qua thực trạng phân tích cấu trúc vốn của các công ty cổ phần thực phẩm Việt Nam, 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 nhằm tăng khả năng huy động vốn và xây dựng cấu trúc vốn tối ưu cho sự phát triển dài hạn của các công ty cổ phần Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. 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.
2. 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.
3. 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.
4. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, Đại học Kinh tế TP.HCM, Nhà xuất bản Thống kê.
5. Nguyễn Thanh Tuyền, Nguyễn Đăng Dòn, Bùi Kim Yên, Thân Thị Thu Thủy, Vũ Thị Minh Hằng (2005) *Thị trường chứng khoán*, Đại học Kinh tế TP.HCM, Nhà xuất bản Thống kê.
6. Sử Đình Thành (2007), *Cấu trúc tài chính*, Bài giảng chương trình cao học.
7. Josette Peyrard, dịch Đỗ Văn Thận (2005), *Phân tích tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản tổng hợp TP.HCM.
8. Nguyễn Thị Uyên Uyên, *Tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp nhằm thu hút và sử dụng hiệu quả vốn đầu tư*

Tiếng Anh

1. Eugene Nivorozhkin, *The Dynamic of Capital Structure in Transition Economies*, Department of Economics, Gothenburg University.
2. Peter Atrill (2003), *Financial Management*, Prentice Hall.
3. Gler Arnold (1998), *Corporate Financial Management*.
4. Hans Loof, *Dynamic Optimal Capital Structure and Technological Change*, Institute for studier, Stockhom.

**PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CỦA 9 CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC
PHẨM NIÊM YẾT TRÊN TTCK. TP.HCM NĂM 2006**
(Gồm bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh)
BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT (Năm 2006)

Tên công ty: Công ty cổ phần Bibica

Địa chỉ: Khu công nghiệp Biên Hòa 1, Đồng Nai

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

(Áp dụng với các doanh nghiệp sản xuất, chế biến, dịch vụ)

Stt	Chỉ tiêu	Kỳ báo cáo	Lũy kế
1	Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	343,061,150,267	343,061,150,267
2	Các khoản giảm trừ doanh thu	1,730,500,189	1,730,500,189
3	Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	341,330,650,078	341,330,650,078
4	Giá vốn hàng bán	254,908,885,176	254,908,885,176
5	LN gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	86,421,764,902	86,421,764,902
6	Doanh thu hoạt động tài chính	9,011,374,278	9,011,374,278
7	Chi phí tài chính	3,323,504,266	3,323,504,266
8	Chi phí bán hàng	51,307,969,400	51,307,969,400
9	Chi phí quản lý doanh nghiệp	16,092,048,926	16,092,048,926
10	Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	24,709,616,588	24,709,616,588
11	Thu nhập khác	1,160,267,499	1,160,267,499
12	Chi phí khác	538,102,347	538,102,347
13	Lợi nhuận khác	622,165,152	622,165,152
14	Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	25,331,781,740	25,331,781,740
15	Thuế thu nhập doanh nghiệp	6,149,268,168	6,149,268,168
16	Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	19,182,513,572	19,182,513,572
17	Lãi cơ bản trên cổ phiếu	2,593	2,593
18	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu		

Ngày 05 tháng 02 năm 2007
GIÁM ĐỐC CÔNG TY
(Ký, ghi rõ họ tên, đóng dấu)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT
(Năm 2006)

Tên công ty: Công ty cổ phần Bibica
Địa chỉ: Khu công nghiệp Biên Hòa 1, Đồng Nai

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Stt	Nội dung	Số dư đầu năm	Số dư cuối kỳ
I	Tài sản ngắn hạn	100,830,486,720	156,306,589,247
1	Tiền và các khoản tương đương tiền	11,158,972,479	22,569,254,239
2	Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	35,000,000,000
3	Các khoản phải thu ngắn hạn	27,896,506,491	33,166,654,300
4	Hàng tồn kho	61,414,409,410	63,822,664,865
5	Tài sản ngắn hạn khác	360,598,340	1,748,015,843
II	Tài sản dài hạn	77,821,142,178	86,670,014,998
1	Các khoản phải thu dài hạn	-	
2	Tài sản cố định	65,831,998,937	64,626,860,632
	- Tài sản cố định hữu hình	63,905,528,141	58,548,317,000
	- Tài sản cố định vô hình	538,934,796	1,098,989,728
	- Tài sản cố định thuê tài chính	-	-
	- Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	1,387,536,000	4,979,553,904
3	Bất động sản đầu tư		
4	Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3,719,805,000	9,753,219,388
5	Tài sản dài hạn khác	8,269,338,241	12,289,934,978
III	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	178,651,628,898	242,976,604,245
IV	Nợ phải trả	86,886,793,280	59,617,754,851
1	Nợ ngắn hạn	83,286,318,749	56,438,880,320
2	Nợ dài hạn	3,600,474,531	3,178,874,531
V	Vốn chủ sở hữu	91,764,835,618	183,358,849,394
1	Vốn chủ sở hữu	90,184,590,235	182,493,104,011
	- Vốn đầu tư của chủ sở hữu	56,000,000,000	89,900,000,000
	- Thặng dư vốn cổ phần	27,382,833,351	70,258,833,351
	- Cổ phiếu quỹ		

	- Chênh lệch đánh giá lại tài sản		
	- Chênh lệch tỷ giá hối đoái		
	- Các quỹ	6,650,040,658	6,650,040,658
	- Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	151,716,226	15,684,230,002
	- Nguồn vốn đầu tư XDCB		
2	Nguồn kinh phí và quỹ khác	1,580,245,383	865,745,383
	- Quỹ khen thưởng phúc lợi	1,580,245,383	865,745,383
	- Nguồn kinh phí		
	- Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ		
VI	TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	178,651,628,898	242,976,604,245

Ngày 05 tháng 02 năm 2007
GIÁM ĐỐC CÔNG TY
(Ký, ghi rõ họ tên, đóng dấu)

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG BIÊN HÒA

Khu Công Nghiệp Biên Hòa 1 - TP. Biên Hòa - Tỉnh Đồng Nai

Báo cáo tài chính
cho năm tài chính kết
thúc ngày 31/12/2006

Mẫu CBTT-03

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT
NĂM 2006

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH:

ĐVT: VNĐ

STT	CHỈ TIÊU	NĂM NAY	NĂM TRƯỚC
1	Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	767,947,391,616	543,334,890,619
2	Các khoản giảm trừ doanh thu	1,823,644,124	2,678,606,541
3	Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	766,123,747,491	540,656,284,078
4	Giá vốn hàng bán	667,687,246,927	461,841,455,950
5	Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	98,436,500,564	78,814,828,128
6	Doanh thu hoạt động tài chính	9,995,736,690	4,605,909,724
7	Chi phí tài chính	26,868,494,576	22,000,954,082
8	Chi phí bán hàng	15,230,082,539	13,066,280,493
9	Chi phí quản lý doanh nghiệp	13,777,246,262	12,457,272,632
10	Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	52,556,413,877	35,896,230,645
11	Thu nhập khác	237,196,011	3,756,562,274
12	Chi phí khác	1,265,832,195	2,367,089,575
13	Lợi nhuận khác	(1,028,636,184)	1,389,472,699
14	Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	51,527,777,693	37,285,703,344
15	Thuế thu nhập doanh nghiệp		3,272,298,893

		4,106,340,376	
16	Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	47,421,437,317	34,013,404,450
17	Lãi cơ bản trên cổ phiếu	4,305	4,199
18	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu		2,000

Lập ngày 18 tháng 01 năm 2007

Lập biểu

Kế toán trưởng

Tổng Giám đốc

*Ngô Thị Thanh Hằng
Tuấn*

Nguyễn Hoàng

Nguyễn Xuân Trình

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG BIÊN HÒA

Khu Công Nghiệp Biên Hòa 1 - TP. Biên Hòa - Tỉnh Đồng Nai

Báo cáo tài chính
cho năm tài chính kết thúc
ngày 31/12/2006

Mẫu CBTT-03

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT
NĂM 2006

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN:

DVT: VNĐ

STT	NỘI DUNG	SỐ CUỐI NĂM	SỐ ĐẦU NĂM
I	Tài sản ngắn hạn	329,832,132,341	224,451,910,004
1	Tiền và các khoản tương đương tiền	31,648,710,866	40,467,531,580
2	Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	147,000,000,000	-
3	Các khoản phải thu ngắn hạn	85,551,183,931	119,877,385,564
4	Hàng tồn kho	64,512,500,257	63,315,704,667
5	Tài sản ngắn hạn khác	1,119,737,288	791,288,193
II	Tài sản dài hạn	259,948,841,701	275,591,032,619
1	Các khoản phải thu dài hạn	26,703,502,395	-
2	Tài sản cố định	231,238,635,669	273,546,410,801
	- Tài sản cố định hữu hình	227,310,576,597	264,639,286,595
	- Tài sản cố định vô hình	3,233,695,273	3,643,746,822
	- Tài sản cố định thuê tài chính	-	-
	- Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	694,363,800	5,263,377,383

3	Bất động sản đầu tư	-	-
4	Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,370,340,000	1,226,440,000
5	Tài sản dài hạn khác	636,363,636	818,181,818
III	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	589,780,974,042	500,042,942,623
IV	Nợ phải trả	235,902,963,784	389,003,486,273
1	Nợ ngắn hạn	74,510,648,041	218,867,141,469
2	Nợ dài hạn	161,392,315,743	170,136,344,804
V	Vốn chủ sở hữu	353,878,010,258	111,039,456,349
1	Vốn chủ sở hữu	353,310,617,483	108,628,165,045
	- Vốn đầu tư của chủ sở hữu	162,000,000,000	81,000,000,000
	- Thặng dư vốn cổ phần	154,476,840,000	-
	- Cổ phiếu quỹ	-	-
	- Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-	-
	- Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-
	- Các quỹ	3,158,165,045	16,159,234,164
	- Lợi nhuận chưa phân phối	33,675,612,439	11,468,930,881
	- Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản	-	-
II	Nguồn kinh phí và quỹ khác	567,392,775	2,411,291,304
1	Quỹ khen thưởng, phúc lợi	567,392,775	2,411,291,304
2	Nguồn kinh phí		-

		-	
3	Nguồn kinh phí đã hình thành tài sản cố định	-	-
VI	TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	589,780,974,042	500,042,942,623

Lập ngày 18 tháng 01 năm 2007

Lập biểu

trưởng

Kế toán

Tổng Giám đốc

*Ngô Thị Thanh Hằng
Hoàng Tuấn*

Nguyễn

Nguyễn Xuân Trinh

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐỒ HỘP HẠ
LONG**

Địa chỉ: 43 Lê Lai, quận Ngô Quyền, TP. Hải Phòng

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN
Tại ngày 31 tháng 12 năm 2006

Đơn vị: VND

STT	TÀI SẢN	Mã số	31/12/2006	31/12/2005
A.	TÀI SẢN NGẮN HẠN	100	65,227,044,789	61,563,339,784
I.	Tiền và tương đương tiền	110	9,245,986,567	12,861,374,139
1.	Tiền	111	9,245,986,567	12,861,374,139
2.	Các khoản tương đương tiền	112	-	-
II.	Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	120	-	-
1.	Đầu tư ngắn hạn	121	-	-
2.	Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn	129	-	-
III.	Các khoản phải thu ngắn hạn	130	17,533,634,648	14,954,902,356
1.	Phải thu khách hàng	131	13,598,766,600	13,494,612,468
2.	Trả trước cho người bán	132	1,698,531,169	115,419,440
3.	Phải thu nội bộ ngắn hạn	133	-	-
4.	Phải thu theo tiến độ KH hợp đồng XD	134	-	-
5.	Các khoản phải thu khác	135	4,940,896,470	3,747,883,619
6.	Dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi	139	(2,704,559,591)	(2,403,013,171)
IV.	Hàng tồn kho	140	37,600,255,321	32,956,624,089

1.	Hàng tồn kho	141	37,724,361,886	33,074,079,233
2.	Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	149	(124,106,565)	(117,455,144)
V.	Tài sản ngắn hạn khác	150	847,168,253	790,439,200
1.	Chi phí trả trước ngắn hạn	151	309,307,355	230,647,858
2.	Thuế GTGT được khấu trừ	152	32,341,036	114,499,167
3.	Thuế và các khoản phải thu Nhà nước	154	-	
4.	Tài sản ngắn hạn khác	158	505,519,862	445,292,175
B.	TÀI SẢN DÀI HẠN	200	20,366,776,959	20,498,827,755
II	Tài sản cố định	220	17,296,488,113	17,069,705,454
1.	Tài sản cố định hữu hình	221	14,070,071,548	16,865,242,462
	- Nguyên giá	222	60,548,238,890	62,039,579,249
	- Giá trị hao mòn lũy kế (*)	223	(46,478,167,342)	(45,174,336,787)
3.	Tài sản cố định vô hình	227	1,273,500,000	-
	- Nguyên giá	228	1,273,500,000	
	- Giá trị hao mòn lũy (*)	229	-	
4.	Chi phí XDCB dở dang	230	1,952,916,565	204,462,992
IV.	Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	250	-	498,064,923
1.	Đầu tư vào công ty con	251	-	
2.	Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	252	-	498,064,923
3.	Đầu tư dài hạn khác			

		258	-	-
4.	Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn (*)	259	-	-
V.	Tài sản dài hạn khác	260	3,070,288,846	2,931,057,378
1.	Chi phí trả trước dài hạn	261	3,010,288,846	2,931,057,378
2.	Tài sản thuê thu nhập hoãn lại	262	-	-
3.	Tài sản dài hạn khác	268	60,000,000	-
	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	270	85,593,821,748	82,062,167,539

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tiếp theo)

Tại ngày 31 tháng 12 năm 2006

Đơn vị: VND

STT	NGUỒN VỐN	Mã số	31/12/2006	31/12/2005
A.	NỢ PHẢI TRẢ	300	33,495,179,318	32,851,409,267
I.	Nợ ngắn hạn	310	23,007,746,426	23,163,843,859
1.	Vay và nợ ngắn hạn	311	9,127,684,260	2,820,817,356
	Tài khoản 311		8,616,352,553	2,582,701,757
	Tài khoản 315		511,331,707	238,115,599
2.	Phải trả người bán	312	6,938,830,183	12,056,358,983
3.	Người mua trả tiền trước	313	148,162,725	661,773,443
4.	Thuế và khoản phải nộp Nhà nước	314	2,836,799,981	2,777,112,257
5.	Phải trả người lao động	315	2,974,450,542	2,933,690,735

6.	Chi phí phải trả	316	318,853,756	262,885,400
7.	Phải trả nội bộ	317	-	142,765,052
8.	Phải trả theo tiến độ KH hợp đồng XD	318	-	-
9.	Các khoản phải trả phải nộp ngắn hạn khác	319	662,964,979	1,508,440,633
10.	Dự phòng phải trả ngắn hạn	320	-	-
II.	Nợ dài hạn	330	10,487,432,892	9,687,565,408
1.	Phải trả dài hạn người bán	331	-	-
2.	Phải trả dài hạn nội bộ	332	-	-
3.	Phải trả dài hạn khác	333	-	-
4.	Vay và nợ dài hạn	334	10,487,432,892	9,687,565,408
B.	VỐN CHỦ SỞ HỮU	400	52,098,642,430	49,210,758,272
I.	Vốn chủ sở hữu	410	52,033,837,371	49,473,928,975
1.	Vốn đầu tư của chủ sở hữu	411	35,000,000,000	35,000,000,000
2.	Thặng dư vốn cổ phần	412	5,853,387,350	5,853,387,350
3.	Vốn khác của chủ sở hữu	413	431,250,000	-
4.	Cổ phiếu quỹ (*)	414	(1,200,000)	(1,200,000)
5.	Chênh lệch đánh giá lại tài sản	415	-	-
6.	Chênh lệch tỷ giá hối đoái	416	(1,039,812,820)	(1,029,195,070)
7.	Quỹ đầu tư phát triển	417	1,749,876,390	1,085,536,743
8.	Quỹ dự phòng tài chính			

		418	2,209,450,454	1,285,400,052
9.	Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	419	-	-
10.	Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	420	7,830,885,997	7,279,999,900
11.	Nguồn vốn đầu tư XDCB	421	-	
II.	Nguồn kinh phí và quỹ khác	430	64,805,059	(263,170,703)
1.	Quỹ khen thưởng, phúc lợi	431	64,805,059	(263,170,703)
2.	Nguồn kinh phí	432	-	-
3.	Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ	433	-	-
	TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	440	85,593,821,748	82,062,167,539

Lập ngày 19 tháng 03 năm 2007

KẾ TOÁN TRƯỞNG

TỔNG GIÁM ĐỐC

Trần Thị Thu Hương

Trần Xuân Mỹ

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Năm 2006

Đơn vị : VND

STT	CHỈ TIÊU	MÃ SỐ	2006	2005
1.	Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	01	204,611,921,239	191,543,529,167
2.	Các khoản giảm trừ doanh thu	02	406,166,406	289,007,062
	- Chiết khấu TM	03	44,902,594	
	- Giảm giá hàng bán	04	-	1,300,000
	- Hàng bán bị trả lại	05	361,263,812	287,707,062
	- Thuế VAT, thuế tiêu thụ đặc biệt	06	-	
3.	Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	10	204,205,754,833	191,254,522,105
4.	Giá vốn hàng bán	11	161,416,095,210	154,266,739,805
5.	Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	20	42,789,659,623	36,987,782,300
6.	Doanh thu hoạt động tài chính	21	230,782,625	963,369,051
7.	Chi phí tài chính	22	1,803,707,963	1,462,616,869
	<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	23	<i>929,139,868</i>	<i>497,554,280</i>
8.	Chi phí bán hàng	24	20,540,628,012	17,534,184,468
9.	Chi phí quản lý doanh nghiệp	25	10,959,635,109	8,806,102,312
10.	Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	30	9,716,471,164	10,148,247,702
11	Thu nhập khác	31	4,408,109,204	1,969,351,607

12.	Chi phí khác	32	3,828,355,805	2,324,065,038
13.	Lợi nhuận khác	40	579,753,399	(354,713,431)
14.	Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	50	10,296,224,563	9,793,534,271
15.	Chi phí thuế TNDN hiện hành	51	1,965,338,566	2,448,383,568
16.	Chi phí thuế TNDN hoãn lại	52	-	-
17.	Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	60	8,330,885,997	7,345,150,703
18.	Lãi cơ bản trên cổ phiếu	70	2,380	2,099

Lập ngày 19 tháng 03 năm 2007

KẾ TOÁN TRƯỞNG

TỔNG GIÁM ĐỐC

Trần Thị Thu Hương

Trần Xuân Mỹ

CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC PHẨM SAO TA

Km 2132 Quốc lộ 1A, phường 2, thị xã Sóc Trăng,
tỉnh Sóc Trăng

Báo cáo tài chính
cho năm tài chính kết
thúc ngày 31 tháng 12
năm 2006

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tại ngày 31 tháng 12 năm 2006

Đơn vị tính: VND

Chi tiêu	Mã số	Thuyết minh	Số cuối năm	Số đầu năm
NGUỒN VỐN				
A . NỢ PHẢI TRẢ (300 = 310 + 320)	300		104,445,535,241	120,809,537,562
I. Nợ ngắn hạn	310		104,445,535,241	111,849,537,562
1. Vay và nợ ngắn hạn	311	VI.8	83,173,029,495	91,958,092,000
2. Phải trả cho người bán	312		7,292,226,712	7,213,461,029
3. Người mua trả tiền trước	313			42,765,660
4. Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	314	VI.18	387,170,284	
5. Phải trả công nhân viên	315	VI.9	8,772,620,146	11,181,718,347
6. Chi phí phải trả	316	VI.10	452,133,405	16,428,300
7. Phải trả nội bộ	317			
8. Phải trả theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng	318			
9. Các khoản phải trả, phải nộp ngắn hạn khác	319	VI.11	4,368,355,199	1,437,072,226
10. Dự phòng phải trả ngắn hạn	320			
II. Nợ dài hạn	330			8,960,000,000
1. Phải trả dài hạn người bán	331			
2. Phải trả dài hạn nội bộ	332			
3. Phải trả dài hạn khác	333			
4. Vay và nợ dài hạn	334	VI.12		8,960,000,000
5. Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	335			
6. Dự phòng trợ cấp mất việc làm	336			
7. Dự phòng phải trả dài hạn	337			
B . VỐN CHỦ SỞ HỮU (400 = 410 +420)	400		113,399,110,185	102,521,799,980

I. Vốn chủ sở hữu	410	VI.13	106,909,656,978	96,899,718,709
1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	411		60,000,000,000	60,000,000,000
2. Thặng dư vốn cổ phần	412			
3. Vốn khác của chủ sở hữu				
4. Cổ phiếu quỹ	413			
5. Chênh lệch đánh giá lại tài sản	414			
6. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	415			
7. Quỹ đầu tư phát triển	416		26,352,738,163	17,873,320,445
8. Quỹ dự phòng tài chính	417		5,556,918,815	4,026,398,264
9. Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	418			
10. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	419		15,000,000,000	15,000,000,000
11. Nguồn vốn đầu tư XDCB				
II. Nguồn kinh phí, quỹ khác	420		6,489,453,207	5,622,081,271
1. Quỹ khen thưởng và phúc lợi	421		6,489,453,207	5,622,081,271
2. Nguồn kinh phí	422			
3. Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ	423			
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN (430 = 300 + 400)			217,844,645,426	223,331,337,542

**CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC PHẨM
SAO TA**

Km 2132 Quốc lộ 1A, phường 2, thị xã Sóc Trăng, tỉnh Sóc
Trăng

Báo cáo tài chính
cho năm tài chính kết
thúc ngày 31 tháng 12
năm 2006

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
Năm 2006

Đơn vị tính: VND

Chỉ tiêu	Mã số	Thu yết min h	Năm nay	Năm trước	Năm 2005
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	01		925,197,008,975	970,806,617,777	
2. Các khoản giảm trừ	03				
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	10	VI.1 4	925,197,008,975	970,806,617,777	
4. Giá vốn hàng bán	11	5	846,115,984,827	888,365,766,482	
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	20		79,081,024,148	82,440,851,295	
6. Doanh thu hoạt động tài chính	21	VI.1 4	1,069,485,657	1,012,172,003	
7. Chi phí tài chính	22		6,532,595,242	9,363,017,466	
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	23		5,279,523,296	9,173,644,410	
8. Chi phí bán hàng	24		35,613,590,103	35,972,029,223	
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	25		9,685,006,711	8,887,615,284	
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	30		28,319,317,749	29,230,361,325	
11. Thu nhập khác	31	VI.1 7	3,799,815,458	702,953,151	
12. Chi phí khác	32		224,747,718	157,965,184	
13. Lợi nhuận khác	40		3,575,067,740	544,987,967	
14. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	50		31,894,385,489	29,775,349,292	

15. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	51	VI.1 8	313,744,605	
16. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	52			
17. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	60		31,580,640,884	29,775,349,292
18. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	70			

Sóc Trăng, ngày 20 tháng 01 năm 2007

Người lập biểu

Kế Toán Trưởng

Tổng Giám đốc

Lưu Nguyễn Trúc Dung

Tô Minh Chảnh

Hồ Quốc Lực

CÔNG TY CỔ PHẦN NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN

Đ/c: 12 Kỳ Đồng, Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tại ngày 31 tháng 12 năm 2006

*Đơn vị tính:
VND*

Chỉ tiêu	Mã số	Thuyết minh	Số cuối năm	Số đầu năm
TÀI SẢN				
A . TÀI SẢN NGẮN HẠN	100		148,818,476,850	118,887,367,710
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	110		7,595,525,394	9,298,587,233
1. Tiền	111	V.01	7,595,525,394	9,298,587,233
2. Các khoản tương đương tiền	112		-	-
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	120	V.02	-	-
1. Đầu tư chứng khoán ngắn hạn	121		-	-
	129			
2. Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư ngắn hạn (*)			-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	130		108,982,341,091	78,983,923,786
1. Phải thu của khách hàng	131		107,920,710,214	77,999,666,674
2. Trả trước cho người bán	132		980,715,018	121,810,395
3. Phải thu nội bộ	133		-	-
4. Phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng	134			

			-	-
5. Các khoản phải thu khác	135	V.03	986,683,134	1,583,193,606
6. Dự phòng các khoản phải thu khó đòi (*)	139		(905,767,275)	(720,746,889)
IV. Hàng tồn kho	140		29,909,890,859	28,255,170,415
1. Hàng tồn kho	141	V.04	29,909,890,859	28,255,170,415
2. Dự phòng giảm giá hàng tồn kho (*)	149		-	-
V. Tài sản ngắn hạn khác	150		2,330,719,506	2,349,686,276
1. Chi phí trả trước ngắn hạn	151		605,434,195	151,891,584
2. Thuế GTGT được khấu trừ	152		-	-
3. Thuế và các khoản khác phải thu nhà nước	154	V.05	-	1,099,463,769
3. Tài sản ngắn hạn khác	158		1,725,285,311	1,098,330,923
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	200		62,522,457,375	31,785,375,195
I. Các khoản phải thu dài hạn	210		-	-
1. Phải thu dài hạn của khách hàng	211		-	-
2. Vốn kinh doanh ở đơn vị trực thuộc	212		-	-
3. Phải thu dài hạn nội bộ	213	V.06	-	-
4. Phải thu dài hạn khác	218	V.07	-	-
5. Dự phòng phải thu dài hạn khó đòi (*)	219		-	-
II. Tài sản cố định	220		24,472,457,375	21,353,989,454
1. Tài sản cố định hữu hình	221	V.08		

			21,419,061,466	18,131,639,440
- Nguyên giá	222		85,350,955,339	79,551,685,908
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)	223		(63,931,893,873)	(61,420,046,468)
2. Tài sản cố định thuê tài chính	224	V.09	2,974,476,934	3,222,350,014
- Nguyên giá	225		3,470,223,094	3,470,223,094
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)	226		(495,746,160)	(247,873,080)
3. Tài sản cố định vô hình	227	V.10	78,918,975	-
- Nguyên giá	228		87,687,747	-
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)	229		(8,768,772)	-
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	230	V.11		
III. Bất động sản đầu tư	240	V.12	-	-
- Nguyên giá	241		-	-
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)	242		-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	250		38,050,000,000	10,250,000,000
1. Đầu tư vào công ty con	251		38,050,000,000	10,250,000,000
2. Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	252		-	-
3. Đầu tư dài hạn khác	258	V.13	-	-
	259			
4. Dự phòng giảm giá đầu tư tài chính dài hạn (*)			-	-
V. Tài sản dài hạn khác	260		-	181,385,741
1. Chi phí trả trước dài hạn	261	V.14	-	181,385,741

2. Tài sản thuế thu nhập hoãn lại	262	V.21	-	-
3. Tài sản dài hạn khác	268		-	-
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	270		<u>211,340,934,225</u>	<u>150,672,742,905</u>

CÔNG TY CỔ PHẦN NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN

Đ/c: 12 Kỳ Đồng, Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
Năm 2006

Đơn vị tính:
VND

Chỉ tiêu	Mã số	Thuyết minh	Năm nay	Năm trước
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	01	VI.25	302,177,480,843	315,416,326,950
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	03	VI.26	8,398,623,875	8,965,642,213
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	10	VI.27	293,778,856,968	306,450,684,737
4. Giá vốn hàng bán	11	VI.28	200,226,941,493	227,482,934,446
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	20		93,551,915,475	78,967,750,291
6. Doanh thu hoạt động tài chính	21	VI.29	391,792,997	843,540,394
7. Chi phí tài chính	22	VI.30	4,581,619,918	1,353,372,957
- Trong đó: chi phí lãi vay	23		4,364,494,690	1,194,355,212
8. Chi phí bán hàng	24		63,616,053,976	58,585,972,044
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	25		13,840,534,349	13,286,494,510
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	30			

			11,905,500,228	6,585,451,174
11. Thu nhập khác	31		730,452,964	1,547,529,072
12. Chi phí khác	32		623,215,926	374,636,562
13. Lợi nhuận khác	40		107,237,038	1,172,892,510
14. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế (50 = 30 + 40)	50		12,012,737,266	7,758,343,684
15. Chi phí thuế TNDN hiện hành	51	VI.31	3,324,985,246	2,050,536,231
16. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	51	VI.32	-	-
17. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	60		8,687,752,020	5,707,807,453
18. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (*)	70		1,910	1,255

*Lập, ngày 15
tháng 01 năm
2007*

Người Lập biểu

Kế toán trưởng

Tổng Giám đốc

Đỗ Ngọc Lan

Hàng Thị Diệu

Phan Minh Có

PHỤ LỤC 2

Danh sách các công ty dùng trong phân tích chi phí sử dụng vốn

(Số liệu phân tích được lấy từ báo cáo tài chính năm 2004, 2005, 2006)

Tên công ty	Mã CK	2004	2005	2006
Công ty cổ phần Bibica	BBC		X	X
Công ty cổ phần đường Biện Hoà	BHS		X	X
Công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long	CAN		X	X
Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta	FMC		X	X
Công ty cổ phần Thực phẩm quốc tế IFS	IFS		X	X
Công ty cổ phần Kinh Đô	KDC	X	X	X
Công ty cổ phần Thực phẩm Safoco	SAF	X	X	X
Công ty cổ phần nước giải khát Tribeco	TRI	X	X	X
Công ty cổ phần sữa Việt Nam Vinamilk	VNM	X	X	X

Ghi chú:

1/ x: Là có lấy số liệu

2/ Báo cáo tài chính bao gồm:

- Bảng cân đối kế toán
- Báo cáo kết quả kinh doanh.

PHỤ LỤC 3

Danh sách các công ty dùng trong các phân tích khác

(Số liệu phân tích được lấy từ báo cáo tài chính năm 2006)

STT	Tên công ty	Mã CK
1	Công ty cổ phần Bibica	BBC
2	Công ty cổ phần đường Biện Hoà	BHS
3	Công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long	CAN
4	Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta	FMC
5	Công ty cổ phần Thực phẩm quốc tế IFS	IFS
6	Công ty cổ phần Kinh Đô	KDC
7	Công ty cổ phần Thực phẩm Safoco	SAF
8	Công ty cổ phần nước giải khát Tribeco	TRI
9	Công ty cổ phần sữa Việt Nam Vinamilk	VNM

Ghi chú:

Báo cáo tài chính bao gồm:

- Bảng cân đối kế toán
- Báo cáo kết quả kinh doanh.

PHỤ LỤC 4

Bảng phân phối chuẩn

Z*	,00	,01	,02	,03	,04	,05	,06	,07	,08	,09
0,00	,5000	,4960	,4920	,4880	,4840	,4801	,4761	,4721	,4681	,4641
0,10	,4602	,4562	,4522	,4483	,4443	,4404	,4364	,4325	,4286	,4247
0,20	,4207	,4168	,4129	,4090	,4052	,4013	,3974	,3936	,3897	,3859
0,30	,3821	,3783	,3745	,3707	,3669	,3632	,3594	,3557	,3520	,3483
0,40	,3446	,3409	,3372	,3336	,3300	,3264	,3228	,3192	,3156	,3121
0,50	,3085	,3050	,3015	,2981	,2946	,2912	,2877	,2843	,2810	,2776
0,60	,2743	,2709	,2676	,2643	,2611	,2578	,2546	,2514	,2483	,2451
0,70	,2420	,2389	,2358	,2327	,2296	,2266	,2236	,2206	,2177	,2148
0,80	,2119	,2090	,2061	,2033	,2005	,1977	,1949	,1922	,1894	,1867
0,90	,1841	,1814	,1788	,1762	,1736	,1711	,1685	,1660	,1635	,1611
1,00	,1587	,1562	,1539	,1515	,1492	,1469	,1446	,1423	,1401	,1379
1,10	,1357	,1335	,1314	,1292	,1271	,1251	,1230	,1210	,1190	,1170
1,20	,1151	,1131	,1112	,1093	,1075	,1056	,1038	,1020	,1003	,0985
1,30	,0968	,0951	,0934	,0918	,0901	,0885	,0869	,0853	,0838	,0823
1,40	,0808	,0793	,0778	,0764	,0749	,0735	,0721	,0708	,0694	,0681
1,50	,0668	,0655	,0643	,0630	,0618	,0606	,0594	,0582	,0571	,0559
1,60	,0548	,0537	,0526	,0516	,0505	,0495	,0485	,0475	,0465	,0455
1,70	,0446	,0436	,0427	,0418	,0409	,0401	,0392	,0384	,0375	,0367
1,80	,0359	,0351	,0344	,0336	,0329	,0322	,0314	,0307	,0301	,0294
1,90	,0287	,0281	,0274	,0268	,0262	,0256	,0250	,0244	,0239	,0233
2,00	,0228	,0222	,0217	,0212	,0207	,0202	,0197	,0192	,0188	,0183
2,20	,0139	,0136	,0132	,0129	,0125	,0122	,0119	,0116	,0113	,0110
2,40	,0082	,0080	,0078	,0075	,0073	,0071	,0069	,0068	,0066	,0064
2,60	,0047	,0045	,0044	,0043	,0041	,0040	,0039	,0038	,0037	,0036
2,80	,0026	,0025	,0024	,0023	,0023	,0022	,0021	,0021	,0020	,0019
3,00	,0013	,0013	,0013	,0012	,0012	,0011	,0011	,0011	,0010	,0010
3,50	,0002	,0002	,0002	,0002	,0002	,0002	,0002	,0002	,0002	,0002
4,00	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
4,50	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
5,00	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000

Ghi chú:

Z*: Là giá trị tuyệt đối của z