

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HCM**  


**LÊ CÔNG TOÀN**

**XÂY DỰNG CƠ CẤU VỐN  
CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT  
TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Kinh tế tài chính-Ngân hàng  
Mã số ngành : 60.31.12

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC  
**PGS.TS NGUYỄN THỊ ĐIỂM CHÂU**

**TP. HỒ CHÍ MINH NĂM 2007**

## MỤC LỤC

### MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài. ....
2. Mục đích nghiên cứu của đề tài. ....
3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu. ....
4. Phương pháp nghiên cứu. ....
5. Kết cấu của đề tài. ....

### **Chương 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN CHUNG VỀ CTCP, CƠ CẤU VỐN VÀ HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU VỐN.**

- 1.1 Lý luận chung về CTCP. .... 1
  - 1.1.1 Khái niệm về CTCP. .... 1
  - 1.1.2 Các loại hình CTCP. .... 1
- 1.2 Cơ cấu vốn của CTCP. .... 3
  - 1.2.1 Các nguồn tài chính của CTCP. .... 3
  - 1.2.2 Chi phí sử dụng các nguồn tài chính của CTCP. .... 4
    - 1.2.2.1 Chi phí sử dụng nợ. .... 4
    - 1.2.2.2 Chi phí sử dụng VCP ưu đãi. .... 4
    - 1.2.2.3 Chi phí sử dụng VCP thường. .... 5
    - 1.2.2.4 Chi phí sử dụng vốn bình quân. .... 5
    - 1.2.2.5 Ưu nhược điểm của các nguồn tài chính của CTCP. .... 5
  - 1.2.3 Cơ cấu vốn của CTCP. .... 7
    - 1.2.3.1 Khái niệm về cơ cấu vốn của CTCP. .... 7
    - 1.2.3.2 Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của CTCP. .... 7
    - 1.2.3.3 Các nguyên tắc để hoạch định cơ cấu vốn của CTCP. .... 9
  - 1.2.4 Các lý thuyết về cơ cấu vốn. .... 12
    - 1.2.4.1 Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu. .... 12
    - 1.2.4.2 Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn công ty. .... 13

1.2.5 Xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT-EPS.....	15
1.2.6 Kinh nghiệm về xây dựng cơ cấu vốn của các CTCP của một số nước trên thế giới. ....	17
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....</b>	<b>19</b>
<b>Chương 2 THỰC TRẠNG VỀ CƠ CẤU VỐN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRONG THỜI GIAN QUA</b>	
2.1 Sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam và tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY trong thời gian qua.....	20
2.1.1 Sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam.....	20
2.1.2 Tình hình chung về kết quả hoạt động của các CtyNY trong thời gian qua.....	21
2.2 Thực trạng về cơ cấu vốn của các CtyNY trong thời gian qua. ....	26
2.2.1 Phân tích hệ số nợ của các CtyNY trong thời gian qua.....	26
2.2.2 Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các CtyNY. ....	29
2.2.3 Phân tích tính tối ưu của cơ cấu vốn của các CtyNY thông qua phân tích EBIT-EPS. ....	30
2.3 Nguyên nhân của những tồn tại bất cập trong cơ cấu vốn của các CtyNY trong thời gian qua. ....	31
2.3.1 Hệ thống thị trường vốn chưa phát triển. ....	32
2.3.1.1 Thị trường tiền tệ chưa phát triển. ....	32
2.3.1.2 Thị trường tín dụng ngân hàng còn nhiều hạn chế.....	33
2.3.1.3 Thị trường thuê mua chưa thực sự phát triển. ....	35
2.3.1.4 TTCK mới ra đời và còn kém phát triển.....	37
2.3.2 Các doanh nghiệp chưa coi trọng việc xây dựng cơ cấu	

vốn hợp lý cho mình.....	42
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 2.....</b>	<b>45</b>
<b>Chương 3 CÁC GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CƠ CẤU VỐN CHO CÁC CTCP NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM</b>	
3.1 Đẩy mạnh phát triển các thị trường vốn tạo điều kiện cho các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn trên thị trường. ....	47
3.1.1 Đẩy mạnh phát triển thị trường tiền tệ, đa dạng hoá các sản phẩm trên thị trường.....	47
3.1.2 Đẩy mạnh phát triển TTCK. ....	48
3.1.3 Đẩy mạnh phát triển thị trường thuê mua. ....	53
3.1.4 Đẩy mạnh phát triển thị trường tín dụng ngân hàng. ....	54
3.2 Nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp, quản trị cơ cấu vốn của các công ty, đa dạng hóa cơ cấu tài trợ trong cơ cấu vốn. ....	56
3.2.1 Nâng cao năng lực quản trị DN.....	56
3.2.2 Nâng cao năng lực quản trị cơ cấu vốn của các công ty, đa dạng hoá cơ cấu tài trợ trong cơ cấu vốn. ....	59
3.3 Đề xuất cơ cấu tài trợ cho các CtyNY được khảo sát. ....	62
<b>KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....</b>	<b>65</b>
<b>KẾT LUẬN .....</b>	<b>66</b>

## **DANH MỤC CÁC PHỤ LỤC**

Phụ lục 1: Danh sách các công ty cổ phần niêm yết được khảo sát.....	i
Phụ lục 2: Tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế của các CtyNY giai đoạn 2002-2005 .....	ii
Phụ lục 3: Đặc tính của các nguồn tài chính của CTCP .....	iv
Phụ lục 4: Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế của các CtyNY giai đoạn 2002-2005 .....	v

Phụ lục 5: Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế của các CtyNY.....	vii
Phụ lục 6: Hệ số nợ trung bình của các CtyNY giai đoạn 2002-2005 .....	viii
Phụ lục 7: Số liệu dùng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn.....	ix
Phụ lục 8: Số liệu dùng để phân tích tính tối ưu của cơ cấu vốn .....	x
Phụ lục 9: So sánh chi phí sử dụng vốn vay và chi phí sử dụng VCP của các công ty trong năm 2005.....	xii
Phụ lục 10: Quy mô vốn và cơ cấu tài sản của các CtyNY được khảo sát.....	xiii
Phụ lục 11: Bảng phân phối chuẩn.....	xiv

## **DANH MỤC CÁC BẢNG**

Bảng 1.1: Ưu nhược điểm của các nguồn tài chính .....	6
Bảng 1.2: Cơ cấu vốn một số ngành công nghiệp lớn của Mỹ .....	18
Bảng 2.1: Tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2002-2005 .....	22
Bảng 2.2: ROA của các công ty giai đoạn 2002-2005.....	23
Bảng 2.3: Sự tác động của các nhân tố cơ cấu tài sản, hiệu quả hoạt động kinh doanh, rủi ro kinh doanh, và quy mô lên hệ số nợ của công ty.....	29

## **DANH MỤC CÁC HÌNH VÀ ĐỒ THỊ**

Đồ thị 1.1.....	13
Đồ thị 2.1: ROA trung bình của các CtyNY giai đoạn 2002-2005.....	24
Đồ thị 2.2: Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu của các	

CtyNY được khảo sát giai đoạn 2002-2005 .....	25
Đồ thị 2.3: Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế của các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2002-2005 .....	25
Đồ thị 2.4: Hệ số nợ/TTS của các CtyNY bình quân giai đoạn 2002-2005 .....	26
Đồ thị 2.5.....	27
Đồ thị 2.6: Tỷ lệ vay ngắn hạn/TTS so với tỷ lệ nợ ngắn hạn/TTS ....	28

## Danh mục các từ viết tắt

<b>Số thứ tự</b>	<b>Từ viết tắt</b>	<b>Nội dung</b>
<b>1</b>	<b>TTCK</b>	: Thị trường chứng khoán
<b>2</b>	<b>VCP</b>	: Vốn cổ phần.
<b>3</b>	<b>TTS</b>	: Tổng tài sản.
<b>4</b>	<b>CtyNY</b>	: Công ty niêm yết.
<b>5</b>	<b>CTCP</b>	: Công ty cổ phần.
<b>6</b>	<b>DN</b>	: Doanh nghiệp.
<b>7</b>	<b>TTS</b>	: Tổng tài sản
<b>8</b>	<b>SXKD</b>	: Sản xuất kinh doanh

# MỞ ĐẦU

## **1. Tính cấp thiết của đề tài.**

Mỗi DN là một tế bào của nền kinh tế, vì vậy sự phát triển của các DN là cơ sở cho sự vững mạnh và phát triển của đất nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Trong nền kinh tế thị trường cạnh tranh vấn đề sống còn của các DN là làm thế nào để tồn tại và phát triển, để thực hiện được điều này các DN phải thực hiện nhiều biện pháp nhằm tiết kiệm chi phí, tăng doanh thu từ các hoạt động kinh doanh của mình đồng thời lựa chọn một cơ cấu vốn hợp lý qua việc lựa chọn hình thức huy động vốn thông qua các kênh khác nhau của nền kinh tế nhằm tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, hạn chế rủi ro góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của DN.

Vấn đề nghiên cứu cơ cấu vốn của DN không còn mới mẽ trên thế giới đặc biệt là đối với các nước công nghiệp phát triển, nơi có nền kinh tế thị trường hoàn chỉnh với hệ thống thị trường, đặc biệt là thị trường vốn rất phát triển. Tuy nhiên, đối với các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, nơi có nền kinh tế thị trường mới bước đầu được hình thành, thị trường vốn đang trong giai đoạn đầu của sự phát triển thì vấn đề nghiên cứu cơ cấu vốn chưa thu hút được nhiều sự quan tâm của DN, mà nguyên nhân là do việc tiếp cận các nguồn vốn thông qua các kênh khác nhau của nền kinh tế còn gặp nhiều hạn chế.

Gần đây với xu thế hội nhập ngày càng mạnh mẽ vào nền kinh tế thế giới của đất nước, đặc biệt với sự ra đời và phát triển của CTCP và TTCK đã cho phép các DN tiếp cận được nhiều nguồn vốn khác nhau để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Vì vậy, vấn đề nghiên cứu cơ cấu vốn đã trở nên cấp thiết vì điều này ảnh hưởng đến giá trị DN, lợi ích của cổ đông và sự phát triển bền vững của DN nói chung, CTCP nói riêng và đặc biệt là các CTCP niêm yết trên TTCK. Chính vì vậy, tôi chọn đề tài “*Xây dựng cơ cấu vốn cho các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam*” làm đề tài cho luận văn thạc sỹ kinh tế của mình.

## **2. Mục đích nghiên cứu của đề tài.**

Xây dựng cơ cấu vốn cho DN thực chất là xác định tỷ trọng của từng loại nguồn vốn trong tổng nguồn vốn hình thành nên tài sản mà DN đang quản lý nhằm tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, từ đó làm gia tăng giá trị DN. Vì vậy, mục tiêu của đề tài đặt ra là:



Giới thiệu những lý luận cơ bản về CTCP, cơ cấu vốn và hoạch định cơ cấu vốn của CTCP. Giới thiệu sơ lược những lý thuyết về cơ cấu vốn, cũng như kinh nghiệm về xây dựng cơ cấu vốn của các CTCP ở một số nước trên thế giới.

Phân tích, đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của các CTCP niêm yết trong thời gian qua.

Đề ra những giải pháp nhằm góp phần hoàn thiện cơ cấu vốn cho các CTCP niêm yết trong thời gian tới.

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.**

Do đây là đề tài rộng và được đề cập dưới nhiều góc độ khác nhau, tuy nhiên trong đề tài này chỉ tập trung nghiên cứu thực trạng cơ cấu vốn của các CTCP niêm yết theo danh sách đính kèm trong phụ lục 1, với số liệu báo cáo tài chính đến ngày 31 tháng 12 năm 2005. Từ đó, nhằm đề ra những giải pháp ở tầm vĩ mô và vi mô nhằm hoàn thiện cơ cấu vốn. Các vấn đề khác chỉ được giải quyết khi có liên quan.

### **4. Phương pháp nghiên cứu.**

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng xuyên suốt trong đề tài là phương pháp duy vật biện chứng. Bên cạnh đó đề tài còn sử dụng các phương pháp phân tích thống kê, phương pháp hồi quy, phương pháp tổng hợp để phân tích, đánh giá về cơ cấu vốn của các CTCP niêm yết trên TTCK, đề ra những giải pháp nhằm góp phần hoàn thiện cơ cấu vốn cho các CTCP niêm yết trong thời gian tới.

### **5. Kết cấu của đề tài.**

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

*Chương 1:* Lý luận cơ bản về CTCP, cơ cấu vốn và hoạch định cơ cấu vốn.

*Chương 2:* Thực trạng cơ cấu vốn của CTCP niêm yết trên TTCK trong thời gian qua.

*Chương 3:* Giải pháp hoàn thiện cơ cấu vốn cho các CTCP niêm yết trên TTCK trong thời gian tới.

## **Chương 1**

# **CƠ SỞ LÝ LUẬN CHUNG VỀ CTCP CƠ CẤU VỐN VÀ HOẠCH ĐỊNH CƠ CẤU VỐN.**

### **1.1 Lý luận chung về CTCP.**

#### **1.1.1 Khái niệm về CTCP.**

CTCP là loại hình công ty được thành lập do nhiều cá nhân tổ chức góp vốn kinh doanh trên nguyên tắc lời ăn lỗ chịu. Tiền vốn được chia thành các cổ phần bằng nhau, người góp vốn với tư cách là các cổ đông sẽ mua một số cổ phần đó. Cổ đông chịu trách nhiệm hữu hạn trong phạm vi phần vốn góp của mình và cổ đông được quyền tự do sang nhượng lại cổ phần thông qua việc mua bán các cổ phiếu.

Theo Luật DN Việt Nam thì CTCP là DN, trong đó vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần, cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của DN trong phạm vi số vốn đã góp vào DN, cổ đông có quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác (trừ trường hợp cổ đông sở hữu cổ phần ưu đãi biểu quyết không được chuyển nhượng cổ phần đó cho người khác. Và trong ba năm đầu, kể từ ngày công ty được cấp giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh, các cổ đông sáng lập phải cùng nhau nắm giữ ít nhất 20% số cổ phần phổ thông được quyền chào bán, cổ phần phổ thông của cổ đông sáng lập có thể chuyển nhượng cho người không phải là cổ đông nếu được sự chấp thuận của Đại hội đồng cổ đông), cổ đông có thể là tổ chức, cá nhân, số lượng cổ đông tối thiểu là ba và không hạn chế số lượng tối đa. CTCP có quyền phát hành chứng khoán ra công chúng theo quy định của pháp luật về chứng khoán. CTCP có tư cách pháp nhân kể từ ngày được cấp giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh.

#### **1.1.2 Các loại hình CTCP.**

**CTCP nội bộ:** là CTCP chỉ phát hành cổ phiếu trong phạm vi giới hạn, những đối tượng mua cổ phiếu thường là những sáng lập viên của công ty, những cán bộ công nhân viên trong công ty hoặc là các pháp nhân là những đơn vị trực thuộc. CTCP nội bộ thường không phát huy được lợi ích của CTCP là dễ dàng huy động được lượng vốn lớn dưới dạng cổ phần hay đi vay bằng cách phát hành trái phiếu khi cần mở rộng tầm hoạt động hay phạm vi kinh doanh. Chính vì vậy, CTCP nội bộ chỉ tồn tại trong thời kỳ đầu của việc ra đời và phát triển của một CTCP.

**CTCP đại chúng:** là CTCP có phát hành cổ phiếu rộng rãi trong công chúng. Như vậy một CTCP nội bộ khi bắt đầu tăng trưởng và thêm nhiều cổ phần mới

được phát hành nhằm gia tăng bổ sung thêm vốn thì những cổ phần của nó sẽ được giao dịch mua bán trên thị trường và lúc này công ty được gọi là CTCP đại chúng. TTCK ra đời trên cơ sở phát sinh loại hình CTCP đại chúng vì khi chứng khoán của nó được nắm giữ rộng rãi trong công chúng sẽ phát sinh nhu cầu mua bán để chuyển dịch vốn đầu tư và đây là tiền đề cho sự ra đời và phát triển của TTCK.

**CTCP đại chúng đã đăng ký:** là CTCP đại chúng nhưng đã đăng ký chứng khoán do công ty phát hành vào danh mục các chứng khoán giao dịch trên TTCK. Để được đăng ký các công ty này phải đáp ứng được những yêu cầu nhất định tùy vào pháp luật của từng quốc gia. Đối với Việt Nam để được niêm yết cổ phiếu và trái phiếu trên TTCK các công ty phải đáp ứng được các yêu cầu :

- **Điều kiện niêm yết cổ phiếu:** là CTCP có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm xin cấp phép niêm yết tối thiểu từ 05 tỷ đồng trở lên, tính theo giá trị sổ sách; có tình hình tài chính lành mạnh, trong đó không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 01 năm; hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước và người lao động trong công ty. Đối với tổ chức tín dụng và tổ chức tài chính phi ngân hàng, tình hình tài chính được đánh giá theo các quy định của cơ quan quản lý chuyên ngành; có lợi nhuận sau thuế trong 02 năm liên tục liền trước năm xin phép niêm yết là số dương, đồng thời không có lỗ lũy kế tính đến thời điểm xin cấp phép niêm yết; đối với DN thực hiện chuyển đổi thành CTCP, thời gian 02 năm liên tục có lãi liền trước năm xin phép niêm yết là bao gồm cả thời gian trước khi chuyển đổi; đối với DN Nhà nước cổ phần hoá và niêm yết ngay trên TTCK trong vòng 01 năm sau khi thực hiện chuyển đổi, hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm xin phép phải có lãi; các cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban Giám đốc, Ban Kiểm soát của công ty phải cam kết nắm giữ ít nhất 50%, số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 03 năm, kể từ ngày niêm yết, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ; tối thiểu 20% VCP của công ty do ít nhất 50 cổ đông ngoài tổ chức phát hành nắm giữ. Đối với công ty có VCP từ 100 tỷ đồng trở lên thì tỉ lệ này tối thiểu là 15% VCP.
- **Điều kiện niêm yết trái phiếu:** là CTCP, công ty trách nhiệm hữu hạn, DN nhà nước có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm xin cấp phép niêm yết tối thiểu từ 10 tỷ đồng trở lên, tính theo giá trị sổ sách; hoạt động SXKD có lãi hai năm liên tục liền trước năm xin phép niêm yết. Đối với DN thực hiện chuyển đổi sang hoạt động theo hình thức CTCP, thời gian trên bao gồm cả thời gian trước khi chuyển đổi; có tình hình tài chính lành mạnh,

trong đó không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên 01 năm; hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước. Đối với tổ chức tín dụng và tổ chức tài chính phi ngân hàng, tình hình tài chính được đánh giá theo các quy định của cơ quan quản lý chuyên ngành; có ít nhất 50 người sở hữu trái phiếu.

## **1.2 Cơ cấu vốn của CTCP**

### **1.2.1 Các nguồn tài chính của CTCP.**

Căn cứ vào tính chất sở hữu: Có thể phân nguồn tài chính trong CTCP thành:

**Nợ phải trả:** Là nguồn tài chính quan trọng và phụ thuộc vào chính sách tài chính của DN bao gồm các khoản nợ dưới hình thức mua chịu hàng hoá, vay từ các tổ chức tài chính trung gian và thị trường vốn, và các khoản nợ khác. Đối với các khoản vay từ các tổ chức tài chính trung gian và thị trường vốn, để có được quyền sử dụng nguồn tái chính này DN phải chịu một khoản chi phí nhất định theo sự thỏa thuận giữa DN với đối tượng sở hữu nguồn tài chính đó.

**VCP:** Là nguồn tài chính thuộc sở hữu của DN có được nhờ bán cổ phiếu phát hành của công ty, bao gồm VCP ưu đãi và VCP thường. VCP ưu đãi là vốn góp của cổ đông thông qua việc mua cổ phiếu ưu đãi của công ty. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi được hưởng lãi định kỳ và cố định, được ưu tiên chia lãi trước cổ phần thường. VCP thường bao gồm vốn góp của cổ đông và lợi nhuận giữ lại. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường có quyền hạn và trách nhiệm đối với công ty như được chia cổ tức theo kết quả hoạt động của công ty, được quyền bầu cử, ứng cử vào bộ máy quản trị và kiểm soát của công ty và phải chịu trách nhiệm về sự thua lỗ hoặc phá sản tương ứng với phần vốn góp của mình.

Đặc tính của các nguồn tài chính của CTCP (phụ lục 3)

Căn cứ vào thời gian sử dụng của nguồn tài chính có thể phân nguồn tài chính trong CTCP thành:

**Nguồn tài chính ngắn hạn:** Là nguồn tài chính mà thời hạn trả dưới một năm như các khoản phải trả; vay ngắn hạn và các khoản nợ ngắn hạn khác.

**Nguồn tài chính trung hạn:** Là nguồn tài chính có thời hạn trả từ trên một năm đến năm năm như thuê tài chính, vay có kỳ hạn và các khoản nợ khác.

**Nguồn tài chính dài hạn:** Là nguồn tài chính có thời hạn trả trên năm năm như vay dài hạn; vay bằng trái phiếu; VCP thường; VCP ưu đãi và các khoản nợ dài hạn khác.

Căn cứ vào phạm vi của các nguồn tài chính có thể phân nguồn tài chính trong CTCP thành:

**Nguồn tài chính nội sinh:** Là các nguồn tài chính từ bên trong nội bộ DN hay còn gọi là khả năng tự tài trợ. Nguồn tài chính này bao gồm hai thành phần chính là khấu hao tài sản cố định và lợi nhuận từ quỹ tái đầu tư.

**Nguồn tài chính ngoại sinh:** Là nguồn tài chính từ bên ngoài DN như các khoản phải trả khách hàng; vay các tổ chức tài chính trung gian; phát hành trái phiếu; phát hành cổ phiếu bao gồm cả cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.

## **1.2.2 Chi phí sử dụng các nguồn tài chính của CTCP.**

### **1.2.2.1 Chi phí sử dụng nợ.**

CTCP có thể huy động nợ dưới hình thức phát hành trái phiếu hoặc vay của các tổ chức tài chính trung gian. Nếu phát hành trái phiếu thì chi phí sử dụng nợ chính là lợi suất đáo hạn mà công ty trả cho nhà đầu tư. Nếu vay của các tổ chức tài chính trung gian thì chi phí sử dụng nợ vay chính là lãi suất vay. Tuy nhiên, do lãi vay được khấu trừ trước khi tính thuế thu nhập DN nên chi phí sử dụng nợ chính là chi phí sử dụng nợ đã điều chỉnh thuế.

Nếu lãi suất huy động nợ là  $R_d$ ,  $T$  là thuế suất thuế thu nhập DN thì chi phí sử dụng nợ của công ty  $R_d^*$  là:

$$R_d^* = R_d(1-T)$$

### **1.2.2.2 Chi phí sử dụng VCP ưu đãi.**

Chi phí sử dụng VCP ưu đãi chính là chi phí mà công ty phải trả cho việc huy động VCP ưu đãi. Chi phí sử dụng VCP ưu đãi được xác định theo mức cổ tức chi trả hàng năm cho các cổ đông ưu đãi. Gọi  $R_p$  là chi phí sử dụng VCP ưu đãi ta có công thức xác định  $R_p$  như sau:

$$R_p = \frac{D_p}{P'_p}$$

Trong đó:

$P_p$ : Mệnh giá cổ phần ưu đãi

$P'_p$ : Doanh thu thuần từ việc phát hành cổ phần ưu đãi,  $P'_p = P_p(1 - \% \text{ chi phí phát hành cổ phần ưu đãi})$

$D_p$ : Cổ tức cổ phần ưu đãi.

Cổ tức cổ phần ưu đãi không được khấu trừ thuế khi tính thu nhập chịu thuế, vì vậy chi phí sử dụng VCP ưu đãi không được điều chỉnh thuế do vậy chi phí sử dụng VCP ưu đãi cao hơn chi phí sử dụng nợ.

### **1.2.2.3 Chi phí sử dụng VCP thường.**

Chi phí sử dụng VCP thường (bao gồm cả lợi nhuận giữ lại và VCP tăng thêm) là tỷ suất sinh lợi trên mỗi cổ phần do nhà đầu tư trên thị trường vốn kỳ vọng. Dựa vào mô hình tăng trưởng cổ tức ta có công thức tính như sau:

$$R_c = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Trong đó:

$R_c$ : Tỷ suất sinh lợi cần thiết của cổ phần thường.

$D_1$ : Cổ tức dự kiến vào cuối năm 1.

$P_0$ : Giá cổ phần thường.

$g$ : Tỷ lệ tăng trưởng đều hằng năm trong cổ tức.

### **1.2.2.4 Chi phí sử dụng vốn bình quân.**

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là chi phí bình quân gia quyền của tất cả các nguồn tài trợ mà công ty sử dụng.

$$WACC = (W_D \times R_D^*) + (W_P \times R_P) + (W_e \times R_e)$$

Trong đó:

$W_D$ : Tỷ lệ % nợ vay trong cơ cấu vốn.

$W_P$ : Tỷ lệ % VCP ưu đãi trong cơ cấu vốn.

$W_e$ : Tỷ lệ % VCP thường trong cơ cấu vốn.

### **1.2.2.5 Ưu nhược điểm của các nguồn tài chính của CTCP.**

Ưu nhược điểm của từng nguồn tài chính được tóm tắt qua bảng sau:

**Bảng 1.1 Ưu nhược điểm của các nguồn tài chính.**

Nguồn tài chính	Ưu điểm	Nhược điểm
Nợ	<p>- Chi phí lãi vay được khấu trừ thuế, công ty có thể sử dụng nợ vay để tận dụng lợi thế đòn bẩy tài chính để gia tăng lợi nhuận cho cổ đông.</p>	<p>Công ty phải có trách nhiệm trả cả vốn gốc và lãi vay khi đến hạn, điều này gây ra áp lực tài chính rất lớn cho công ty đồng nghĩa với việc gia tăng rủi ro về tài chính cho công ty. Việc sử dụng nhiều nợ vay sẽ làm xấu đi hệ số nợ của công ty</p>
Cổ phần ưu đãi	<p>Công ty không phải trả vốn gốc vì cổ phần ưu đãi không có thời gian đáo hạn.</p> <p>Tránh được việc chia phần kiểm soát cho cổ đông mới qua quyền đầu phiếu.</p>	<p>Cổ tức không được khấu trừ thuế, đồng thời công ty khó có thể huy động được lượng vốn lớn thông qua phát hành cổ phần ưu đãi</p>
Cổ phần thường	<p>Công ty không phải trả vốn gốc vì cổ phần thường không có thời gian đáo hạn.</p> <p>Công ty không bị áp lực trả cổ tức, vì việc trả hay không trả cổ tức hoàn toàn dựa vào quyết định của công ty căn cứ vào kết quả hoạt động SXKD.</p>	<p>Cổ tức không được khấu trừ thuế. Ngoài ra việc huy động vốn thông qua phát hành cổ phần thường sẽ dẫn đến việc phân chia phiếu bầu do đó sẽ tác động đến việc kiểm soát và quản lý công ty.</p> <p>Chi phí bảo chứng và phân phối cổ phần thường cao hơn chi phí tương tự cổ phần ưu đãi và trái phiếu.</p>

### **1.2.3 Cơ cấu vốn của CTCP.**

#### **1.2.3.1 Khái niệm về cơ cấu vốn của CTCP.**

Cơ cấu vốn là thuật ngữ dùng để chỉ tỉ trọng các nguồn vốn trong tổng số tiền được sử dụng để tài trợ cho TTS của công ty. Như vậy cơ cấu vốn của CTCP là quan hệ về tỉ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm VCP ưu đãi và VCP thường trong tổng nguồn vốn của công ty.

Do mỗi nguồn vốn huy động có chi phí khác nhau nên với cùng một lượng vốn huy động nhưng tỉ lệ của các nguồn vốn khác nhau thì chi phí sử dụng vốn bình quân cũng khác nhau. Do vậy, khi cần huy động vốn để phục vụ cho hoạt động SXKD của mình, công ty phải tính được cơ cấu vốn hợp lý là một việc làm cần thiết.

Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp giữa nợ, VCP ưu đãi và VCP thường trong tổng nguồn vốn của công ty theo mục tiêu đã đề ra khi huy động vốn. Khi tỉ lệ nợ vay dưới mức mục tiêu thì công ty sẽ tiến hành huy động thêm vốn bằng cách vay thêm nợ, ngược lại khi tỉ lệ nợ vay cao hơn mức mục tiêu đề ra thì việc huy động thêm vốn sẽ được thực hiện bằng cách phát hành thêm cổ phần mới. Cơ cấu vốn mục tiêu mà công ty hướng tới chính là cơ cấu vốn tối ưu của công ty.

Như vậy, cơ cấu vốn tối ưu của công ty là cơ cấu vốn đạt được sự cân đối giữa rủi ro và lợi nhuận và với cơ cấu vốn đó chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty là thấp nhất và giá trị của công ty là cao nhất.

#### **1.2.3.2 Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của CTCP.**

**Rủi ro của công ty:** Rủi ro của công ty là rủi ro do những bất ổn phát sinh trong hoạt động của công ty khiến cho lợi nhuận hoạt động giảm. Trên giác độ của công ty rủi ro được chia làm hai loại chính đó là rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

**Rủi ro kinh doanh:** là rủi ro tiềm ẩn trong bản thân từng công ty. Rủi ro kinh doanh gắn liền với đặc điểm SXKD của từng công ty, từng ngành. Và thông thường những công ty hoạt động trong cùng một ngành và nếu họ sử dụng mức độ đòn bẩy hoạt động tương tự nhau thì có mức rủi ro kinh doanh tương tự nhau vì các công ty này phải đối mặt với những điều kiện kinh tế khá giống nhau.

Rủi ro kinh doanh phụ thuộc vào nhiều các nhân tố khác nhau đó là:

Khả năng thay đổi của cầu về hàng hóa và dịch vụ mà công ty cung cấp. Khi lượng hàng hóa và dịch vụ mà công ty cung cấp càng ổn định cho dù điều kiện thị trường thay đổi thì rủi ro kinh doanh của công ty càng thấp.



Tính biến đổi của giá bán. Nếu giá bán hàng hóa và dịch vụ của công ty cung cấp có khả năng biến động cao thì rủi ro kinh doanh của công ty càng lớn.

Tính biến đổi của chi phí. Chi phí đầu vào của các công ty càng biến đổi thì rủi ro kinh doanh của công ty đó càng lớn.

Mức độ sử dụng chi phí cố định. Khi công ty sử dụng nhiều chi phí cố định, nếu có một sự sụt giảm trong số lượng hàng hóa bán ra công ty cũng không có thể giảm được những chi phí cố định này, điều này làm cho rủi ro kinh doanh của công ty cũng tăng theo.

Ngoài ra còn nhiều các nhân tố khác ảnh hưởng đến rủi ro kinh doanh của công ty như mức độ tăng trưởng của công ty, sức mạnh thị trường của công ty...

Rủi ro tài chính: là rủi ro biến động lợi nhuận trên cổ phần kết hợp với rủi ro mất khả năng chi trả phát sinh do công ty sử dụng các nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn cố định như nợ và cổ phiếu ưu đãi. Như vậy, rủi ro tài chính là hậu quả của việc sử dụng đòn cân nợ. Khi các yếu tố khác không đổi, công ty sử dụng đòn cân nợ càng lớn thì rủi ro tài chính càng cao.

Như vậy, khi rủi ro kinh doanh của công ty lớn thì công ty sẽ không thể sử dụng nhiều nợ vay được, vì nếu sử dụng nhiều nợ vay thì rủi ro tài chính của công ty cũng sẽ tăng và như vậy tổng rủi ro của công ty sẽ rất lớn.

**Thuế thu nhập công ty:** do lãi vay là yếu tố chi phí trước thuế nên sử dụng nợ giúp công ty tiết kiệm thuế. Nếu thuế suất thuế thu nhập công ty càng cao thì chi phí thực tế của nợ vay càng thấp, điều này sẽ khuyến khích các công ty sử dụng nợ vay, khi đó tỉ lệ nợ vay trong cơ cấu vốn sẽ tăng.

**Thuế suất thuế thu nhập cá nhân:** trong trường hợp cổ tức mà cổ đông nhận được từ việc nắm giữ cổ phiếu bị đánh thuế thu nhập cá nhân, thì các cổ đông sẽ có khuynh hướng không nhận cổ tức mà để lại lợi nhuận trong công ty để tái sản xuất mở rộng.

**Sự chủ động về tài chính:** trong quá trình tiến hành hoạt động SXKD các công ty đều cần một lượng vốn nhất định để có thể hoạt động. Nguồn vốn này có thể huy động từ nhiều nguồn khác nhau, nhưng nếu trong đó phần lớn là nợ vay sẽ làm giảm đi sự chủ động về tài chính và làm xấu đi tình hình tài chính của công ty khiến cho các nhà đầu tư ngần ngại trong việc bỏ vốn đầu tư vào công ty.

**Hiệu quả hoạt động của công ty:** đối với các công ty có hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt, doanh thu và lợi nhuận tăng cao và ổn định, tỷ suất sinh lợi trên TTS cao, là một trong những điều kiện thuận lợi giúp cho công ty trong việc

hoạch định một cơ cấu vốn thiên về sử dụng nợ vay nhằm phát huy lợi ích của “tầm chắn thuế” từ đó khuếch đại tỷ suất sinh lợi trên VCP, đem lại kết quả cao hơn cho các cổ đông.

**Cơ cấu tài sản của công ty:** một công ty có cơ cấu tài sản cố định trên TTS cao, là một lợi thế trong việc huy động nợ vay do khả năng thế chấp tài sản để đảm bảo thanh toán cho các khoản nợ vay cao, tạo được niềm tin đối với các nhà cung cấp vốn trong việc cấp phát vốn vay cho công ty. Tuy nhiên, nếu tình hình hoạt động kinh doanh không hiệu quả, cơ cấu tài sản cố định trên TTS cao, các công ty buộc phải cân nhắc trong việc sử dụng thêm nợ có phát sinh lãi, do công ty đang phải gánh chịu một khoản chi phí cố định tương đối lớn. Điều này cũng ảnh hưởng đáng kể đến việc xây dựng cơ cấu vốn của công ty.

**Quy mô và uy tín của công ty trên thị trường cũng như phong cách và thái độ của ban quản lý công ty:** một công ty có quy mô lớn và có uy tín trên thị trường sẽ dễ dàng trong việc huy động vốn thông qua việc vay nợ, ngược lại sẽ rất khó trong việc vay nợ để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình do đó sẽ ảnh hưởng đến tỉ lệ các nguồn vốn trong cơ cấu vốn của công ty. Ngoài ra phong cách và thái độ của ban quản lý công ty cũng ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Một số ban quản lý thận trọng hơn những người khác do đó ít sử dụng nợ hơn trong tổng nguồn vốn, ngược lại có ban quản lý thích sử dụng nợ nhiều, như vậy làm cho cơ cấu vốn của công ty sẽ thiên về việc sử dụng nợ vay.

**Sự phát triển của thị trường tài chính trong nền kinh tế:** sự phát triển của thị trường tài chính tác động đến cơ cấu vốn của một công ty trên hai giác độ. Thứ nhất, nếu thị trường tài chính phát triển mạnh sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho công ty dễ dàng huy động được một lượng vốn lớn bằng nhiều nguồn khác nhau khi cần thiết. Thứ hai, thị trường tài chính phát triển sẽ tạo cơ sở để các nhà đầu tư thấy được đầy đủ mức độ rủi ro của công ty từ đó mới có thể xác định hợp lý lãi suất tiền vay, đo lường chi phí của lợi nhuận giữ lại cũng như cổ phiếu thường mới.

### **1.2.3.3 Các nguyên tắc để hoạch định cơ cấu vốn của CTCP.**

Dựa trên sự phân tích ảnh hưởng của rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, đánh giá các mặt lợi thế và bất lợi của từng hình thức tài trợ, để tạo một cơ cấu vốn hợp lý, giúp công ty có thể đạt các mục tiêu đặt ra, việc tài trợ và đầu tư phải tuân thủ năm nguyên tắc cơ bản về hoạch định cơ cấu vốn dưới đây:

**Nguyên tắc cân bằng tài chính:** nguyên tắc này đòi hỏi khi hoạch định cơ cấu vốn phải đảm bảo sự phù hợp giữa thời gian đáo hạn các nguồn tài trợ với chu kỳ sinh lời của tài sản được đầu tư bằng nguồn tài trợ đó. Nguyên tắc này

xuất phát từ thực tế là các nguồn vốn huy động dùng để tài trợ cho các nhu cầu vốn của công ty có thời gian đáo hạn khác nhau, trong khi thời gian tạo ra các dòng ngân lưu của các loại tài sản cũng không giống nhau. Vì vậy, để đảm bảo công ty có khả năng thanh toán ở bất kỳ thời điểm nào, giảm thiểu rủi ro về mất khả năng thanh toán thì việc tài trợ và cơ cấu vốn cần có sự tương thích giữa thời gian được quyền sử dụng vốn với chu kỳ sinh lời của tài sản đầu tư. Nguyên tắc này yêu cầu các nguồn vốn tài trợ cho DN phải có thời gian hoàn trả vốn gốc và lãi phù hợp với chu kỳ sinh lời của những tài sản đầu tư vào công ty. Vì vậy, theo nguyên tắc cân bằng tài chính, đòi hỏi tài sản dài hạn chỉ được tài trợ bởi vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn.

Căn cứ vào số liệu trên bảng cân đối kế toán ta thấy vốn luân chuyển của công ty sẽ bằng tài sản lưu động trừ đi nợ ngắn hạn hay nói cách khác ta có công thức để xác định vốn luân chuyển đó là:

$$\text{Vốn luân chuyển} = (\text{vốn chủ sở hữu} + \text{Nợ dài hạn}) - \text{Tài sản dài hạn}$$

Căn cứ vào công thức trên ta thấy nếu nguồn vốn dài hạn lớn hơn tài sản dài hạn thì công ty có vốn luân chuyển, điều này chứng tỏ công ty có đủ nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho các tài sản dài hạn của mình. Đây là biểu hiện an toàn về mặt tài chính đối với công ty vì nó đã đảm bảo được nguyên tắc cân bằng tài chính trong hoạch định cơ cấu vốn từ đó giúp công ty có khả năng đương đầu với những rủi ro có thể xảy ra như thua lỗ nhất thời hay việc tạm ngưng cấp tín dụng của các nhà cung cấp...

Ngược lại, nếu nguồn vốn dài hạn nhỏ hơn tài sản dài hạn nghĩa là công ty không có vốn luân chuyển đồng nghĩa với việc công ty đã dùng một phần vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn. Nếu việc này diễn ra trong thời gian dài sẽ làm cho công ty mất ổn định và không an toàn về mặt tài chính.

**Nguyên tắc cân đối giữa lợi nhuận và rủi ro:** nguyên tắc này đòi hỏi hoạch định cơ cấu vốn phải tính đến ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và đòn bẩy kinh doanh. Nguyên tắc này được xây dựng dựa trên sự phân tích tác động có tính chất đòn bẩy của chi phí cố định và nợ vay. Ta thấy hệ số về đòn bẩy tài chính và đòn bẩy kinh doanh cho thấy độ lớn của rủi ro mà công ty có thể gặp phải. Tác động đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính tạo nên hiệu ứng đòn bẩy tổng hợp, đó là sự ảnh hưởng theo cấp số nhân. Tác động này sẽ ảnh hưởng rất lớn đến lợi ích của chủ sở hữu, nếu DN đi vay nhiều, đồng thời lại sử dụng tiền vay để đầu tư tài sản cố định. Tác động này có tính hai mặt. Nó có thể tạo ra những bước phát triển nhảy vọt nhưng cũng có thể đưa công ty mau chóng đến bờ vực phá sản. Nguyên tắc này yêu cầu phải có sự suy xét thận trọng giữa lợi

nhuận và rủi ro trước khi quyết định cơ cấu vốn theo hướng tăng tỷ trọng vốn vay và sử dụng tiền vay để mua sắm tài sản cố định cho dự án của công ty. Việc cơ cấu lại vốn, gia tăng các khoản nợ nhằm phát huy ảnh hưởng của hiệu ứng đòn bẩy chỉ nên sử dụng khi sản lượng được đánh giá là có thể vượt xa điểm hoà vốn với độ tin cậy cao.

**Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát:** nguyên tắc này đòi hỏi hoạch định cơ cấu vốn phải đảm bảo duy trì quyền kiểm soát công ty. Cơ sở của nguyên tắc này là ở chỗ, các chủ sở hữu không muốn chia sẻ quyền kiểm soát công ty bởi điều đó có thể làm cản trở khả năng huy động vốn. Trong CTCP, mỗi cổ đông nắm giữ cổ phần thường được quyền bỏ phiếu tương ứng với tỷ lệ số cổ phần của mình, như vậy trong CTCP quyền kiểm soát tỷ lệ thuận với số vốn góp. Nguyên tắc này yêu cầu, để duy trì quyền kiểm soát, công ty nên huy động vốn bằng cách vay, thuê, phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi nếu các nguồn vốn chủ sở hữu hiện hành không đủ tài trợ cho dự án mới. Tuy nhiên, điều này không phải lúc nào cũng đúng vì nếu công ty huy động vốn thông qua nợ vay nhiều đến mức vượt qua khả năng có thể trả thì các chủ nợ có thể tịch biên tài sản của công ty để thỏa mãn trái quyền của họ khi đó công ty sẽ bị mất quyền kiểm soát. Do vậy, hy sinh một phần kiểm soát để đổi lấy một sự an toàn về mặt tài chính cũng là một yêu cầu cần được xem xét khi tăng tỷ trọng nợ vay trong cơ cấu vốn.

**Nguyên tắc tài trợ linh hoạt:** nguyên tắc này đòi hỏi hoạch định cơ cấu vốn phải đảm bảo tính linh hoạt trong tài trợ vốn. Nguyên tắc tài trợ linh hoạt được xem là khả năng điều chỉnh nguồn vốn đáp ứng các thay đổi quan trọng trong nhu cầu về vốn ở những thời điểm khác nhau. Vấn đề đặt ra đối với các CTCP là có phương án linh hoạt, phương án mở khi nhu cầu vốn thay đổi do nhu cầu đầu tư hay do tính thời vụ của hoạt động SXKD. Điều đó không chỉ cho phép sử dụng vốn sẵn có vào bất kỳ thời điểm nào cần thiết mà còn làm tăng khả năng mặc cả với các nhà cung cấp vốn trên thị trường.

**Nguyên tắc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn:** nguyên tắc này đòi hỏi hoạch định cơ cấu vốn phải tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn. Mỗi nguồn vốn tài trợ của CTCP đều có chi phí sử dụng vốn khác nhau, và chi phí sử dụng các nguồn vốn này cũng thay đổi qua các thời kỳ khác nhau của chu kỳ kinh tế. Vì vậy, xây dựng cơ cấu vốn phải đảm bảo tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, nhằm tối đa hoá lợi ích cho chủ sở hữu DN. Tuân thủ nguyên tắc này, đòi hỏi nhà quản trị công ty phải đánh giá được xu thế biến động về giá vốn trên thị trường để lựa chọn thời điểm huy động vốn thích hợp. Mặt khác, cơ cấu vốn phải nghiêng về các nguồn tài trợ có chi phí sử dụng vốn thấp nhằm giảm thiểu chi phí sử dụng

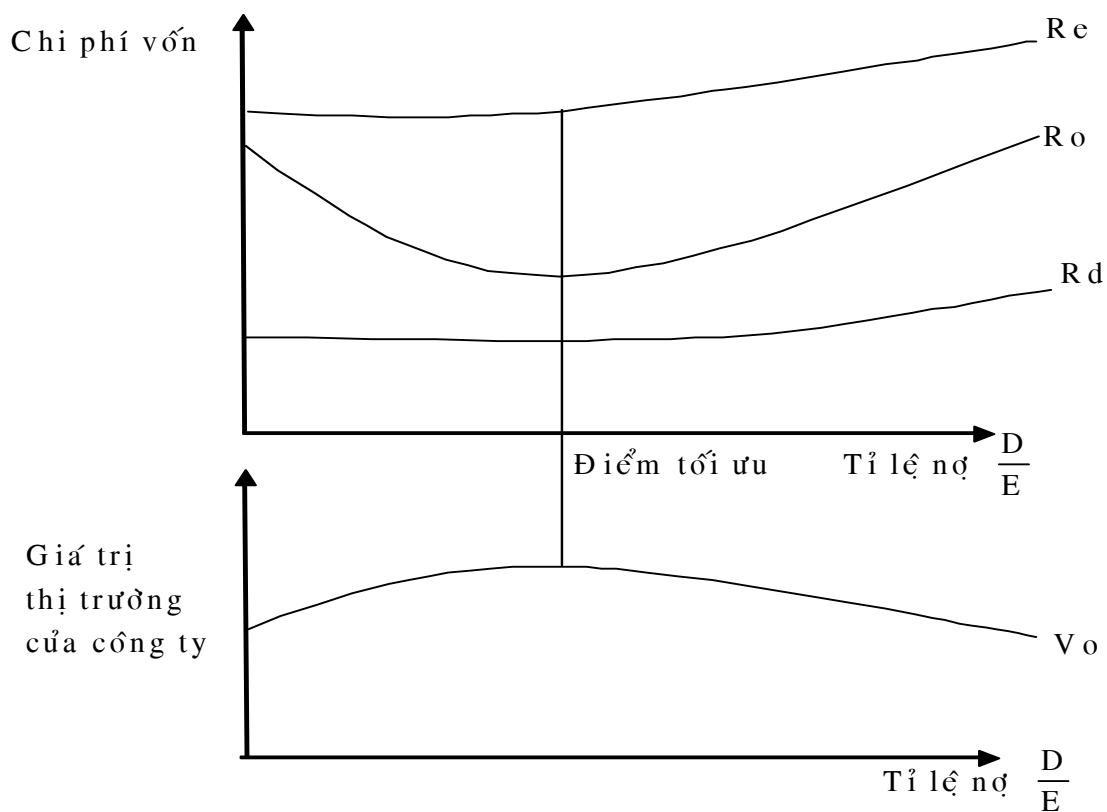
vốn bình quân của công ty, trong mối quan hệ hài hòa với các mục tiêu khác của công ty.

Trên đây là năm nguyên tắc cơ bản để hoạch định cơ cấu vốn đối với CTCP. Trong năm nguyên tắc đó, không có nguyên tắc nào quan trọng hơn nguyên tắc nào, thứ tự ưu tiên đối với các nguyên tắc là tùy thuộc vào quyền quyết định của ban lãnh đạo công ty. Việc vận dụng các nguyên tắc này trong việc hoạch định cơ cấu vốn đòi hỏi ban lãnh đạo công ty phải căn cứ vào đặc điểm nền kinh tế, đặc điểm ngành kinh doanh và đặc điểm cụ thể của công ty mình để có quyết định phù hợp.

#### **1.2.4 Các lý thuyết về cơ cấu vốn.**

##### **1.2.4.1 Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu.**

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

**Đồ thị 1.1**

Trong đó:

$R_e$ : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

$R_d$ : Chi phí sử dụng nợ vay

$R_o$ : Chi phí sử dụng vốn bình quân

$V_o$ : Giá trị công ty

$D$ : Giá trị của nợ

$E$ : Giá trị VCP

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

#### **1.2.4.2 Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn công ty.**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Thật ra ở đây M&M đã chưa xem xét tác động của một số chi phí khác khiến cho lợi ích của lá chắn thuế bị giảm dần và đi đến triệt tiêu khi công ty gia

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

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

### **1.2.5 Xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT-EPS.**

Phân tích EBIT-EPS và lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu có thể giúp cho công ty quyết định một cơ cấu vốn thích hợp. Sau đây luận văn xin trình bày quy trình năm bước nhằm xác định cơ cấu vốn tối ưu cho công ty thông qua phân tích EBIT-EPS.

Bước 1: Tính toán mức EBIT dự kiến sau khi mở rộng hoạt động. Việc tính toán mức EBIT dự kiến này được thực hiện căn cứ trên kinh nghiệm của giám đốc tài chính và tình hình hoạt động của công ty trong thời gian qua cũng như những dự kiến, những tín hiệu thị trường về tác động của việc mở rộng kinh doanh.

Bước 2: Ước lượng tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh trong kỳ. Việc ước lượng tính khả biến của lợi nhuận kinh doanh trong kỳ được dựa trên thành quả quá khứ của công ty qua nhiều chu kỳ kinh doanh (giả dụ lãi trước



thuế và lãi vay được phân phối chuẩn hay ít nhất vào khoảng đó). Tính khả biến của lợi nhuận kinh doanh trong kỳ được xác định dựa vào công thức sau:

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

$$\text{EBIT trung bình} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{EBIT}_i}{n}$$

Trong đó:

$\alpha$  : Tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh trong kỳ.

$n$  : Số năm quan sát.

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

$$\text{EPS} = \frac{\text{EBIT hòa vốn}(1 - T)}{N_e} = \frac{(\text{EBIT hòa vốn} - R)(1 - T)}{N_{dc}} \Rightarrow \text{EBIT}_{\text{hòa vốn}} = \frac{R N_e}{(N_e - N_{dc})}$$

Trong đó:

$R$  : Lãi vay

$N_e$  : Số lượng cổ phần chưa chi trả tương ứng của phương án tài trợ hoàn toàn bằng VCP.

$N_{dc}$ : Số lượng cổ phần chưa chi trả của phương án tài trợ có sử dụng nợ.

$T$  : Thuế suất thuế thu nhập DN.

Bước 4: Phân tích các ước lượng này trong bối cảnh rủi ro mà công ty sẵn sàng chấp nhận. Ở đây công ty cần phải xác định được xác suất rủi ro mà công ty có thể chấp nhận được, nghĩa là xác suất mà EBIT của phương án kinh doanh sẽ thấp hơn  $\text{EBIT}_{\text{hòa vốn}}$  và xác suất mà công ty chịu lỗ nghĩa là xác suất mà EBIT sẽ ít hơn chi trả lãi đòi hỏi.

Công thức xác định xác suất EBIT thấp hơn  $\text{EBIT}_{\text{hòa vốn}}$

$$Z_1 = \frac{\text{EBIT hòa vốn} - (\alpha + \text{EBIT trung bình})}{\alpha}$$

Từ giá trị Z1 tìm được, căn cứ vào bảng phân phối chuẩn của biến Z1 để tìm được xác suất mà EBIT thấp hơn EBIT hòa vốn. Từ đó có thể đánh giá được khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính của công ty.

Công thức xác định xác suất EBIT thấp hơn chi trả lãi đòi hỏi

$$Z2 = \frac{R - (\alpha + \text{EBIT trung bình})}{\alpha}$$

Từ giá trị Z2 tìm được, căn cứ vào bảng phân phối chuẩn của biến Z2 để tìm được xác suất mà EBIT thấp hơn chi trả lãi đòi hỏi. Từ đó có thể dùng để so sánh với khả năng chịu lỗ mà công ty có thể chấp nhận.

Nếu một trong hai hoặc cả hai thử nghiệm này cho thấy cơ cấu vốn đề xuất có mức độ rủi ro không thể chấp nhận, giám đốc tài chính sẽ phải lập lại phân tích này với mức độ nợ thấp hơn.

Bước 5: Xem xét các chứng cứ thị trường để xác định cơ cấu vốn đề xuất có quá rủi ro hay không. Việc làm này liên quan đến việc xem xét rủi ro kinh doanh của công ty, định mức ngành cho các tỷ số đòn bẩy và các chỉ số về khả năng thanh toán...

Bước này được thực hiện khi các thử nghiệm nội bộ về tính khả thi của cơ cấu vốn đã được đáp ứng. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính là con dao hai lưỡi, nó vừa có khả năng làm tăng thu nhập dự kiến nhưng cũng làm tăng rủi ro mà công ty phải đối mặt. Nếu sự gia tăng trong rủi ro có thể cảm nhận được sẽ lớn hơn gia tăng trong thu nhập dự kiến, chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty có thể tăng thay vì giảm, và giá trị của công ty sẽ sụt giảm.

### **1.2.6 Kinh nghiệm về xây dựng cơ cấu vốn của các CTCP của một số nước trên thế giới.**

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

Thứ nhất, hoạch định cơ cấu vốn phải đặt trong điều kiện cụ thể của từng nền kinh tế, của từng quốc gia và phải gắn kết với các dự báo về triển vọng phát triển của nền kinh tế. Nghĩa là, trong những điều kiện kinh tế khác nhau, những triển vọng kinh tế khác nhau của các quốc gia sẽ dẫn đến một sự khác biệt trong cơ cấu vốn của các công ty. Thực tế cho thấy đối với các nước mà có nền kinh tế

phát triển, triển vọng kinh tế được dự báo khả quan như : Anh, Pháp, Mỹ, Đức, Ý, Nhật, Canada... các CTCP có khuynh hướng sử dụng nhiều nợ vay từ các tổ chức tài chính trung gian trong cơ cấu vốn mặc dù TTCK ở các nước này phát triển rất mạnh.. Ở Mỹ, vốn mà các công ty vay từ các tổ chức tài chính trung gian gấp gần hai lần vốn nhận được từ TTCK. Riêng ở Nhật và Đức thì vốn vay từ các tổ chức tài chính trung gian của các công ty gấp gần mười lần so với vốn nhận được từ TTCK. Còn ở các nước đang phát triển như Ấn Độ, Thái Lan, Malaysia, Philipine, Indonesia, nơi nền kinh tế còn chứa đựng nhiều bất ổn, các công ty lại có khuynh hướng sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn hơn là sử dụng nợ vay. Như vậy, các công sấn sàng chấp nhận một mức rủi ro cao thông qua việc gia tăng sử dụng nợ vay trong cơ cấu vốn, miễn là nền kinh tế phát triển ổn định và có triển vọng tốt.

Thứ hai, các đặc điểm của ngành kinh doanh cũng ảnh hưởng và tác động đến việc xây dựng và hoạch định cơ cấu vốn của các công ty. Một số nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn giữa các ngành công nghiệp khác nhau rất khác nhau, điển hình ở Mỹ được minh họa qua bảng sau:

**Bảng 1.2: Cơ cấu vốn một số ngành công nghiệp lớn của Mỹ.**

Ngành	Tỷ lệ phần trăm của tổng nợ và VCP thường			
	Nợ ngắn hạn (%)	Nợ dài hạn (%)	Nợ khác (%)	VCP (%)
Nông, lâm, ngư nghiệp	29,4	35,1	3,1	32,4
Khoáng sản	26,6	16,5	6,1	50,8
Xây dựng	45,9	19,7	9,6	24,8
Sản xuất	28,0	19,7	5,5	46,8
Điện, gas và dịch vụ vệ sinh	12,3	42,8	5,6	39,3
Bán sỉ	46,9	12,1	2,4	38,6
Bán lẻ	39,5	19,1	4,0	37,4
Dịch vụ	30,9	34,0	5,4	29,7
Tất cả các ngành	49,3	14,6	10,5	25,6

Thứ ba, quy mô cũng ảnh hưởng đáng kể đến cơ cấu vốn của công ty. Đối với các công ty có quy mô lớn, việc tiếp cận các nguồn vốn sẽ trở nên dễ dàng, từ đó tạo điều kiện cho công ty hoạch định được cơ cấu vốn phù hợp với cơ cấu

vốn mục tiêu mà công ty đã đặt ra. Ngược lại, các công ty có quy mô nhỏ, việc tiếp cận với các nguồn vốn khác nhau sẽ gặp rất nhiều khó khăn, đặc biệt là đối với các khoản vay dài hạn. Vì không thể tiếp cận với nhiều loại vốn khác nhau từ nhiều nguồn khác nhau, các công ty nhỏ thường có một vị thế mặc cả tương đối kém khi tìm kiếm nguồn vốn. Và chính điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến cơ cấu vốn của công ty.

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

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

Toàn bộ chương 1 đã khái quát được cơ sở lý luận chung về CTCP như khái niệm CTCP, các nguồn tài chính và chi phí sử dụng các nguồn tài chính của CTCP. Khái niệm cơ cấu vốn, các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn cũng như các nguyên tắc trong việc hoạch định cơ cấu vốn của CTCP. Ngoài ra, chương 1 cũng đã trình bày sơ lược các lý thuyết về cơ cấu vốn như lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu, lý thuyết M&M, cũng như quy trình năm bước nhằm xác định cơ cấu vốn tối ưu cho CTCP thông qua phân tích EBIT-EPS. Sau cùng là kinh nghiệm xây dựng cơ cấu vốn cho CTCP của một số nước trên thế giới.

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

Tóm lại, toàn bộ chương 1 sẽ cung cấp những kiến thức không thể thiếu trước khi chuyển sang nghiên cứu chương 2 và chương 3 tiếp theo của luận văn.

## **Chương 2**

# **THỰC TRẠNG VỀ CƠ CẤU VỐN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRONG THỜI GIAN QUA**

### **2.1 Sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam và tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY trong thời gian qua.**

#### **2.1.1 Sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam.**

Năm 2006 là năm TTCK Việt Nam được đánh giá là phát triển nhất kể từ khi bắt đầu hoạt động vào tháng 7 năm 2000. Khi mới được thành lập TTCK Việt Nam với duy nhất một trung tâm giao dịch là Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh được vận hành theo quy luật cung cầu thông qua hệ thống giao dịch tập trung. Đến tháng 3 năm 2005 TTCK có thêm Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, được hoạt động theo cơ chế thỏa thuận. Chỉ số giá chứng khoán VN-Index của phiên giao dịch cuối cùng năm 2006 tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh ở mức 751,77 điểm, tăng hơn gấp đôi so với mức 307,5 điểm của phiên giao dịch cuối cùng năm 2005. Về số lượng các CtyNY cũng tăng dần qua các năm. Ngày đầu, có hai đơn vị được niêm yết: CTCP Cơ điện lạnh (REE) và CTCP Cáp và Vật liệu viễn thông (Sacom). Sau đó, số lượng các CtyNY đã tăng lên 21 công ty vào cuối năm 2003, tuy nhiên, tổng giá trị niêm yết chỉ đạt gần 6,6 nghìn tỷ đồng. Trong ba năm trở lại đây quy mô niêm yết tăng lên đáng kể: năm 2004, khối lượng niêm yết tăng 79,3%, năm 2005 tăng gần 170% và tính đến cuối năm 2006, đã có 106 CtyNY và 2 chứng chỉ quỹ tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, tăng 74 công ty và 1 chứng chỉ quỹ so với cuối năm 2005. Còn tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, số lượng CTCP đăng ký giao dịch cũng tăng nhanh, nếu tính đến 30/6/2006, chỉ có 12 công ty đăng ký giao dịch thì đến 31/12/2006 đã có 87 công ty đăng ký giao dịch. Tổng giá trị cổ phiếu niêm yết tính theo giá thị trường đạt 221.156 tỷ đồng (tương đương 14 tỷ USD), chiếm 22,7% GDP của năm 2006, tăng 20 lần so với cuối năm 2005. Ngoài ra, việc niêm yết trái phiếu cũng tăng đáng kể, đến 31/12/2006 có gần 400 loại trái phiếu Chính phủ, trái phiếu đô thị và trái phiếu ngân hàng niêm yết với tổng giá trị trên 70.000 tỷ đồng, bằng 7,7% GDP của năm 2006.

Về số lượng các nhà đầu tư tham gia đầu tư trên thị TTCK cũng tăng mạnh qua các năm. Năm 2006, số lượng nhà đầu tư tham gia thị trường tăng hơn

3 lần so với cuối năm 2005, đến hết năm 2006 có khoảng 100.000 tài khoản giao dịch tại các công ty chứng khoán, tăng mạnh so với 31.300 tài khoản của năm 2005. Trong đó 1.700 tài khoản (chiếm 1,7%) của nhà đầu tư nước ngoài.

Tuy qui mô thị trường đã tăng cao, song quan hệ cung và cầu chứng khoán nhiều lúc mất cân đối gây nên những biến động cho thị trường mà hiện tượng sốt tăng giá cổ phiếu diễn ra liên tục, do vậy TTCK hoạt động chưa thực sự ổn định vững chắc, vẫn thể hiện một sự không ổn định trong hoạt động giao dịch của thị trường mà nguyên nhân chính vẫn phụ thuộc vào tâm lý đầu tư ngắn hạn.

Mặt khác, hiểu biết về TTCK của nhà đầu tư còn hạn chế. Chủ yếu vẫn là các nhà đầu tư nhỏ lẻ, thiếu vắng các nhà đầu tư chuyên nghiệp với những kiến thức chuyên sâu, có kinh nghiệm và am hiểu về luật pháp trong lĩnh vực chứng khoán. Vì vậy, hoạt động đầu tư mang tính đầu cơ ngắn hạn và ít có các chiến lược đầu tư dài hạn, chịu sự chi phối của tâm lý đầu tư theo kiểu "đám đông" gây nên những bất ổn về giá trên thị trường. Mặc dù mức vốn hoá thị trường tăng nhanh trong thời gian gần đây, nhưng nhìn chung quy mô thị trường của Việt Nam vẫn còn nhỏ so với các nước. Mức tăng vốn hoá thị trường trong thời gian qua ngoài yếu tố do đưa thêm một lượng cổ phiếu niêm yết mới còn có yếu tố tăng giá. Chỉ số VN-Index chưa thực sự trở thành tiêu chí để đánh giá sức mạnh của nền kinh tế Việt Nam. Hệ thống cơ sở hạ tầng, đặc biệt về hệ thống công nghệ thông tin của các Trung tâm giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán còn nhiều bất cập trước sự phát triển quá nhanh của thị trường đòi hỏi cần phải có sự đầu tư, nâng cấp hệ thống theo hướng trước mắt và lâu dài. Hệ thống pháp lý chưa thực sự hoàn thiện và đồng bộ, giữa các quy định pháp luật về TTCK và với các văn bản liên quan, các chính sách khuyến khích về thuế, phí và lệ phí cũng như quản lý ngoại hối chưa thực sự khuyến khích các đối tượng tham gia thị trường. Công tác quản lý, giám sát về chứng khoán và TTCK chưa đáp ứng đòi hỏi và tiến kịp với những sự thay đổi nhanh chóng của thị trường.

### **2.1.2 Tình hình chung về kết quả hoạt động của các CtyNY trong thời gian qua.**

Cùng với sự phát triển của TTCK tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY được khảo sát cũng đạt được những kết quả tương đối khả quan. Tham gia niêm yết đã giúp các CTCP từng bước trưởng thành hơn trong hoạt động và được đánh giá là bộ phận công ty tiêu biểu cho nền kinh tế hội nhập. Theo đánh giá chung từ các báo cáo tài chính thì hiệu quả hoạt động chung của các CtyNY được khảo sát là tương đối khả quan. Tình hình chung về kết quả hoạt động của các công ty được khảo sát giai đoạn từ năm 2002 đến năm 2005 được thể hiện qua bảng sau:

**Bảng 2.1 Tình hình chung về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2002-2005**

Dvt: triệu đồng

Chỉ tiêu	2005	2004	2003	2002	Trung bình (2002-2005)
Doanh thu	5.764.712	5.035.365	3.746.985	3.291.979	
Lãi trước thuế	525.258	464.402	371.295	348.638	
% tăng doanh thu	114%	134%	114%	100%	120.5%
% tăng lãi trước thuế	113%	125%	106%	100%	114.6%

(Nguồn: số liệu được tính toán từ các báo cáo tài chính của các CtyNY)

Qua bảng trên ta thấy tổng doanh thu của các công ty được khảo sát đã tăng đều qua các năm từ 3.291.979 triệu đồng năm 2002 đến năm 2005 đạt 5.764.712 triệu đồng, đạt tốc độ tăng trưởng trung bình hằng năm là 20,5%. Bên cạnh sự tăng lên của doanh thu là sự tăng lên không ngừng của lãi trước thuế. Lãi trước thuế đã tăng từ 348.638 triệu đồng năm 2002 đến 525.258 triệu đồng năm 2005, đạt tốc độ tăng trưởng trung bình hằng năm là 14,6%. Như vậy nhìn chung các CtyNY đã hoạt động kinh doanh có hiệu quả trong giai đoạn 2002-2005. Mặc dù vậy, tốc độ tăng trưởng của lãi trước thuế thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng của doanh thu ( 14,6% so với 20,5%) cho thấy các công ty vẫn chưa kiểm soát tốt được các khoản chi phí trong quá trình hoạt động kinh doanh của mình.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế rất khác nhau đối với các công ty khác nhau, và cũng rất khác nhau qua các năm với từng công ty cụ thể (phụ lục 2). Các công ty như GMD, HAS, SAM, TMS, GIL, KHA có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế bình quân hằng năm trong giai đoạn 2002-2005 tương đối cao, cụ thể: GMD có tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân hằng năm là 20,3% và tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế bình quân hằng năm là 10,2%. HAS là 21,2% và 26,6%; SAM là 47,9% và 24,4%; TMS là 18,2% và 21,5%; GIL là 18,7% và 16,3%; KHA là 14,1% và 37,4%. Các công ty như AGF, CAN, SAV có mức tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế ở mức trung bình, cụ thể AGF là 13,9% và 1,4%, CAN là 19,8% và 5,0%, SAV là 20,0% và 8,0%. Các công ty khác như BPC, LAF, TRI có tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân hằng năm trên 20% nhưng tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế

lại có xu hướng giảm. Bên cạnh đó, các công ty như DPC, REE mặc dù có tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm nhưng tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế lại tăng cao như REE có tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm bình quân hằng năm là 1,9% nhưng tốc độ tăng trưởng lại trước thuế lại tăng bình quân 30,8% mỗi năm.

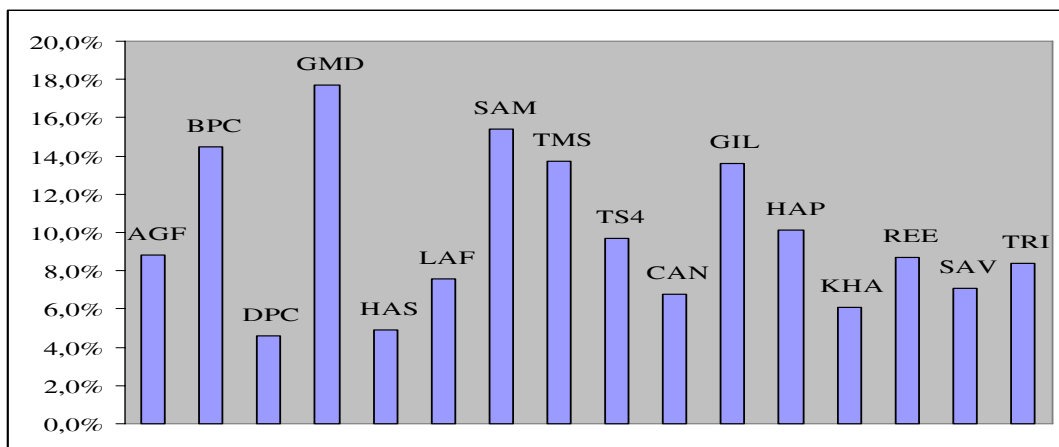
Tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế chỉ cho thấy được bề ngoài tình hình hoạt động SXKD, chưa thấy được hiệu quả thật sự trong việc sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận của công ty. Để thấy rõ hơn hiệu quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY trong thời gian qua, hãy xem xét chỉ tiêu tỷ suất sinh lợi trên TTS (ROA). Chỉ tiêu này đo lường khả năng sinh lời trên một đồng vốn đầu tư vào công ty. ROA của các CtyNY giai đoạn 2002-2005 được thể hiện ở bảng sau:

**Bảng 2.2 ROA của các công ty giai đoạn 2002-2005**

Công ty	Năm				Trung bình giai đoạn 2002-2005
	2005	2004	2003	2002	
AGF	7,6%	5,6%	10,6%	14,6%	8,8%
BPC	12,2%	11,0%	17,5%	18,2%	14,5%
DPC	6,7%	0,9%	2,3%	8,7%	4,6%
GMD	15,4%	16,2%	19,7%	21,6%	17,7%
HAS	4,6%	4,9%	5,4%	4,9%	4,9%
LAF	2,6%	16,4%	4,7%	10,1%	7,6%
SAM	10,6%	17,3%	21,4%	25,0%	15,4%
TMS	15,2%	16,4%	12,2%	11,1%	13,7%
TS4	6,9%	9,9%	9,4%	13,0%	9,7%
CAN	9,0%	3,2%	4,5%	10,5%	6,8%
GIL	9,0%	3,2%	4,5%	10,5%	13,6%
HAP	8,6%	8,7%	14,3%	12,5%	10,1%
KHA	8,3%	3,5%	6,5%	7,8%	6,1%
REE	8,1%	10,8%	8,4%	7,4%	8,7%
SAV	6,1%	7,2%	6,9%	8,4%	7,1%
TRI	3,8%	6,8%	15,0%	9,3%	8,4%

(Nguồn: số liệu được tính toán từ các báo cáo tài chính của các CtyNY)



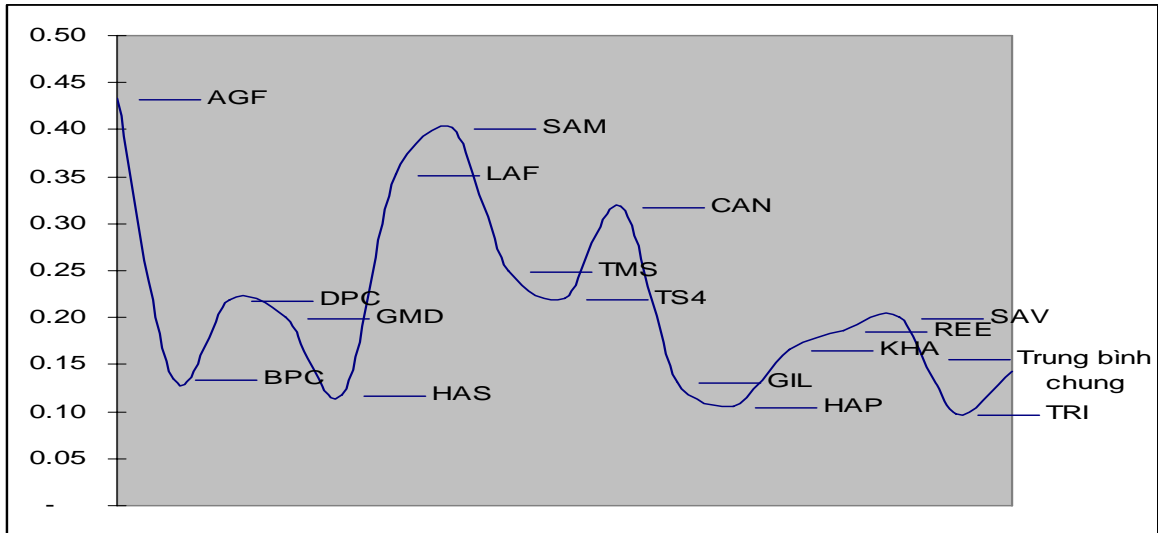
**Đồ thị 2.1 ROA trung bình của các CtyNY giai đoạn 2002-2005**

Căn cứ vào chỉ tiêu tỷ suất sinh lợi trên TTS, các CtyNY đều hoạt động kinh doanh có hiệu quả thể hiện qua chỉ tiêu ROA của tất cả các công ty đều lớn hơn 4%. Tuy nhiên, mức độ hiệu quả trong hoạt động kinh doanh là rất khác nhau giữa các công ty. Có thể chia các công ty thành các nhóm khác nhau dựa vào hiệu quả hoạt động kinh doanh thông qua chỉ tiêu ROA. Nhóm có ROA < 5% được xem là có hiệu quả hoạt động kinh doanh rất thấp gồm các công ty DPC, HAS. Nhóm có ROA trong khoảng từ 5% đến dưới 11% được xem là nhóm có hiệu quả hoạt động kinh doanh trung bình thấp gồm các công ty LAF, CAN, KHA, SAV, AGF, TS4, HAP, REE, TRI. Nhóm có ROA từ 11% đến dưới 14% được xem là nhóm có hiệu quả hoạt động kinh doanh trên mức trung bình gồm các công ty TMS, GIL. Nhóm có ROA > 14% là nhóm có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao gồm các công ty BPC, GMD, SAM.

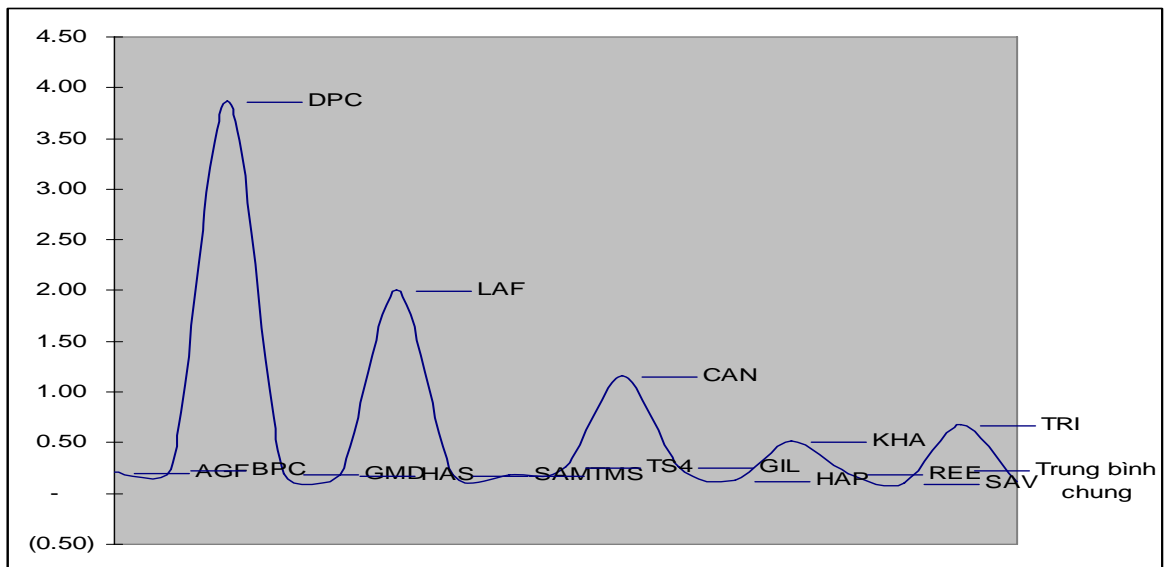
Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế của các CtyNY cũng biến động rất lớn qua từng năm trong giai đoạn 2002-2005 (phụ lục 4)

Qua đó cho thấy phần lớn các CtyNY được khảo sát có mức độ biến thiên của doanh thu và lãi trước thuế qua các năm là rất lớn, điều đó cho thấy các công ty đang phải đối mặt với một mức độ rủi ro kinh doanh tương đối cao do những thay đổi thường xuyên của thị trường. Để thấy rõ hơn nữa mức độ rủi ro kinh doanh của các CtyNY, luận văn xin xem xét đến hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế (phụ lục 5)

**Đồ thị 2.2 Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu của các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2002-2005**



**Đồ thị 2.3 Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế của các CtyNY được khảo sát giai đoạn 2002-2005.**



Đồ thị 2.2 cho thấy các công ty AGF, SAM, LAF, CAN có hệ số phương sai về tốc độ tăng trưởng doanh thu rất cao so với mức trung bình chung. Đồ thị 2.3 cho thấy các công ty DPC, LAF, CAN có hệ số phương sai về tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế cũng rất cao so với mức trung bình chung. Điều đó một lần nữa khẳng định các công ty này đang đối mặt với mức rủi ro kinh doanh tương đối cao trong hoạt động kinh doanh của mình.

Tóm lại, tình hình hoạt động SXKD của các CtyNY được khảo sát tương đối khả quan, hoạt động SXKD đều có lãi qua các năm. Tuy nhiên, mức độ biến động của doanh thu và lãi trước thuế là tương đối lớn, điều đó cho thấy môi trường hoạt động kinh doanh của các công ty đang chứa đựng nhiều yếu tố bất ổn định, đồng nghĩa với việc các công ty đang phải đối mặt với rủi ro kinh doanh tương đối cao trong hoạt động SXKD của mình.

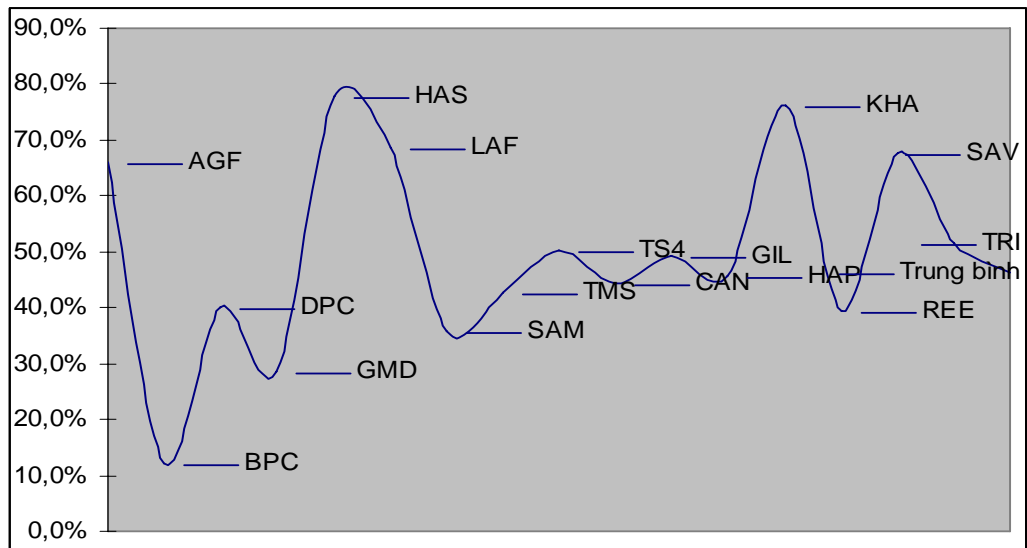
## **2.2 Thực trạng về cơ cấu vốn của các CtyNY trong thời gian qua.**

### **2.2.1 Phân tích hệ số nợ của các CtyNY trong thời gian qua.**

Việc xác định một cơ cấu vốn hợp lý nhất trong từng giai đoạn phát triển cũng như trong từng mục tiêu hoạt động có thể giúp công ty tối đa hóa lợi nhuận. Xây dựng một cơ cấu vốn hợp lý được xem như là một mục tiêu chiến lược tài chính quan trọng của công ty góp phần đưa công ty đạt được những kết quả khả quan hơn trong hoạt động SXKD của mình. Đối với các CtyNY của Việt Nam trong thời gian qua đã quan tâm đến vấn đề xây dựng cơ cấu vốn hợp lý như thế nào, luận văn xin đi vào phân tích thực trạng cơ cấu vốn của các CtyNY để thấy rõ hơn về vấn đề này.

Chỉ tiêu cơ bản nhất phản ánh cơ cấu vốn của công ty là tỷ lệ nợ. Tỷ lệ nợ của các CtyNY trong thời gian qua được thể hiện ở (phụ lục 6)

**Đồ thị 2.4: Hệ số nợ/TTS của các CtyNY bình quân giai đoạn 2002-2005**

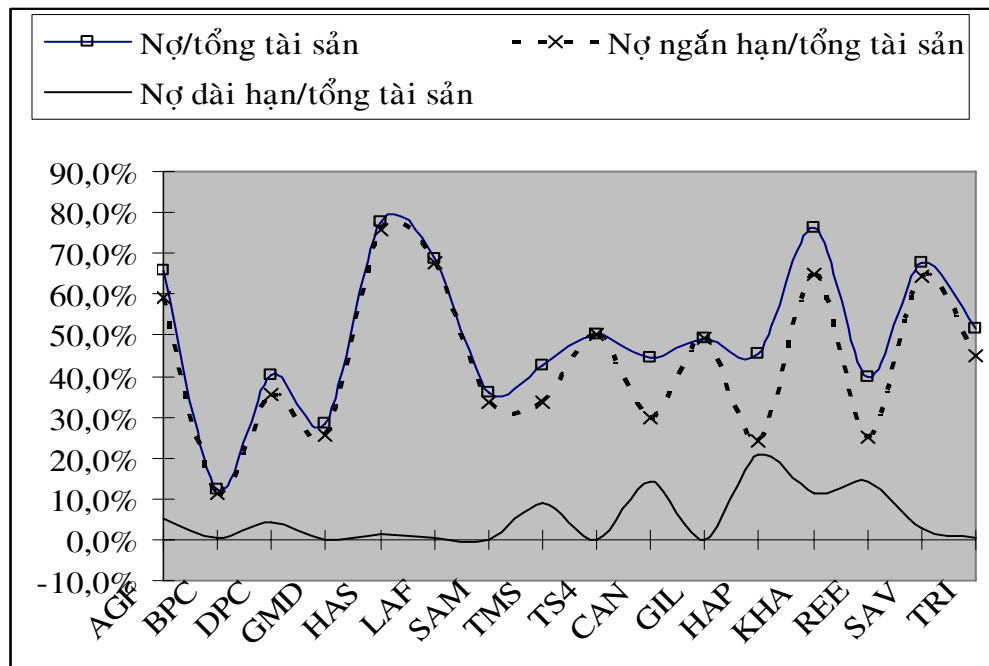


Xem xét tỷ lệ nợ/TTS của các CtyNY ta thấy tỷ lệ nợ/TTS bình quân khoảng 46,3% cho thấy các công ty rất cần trọng trong việc sử dụng nợ, thể hiện một cơ cấu vốn có tính tự chủ cao. Tuy nhiên, mức độ sử dụng nợ đối với từng công ty là rất khác nhau, phụ thuộc vào chính sách tài chính cũng như môi

trường và tình hình kinh doanh của từng công ty cụ thể. Các công ty như AGF, HAS, LAF, KHA, SAV có tỷ lệ nợ/TTS tương đối cao (trên 60%). Các công ty BPC, GMD khoảng dưới 30%. Các công ty còn lại giao động trong khoảng 40% đến 50%.

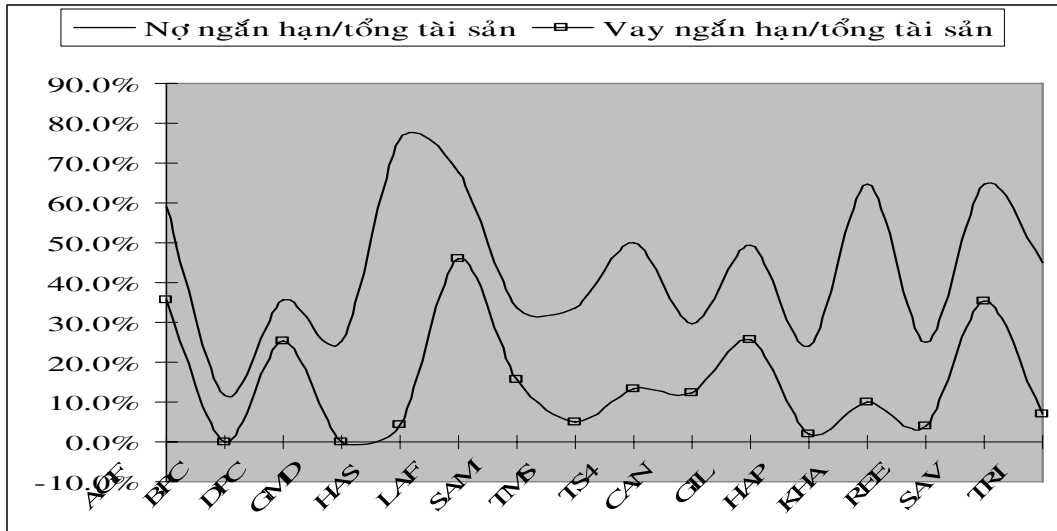
Trong tỷ lệ nợ/TTS thì chủ yếu là nợ ngắn hạn còn nợ dài hạn chỉ chiếm một tỷ lệ rất nhỏ, điều này thể hiện rõ qua đồ thị 2.5

**Đồ thị 2.5**



Tỷ lệ nợ dài hạn/TTS rất thấp, phổ biến ở mức dưới 5% như BPC, DPC, GMD, HAS, LAF, SAM, TS4, GIL, SAV, TRI. Cao nhất cũng chỉ đạt 21% như công ty HAP, còn lại giao động trong khoảng trên dưới 10%. Với tỷ lệ nợ/TTS trên 50%, trong đó phần lớn là nợ ngắn hạn, nợ dài hạn chỉ chiếm một tỷ lệ rất nhỏ, sẽ tạo ra những khó khăn nhất định cho các công ty trong việc hoạch định các sách lược dài hạn.

Trong nợ ngắn hạn chủ yếu là các khoản phải trả người bán, phải trả công nhân viên, các khoản phải nộp ngân sách nhà nước...với thời gian trả nợ thay đổi thường xuyên và không ổn định. Còn các khoản vay ngân hàng với thời gian trả nợ ổn định chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ (đồ thị 2.6)

**Đồ thị 2.6: Tỷ lệ vay ngắn hạn/TTS so với tỷ lệ nợ ngắn hạn/TTS**

Các khoản phải trả người bán, phải trả công nhân viên, thuế và các khoản phải nộp vào ngân sách Nhà nước, mặc dù về cơ bản là miễn phí, nhưng do tính chất thường xuyên thay đổi nên nếu quản lý không tốt sẽ đưa công ty đối mặt với những khó khăn rất lớn về khả năng thanh toán nếu thị trường có những biến động bất thường. Mặt khác, nếu các công ty trong hoạt động kinh doanh của mình muốn duy trì một tỷ lệ nợ mục tiêu nhất định, thì việc sử dụng quá nhiều các khoản nợ ngắn hạn ngoài nợ vay sẽ làm cho công ty gặp khó khăn trong việc tăng tỷ lệ nợ vay có phát sinh lãi nhằm tận dụng lợi ích “tám chắn thuế” do lãi vay mang lại.

Phần lớn các CtyNY được khảo sát trong cơ cấu vốn của mình đều không sử dụng hoặc sử dụng rất ít nợ dài hạn dưới hình thức thuê tài chính. Mặc dù đây là nguồn tài trợ vốn dài hạn quan trọng đối với các công ty trong việc đầu tư mới tài sản cố định. Các công ty cũng rất ít sử dụng hình thức phát hành trái phiếu công ty để huy động vốn dài hạn trên TTCK, mà chủ yếu là sử dụng hình thức vay tại các ngân hàng thông qua các hợp đồng tín dụng vay dài hạn. Trong khi các thủ tục cũng như việc xét duyệt cho vay dài hạn đối với các công ty của các ngân hàng là hết sức khó khăn, điều này lý giải vì sao tỷ lệ nợ dài hạn trong cơ cấu vốn của các công ty được khảo sát là rất thấp. Các công ty cũng không sử dụng hình thức phát hành tín phiếu để huy động vốn ngắn hạn, mà chủ yếu vẫn vay ngân hàng khi cần thêm vốn ngắn hạn. Mặc dù phát hành tín phiếu cũng là một kênh huy động vốn ngắn hạn quan trọng đối với các công ty trong việc đáp ứng nhu cầu bổ sung vốn ngắn hạn cho hoạt động SXKD.

### **2.2.2 Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các CtyNY.**

Để thấy rõ các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các CtyNY, luận văn xin đi vào phân tích tương quan và hồi quy nhằm xác định tác động của các nhân tố như quy mô công ty, hiệu quả kinh doanh, cơ cấu tài sản và rủi ro kinh doanh đến cơ cấu vốn của các CTCP niêm yết. Vốn điều lệ thể hiện cho quy mô công ty; tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) thể hiện cho hiệu quả kinh doanh; tỷ lệ tài sản cố định/TTS thể hiện cho cơ cấu tài sản; hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu thể hiện cho rủi ro kinh doanh của công ty. Từ các báo cáo tài chính của các CtyNY giai đoạn 2002-2005, qua quá trình xử lý số liệu, được kết quả như sau (phụ lục 7)

Từ số liệu ở phụ lục 7, sử dụng phần mềm Eviews 3.0 phân tích hồi quy bội để đánh giá tác động của bốn nhân tố là cơ cấu tài sản, hiệu quả hoạt động kinh doanh, rủi ro kinh doanh, và quy mô công ty đến hệ số nợ, kết quả thể hiện rõ qua bảng 2.3

**Bảng 2.3 Sự tác động của các nhân tố cơ cấu tài sản, hiệu quả hoạt động kinh doanh, rủi ro kinh doanh, và quy mô lên hệ số nợ của công ty.**

Biến phụ thuộc: HSN		
Phương pháp: Bình phương bé nhất		
	Biến	Hệ số
	CCTS	-0,296547
	ROA	-2,563481
	HSPS	0,293124
	QM	0,000000
	C	0,772698
Mức ý nghĩa (R): 0,526		

Với mức ý nghĩa  $R=52,6\%$  và cố định các nhân tố khác, bảng 2.2 cho thấy khi cơ cấu tài sản tăng 1% thì hệ số nợ giảm 0,29%. Khi ROA tăng 1% thì hệ số nợ giảm 2,56%. Ngược lại, khi hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu tăng 1% thì hệ số nợ của công ty tăng 0,29%. Quy mô công ty tăng 1% thì hệ số nợ vẫn không thay đổi, như vậy quy mô không ảnh hưởng đến hệ số nợ của các công ty.

Hiệu quả hoạt động kinh doanh tăng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty gia tăng sử dụng nợ vay nhằm phát huy lợi ích “lá chắn thuế” đem lại lợi

ích cao hơn cho cổ đông. Cơ cấu tài sản tăng làm gia tăng khả năng thế chấp để vay nợ. Quy mô công ty lớn thì khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ càng dễ dàng bởi vì dễ tạo được niềm tin đối với các nhà tài trợ. Đó là những lợi thế mà các công ty cần phải tận dụng để tăng việc sử dụng nợ trong cơ cấu vốn, đem lại lợi ích cao hơn cho cổ đông. Qua phân tích ở trên cho thấy các công ty được khảo sát vẫn chưa tận dụng được lợi thế này.

Biến động của doanh thu càng lớn nghĩa là công ty đang đối mặt với những rủi ro tiềm ẩn nhất định, nên việc sử dụng ít nợ vay để giảm thiểu rủi ro tài chính là vấn đề các công ty cần phải quan tâm nếu không muốn đối diện với những rủi ro lớn hơn. Tuy nhiên, các công ty được khảo sát lại có xu hướng ngược lại, thể hiện qua sự biến động cùng chiều giữa biến hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu và hệ số nợ.

### **2.2.3 Phân tích tính tối ưu của cơ cấu vốn của các CtyNY thông qua phân tích EBIT-EPS.**

Phân tích tính tối ưu của cơ cấu vốn của công ty thông qua phân tích EBIT-EPS chính là việc xác định xác suất  $EBIT < EBIT_{\text{hoà vốn}}$  và xác suất  $EBIT < \text{Chi trả lãi đòi hỏi}$ , và so sánh các xác suất đó với mức độ rủi ro mà công ty có thể chấp nhận, từ đó quyết định một cơ cấu vốn phù hợp.

Tính toán số liệu từ các báo cáo tài chính của các CtyNY được khảo sát, được kết quả như sau (phụ lục 8)

Qua bảng số liệu từ phụ lục 8 ta thấy xác suất để  $EBIT < EBIT_{\text{hoà vốn}}$  đối với hầu hết các công ty được khảo sát đều rất nhỏ (nằm trong khoảng từ 0%-10%). Chỉ có các công ty DPC, LAF, và CAN là có xác suất lớn hơn 10%, cụ thể là DPC 36,3%, LAF 11,3%, CAN 27,4%. Tất cả các công ty đều có xác suất  $EBIT < \text{Chi trả lãi đòi hỏi}$  rất nhỏ (nhỏ hơn 5%), nghĩa là EBIT gần như là chắc chắn sẽ lớn hơn lãi vay phải trả do việc sử dụng nợ vay.

Qua phân tích trên ta thấy phần nhiều các công ty hoàn toàn có thể gia tăng thêm việc sử dụng nợ vay nhằm giảm thiểu chi phí sử dụng vốn bình quân, góp phần làm gia tăng giá trị DN, với mức rủi ro có thể chấp nhận được.

Việc các công ty sử dụng ít nợ vay trong khi hoàn toàn có thể gia tăng tỷ lệ nợ vay trong cơ cấu vốn với mức ro có thể chấp nhận được sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân tăng lên do chi phí sử dụng vốn vay thấp hơn chi phí sử dụng VCP (phụ lục 9).

Tất cả các công ty đều có chi phí sử dụng nợ vay sau thuế thấp hơn chi phí sử dụng VCP. Vì vậy, việc gia tăng sử dụng nợ vay sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân giảm, làm gia tăng giá trị DN.

Tóm lại, qua việc phân tích thực trạng cơ cấu vốn của các CtyNY trong thời gian qua cho thấy cơ cấu vốn của các công ty còn nhiều bất cập. Mặc dù, cơ cấu vốn thể hiện tính tự chủ về tài chính tương đối cao, nhưng vẫn hàm chứa một sự bất ổn định tương đối lớn thể hiện ở tỷ lệ nợ ngắn hạn trong cơ cấu vốn lớn hơn rất nhiều so với nợ dài hạn. Trong nợ ngắn hạn, các khoản chiếm dụng của khách hàng, phải trả công nhân viên và các khoản phải nộp vào ngân sách Nhà nước, với đặc điểm là thường xuyên biến động, chiếm tỷ trọng lớn. Còn các khoản vay ngắn hạn, với thời gian ngắn dưới một năm nhưng ổn định, chỉ chiếm một tỷ trọng tương đối thấp. Cơ cấu vốn mất cân đối, chưa đạt được tính đa dạng trong cơ cấu tài trợ, thể hiện ở vốn huy động chủ yếu là VCP, vốn vay từ các tổ chức tín dụng. Các công ty hầu như ít sử dụng hình thức huy động vốn thông qua việc phát hành trái phiếu, tín phiếu công ty, và hình thức cho thuê tài chính. Các công ty chưa tận dụng được những lợi thế về quy mô, hiệu quả kinh doanh, cơ cấu tài sản trong việc gia tăng tỷ lệ nợ vay để tận dụng lợi ích của “tấm chắn thuế” góp phần hạ thấp chi phí sử dụng vốn bình quân, nâng cao giá trị DN. Các công ty cũng chưa chú trọng đến việc phân tích rủi ro kinh doanh của DN để từ đó thấy được mức độ rủi ro công ty đang phải đối mặt để có quyết định phù hợp hơn trong việc sử dụng nợ trong cơ cấu vốn của mình. Các công ty có hệ số nợ rất khác nhau tùy thuộc vào tình hình hoạt động cụ thể của từng công ty. Cơ cấu tài sản cố định trên TTS của các công ty được khảo sát bình quân khoảng 22%. Đây là một tỷ lệ rất thấp, cho thấy tình trạng thiết bị của các công ty là khá lạc hậu, làm cho sản phẩm làm ra khó cạnh tranh trên thị trường.

### **2.3 Nguyên nhân của những tồn tại bất cập trong cơ cấu vốn của các CtyNY trong thời gian qua.**

Cơ cấu vốn của các CtyNY được khảo sát chưa được tối ưu, còn nhiều bất hợp lý, và điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động của các công ty trong thời gian qua. Có nhiều nguyên nhân dẫn đến những tồn tại đó, nhưng có thể khái quát thành hai nguyên nhân chính đó là do hệ thống thị trường vốn hoạt động kém hiệu quả và bản thân DN chưa ý thức được tầm quan trọng của việc xây dựng cơ cấu vốn hợp lý cho mình.



### **2.3.1 Hệ thống thị trường vốn chưa phát triển.**

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

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

Thị trường tiền tệ chưa phát triển còn hạn chế nhiều khả năng sử dụng có hiệu lực các công cụ tiền tệ. Thị trường chứng khoán, trong đó thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu (nhất là trái phiếu công ty) còn quá nhỏ bé, chưa đủ khối lượng hàng hoá cần thiết để tạo ra sự sôi động cho thị trường nên chưa phải là kênh phân bổ vốn đa dạng và có hiệu quả của nền kinh tế. Thị trường tín dụng ngân hàng tuy có sự phát triển nhưng vẫn chịu nhiều hạn chế. Thị trường thuê mua tuy đã xuất hiện hơn 10 năm nhưng vẫn chưa thực sự phát triển mạnh.

#### **2.3.1.1 Thị trường tiền tệ chưa phát triển.**

Sự chưa phát triển của thị trường tiền tệ Việt Nam thể hiện ở chỗ: Các công cụ giao dịch trên thị trường còn nghèo nàn và khối lượng giao dịch còn hạn chế. Hiện nay, trên thị trường tiền tệ Việt Nam chỉ mới hình thành một số hàng hoá nhất định, có thể tham gia giao dịch như tín phiếu, trái phiếu Kho bạc Nhà nước; giấy tờ có giá của các ngân hàng thương mại....với khối lượng có thể giao dịch được trên thị trường không lớn nên chưa đáp ứng được yêu cầu của thị trường. Để thị trường thứ cấp giao dịch giấy tờ có giá phát triển đòi hỏi các thủ tục mua - bán, trao đổi phải hết sức đơn giản, thuận tiện trong khi đó phần lớn các giấy tờ có giá hiện nay đều là các giấy tờ có giá ghi danh. Những tín phiếu, trái phiếu vô danh chiếm một tỷ trọng rất nhỏ vì thế gây ra sự bất tiện khi giao dịch trên thị trường. Chính điều này làm cho hoạt động của thị trường sơ cấp hạn chế, và thị trường thứ cấp trầm lắng. Ngoài ra, Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Luật các Tổ chức tín dụng (sửa đổi) cũng đã cho phép các giấy tờ có giá dài hạn được giao dịch trên thị trường tiền tệ, nêu thị trường tiền tệ còn đóng vai trò là thị trường thứ cấp của các công cụ nợ dài hạn. Nhưng do thị trường tiền tệ

kém phát triển đã làm giảm tính thanh khoản của các công cụ nợ dài hạn, từ đó ảnh hưởng lớn đến khả năng tiếp cận nguồn vốn nợ của các DN.

Thị trường chưa thu hút được đông đảo các thành viên tham gia và chưa thể hiện được tính chuyên nghiệp của thị trường. Trên thị trường tiền tệ vẫn thiếu những nhà tạo lập thị trường, những tổ chức trung gian trên thị trường như các nhà kinh doanh chuyên nghiệp, các công ty môi giới, những công ty xếp hạng tín dụng...

Các văn bản pháp lý cho hoạt động của thị trường tiền tệ chưa đồng bộ. Mặc dù các nội dung cơ bản của thị trường tiền tệ đều đã được luật pháp hoá như luật, nghị định, thông tư. Tuy nhiên, những văn bản pháp luật này khi vận dụng vào thực tế lại bộc lộ những hạn chế nhất định. Do vậy, đã làm cho thị trường tiền tệ chậm phát triển. Chẳng hạn như việc phát hành và lưu hành thương phiếu đã được quy định trong pháp lệnh thương phiếu năm 1999, Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước cũng đã ban hành các nghị định, thông tư hướng dẫn thi hành, nhưng do những bất cập trong những quy định của pháp lệnh nên đã làm cho việc đưa thương phiếu vào trong cuộc sống gặp nhiều khó khăn. Nên vấn đề đặt ra là phải nhanh chóng sửa đổi Pháp lệnh thương phiếu cho phù hợp với thực tế, góp phần đưa thương phiếu vào cuộc sống. Tạo điều kiện cho các DN lành mạnh hóa tình hình tài chính hơn nữa.

### **2.3.1.2 Thị trường tín dụng ngân hàng còn nhiều hạn chế.**

Cấu trúc của thị trường vốn phát triển chưa đồng bộ thiếu cân đối. Mẫu hình thị trường tài chính Việt Nam cơ bản là dựa vào ngân hàng hay do ngân hàng chi phối. Hệ thống ngân hàng đã và đang đóng vai trò chủ yếu trong thị trường vốn. Tuy nhiên vẫn tập trung chủ yếu vào hoạt động trong lĩnh vực tín dụng là chủ yếu, trong khi thị trường tín dụng lại chứa đựng những hạn chế nhất định. Mức độ tích tụ và phân khúc thị trường còn cao. Các ngân hàng thương mại nhà nước chiếm hơn 70% thị phần huy động tiền gửi và tín dụng của toàn hệ thống ngân hàng với khách hàng truyền thống là các DN nhà nước. Trong khi các ngân hàng thương mại cổ phần chủ yếu tập trung vào nhóm đối tượng là các DN nhỏ và vừa thì thị phần vẫn chỉ chiếm một tỷ lệ khiêm tốn, do vậy cũng phần nào hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn vay đối với các DN này.

Tỷ lệ nợ quá hạn so với tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng thương mại theo công bố mặc dù đã giảm từ 13% năm 2000 xuống còn 3,4% năm 2005, đây

vẫn còn là một tỷ lệ tương đối cao. Từ đó cũng ảnh hưởng đến khả năng cho vay của các ngân hàng.

Sự mất cân đối về cơ cấu thời hạn vốn tín dụng, cũng như việc sử dụng quá mức nguồn vốn ngắn hạn cho vay dài hạn của các ngân hàng là một trong những nguy cơ tiềm ẩn có thể gây ra những bất ổn trên thị trường tín dụng. Mặc dù đã tăng cường các biện pháp huy động, nhưng khả năng huy động vốn trung, dài hạn của các ngân hàng vẫn còn thấp so với nhu cầu vốn đầu tư dài hạn của nền kinh tế nói chung và của các DN nói riêng. Hơn nữa vốn huy động chủ yếu vẫn là hình thức tiết kiệm truyền thống, chiếm khoảng 80% tổng huy động tiền gửi từ dân cư. Sự mất cân đối về kỳ hạn giữa nguồn vốn huy động và vốn cho vay đã đưa các ngân hàng đến việc phải đối mặt với một rủi ro về mất khả năng thanh toán nếu các ngân hàng không đảm bảo duy trì ổn định việc huy động vốn theo kế hoạch, cũng như khả năng thu nợ không phù hợp với yêu cầu chi trả các khoản tiền gửi do chênh lệch về thời hạn. Do vậy, để giảm thiểu rủi ro về mất khả năng thanh toán các ngân hàng đã thắt chặt các điều kiện cho vay dài hạn với các DN, nên việc tiếp cận các nguồn vốn vay dài hạn của các DN trong thời gian qua là hết sức khó khăn.

Những bất cập trong hệ thống pháp luật cũng đã hạn chế tính tự chủ của các ngân hàng trong việc cho vay cũng như cung cấp các dịch vụ tín dụng khác. Từ đó cản trở sự tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng của các công ty. Luật các tổ chức tín dụng được xây dựng trên quan điểm chỉ quy định những nội dung chủ yếu, bao quát, còn những nội dung cụ thể do Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước hướng dẫn nên phát sinh nhiều văn bản hướng dẫn dưới Luật. Việc ban hành văn bản hướng dẫn dưới Luật lại gặp nhiều khó khăn do bị chi phối bởi một số Luật liên quan khác như Luật DN, Luật chứng khoán, Luật đầu tư, Luật phá sản, Luật dân sự ... Ví dụ như Luật không quy định rõ những nghiệp vụ nào tổ chức tín dụng đương nhiên được làm, những nghiệp vụ nào phải xin phép, làm cho các ngân hàng gặp khó khăn khi triển khai các nghiệp vụ mới. Khi các ngân hàng cho DN vay vốn thường căn cứ vào tài sản thế chấp, uy tín của DN, cũng như mức sinh lời của dự án đầu tư để quyết định. Và những quyết định cho vay này phải dựa trên cơ sở đảm bảo cho ngân hàng có khả năng thu hồi cả vốn và lãi vay. Chính vì vậy đối với những công ty có tài sản thế chấp thấp, uy tín không cao, hoặc triển vọng sinh lời của dự án đầu tư không cao, thì các ngân hàng phải cho vay với lãi suất cao để phần nào bù đắp rủi ro không thu hồi được nợ vay. Mức lãi suất này hoàn toàn phụ thuộc vào sự thỏa thuận giữa ngân hàng và DN đi vay, và điều này cũng phù hợp với những quy định của Ngân hàng Nhà

nước, vì theo hướng dẫn của Ngân hàng Nhà nước, lãi suất cho vay của các ngân hàng đối với khách hàng là lãi suất thả nổi, lãi suất cơ bản do Ngân hàng Nhà nước công bố chỉ là cơ sở để ngân hàng tham chiếu. Trong khi đó Luật dân sự năm 2005 lại quy định lãi suất cho vay do các bên thỏa thuận nhưng không vượt quá 150% lãi suất cơ bản do Ngân hàng Nhà nước công bố đối với loại cho vay tương đương. Đồng nghĩa với việc nếu lãi suất thả nổi giữa ngân hàng và DN đi vay cao hơn 150% lãi suất cơ bản do Ngân hàng Nhà nước công bố đối với loại cho vay tương đương thì các ngân hàng có khả năng không thu được lãi vay do hợp đồng vay trái luật. Từ đó làm cho các ngân hàng không giám cho các DN vay vốn nếu không có một sự đảm bảo chắc chắn rằng vốn và lãi vay sẽ được trả đúng hạn. Đã làm cho các DN gặp khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

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

Các quy định về định giá tài sản còn nhiều hạn chế. Các ngân hàng khi định giá tài sản thế chấp chỉ căn cứ vào giá đóng thuế, hoặc giá theo các quy định của nhà nước, trong khi các giá này có một khoản cách khá xa so với giá thị trường, điều này đã hạn chế khả năng vay vốn ngân hàng của các DN.

### **2.3.1.3 Thị trường thuê mua chưa thực sự phát triển.**

Thị trường cho thuê tài chính mặc dù đã có mặt được hơn 10 năm nhưng tốc độ phát triển của dịch vụ cho thuê tài chính còn chậm và chưa nhận được sự quan tâm của các DN nói chung và CtyNY nói riêng. Theo thống kê, hiện nay, số lượng các công ty cho thuê tài chính của nước ta còn khá khiêm tốn, được thành lập dưới các hình thức khác nhau. Trong số đó, có DN thuộc sở hữu nhà nước, có DN dưới hình thức công ty cho thuê tài chính 100% vốn nước ngoài, lại có DN thuộc hình thức đa sở hữu như Công ty cho thuê tài chính liên doanh... Lượng vốn cấp theo hình thức cho thuê tài chính chiếm tỷ lệ khá nhỏ so với hình thức cấp vốn của ngân hàng. Trong khi đó, với lợi thế của mình, đáng lẽ loại hình dịch vụ cho thuê tài chính phải được phát triển nhanh chóng ở Việt Nam, nơi mà các DN nhỏ và vừa đang cần thu hút một lượng vốn lớn cho đầu tư cũng

như cho tái đầu tư mở rộng... Có thể nêu ra đây một số nguyên nhân để lý giải cho kết quả này.

Hiện nay nhu cầu về vốn đối với DN là rất lớn, tuy nhiên số DN hiểu biết về kênh cấp vốn qua dịch vụ cho thuê tài chính còn hạn chế, hoạt động quảng bá, giới thiệu về dịch vụ này đến DN còn yếu, nhiều DN chưa hiểu rõ bản chất cấp tín dụng của dịch vụ cho thuê tài chính, chưa thấy rõ được hiệu quả, lợi ích từ dịch vụ cho thuê tài chính mang lại...

Giá cho thuê hiện nay còn cao. Nếu bỏ qua các yếu tố an toàn, chi phí bỏ ra ban đầu thấp... thì cho đến hết thời hạn thanh lý hợp đồng cho thuê tài chính, bên thuê sẽ phải thanh toán tổng số tiền đối với tài sản thuê cao hơn so với họ vay từ các nguồn khác chẳng hạn như ngân hàng. Như vậy, nếu tính ra lãi suất thì lãi suất thuê tài chính cao hơn lãi suất vay ngân hàng, bởi vì lãi suất thuê tài chính còn phải cộng thêm các chi phí về lắp đặt, vận hành, bảo hiểm... của bên cho thuê phải bỏ ra.

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

Qui định về giới hạn cho thuê tài chính đối với một khách hàng còn chưa nhất quán. Luật các tổ chức tín dụng qui định tổng dư nợ cho vay với một khách hàng không được quá 15% vốn tự có của tổ chức tín dụng, trong khi Nghị định 16/2001 qui định tổng mức cho thuê tài chính đối với một khách hàng không được quá 30% vốn tự có của các công ty cho thuê tài chính

Theo các qui định trong Luật các tổ chức tín dụng và Nghị định 16, thì các bất động sản là nhà cửa, đất đai chưa được xếp vào loại tài sản cho thuê tài chính. Điều này không phù hợp với thông lệ quốc tế, vì hiện nay trên thế giới loại hình cho thuê tài chính phần lớn tài sản thuê là bất động sản. Ngoài ra các quy định về sở hữu, tổ chức, hoạt động, vốn điều lệ... trong các văn bản còn không ít vấn đề phải bàn, ví dụ như quy định về vốn điều lệ là 50 tỷ đồng đối

với các công ty trong nước và 5 triệu USD đối với các công ty nước ngoài trong giai đoạn hiện nay là không phù hợp.... Luật Các tổ chức tín dụng và các văn bản dưới luật khi quy định về cho thuê tài chính đã không phân định triệt để các khái niệm liên quan đến sở hữu, chiếm hữu, sử dụng, định đoạt đối với tài sản thuê trong các giai đoạn của quá trình cho thuê tài chính, giá trị cho thuê tối đa... Chính những tồn tại trên đã làm cho hoạt động cho thuê tài chính chậm phát triển, gây nhiều cản trở đối với các DN trong việc tiếp cận nguồn vốn quan trọng này trong việc đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình.

#### **2.3.1.4 TTCK mới ra đời và còn kém phát triển.**

TTCK sau hơn sáu năm đi vào hoạt động mặc dù đã đạt được những kết quả đáng khích lệ, nhưng gần như vẫn còn ở mức khởi động, chưa thật sự trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế nói chung và cho các DN nói riêng. Nhiều hình thức huy động vốn qua TTCK còn sơ khai, đặc biệt là thị trường trái phiếu DN.

Tuy qui mô thị trường đã tăng cao, song quan hệ cung và cầu chứng khoán nhiều lúc mất cân đối gây nên những biến động cho thị trường, do vậy TTCK hoạt động chưa thực sự ổn định vững chắc, vẫn thể hiện một sự không ổn định trong hoạt động giao dịch của thị trường mà nguyên nhân chính vẫn phụ thuộc vào tâm lý đầu tư ngắn hạn.

Phần lớn các nhà đầu tư trên thị trường là nhà đầu tư nhỏ lẻ, thiếu kiến thức và kinh nghiệm về đầu tư chứng khoán, ít vốn và chịu ảnh hưởng nhiều của yếu tố tâm lý. Các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài còn ít chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong tổng số nhà đầu tư trên thị trường. Điều này một phần do tỷ lệ khống chế cổ phần tối đa mà các nhà đầu tư nước ngoài có thể mua vào. Mặc dù mức vốn hoá thị trường tăng nhanh trong thời gian gần đây, nhưng nhìn chung quy mô TTCK của Việt Nam vẫn còn nhỏ so với các nước.

Hàng hoá trên TTCK còn ít, chất lượng chưa cao nên cũng chưa thật sự tạo được sức hút lớn đối với các nhà đầu tư chiến lược. Đa phần các CtyNY là các DN nhà nước được cổ phần hoá, với quy mô vốn nhỏ và trung bình, đối với một số công ty nhà nước vẫn nắm giữ một lượng cổ phần nhất định, mà các cổ phần này lại không được đem ra giao dịch, nên càng tạo ra sự khan hiếm hàng hoá trên TTCK và làm nản lòng những nhà đầu tư chiến lược. Chính do lượng hàng hoá trên TTCK còn ít, dẫn đến mất cân đối cung cầu và những biến động bất lợi cho thị trường. Hậu quả là, chỉ số P/E (giá trên thu nhập) quá cao với mức

tăng bình quân 21 lần và khoảng 1/4 công ty đạt 30-70 lần. Chính vì vậy, khi thị trường sụt giảm thì giá cổ phiếu đồng loạt giảm mạnh, kể cả những cổ phiếu được coi là có chất lượng, tạo ra sự bất ổn định cho TTCK

Hệ thống các trung gian tài chính như công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, các quỹ đầu tư... mặc dù đã có sự tăng lên về số lượng trong một hai năm trở lại đây, nhưng nhìn chung vẫn còn chậm phát triển, quy mô còn tương đối nhỏ. Các dịch vụ mà các tổ chức này cung cấp còn kém đa dạng, chất lượng chưa cao, phạm vi hoạt động hẹp mà chủ yếu là tập trung ở các thành phố lớn. Nhiều công cụ tài chính hiện đại, đặc biệt là các công cụ tài chính phái sinh chưa được sử dụng nhiều.

Công bố thông tin trên TTCK thời gian qua vẫn còn nhiều hạn chế. Như đã 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. Các CtyNY phải thực hiện chế độ công bố thông tin kịp thời, chính xác và theo đúng quy định của pháp luật. Công bố thông tin với nguyên tắc công khai, được coi là nguyên tắc hoạt động cơ bản nhất của TTCK. Thế nhưng việc công bố thông tin và giám sát quá trình công bố thông tin trên TTCK Việt Nam thời gian qua vẫn còn nhiều bất cập. Công tác công khai hóa thông tin thị trường nói chung, công bố thông tin của CtyNY nói riêng chưa đáp ứng được yêu cầu của thị trường và nhà đầu tư. Những thông tin được cung cấp nhiều khi thiếu chính xác dễ gây thiệt hại cho nhà đầu tư. Từ đó làm giảm niềm tin của nhà đầu tư đối với thị trường nói chung và các CtyNY nói riêng.

Hệ thống cơ sở hạ tầng, đặc biệt về hệ thống công nghệ thông tin của các Trung tâm giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán cho thấy còn bất cập trước sự phát triển quá nhanh của thị trường đòi hỏi cần phải có sự đầu tư, nâng cấp hệ thống theo hướng trước mắt và lâu dài. Giao dịch chứng khoán qua Internet chưa phát triển, trong khi giao dịch chứng khoán qua mạng Internet là một hình thức phổ biến trên thế giới hiện nay. Ở nước ta, hình thức này đã xuất hiện nhưng còn rất mới mẻ với công chúng và nhà đầu tư. DN chưa có phương tiện hiệu quả truyền tải thông tin đến các nhà đầu tư. Thực tế là đa số các CtyNY chưa, hoặc ít sử dụng website làm công cụ của riêng mình để truyền tải thông tin đến các nhà đầu tư. Thông tin chưa được lưu trữ, thống kê, sắp xếp có hệ thống để phục vụ cho mọi đối tượng đầu tư. Báo cáo bằng hệ thống điện tử chưa được chấp nhận. Thông tin công bố chưa được đầy đủ, kịp thời. Thực trạng này gây ra hậu quả là: Các nhà đầu tư mới rất khó khăn trong việc tìm hiểu về

DN vì rất mất thời gian trong việc thu thập thông tin. Hơn nữa hiện nay các trang web về chứng khoán còn thiếu trầm trọng tin tức bằng Tiếng Anh. Những tồn tại trên đã, đang là một trong những nguyên nhân làm làm giảm sự quan tâm của nhà đầu tư nói chung và nhà đầu tư nước ngoài nói riêng đối với TTCK Việt Nam .

Các dịch vụ tài chính hỗ trợ như kế toán, kiểm toán, xếp hạng định mức tín nhiệm trên thị trường vốn vẫn còn hạn chế. Để thị trường tài chính phát triển mạnh thì vai trò của các dịch vụ tài chính hỗ trợ như kế toán, kiểm toán, định mức tín nhiệm... là rất quan trọng. Định mức tín nhiệm có vai trò vô cùng quan trọng đối với thị trường tài chính vì nó đem lại rất nhiều lợi ích cho các đối tượng tham gia trên thị trường. Đối với cơ quan quản lý nhà nước: định mức tín nhiệm giúp nhà nước quản lý vốn tại các DN được dễ dàng hơn; góp phần tạo nên một thị trường cân bằng, minh bạch thông tin. Các cơ quan quản lý nhà nước có thể dựa trên các thông tin định mức tín nhiệm công khai để ban hành chính sách, giám sát thực hiện, cấp phép phát hành... và quản lý tốt hơn. Đối với các công ty phát hành: định mức tín nhiệm giúp huy động vốn với chi phí hợp lý, hiệu quả; là một phương tiện để các công ty quảng bá thương hiệu với thị trường trong và ngoài nước, đồng thời tạo một cơ chế kiểm soát công khai, tạo động lực cho công ty cơ cấu tài chính, cải tiến quy trình quản lý, chất lượng và hiệu quả hoạt động. Đối với giới đầu tư, các tổ chức tín dụng: định mức tín nhiệm là một chỉ tiêu để nhà đầu tư quyết định nên hay không nên đầu tư vào trái phiếu công ty, đầu tư với mức lãi suất bao nhiêu; là cơ sở để các ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng quyết định với các dự án vay vốn. định mức tín nhiệm vừa phản ánh độ tin tưởng, khả năng thanh toán của nhà phát hành, vừa là một tiêu chí đánh giá chung đối với DN. Việc đánh giá DN dựa trên định mức tín nhiệm sẽ góp phần tránh những hậu quả đáng tiếc từ việc đầu tư thiếu thông tin, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư an tâm đầu tư vào DN, qua đó giúp cho các DN tiếp cận dễ hơn các nguồn vốn đáp ứng nhu cầu vốn của mình. Tuy nhiên ở Việt Nam, xếp hạng định mức tín nhiệm vẫn còn là khái niệm tương đối mới và chưa được quan tâm đúng mức.

Hệ thống pháp luật về TTCK chưa được hoàn thiện và còn nhiều bất cập. Các chính sách quản lý của Nhà nước đối với TTCK còn nhiều bất cập, thiếu đồng bộ, không nhất quán và thường xuyên thay đổi. Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước về hạn mức cho vay chứng khoán, dự định đánh thuế 25% đối với thu nhập chứng khoán, quy định nâng cao mức dự trữ bắt buộc, quy định nhà đầu tư nước ngoài chỉ được mua tối đa 49% cổ phần của DN niêm yết... đã phần nào



kiềm hãm sự phát triển của TTCK còn rất non trẻ của Việt Nam. Trong thời gian tới sẽ có nhiều DN tiến hành cổ phần hóa và tiến hành niêm yết, đòi hỏi phải có một lượng lớn các nhà đầu tư với tiềm lực tài chính mạnh mới có thể tạo ra tính thanh khoản tốt cho các hàng hóa trên thị trường góp phần thúc đẩy TTCK phát triển. Tuy nhiên, với những chính sách như hiện nay, mục tiêu này khó đạt được khi giá trị giao dịch trên thị trường niêm yết đang có xu hướng giảm, lượng tài khoản mới mở cũng giảm dần, số lượng công ty mới niêm yết trên sàn giao dịch đang chậm dần. Số lượng tài khoản giao dịch hiện nay ở Việt Nam còn quá ít, mới có khoảng 200.000, chiếm 0.25% dân số. Trong khi đó ở Trung Quốc là 80 triệu tài khoản, chiếm 7% dân số.

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

Những thay đổi chính sách quản lý vừa qua diễn ra quá nhanh, ngoài khả năng tiên đoán trước của các nhà đầu tư. Thời điểm áp dụng đột ngột và gấp gáp, cũng như mức khống chế tỷ lệ dư nợ cho vay đối với chứng khoán theo quy định của Chỉ thị 03 là điều không lường trước được đối với ngân hàng, công ty chứng khoán và nhà đầu tư. Do vậy bộ ba này không thể tìm được một giải pháp tình thế hữu hiệu. Quy định về việc khống chế mức cho vay đầu tư chứng khoán bên cạnh việc tăng dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng đã làm thị trường bị tác động kép, gây ảnh hưởng, khó khăn cho các DN muốn huy động vốn hiện nay.

Quyết định 163/2003/QĐ-TTg ngày 5 tháng 8 năm 2003 đề ra chiến lược phát triển TTCK Việt Nam đến năm 2010 với với mục tiêu chủ yếu là: Phát triển TTCK cả về quy mô và chất lượng hoạt động nhằm tạo ra kênh huy động vốn trung và dài hạn cho đầu tư phát triển, góp phần phát triển thị trường tài chính Việt Nam; duy trì trật tự, an toàn, mở rộng phạm vi, tăng cường hiệu quả quản lý, giám sát thị trường nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; từng bước nâng cao khả năng cạnh tranh và chủ động hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Mở rộng quy mô của TTCK tập trung, phấn đấu đưa tổng giá trị thị trường đến năm 2005 đạt mức 2 - 3% GDP và đến năm 2010 đạt mức 10 - 15% GDP. Tuy nhiên những văn bản pháp lý hiện hành, và những biện pháp

triển khai lại không thống nhất với chiến lược này. Với mục tiêu là đưa tổng giá trị thị trường của TTCK tăng lên nhưng lại khống chế mức trần cổ phần của các công ty trong nước mà nhà đầu tư nước ngoài được nắm chỉ ở mức 30%-40% như trong quyết định 238/2005/QĐ-TTg đã phần nào hạn chế sự tham gia của các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài vào TTCK từ đó làm giảm sức cầu đối với các loại hàng hóa trên thị trường, kiềm chế sự phát triển của thị trường và sẽ hạn chế khả năng huy động vốn của DN. Điều này cũng làm mất đi cơ hội tranh thủ vốn, kinh nghiệm quản lý và công nghệ mới của nước ngoài để phát triển sản xuất, tạo ra các sản phẩm có sức cạnh tranh trên thị trường, cũng như áp dụng những cách thức quản trị tiên tiến của nước ngoài vào trong điều hành hoạt động của DN, trong đó có việc đa dạng hóa các hình thức huy động vốn, từ đó góp phần xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu cho DN.

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

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

trường trái phiếu, nghị định cũng không đủ mạnh như luật để xử lý các vướng mắc trong thị trường trái phiếu, trong quan hệ giữa nhà đầu tư và nhà phát hành...

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

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

### **2.3.2 Các DN chưa coi trọng việc xây dựng cơ cấu vốn hợp lý cho mình.**

Cơ cấu vốn hợp lý sẽ làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân từ đó làm gia tăng giá trị DN. Tuy nhiên các CtyNY của Việt Nam vẫn chưa chú trọng đến việc hoạch định cho mình một cơ cấu vốn phù hợp. Cơ cấu vốn của các DN được khảo sát còn mất cân đối, chưa đạt được tính đa dạng trong cơ cấu tài trợ cũng như tính bền vững cần thiết.

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

Việc để cho các khoản nợ ngắn hạn như phải trả khách hàng, phải trả công nhân viên, hay các khoản phải nộp vào ngân sách nhà nước tăng cao sẽ

làm cho tình hình công ty trở nên xấu hơn trong mắt của các nhà tài trợ và các nhà đầu tư. Trong bối cảnh đó, việc gia tăng sử dụng nợ vay để tận dụng lợi ích từ “lá chắn thuế” sẽ khó thực hiện được.

Trong kinh doanh luôn tồn tại nhu cầu về vốn. DN nào tìm được biện pháp có thể giải quyết hữu hiệu vấn đề vốn sẽ có thuận lợi lớn trong hoạt động kinh doanh của mình và dễ dàng chiếm ưu thế trong cuộc cạnh tranh với đối thủ. Sự đòi hỏi về vốn ngày một tăng trong nền kinh tế thị trường chính là nguyên nhân làm xuất hiện hình thức mua bán chịu. Để thanh toán hoặc đòi tiền lẫn nhau, các DN thường sử dụng các công cụ như hối phiếu đòi nợ, hối phiếu nhận nợ hay séc... Những loại giấy tờ này, nếu còn giá trị, đều có thể chuyển nhượng lại. Lâu nay, các DN và ngân hàng đều đã sử dụng hối phiếu trong thanh toán xuất nhập khẩu và vay nợ nước ngoài. Tất cả các giao dịch này đều thực hiện theo thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, trong thanh toán nội địa, các DN chưa sử dụng thương phiếu như là công cụ thanh toán phổ biến. Ngân hàng thương mại cũng chưa đủ điều kiện để cấp tín dụng cho DN dưới các hình thức chiết khấu thương phiếu hoặc cho vay có bảo đảm bằng cầm cố thương phiếu. Trong khi đó, mua bán chịu giữa các DN, là nhu cầu thực tế. Ở Việt Nam hiện nay theo thống kê có tới 80,5% số DN huy động vốn từ các nguồn mua bán chịu, sử dụng vốn của đối tác. Tuy nhiên, những giao dịch đó chỉ được ghi lại một cách đơn giản trên sổ nợ của người bán; ngay cả khi mua bán trả chậm, các bên cũng chỉ lập văn bản thỏa thuận với nội dung đơn giản về thời gian và số tiền trả chậm. Vì vậy, các khoản nợ đã không được xác nhận về mặt pháp lý và khó chứng minh khi nảy sinh tranh chấp; dẫn đến nguy cơ nợ nần dây dưa. Điều đó là một trong những nguyên nhân dẫn đến cơ cấu vốn của các công ty mất cân đối và kém ổn định.

Các hình thức huy động vốn đáp ứng nhu cầu SXKD diễn ra đơn điệu. Chủ yếu vẫn dựa vào VCP và vốn vay ngân hàng là chủ yếu. Tuy nhiên, các CTCP của Việt Nam nói chung và các CtyNY nói riêng đều có quy mô vừa và nhỏ. Tài sản cố định chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong TTS (phụ lục 10). Điều này đã hạn chế khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay của các công ty này, do bởi các ngân hàng cho vay chủ yếu là dựa vào các tài sản thế chấp cũng như quy mô và uy tín của công ty. Tài sản thế chấp càng nhiều, quy mô công ty lớn, uy tín cao sẽ là lợi thế lớn trong việc tiếp cận các nguồn vốn vay một cách dễ dàng. Đa số các công ty thường không đủ điều kiện để vay vốn tín chấp tại ngân hàng như: chưa có tín nhiệm với ngân hàng trong việc sử dụng vốn vay và trả nợ đầy đủ, đúng hạn, không ít các công ty có hiệu quả SXKD thấp, cũng như không minh bạch về tình hình tài chính, đã làm cho ngân hàng mất niềm tin dẫn tới

việc hạn chế cho vay tín chấp. Như vậy, do quy mô nhỏ, tài sản cố định ít, chưa tạo được uy tín với ngân hàng đã hạn chế khả năng tiếp cận các nguồn vốn vay của các CTCP nói chung và CtyNY nói riêng.

Trong các công ty được khảo sát có 62,5% công ty huy động vốn bằng cách phát hành thêm cổ phiếu. Các công ty hầu như không sử dụng hình thức phát hành trái phiếu để huy động vốn, trong khi đây là kênh cung cấp vốn dài hạn quan trọng cho công ty. Đây là nguồn vốn dài hạn, lãi suất hợp lý, ổn định và khi huy động nguồn vốn này, công ty chỉ phải chịu trách nhiệm thanh toán lãi suất hàng năm cho trái chủ (thông thường từ 8-10% tùy thời hạn của trái phiếu). Mức lãi suất này thấp hơn rất nhiều so với mức chi trả cổ tức hàng năm, kéo theo đó là chi phí sử dụng vốn của công ty sẽ giảm xuống. Hơn nữa, lượng vốn huy động từ phát hành trái phiếu thường không hạn chế, nó phụ thuộc nhiều vào uy tín của công ty và công ty không phải đứng trước áp lực về cơ cấu cổ đông, đặc biệt là cổ đông chiến lược và các đối tác nước ngoài. Bên cạnh đó, kênh huy động này mặc dù bản chất là hoạt động vay vốn, nhưng nó có ưu thế vượt trội so với các khoản vay ngân hàng do không phải chịu những ràng buộc từ phía ngân hàng khi tiến hành thẩm định để cho vay. Tuy nhiên, do các công ty chưa tạo được nhiều uy tín với các nhà đầu tư, cũng như do những hiểu biết về công cụ trái phiếu phần nào còn hạn chế, nên các công ty chưa tận dụng hết được những lợi thế của việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu.

Các công ty cũng rất ít sử dụng hình thức thuê tài chính để đáp ứng nhu cầu vốn của mình. Trong khi thuê tài chính là một trong những kênh cung cấp vốn dài hạn quan trọng và mang lại nhiều lợi ích cho công ty. Thực tế cho thấy việc đổi mới công nghệ, máy móc thiết bị ở các công ty sản xuất là một đòi hỏi bức thiết trong bối cảnh hội nhập để nâng cao chất lượng sản phẩm cũng như năng suất lao động, giảm chi phí, tăng sức cạnh tranh trên thị trường. Phần lớn các trang thiết bị của nhiều công ty đã lạc hậu từ hai đến ba thế hệ so với các nước tiên tiến. Song vấn đề nan giải vẫn là câu hỏi: vốn lấy từ đâu? Hiện nay lượng vốn dài hạn đầu tư cho các dự án này ở các công ty Việt Nam là hết sức khiêm tốn. Kênh tài trợ quen thuộc vẫn là đi vay ở các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên đối với các công ty có quy mô vừa và nhỏ không có đủ tài sản đảm bảo cũng như uy tín thì việc tiếp cận nguồn vốn vay ngân hàng là rất khó khăn. Trong những trường hợp như vậy, đi thuê tài chính có thể xem là một giải pháp tối ưu. Thông thường đối với các khoản vốn vay trung và dài hạn, các ngân hàng thương mại luôn đòi hỏi tài sản đảm bảo (thế chấp hoặc cầm cố) và chỉ cho vay tối đa khoảng 80% tổng chi phí thực hiện dự án, nhưng với kênh cho thuê tài

chính, công ty chẳng những không cần ký quỹ đảm bảo hay tài sản thế chấp mà còn có thể được tài trợ đến 100% vốn đầu tư. Lãi suất hoàn toàn dựa trên sự thỏa thuận của hai bên. Kênh tín dụng này cũng cho phép công ty được hoàn toàn chủ động trong việc lựa chọn máy móc thiết bị, nhà cung cấp, cũng như mẫu mã chủng loại phù hợp với yêu cầu của mình. Kết thúc thời hạn thuê, công ty được quyền ưu tiên mua lại tài sản với giá trị danh nghĩa thấp hơn giá trị thực tế của tài sản tại thời điểm mua lại. Bên cạnh đó một ưu điểm vô cùng quan trọng nữa của hình thức cho thuê tài chính đó là lợi ích được hưởng từ tấm chắn thuế. Bên đi thuê phải trả chi phí thuê, chi phí đó được khấu trừ trước thuế nên làm giảm thuế thu nhập mà công ty phải nộp. Ngoài ra, Cho thuê tài chính không phải chịu chi phí tư vấn cao như huy động vốn trên TTCK. Với những lợi thế như trên, lẽ ra thuê tài chính phải là một trong những lựa chọn hàng đầu của các công ty khi cần huy động vốn để đầu tư đổi mới thiết bị công nghệ. Nhưng do thiếu hiểu biết về dịch vụ này cũng như những hạn chế năng lực quản trị cơ cấu vốn, nên các công ty chưa tiếp cận được nhiều với nguồn tài trợ quan trọng này, dẫn đến cơ cấu vốn đơn điệu và chưa được tối ưu.

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

Bên cạnh đó, vấn đề minh bạch tài chính, chất lượng và tính kịp thời của các thông tin được công bố, cũng như việc chậm trễ trong việc xây dựng định mức tín nhiệm, cũng là một trong những rào cản hạn chế khả năng tiếp cận các nguồn vốn của các công ty, và do đó làm cho cơ cấu vốn chưa được tối ưu.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

Chương 2 của luận văn đã cho thấy được một bức tranh toàn cảnh về sự ra đời và hoạt động của TTCK Việt Nam cũng như tình hình chung về kết quả

hoạt động kinh doanh của các CtyNY trong thời gian qua. TTCK tuy mới ra đời những cũng đã phát triển và đạt được những thành tựu nhất định, đang dần dần trở thành kênh huy động vốn quan trọng cho nền kinh tế nói chung và các CtyNY nói riêng. Cùng với sự phát triển của TTCK là tình hình tương đối khả quan về kết quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY. Doanh thu và lợi nhuận của các CtyNY nhìn chung là có xu hướng tăng đều qua các năm. Nhưng mức độ biến thiên doanh thu và lợi nhuận của một số công ty là khá lớn, cho thấy các công ty này đang phải đối mặt với rủi ro kinh doanh tương đối cao. Ngoài ra, tài sản cố định chiếm một tỷ lệ nhỏ trong cơ cấu tài sản, cho thấy các công ty đang phải hoạt động trong tình trạng máy móc thiết bị tương đối lạc hậu, và điều này làm ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của các sản phẩm làm ra trên thị trường.

Qua việc phân tích thực trạng cơ cấu vốn, cho thấy các CtyNY được khảo sát có cơ cấu vốn thể hiện tính tự chủ về tài chính tương đối cao. Tuy nhiên, cơ cấu vốn vẫn còn nhiều bất cập, và chưa được tối ưu. Cơ cấu vốn mất cân đối, thể hiện qua tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn rất nhiều so với nợ dài hạn. Trong nợ ngắn hạn chủ yếu là các khoản phải trả người bán và phải nộp ngân sách, còn vay từ các tổ chức tín dụng chỉ chiếm một tỷ lệ tương đối nhỏ. Cơ cấu vốn cũng chưa đạt được tính đa dạng trong cơ cấu tài trợ cũng như tính bền vững cần thiết. Các công ty vẫn nghiêng về việc sử dụng VCP, và vay ngân hàng là chủ yếu, hầu như ít sử dụng thương phiếu, trái phiếu, thuê tài chính, vốn từ các quỹ đầu tư... để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động SXKD của mình. Các công ty cũng chưa tận dụng được lợi thế về quy mô, hiệu quả kinh doanh, cơ cấu tài sản để mở rộng nguồn tài trợ, trong khi qua phân tích EBIT-EPS thì điều này hoàn toàn có thể làm được, nên các công ty vẫn chưa tối thiểu hóa được chi phí sử dụng vốn bình quân của mình để góp phần làm gia tăng giá trị của DN.

Nguyên nhân của những tồn tại trên là do thị trường tài chính kém phát triển và năng lực quản trị cơ cấu vốn của các công ty còn nhiều bất cập. Chính từ hai nguyên nhân này đã làm cho các công ty gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn ngắn hạn cũng như dài hạn. Từ đó ảnh hưởng đến việc hoạch định cơ cấu vốn, làm cho cơ cấu vốn của các công ty chưa được tối ưu.

Những giải pháp đề ra ở chương 3 sẽ tập trung về vấn đề giải quyết những tồn tại nêu trên nhằm tạo điều kiện cho các công ty có thể tiếp cận được các nguồn vốn khác nhau một cách thuận lợi, góp phần xây dựng một cơ cấu vốn phù hợp từ đó làm gia tăng giá trị công ty.

### *Chương 3*

## **CÁC GIẢI PHÁP NHẪM HOÀN THIỆN CƠ CẤU VỐN CHO CÁC CTCP NIÊM YẾT TRÊN TTCK VIỆT NAM**

### **3.1 Đẩy mạnh phát triển các thị trường vốn tạo điều kiện cho các DN dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn trên thị trường.**

Xây dựng, hoàn thiện và nâng cao hiệu lực hệ thống pháp luật về thị trường tài chính. Phân định rõ trách nhiệm và quyền hạn giữa cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính, tạo môi trường pháp lý minh bạch cho thị trường hình thành và phát triển. Tiếp tục hoàn chỉnh khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của thị trường tài chính, tăng cường liên kết giữa thị trường tiền tệ, TTCK, thị trường tín dụng ngân hàng... về hoạch định chính sách, cơ chế, hoạt động, quản lý điều hành, giám sát và cưỡng chế thực thi.

#### **3.1.1 Đẩy mạnh phát triển thị trường tiền tệ, đa dạng hoá các sản phẩm trên thị trường.**

Đa dạng hoá các sản phẩm tài chính, các công cụ vốn, tạo nhiều loại hàng hoá cho thị trường tiền tệ để mọi DN đều dễ dàng chọn lựa loại công cụ vốn thích hợp cho đầu tư của mình. Ban hành luật thương phiếu thay thế Pháp lệnh về thương phiếu để đẩy nhanh quá trình đưa thương phiếu vào thực tiễn cuộc sống, giúp các DN lưu động hoá các khoản nợ, chiết khấu các khoản cho vay, bán nợ... tạo điều kiện cho các DN dễ dàng hơn trong việc hoạch định một cơ cấu vốn phù hợp. Cần có quy chế cho phép các ngân hàng, các định chế tài chính trung gian chủ động phát hành các loại chứng chỉ tiền gửi, kỳ phiếu, trái phiếu ngân hàng và các hình thức huy động vốn khác được lưu hành ngắn hạn và được chuyển nhượng. Trao quyền tự chủ hơn nữa cho các tổ chức tín dụng nói chung và các ngân hàng nói riêng trong việc phát hành và mua bán các loại chứng từ có giá. Tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại lớn, có tình hình tài chính ổn định, có nguồn vốn dồi dào trở thành những nhà kiến tạo thị trường thực sự, thông qua việc luôn sẵn sàng mua bán các loại giấy tờ có giá ngắn hạn, tạo tính thanh khoản cao cho các loại giấy tờ này và đặc biệt sẽ tạo thêm khả năng giao dịch các loại giấy tờ này trên thị trường tiền tệ.

Hiện đại hoá công nghệ ngân hàng để phục vụ cho các giao dịch trên thị trường tiền tệ và thu thập xử lý thông tin của thị trường. Các giao dịch trên thị trường tiền tệ đòi hỏi phải thực hiện nhanh và trên phạm vi rộng vì vậy đòi hỏi việc chào giá, thoả thuận và thực hiện giao dịch phải thông qua hệ thống mạng có độ an toàn cao. Hệ thống thanh toán điện tử liên ngân hàng đã được triển



khai ở Việt Nam, tuy nhiên, hệ thống này cần được mở rộng đối tượng áp dụng trên phạm vi cả nước. Thành lập hệ thống ngân hàng thông tin để cung cấp dữ liệu cần thiết, liên quan đến thị trường tiền tệ cho các nhà đầu tư trong nước và quốc tế. Các thành viên thị trường tiền tệ cần tham gia giao dịch qua mạng Reuters để tham khảo lãi suất bình quân trên thị trường, khai thác thêm nhiều thông tin về các đối tác giao dịch, khối lượng, thời hạn, lãi suất, tỷ giá... Từ đó đẩy mạnh các hoạt động trên thị trường tiền tệ, tạo điều kiện cho thị trường tiền tệ phát triển.

Tăng cường công tác thông tin tuyên truyền, đào tạo cán bộ phục vụ cho hoạt động của thị trường tiền tệ. Các nghiệp vụ của thị trường tiền tệ là các nghiệp vụ rất mới mẻ đối với công chúng và cả các ngân hàng. Vì vậy, các ngân hàng cần phải tăng cường công tác thông tin, tuyên truyền, quảng cáo để các khách hàng biết được những tiện ích mang lại khi họ tham gia các nghiệp vụ này. Đối với các ngân hàng thì việc đào tạo, bồi dưỡng các cán bộ có trình độ về chuyên môn, ngoại ngữ để thực hiện kinh doanh trên thị trường tiền tệ trong nước và quốc tế là hết sức quan trọng, đảm bảo hoạt động hiệu quả và thành công của ngân hàng trên thị trường tiền tệ.

Ngoài ra, để thị trường tiền tệ phát triển đòi hỏi các chính sách kinh tế vĩ mô như chính sách tiền tệ, chính sách thương mại, chính sách đầu tư... phải đảm bảo được các mục tiêu như kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, tạo môi trường thuận lợi đưa nền kinh tế quốc dân hoạt động năng động, hiệu quả, tăng trưởng kinh tế cao, ổn định và bền vững. Có như vậy, thị trường tiền tệ mới phát triển, tạo điều kiện cho các DN dễ dàng hơn trong việc tái cơ cấu vốn của mình một cách phù hợp.

### **3.1.2 Đẩy mạnh phát triển TTCK.**

Đẩy mạnh phát triển TTCK. Do chỉ mới được hình thành và phát triển trong một thời gian ngắn, quy mô thị trường còn quá nhỏ, cho nên trước mắt TTCK chưa thể trở thành kênh chính cung cấp vốn dài hạn cho các DN được. Để TTCK thật sự trở thành kênh cung cấp vốn dài hạn chính cho các DN, Nhà nước cần có những chính sách thiết thực hơn nữa trong việc kích cung, kích cầu chứng khoán, cải cách hệ thống luật pháp, chuẩn mực kế toán, kiểm toán để gia tăng tính thanh khoản của thị trường.

Đẩy mạnh chương trình cổ phần hoá các DN, tổng công ty, ngân hàng thương mại nhà nước, gắn việc cổ phần hoá với niêm yết trên TTCK. Nghiên

cứu các giải pháp để thúc đẩy những DN đã cổ phần hoá đủ điều kiện phải thực hiện việc niêm yết. Đối với các CtyNY 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 CtyNY ngày càng đại chúng hóa và thực sự hoạt động hiệu quả. Hiện nay, nhiều DN 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 gần như một DN nhà nước, làm hạn chế tính chủ động trong điều hành và chậm cải tiến cơ chế quản lý DN, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty. Khuyến khích các CTCP niêm yết phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn. Đa dạng hoá các loại hình trái phiếu trên thị trường bao gồm trái phiếu Chính phủ, trái phiếu công ty...

Thúc đẩy việc cùng niêm yết giữa các sở giao dịch chứng khoán trong nước và nước ngoài. Lợi ích của việc niêm yết này là tạo ra sự đa dạng và phong phú về hàng hóa cho các thị trường, tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu, và CtyNY có nhiều cơ hội hơn để huy động vốn ở thị trường nước ngoài, nâng cao hình ảnh công ty trên thị trường quốc tế.

Phát triển nhà đầu tư có tổ chức: các quỹ đầu tư, các tổ chức tài chính có chức năng đầu tư chứng khoán trong nước và nước ngoài. Các quỹ đầu tư nước ngoài có tiềm lực vốn vô cùng to lớn, nếu thu hút và giữ chân được họ tại thị trường Việt Nam, họ sẽ trở thành một động lực cực kỳ mạnh mẽ trong việc thúc đẩy thị trường luôn luôn sôi động và phát triển. Phát triển các nhà đầu tư nước ngoài nói riêng, đặc biệt là phát triển các quỹ đầu tư và các tổ chức đầu tư nước ngoài, theo hướng tháo gỡ dần những vướng mắc gây khó khăn cho các tổ chức này khi họ đầu tư vào TTCK. Sự góp mặt của các nhà đầu tư có tổ chức không chỉ góp phần tăng cầu và tính thanh khoản cho thị trường, mà còn góp phần định hướng và xác lập giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết một cách chuyên nghiệp. Hạn chế những biến động của thị trường do những giao dịch mang tính đầu cơ, tăng tính ổn định cho thị trường. Với vai trò là cổ đông lớn, bằng kinh nghiệm của mình, các nhà đầu tư có tổ chức sẽ góp phần cải thiện thực tiễn quản trị công ty tại các CtyNY, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

Thúc đẩy việc tăng số lượng, nâng cao chất lượng hoạt động và năng lực tài chính của các công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty đầu tư chứng khoán... Đa dạng hóa các loại hình dịch vụ cung cấp trên thị trường, nâng cao tính chuyên nghiệp và chất lượng cung cấp dịch vụ. Khuyến khích sự tham

gia của các tổ chức dịch vụ chứng khoán nước ngoài góp phần nâng cao chất lượng dịch vụ.

Nghiên cứu thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam và cho phép một số tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín của nước ngoài thực hiện hoạt động định mức tín nhiệm ở Việt Nam. Định mức tín nhiệm là đánh giá về khả năng một tổ chức phát hành thực hiện thanh toán đúng hạn một nghĩa vụ tài chính. Công ty định mức tín nhiệm là công ty cung cấp quan điểm của họ về độ tín thác của một DN trong nghĩa vụ thanh toán tài chính. Đánh giá xếp hạng tín nhiệm giúp các nhà đầu tư đánh giá, nhận định cơ hội đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, đồng thời giúp các DN và các tổ chức trung gian thị trường xác định mức lãi suất phù hợp thị trường.

Với vai trò một tổ chức đánh giá trung gian, độc lập, chuyên nghiệp, công ty định mức tín nhiệm sẽ là phương thức tốt nhất để quảng bá hình ảnh của những DN kinh doanh hiệu quả. Đồng thời, giúp cho các DN xây dựng chính sách đầu tư, cơ cấu tài chính để phòng tránh rủi ro về khả năng thanh toán. Một trong những lý do khiến các nhà đầu tư chưa dám đầu tư mạnh mẽ vào thị trường Việt Nam như chúng ta mong đợi, cũng là vì thiếu một công ty định mức tín nhiệm trên thị trường vốn Việt Nam. Dựa trên các kết quả công ty định mức tín nhiệm mang lại, các nhà đầu tư mới có công cụ để thẩm định, lựa chọn danh mục đầu tư, dự báo tình hình phát triển DN và đưa ra quyết định đầu tư. Thông qua bảng xếp hạng tín dụng, nhà đầu tư sẽ hiểu rõ hơn về sức mạnh tài chính của các công ty, dễ dàng đánh giá các tổ chức tài chính có quan hệ kinh doanh hoặc quan tâm tới việc mua cổ phiếu, trái phiếu của các công ty này. Khi các tổ chức xếp hạng tín dụng có tên tuổi ra đời, đánh giá DN theo tiêu chuẩn quốc tế sẽ tạo lập được lòng tin cho các nhà đầu tư, giúp các DN tiếp cận các nguồn vốn khác nhau với một chi phí hợp lý.

Trong điều kiện mức độ hiểu biết của công chúng đầu tư còn hạn chế, các kênh cung cấp thông tin và đánh giá đúng rủi ro còn rất ít hoặc chưa có, sự xuất hiện của tổ chức định mức tín nhiệm sẽ cung cấp thêm nhiều thông tin cho cộng đồng đầu tư, và chính bảng xếp hạng của tổ chức định mức tín nhiệm sẽ làm cho nhà đầu tư yên tâm hơn khi tiếp cận với các loại cổ phiếu, trái phiếu của các CtyNY trên thị trường. Tóm lại, để TTCK phát triển, việc thành lập tổ chức định mức tín nhiệm là vấn đề hết sức cần thiết.

Hoàn thiện khung pháp lý và xây dựng tiêu chuẩn công khai thông tin trên TTCK, đảm bảo công bằng, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của các nhà đầu tư, đưa ra các quy tắc và kỷ luật thị trường trong giao dịch, thanh toán, công bố

thông tin, ngăn chặn các hành vi gian lận, lũng đoạn thị trường, đảm bảo khuyến khích các thành viên tham gia thị trường.

Trước sự phức tạp của TTCK, sự gia tăng số lượng các CtyNY trên sàn giao dịch chứng khoán và các cơ hội đầu tư, sự minh bạch về thông tin là rất cần thiết để có thể thu hút được nhiều các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia trên thị trường. Sự thiếu thốn thông tin về thị trường, về các CtyNY có thể làm sụt giảm mối quan tâm của các nhà đầu tư vào TTCK. Tất cả các nhà đầu tư vào các CtyNY trên sàn giao dịch chứng khoán đều cần phải dựa vào những thông tin cụ thể về công ty và tình hình tài chính của công ty để có thể đưa ra các quyết định đầu tư.

Hiện nay ở Việt Nam, hoạt động giám sát việc công bố thông tin, cũng như chất lượng của các thông tin được công bố của các cơ quan chức năng còn nhiều hạn chế. Với tình hình đó, vấn đề rò rỉ thông tin, và sự thiếu chính xác của các thông tin được công bố là điều hoàn toàn có thể xảy ra. Điều này càng bị phóng đại khi mà các nhà đầu tư ở nước ta đa phần là các nhà đầu tư không chuyên nghiệp, họ rất dễ bị dao động bởi những tin đồn. Từ đó, giá chứng khoán bị biến động mạnh, làm cho thị trường bất ổn định. Nên xây dựng cơ chế giám sát thông tin, trong đó có điều khoản chặt chẽ buộc các công ty phải cung cấp các thông tin chính xác, kịp lúc để hỗ trợ các nhà đầu tư, cũng là vấn đề hết sức quan trọng trong quá trình đẩy nhanh sự phát triển của TTCK.

Đẩy mạnh việc xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật tạo điều kiện cho TTCK phát triển. Hoạt động của TTCK là hoạt động nhạy cảm, nhiều yếu tố tích cực, song cũng chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro, nên việc quản lý và điều hành TTCK phải được đặt lên hàng đầu. Trước khi Luật chứng khoán ra đời, TTCK vận hành chủ yếu dựa vào các nghị định, thông tư với tính pháp lý chưa cao, chưa điều chỉnh được toàn diện hoạt động của TTCK. Việc ban hành Luật Chứng khoán đã khắc phục được những điểm bất cập của hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK trước đây, đồng thời, tạo lập khuôn khổ pháp lý ở tầm cao hơn cho hoạt động của TTCK, hoàn thiện hệ thống pháp luật về chứng khoán và TTCK của Việt Nam. Luật Chứng khoán đã đáp ứng được yêu cầu về tăng cường hiệu lực quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK; tạo cơ sở pháp luật để giám sát, cưỡng chế thực thi, đảm bảo các DN tham gia trên thị trường phải hoạt động công khai, minh bạch, từ đó góp phần làm minh bạch hoá nền kinh tế. Luật Chứng khoán ra đời tạo cơ sở cho TTCK phát triển nhanh và ổn định, tạo tâm lý yên tâm cho các tổ chức, cá nhân khi tham gia kinh doanh, đầu

tư vào TTCK và đảm bảo lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư, giúp cho công chúng hiểu rõ hơn về chứng khoán, TTCK và có cơ sở pháp lý để công chúng tham gia TTCK. Luật chứng khoán cũng đã phân định rõ vai trò của từng thị trường vốn dài hạn, trung hạn và ngắn hạn trong cơ cấu thị trường tài chính; đảm bảo và phát huy quyền tự chủ của DN huy động vốn trên TTCK, giảm gánh nặng trong việc dùng vốn ngắn hạn cho vay dài hạn của hệ thống ngân hàng và góp phần tăng cường tính công khai, minh bạch trong các hoạt động kinh tế nói chung và trong cộng đồng các DN. Tuy nhiên, để Luật chứng khoán phát huy được hết vai trò của mình, các cơ quan nhà nước có liên quan phải nhanh chóng ban hành các văn bản hướng dẫn thi hành Luật chứng khoán nhằm đưa Luật vào thực tiễn cuộc sống nhằm phát huy vai trò to lớn của mình, bởi vì Luật chứng khoán vẫn là luật khung chưa thể vận dụng trực tiếp vào thực tế được.

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

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

Vai trò của Ủy ban chứng khoán Nhà nước với tư cách là cơ quan quản lý trong lĩnh vực chứng khoán cần được tăng cường. Ủy ban chứng khoán Nhà nước nên có tư cách pháp nhân như là một cơ quan quản lý độc lập, hoặc ít nhất cũng hoạt động độc lập, với các quyền hạn, mục tiêu và trách nhiệm rõ ràng. Việc nâng cấp các Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành Sở Giao dịch Chứng khoán, cũng như việc trao đầy đủ quyền hạn trong việc quản lý điều hành hoạt động niêm yết và giao dịch chứng khoán cũng sẽ là một trong những nhân tố thúc đẩy sự phát triển của TTCK. Chức năng nhiệm vụ của Ủy ban chứng khoán Nhà nước cần bao gồm bảo vệ các nhà đầu tư ở cả thị trường chính thức và không chính thức, nâng cao tính toàn vẹn của thị trường và làm cho môi trường đầu tư trở nên minh bạch hơn. Ủy ban chứng khoán Nhà nước cần đẩy mạnh hoạt động công bố thông tin và minh bạch không chỉ đối với các CtyNY mà còn

cả với các công ty đại chúng chưa niêm yết, mặc dù có thể là ở các cấp độ khác nhau xét trên góc độ các công ty đại chúng.

Công bố các báo cáo tài chính và biên bản Đại hội cổ đông trên trang web của công ty phải trở thành yêu cầu bắt buộc đối với tất cả các công ty. Lưu trữ số liệu điện tử cũng phải trở thành yêu cầu bắt buộc để các nhà đầu tư có thể tiếp cận thông tin với chi phí thấp. Đồng thời chú trọng các quy định về sự tham gia của các bên nước ngoài vào TTCK cần sớm được hoàn chỉnh.

Ban hành các quy định để tạo cơ sở pháp lý cho các công ty chứng khoán tái cơ cấu theo hướng tăng quy mô vốn, phát triển nguồn nhân lực, mở rộng phạm vi và mạng lưới cung cấp dịch vụ, tăng cường áp dụng công nghệ thông tin trong cung cấp dịch vụ chứng khoán.

### **3.1.3 Đẩy mạnh phát triển thị trường thuê mua.**

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

Trước hết, cần phải có một kênh tuyên truyền, tiếp thị dịch vụ cho thuê tài chính đến các DN, việc tiếp thị phải làm rõ nét các lợi thế, ưu điểm của loại dịch vụ này, có như vậy mới tạo ra sự cạnh tranh với các hình thức cấp vốn khác trong nền kinh tế. Hơn nữa, dù dịch vụ cho thuê tài chính có nhiều ưu điểm đến mấy nhưng DN không có hoặc thiếu thông tin, nhất là các thông tin từ chính các nhà cung cấp dịch vụ thì cũng không thu hút được nhiều sự quan tâm của DN. Đó là một thực tế đã và đang diễn ra. Bởi vậy, Nhà nước, các hiệp hội và chính các công ty cho thuê tài chính cần phải quảng bá rộng rãi hơn nữa dịch vụ cho thuê tài chính của mình đến cộng đồng DN thông qua các phương tiện truyền thông, các hội nghị, hội thảo chuyên đề.... Nội dung, quy trình cho thuê tài chính phải được phổ biến hết sức dễ hiểu, đơn giản, nêu bật được ý nghĩa, lợi ích và mục đích mà DN hưởng tới đối với loại hình cho thuê tài chính.

Thứ hai, từng bước sửa đổi, bổ sung các quy định về hoạt động liên quan đến dịch vụ cho thuê tài chính trong Luật Các tổ chức tín dụng và các văn bản hướng dẫn thi hành. Trước mắt tập trung vào việc sửa đổi để tạo ra sự thống nhất về dư nợ tối đa với một khách hàng trong Luật các tổ chức tín dụng và nghị định 16/2001 của Chính phủ. Trong các văn bản Luật cần mở rộng loại tài sản cho thuê là bất động sản như nhà xưởng, đất đai... để đáp ứng kịp thời nhu cầu vốn

trung, dài hạn của các DN. Xem xét sửa đổi quy định về vốn điều lệ để tạo điều kiện phát triển thêm nhiều công ty cho thuê tài chính, tạo ra môi trường cạnh tranh mạnh, nhằm thúc đẩy hình thức cho thuê tài chính phát triển. Chỉ có một hệ thống pháp luật đồng bộ mới giúp hoạt động cho thuê tài chính đi vào nề nếp, có định hướng. Hơn nữa, với hệ thống pháp luật về cho thuê tài chính đồng bộ sẽ góp phần giúp cho chủ sở hữu, các công ty cho thuê tài chính và các DN thuê tài chính tuân thủ pháp luật, thực hiện đúng chức năng, nhiệm vụ, quyền và lợi ích được pháp luật ghi nhận, bảo vệ.

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

#### **3.1.4 Đẩy mạnh phát triển thị trường tín dụng ngân hàng.**

Phát triển hình thức tín dụng ngân hàng. Đẩy mạnh huy động vốn trung và dài hạn của các Ngân hàng thương mại. Hiện nay, người dân chưa có thói quen gửi tiết kiệm trung và dài hạn, mặc dù tiền gửi có kỳ hạn chiếm đến 80% vốn huy động, nhưng tiền gửi có kỳ hạn ngắn dưới 1 năm lại chiếm đến 50% vốn huy động của các ngân hàng. Các ngân hàng thương mại hiện đã có loại hình tiền gửi trung và dài hạn nhưng chưa thu hút được người dân. Nguyên nhân là do người dân chưa thực sự tin tưởng để có thể gửi tiền dài hạn vào hệ thống ngân hàng; sổ tiết kiệm và các loại hình tiền gửi không có khả năng chuyển nhượng trên thị trường thứ cấp; chênh lệch về lãi suất giữa gửi tiền dài hạn và ngắn hạn chưa đủ sức hấp dẫn người gửi tiền; những cơn sốt của thị trường bất động sản đã thu hút một lượng lớn vốn đầu tư dài hạn vào bất động sản ... Vì vậy, để thu hút tiền gửi dài hạn, trước hết cần lành mạnh hoá, củng cố hệ thống các Ngân hàng thương mại, tạo cho người dân niềm tin để họ có thể yên tâm gửi tiền dài hạn vào hệ thống ngân hàng. Có chính sách lãi suất phù hợp, tạo động lực cho người dân gửi tiết kiệm dài hạn. Tạo ra tính thanh khoản cao cho thị trường giao dịch các giấy tờ có giá.

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

quyền chủ động cho các ngân hàng thương mại trong lĩnh vực phát hành các công cụ huy động vốn trung và dài hạn.

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

Đổi mới điều hành chính sách lãi suất khuyến khích huy động vốn trung và dài hạn. Hiện nay về cơ bản, lãi suất đã được tự do hoá, tuy nhiên, khả năng can thiệp để điều chỉnh lãi suất bằng các công cụ gián tiếp, thông qua nghiệp vụ thị trường mở của Ngân hàng Nhà nước là rất hạn chế. Do đó, khi lãi suất huy động bị đẩy lên quá cao, ngân hàng Nhà nước tỏ ra lúng túng trong việc điều tiết, gây khó khăn trong công tác huy động vốn, nhất là vốn trung và dài hạn của hệ thống ngân hàng thương mại. Vì vậy, Ngân hàng Nhà nước cần có các giải pháp hoàn thiện các công cụ gián tiếp trong điều hành chính sách tiền tệ, hoàn thiện nghiệp vụ thị trường mở để có đủ năng lực điều tiết cung cầu về vốn, điều chỉnh lãi suất tạo thuận lợi cho hoạt động huy động vốn trung và dài hạn của các ngân hàng thương mại.

Áp dụng hình thức cho vay đồng tài trợ của các ngân hàng thương mại. Các dự án đầu tư trung và dài hạn thường là các dự án có quy mô lớn, nhu cầu về vốn cao, vì vậy, các ngân hàng thương mại Việt Nam thường gặp khó khăn trong việc cho vay do tiềm lực tài chính hạn chế. Giải pháp quan trọng để đẩy mạnh cho vay trung và dài hạn là tăng tiềm lực tài chính của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Trong thời gian tới, để đẩy mạnh cho vay trung và dài hạn, các ngân hàng thương mại có thể sử dụng hình thức cho vay đồng tài trợ. Hình thức cho vay này sẽ phần nào giải quyết khó khăn do hạn chế về tiềm lực tài chính, đồng thời chia sẻ rủi ro giữa các ngân hàng tham gia đồng tài trợ.

Hoàn thiện cơ chế, chính sách tín dụng ngân hàng theo hướng mở rộng quyền tự quyết, tự chịu trách nhiệm cho tổ chức tín dụng, tạo môi trường kinh doanh thuận lợi, hiệu quả và minh bạch cho hoạt động tín dụng ngân hàng. Cụ thể như: sửa đổi quy chế tiền gửi tiết kiệm theo hướng linh hoạt nhằm khuyến khích người dân gửi tiền vào hệ thống ngân hàng. Sửa đổi cơ chế cho vay theo hướng quy định các tổ chức tín dụng tự xem xét, quyết định việc cho vay có bảo



đảm hoặc không có bảo đảm bằng tài sản, chủ động quyết định lãi suất huy động và lãi suất cho vay trên cơ sở cung cầu vốn thị trường, mức độ tín nhiệm của khách hàng. Sửa đổi quy chế phát hành giấy tờ có giá, trong đó quy định tổ chức tín dụng được chủ động phát hành giấy tờ có giá ngắn hạn mà không phải đề nghị Ngân hàng Nhà nước chấp thuận.

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

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

### **3.2 Nâng cao năng lực quản trị DN, quản trị cơ cấu vốn của các công ty, đa dạng hóa cơ cấu tài trợ trong cơ cấu vốn.**

#### **3.2.1 Nâng cao năng lực quản trị DN.**

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

đầu tư. Và McKinsey đã thực hiện cuộc khảo sát về các nhà đầu tư là tổ chức trên toàn thế giới về mức độ quan trọng của quản trị DN mà họ đánh giá. Kết quả của cuộc khảo sát bao gồm: Khi đưa ra quyết định đầu tư, một tỷ lệ lớn các nhà đầu tư là tổ chức đánh giá vấn đề quản trị DN cũng quan trọng ngang bằng với hoặc thậm chí quan trọng hơn kết quả tài chính của công ty. Điều này đặc biệt đúng ở các thị trường mới nổi, bao gồm 82% các nhà đầu tư là tổ chức được hỏi ở Châu Á. Ngược lại, cuộc khảo sát cũng cho thấy 60% các nhà đầu tư là tổ chức sẽ tránh đầu tư vào các công ty mà có các tiêu chuẩn quản trị DN yếu kém. Một tỷ lệ đa số khá lớn các nhà đầu tư là tổ chức sẵn lòng trả một khoản phụ trội cho cổ phần của các công ty có các tiêu chuẩn quản trị DN tốt. Ở châu Á, 78% các nhà đầu tư được hỏi trả lời họ sẵn lòng trả một khoản phụ trội như thế. Một nghiên cứu khác của công ty McKinsey về 100 CtyNY ra công chúng lớn nhất ở Thái Lan cho thấy các công ty Thái Lan có được hệ thống quản trị DN tốt nhất có giá trị thị trường trung bình cao hơn 45% so với mức trung bình của các công ty ở nhóm thấp về các tiêu chuẩn quản trị DN. Thêm vào đó, nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới đã khẳng định mối tương quan chặt chẽ giữa quản trị DN với cả kết quả hoạt động và giá thị trường của công ty. Cụ thể là khi có sự thay đổi một đơn vị lệch chuẩn của các thông lệ quản trị DN thì sẽ làm tăng trung bình 23% giá trị của công ty.

Như vậy, những nghiên cứu trên cho thấy rằng có sự tương quan chặt chẽ giữa việc thực hiện quản trị công ty với giá cổ phiếu và kết quả hoạt động của công ty nói chung. Theo đó, quản trị tốt sẽ mang lại hiệu quả cao cho nhà đầu tư, nhiều lợi ích hơn cho các thành viên khác trong công ty. Kết quả là các nhà đầu tư sẽ sẵn sàng trả giá cao hơn cho cổ phiếu của những công ty quản trị tốt. Các ngân hàng cũng sẵn sàng cho vay, thậm chí với lãi suất thấp hơn, vì quản trị tốt sẽ làm giảm khả năng các khoản vay sẽ được sử dụng không đúng mục đích và tăng khả năng công ty sẽ trả các khoản vay đầy đủ và đúng hạn. Từ đó, làm cho khả năng tiếp cận các nguồn vốn khác nhau của công ty trở nên dễ dàng hơn. Ngược lại, quản trị không tốt thường dẫn đến những hậu quả xấu, thậm chí phá sản công ty. Sự sụp đổ của một số công ty lớn trên thế giới như Enron, Tyco International, Daewoo, WorldCom... hay những vụ bê bối ở các Tổng công ty nhà nước lớn của Việt Nam như PetroVietnam, VNPT, SEAPRODEX đều có nguyên nhân sâu xa từ việc thực hiện quản trị DN không tốt.

Như vậy, một yêu cầu bức thiết với các CTCP nói chung và CtyNY nói riêng là phải nâng cao hiệu quả quản trị DN để tạo niềm tin đối với các nhà đầu

tư, từ đó nâng cao giá trị DN. Để nâng cao hiệu quả quản trị DN cần tập trung vào các nội dung chính như

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

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

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

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

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

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

Để tiếp cận được nguồn vốn nợ, các công ty nên thuê các tổ chức định mức tín nhiệm tiến hành đánh giá định mức tín nhiệm công ty của mình. Khi đã được đánh giá định mức tín nhiệm bởi tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín, công ty sẽ thuận lợi hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn. Qua định mức này, các tổ

chức cho vay, các nhà đầu tư có được những hiểu biết rõ ràng hơn về khả năng thanh toán nợ của công ty, đo lường mức độ rủi ro đối với khoản đầu tư tài chính của mình. Các tổ chức định mức tín nhiệm thường hoạt động với tư cách là tổ chức đánh giá trung gian, độc lập, chuyên nghiệp nên kết quả định mức tín nhiệm được xem là chuẩn mực khách quan. Do vậy, một khi công ty kinh doanh hiệu quả, có hệ số tín nhiệm cao thì định mức tín nhiệm là phương thức tốt để quảng bá hình ảnh của công ty. Ngoài ra, căn cứ vào hệ số tín nhiệm mà các tổ chức định mức tín nhiệm công bố, DN có thể ý thức được khả năng thanh toán nợ và khả năng huy động vốn của mình trên thị trường. Từ đó, có biện pháp xây dựng cơ cấu vốn, chính sách đầu tư thích hợp để phát triển công ty.

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

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

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

Trả lời các câu hỏi này tùy thuộc năng lực quản trị cơ cấu vốn của công ty. Bởi vì mỗi nguồn vốn, mỗi nguồn tài trợ đều có chi phí sử dụng khác nhau,

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

Với sự phát triển mạnh mẽ của TTCK, cũng với sự tham gia ngày càng nhiều của các nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư nước ngoài, thì áp lực đối với các CTCP niêm yết càng gia tăng. Đòi hỏi các công ty phải làm ăn có hiệu quả, tối đa hóa được lợi ích của nhà đầu tư, với một mức độ rủi ro mà các nhà đầu tư có thể chấp nhận được. Vì vậy các công ty phải điều chỉnh cơ cấu vốn sao cho làm tăng giá trị công ty, với rủi ro chấp nhận được.

Với tỷ lệ nợ ngắn hạn trong TTS cao, trong đó chủ yếu là các khoản phải trả người bán, phải trả nhân viên, phải nộp ngân sách nhà nước... với thời gian trả nợ không cố định làm cho hệ số nợ của các công ty tăng cao, thường xuyên thay đổi đã đưa công ty đối mặt với những rủi ro về khả năng thanh toán, và làm xấu hình ảnh của công ty trong mắt của các nhà đầu tư. Để giải quyết tình trạng này việc áp dụng mô hình quản trị vốn lưu động toàn diện là một giải pháp. Mô hình quản trị vốn lưu động toàn diện có tác động tích cực đến cân bằng tài chính và gia tăng hiệu quả mở rộng quy mô nợ vay. Các công ty nên gia tăng vòng quay hàng tồn kho, áp dụng mô hình quản lý hàng tồn kho hiện đại như mô hình quản lý hàng tồn kho đúng lúc, để giảm thiểu được lượng hàng tồn kho, từ đó làm giảm các khoản phải trả người bán. Khi các khoản này đã giảm thì khả năng gia tăng quy mô sử dụng nợ vay có lãi suất sẽ được nâng lên, từ đó tối ưu được cơ cấu vốn, góp phần nâng cao giá trị công ty. Bên cạnh đó các khoản phải thu của khách hàng công ty nên sử dụng hình thức bao thanh toán (Factoring) để thu hồi công nợ nhanh, giảm nhu cầu vốn lưu động. Các khoản phải trả cho nhà cung cấp công ty nên xem xét đến hình thức thương phiếu để có thể chủ động hơn trong thời gian thanh toán.

Sự mất cân đối trong tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, điều này đặt ra đối với quản trị cơ cấu vốn của công ty là phải làm sao điều chỉnh tỷ lệ này trở lại phù hợp. Một khi dự báo được tỷ lệ lạm phát sẽ gia tăng trong tương lai,

công ty có thể chuyển nợ ngắn hạn thành nợ dài hạn nhằm tận dụng lãi suất dài hạn thấp do lạm phát tăng. Đồng thời đáp ứng được những mục tiêu dài hạn của công ty.

Trong quản trị cơ cấu vốn, các công ty cần phải duy trì một cơ cấu vốn mục tiêu. Cơ cấu vốn đó phải đảm bảo được những nguyên tắc mà công ty đã đặt ra. Khi có sự thay đổi của thị trường tác động làm thay đổi cơ cấu vốn mục tiêu, các công ty phải nhanh chóng điều chỉnh để hướng đến cơ cấu vốn mục tiêu trở lại. Việc điều chỉnh này nhanh hay chậm phụ thuộc vào việc đa dạng hóa các nguồn tài trợ. Đa dạng hóa các nguồn tài trợ càng nhiều trong cơ cấu vốn thì việc điều chỉnh diễn ra càng nhanh và thuận lợi. Hiện nay trong cơ cấu vốn của mình các CTCP niêm yết chưa đa dạng được cơ cấu vốn tài trợ nên làm cho cơ cấu vốn chưa được tối ưu. Trong cơ cấu vốn của mình, các công ty cần phải đảm bảo một tỷ lệ phù hợp giữa vốn chủ sở hữu và nợ. Tỷ lệ này phụ thuộc vào hiệu quả kinh doanh, mức độ rủi ro mà công ty sẵn sàng chấp nhận, bên cạnh đó là phải làm gia tăng giá trị công ty. Các công ty cần phải tận dụng những lợi thế về quy mô, tài sản, hiệu quả kinh doanh, uy tín của công ty trong việc đa dạng hóa cơ cấu tài trợ cũng như gia tăng việc sử dụng nợ vay trong cơ cấu vốn với mức độ rủi ro có thể chấp nhận được. Các công ty cần tăng tỷ lệ nợ dưới hình thức trái phiếu công ty và thuê tài chính trong nguồn vốn nợ nhằm đa dạng hóa cơ cấu tài trợ, tạo điều kiện để dễ dàng điều chỉnh cơ cấu vốn khi cần.

Khi có nhu cầu vốn để đầu tư vào các dự án dài hạn, đầu tư vào tài sản cố định, đối với các công ty có quy mô và cơ cấu tài sản lớn, hiệu quả kinh doanh cao thì việc gia tăng sử dụng nợ vay dưới hình thức phát hành trái phiếu, vay ngân hàng nhằm tận dụng những lợi ích do “lá chắn thuế” mang lại nhằm làm gia tăng lợi ích của cổ đông, và làm tăng giá trị của công ty, trong khi vẫn duy trì được quyền kiểm soát công ty do không phải chia sẻ quyền lực với cổ đông mới như hình thức tài trợ bằng VCP, là một lựa chọn nên được ưu tiên. Đối với các công ty có quy mô và cơ cấu tài sản ở mức trung bình, khi cần vốn để đầu tư mở rộng hoạt động SXKD công ty có thể xem xét đến việc phát hành thêm cổ phiếu để huy động. Việc phát hành thêm cổ phiếu có thể thực hiện dưới hình thức phát hành mới và niêm yết trên TTCK, hoặc trả cổ tức bằng cổ phiếu và công ty sử dụng lợi nhuận để đáp ứng nhu cầu vốn của mình. Huy động vốn qua phát hành cổ phiếu sẽ làm cho quy mô công ty tăng lên, tạo ra vị thế mới cho công ty trong hoạt động kinh doanh của mình. Ngoài ra, nguồn tài trợ dưới hình thức thuê tài chính cũng là nguồn tài trợ quan trọng mà công ty không thể bỏ qua. Hình thức tài trợ này rất phù hợp với công ty có quy mô vừa và nhỏ nó đáp ứng được nhu

cầu đổi mới công nghệ, đặc biệt là khi môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt thì việc đổi mới công nghệ là điều kiện rất quan trọng giúp cho công ty có thể tồn tại và phát triển. Mặt khác, với việc vay vốn ngân hàng đang gặp nhiều khó khăn do công ty có quy mô vừa và nhỏ tài sản thế chấp không nhiều thì thuê tài chính là biện pháp tốt nhất cho công ty nhằm đạt được mục tiêu đổi mới công nghệ mà không cần sự chuẩn bị lớn về vốn, bởi vì, khi vay theo hình thức thông thường, tài sản công ty đem thế chấp thường bị ngân hàng định giá thấp. Mặt khác, công ty cũng không được xét cho vay bằng với giá trị tài sản thế chấp mà bị khống chế ở mức tối đa thông thường khoảng dưới 80% giá trị tài sản thế chấp, trong khi đó với phương thức cho thuê tài chính thì công ty có thể được cho vay với giá trị hợp đồng lớn hơn giá trị tài sản của DN. Căn cứ để ra quyết định cho thuê tài chính đối với công ty là phương án kinh doanh có hiệu quả chứ không đặt nặng vấn đề tài sản thế chấp cũng như việc bảo lãnh của bên thứ ba. Vì vậy công ty sẽ dễ dàng tiếp cận nếu chứng minh được tính khả thi của dự án. Bên cạnh đó công ty cũng nên tìm kiếm nguồn tài trợ qua hình thức tín dụng ngân hàng, phát hành trái phiếu nếu có thể được, nhằm đa dạng hóa trong cơ cấu tài trợ. Đối với các công ty làm ăn kém hiệu quả, quy mô nhỏ, cơ cấu tài sản thấp, khi có nhu cầu về vốn để mở rộng hoạt động SXKD, sẽ khó tìm nguồn tài trợ từ VCP, phát hành trái phiếu, vay ngân hàng... Khi đó nguồn tài trợ từ các quỹ đầu tư là phù hợp nhất với công ty. Với những khả năng và lợi thế của mình, các quỹ đầu tư sẽ thẩm định các dự án, và sẽ tài trợ vốn nếu các dự án đó khả thi. Từ đó giúp cho công ty có thể mở rộng kinh doanh và nâng cao hiệu quả hoạt động của mình.

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

### **3.3 Đề xuất cơ cấu tài trợ cho các CtyNY được khảo sát.**

Lợi ích của tài trợ nợ với lãi suất cố định đôi khi lại có thể là điểm bất lợi. Bởi vì nợ được xem là chi phí tài chính cố định, dù công ty có hoạt động ra sao,

thu nhập nhiều hay thậm chí đang thua lỗ thì công ty vẫn phải đảm bảo việc trả lãi vay đúng kỳ hạn và trả nợ gốc khi đáo hạn, do vậy sự gia tăng nợ của công ty cũng đồng nghĩa với việc gia tăng thêm rủi ro tài chính. Đối với một công ty được kỳ vọng làm ăn tốt thì tài trợ nợ có thể được sử dụng thường xuyên với mức chi phí thấp hơn so với tài trợ bằng VCP. Tuy nhiên, nếu công ty không thể vận hành tốt để tạo ra lượng tiền mặt đủ lớn, thì chi phí lãi vay lúc này có thể là một gánh nặng. Vì vậy, để xây dựng cơ cấu vốn cho công ty cần phải căn cứ vào kết quả kinh doanh, rủi ro mà công ty đang phải đối mặt, cũng như khả năng mở rộng sử dụng nợ của công ty... Căn cứ vào kết quả phân tích về cơ cấu vốn của các CtyNY, luận văn xin đề nghị cơ cấu tài trợ cho các CTCP niêm yết được khảo sát như sau:

**Thực hiện cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ từ 10% đến 20%:** Cơ cấu tài trợ này có thể được áp dụng với các công ty như DPC, HAS. Đây là những công ty có hiệu quả kinh doanh rất thấp, cơ cấu tài sản lạc hậu, năng lực cạnh tranh thấp. Trong khi hiện nay các công ty này đang có một tỷ lệ nợ tương đối cao (DPC là 40,1%, HAS là 77,8%) trong đó chủ yếu là các khoản nợ ngắn hạn. Trong nợ ngắn hạn thì các khoản phải trả người bán, nhân viên... chiếm tỷ lệ khá cao. Điều này đã làm cho hệ số nợ của các công ty tăng cao, đưa công ty đối diện với những rủi ro về khả năng thanh toán, và làm xấu hình ảnh của công ty trong mắt nhà đầu tư. Để khắc phục tình trạng này các công ty cần tăng cường quản lý vốn lưu động một cách hiệu quả, đặc biệt là các khoản phải thu, phải trả và hàng tồn kho. Các công ty phải tái cấu trúc lại sản xuất, nâng cao hoạt động SXKD thông qua việc cắt giảm những sản phẩm sản xuất không hiệu quả, sức cạnh tranh trên thị trường thấp. Tập trung vào những sản phẩm công ty có lợi thế. Thực hiện cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ thấp sẽ giúp các công ty giảm thiểu được rủi ro trong điều kiện kinh doanh kém hiệu quả, và tập trung vào việc củng cố lại việc quản lý và sử dụng vốn cũng như củng cố lại cơ cấu sản xuất cho phù hợp. Khi tình hình kinh doanh của công ty đã đạt được những kết quả khả quan, sẽ từng bước nâng cao tỷ lệ nợ vay phục vụ cho nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất, đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của thị trường, bên cạnh đó cũng sẽ tận dụng được những lợi ích tích cực do đòn cân nợ mang lại.

**Thực hiện cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ từ 20% đến 30%:** Cơ cấu tài trợ này có thể được áp dụng với các công ty như: LAF, CAN, KHA, SAV, AGF, TS4, HAP, REE, TRI. Đây là những công ty có hiệu quả hoạt động kinh doanh gần bằng với lãi suất ngân hàng nên hiệu quả sử dụng của đòn cân nợ là không đáng kể. Trong tỷ lệ nợ thì chủ yếu vẫn là các khoản nợ ngắn hạn, nên điều cần thiết



là các công ty này cần tăng cường quản lý vốn lưu động, nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, và giảm tỷ lệ nợ xuống thấp hơn. Tỷ lệ nợ cao, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn, trong khi đó cơ cấu tài sản lại tương đối lạc hậu, nên ngoài việc tăng cường quản lý vốn lưu động nhằm giảm tỷ lệ nợ, các công ty cần tăng cường vốn chủ sở hữu từ lợi nhuận giữ lại bằng cách xây dựng một chính sách phân phối cổ tức phù hợp. Cũng như tăng cường vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu trên TTCK để có nguồn vốn dài hạn đầu tư vào tài sản cố định nhằm nâng cao sức cạnh tranh của sản phẩm trên thị trường. Khi đã giảm được tỷ lệ nợ ngắn hạn xuống thấp, các công ty có thể phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi để tạo nguồn vốn dài hạn đầu tư vào tài sản cố định, cũng như đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn khác của công ty. Các công ty có thể tiến hành liên doanh, liên kết để mở rộng kinh doanh, nhằm hạn chế tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn góp phần hạn chế rủi ro khi tình hình hoạt động SXKD không thuận lợi.

**Thực hiện cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ từ 30% đến 40%:** Cơ cấu tài trợ này có thể được áp dụng với các công ty như: TMS, GIL Đây là những công ty có tình hình hoạt động kinh doanh tương đối khả quan. Với cơ cấu vốn như vậy sẽ giúp cho các công ty đầu tư mở rộng sản xuất, đổi mới công nghệ, nâng cao năng lực cạnh tranh. Mặt khác, sẽ tận dụng được những hiệu ứng tích cực của đòn cân nợ làm gia tăng giá trị công ty và giá trị vốn chủ sở hữu. Theo số liệu khảo sát, cơ cấu vốn của các công ty này có tỷ lệ nợ gần như ở mức được đề nghị. Tuy nhiên, trong tỷ lệ nợ vẫn chủ yếu là nợ ngắn hạn, nên các công ty một mặt cần tăng cường quản lý vốn lưu động, một mặt phải xác định thời điểm thích hợp để chuyển nợ ngắn hạn thành nợ dài hạn nhằm tạo ra sự bền vững trong cơ cấu vốn. Khi có nhu cầu vốn cho đầu tư mở rộng sản xuất các công ty nên duy trì tỷ lệ nợ trên thông qua việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu hoặc vay ngân hàng...

**Thực hiện cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ từ 40% đến 50%:** Cơ cấu tài trợ này có thể được áp dụng với các công ty như: SAM, BPC, GMD. Đây là những công ty có tình hình hoạt động kinh doanh rất tốt. Với kết quả hoạt động kinh doanh tốt, việc gia tăng sử dụng nợ sẽ làm cho tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu tăng và làm gia tăng giá trị công ty. Tuy nhiên, khi khảo sát các công ty này có tỷ lệ nợ tương đối thấp (SAM: 35,8%, BPC: 12,1%, GMD: 28,4%), do vậy đã không tận dụng hết được những lợi ích do đòn cân nợ mang lại. Để tận dụng hết được những lợi ích do đòn cân nợ mang lại, các công ty này cần chủ động xây dựng những dự án khả thi để đầu tư mở rộng quy mô kinh doanh bằng nguồn vốn vay trung, dài hạn, để tăng tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn trong khoảng từ 40% đến 50%

nhằm tận dụng hiệu ứng tích cực của đòn cân nợ, góp phần tăng hiệu quả sử dụng của vốn chủ sở hữu và làm tăng giá trị công ty.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

Trên cơ sở phân tích thật trạng của các CtyNY ở chương 2, trong chương 3 luận văn tập trung vào việc đưa ra giải pháp nhằm xây dựng cơ cấu vốn cho các công ty.

Để xây dựng được cơ cấu vốn tối ưu, các công ty cần phải có khả năng tiếp cận dễ dàng với các nguồn vốn khác nhau, và phải có năng lực trong việc quản trị DN, và quản trị cơ cấu vốn. Trên quan điểm đó, luận văn đã đưa ra những giải pháp nhằm phát triển các loại thị trường vốn như thị trường tiền tệ, thị trường tín dụng ngân hàng, TTCK, thị trường thuê mua... nhằm giúp các công ty dễ dàng hơn trong việc tiếp cận các nguồn vốn khác nhau. Cũng với việc phát triển các loại thị trường vốn, luận văn cũng đã đưa ra những giải pháp nhằm nâng cao năng lực quản trị DN, năng lực quản trị cơ cấu vốn cho các công ty. Cũng như việc đa dạng hóa cơ cấu tài trợ trong cơ cấu vốn của các CtyNY.

Cuối cùng, luận văn cũng đã đề xuất một vài cơ cấu tài trợ cho các công ty cổ phần niêm yết được khảo sát căn cứ vào tình hình thực tế của từng công ty.

## KẾT LUẬN

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

Bằng phương pháp duy vật biện chứng, kết hợp với phân tích thống kê, phương pháp hồi quy, phương pháp tổng hợp để phân tích, đánh giá về cơ cấu vốn của các CTCP niêm yết trên TTCK, toàn bộ luận văn đã hệ thống hoá được những cơ sở lý luận chung về cơ cấu vốn và hoạch định cơ cấu vốn. Cũng như phân tích thực trạng về cơ cấu vốn của các CtyNY thời gian qua để thấy rõ những tồn tại, bất cập trong cơ cấu vốn của các CtyNY. Từ đó đề ra những giải pháp nhằm hoàn thiện cơ cấu vốn cho các CtyNY trong thời gian tới.

Hy vọng rằng những giải pháp mà luận văn đưa ra sẽ góp phần hoàn thiện cơ cấu vốn nhằm nâng cao hơn nữa hiệu quả hoạt động kinh doanh của các CtyNY trong thời gian tới.

## Tài liệu tham khảo

### Tiếng Việt

1. Nguyễn Tú Anh, Nguyễn Thu Thủy (2005), “Các cơ sở lý luận cơ bản để nghiên cứu và lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp”, *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, (Số tháng 5).
2. Nguyễn Thị Diễm Châu (chủ biên) (1999), *Tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Tài chính.
3. Nguyễn Trọng Cơ (2006), “Những điểm cần quan tâm khi đánh giá chính sách huy động vốn”, *Tạp chí Thuế nhà nước*, (Số tháng 5).
4. Nguyễn Trọng Cơ (2006), “Cơ cấu nguồn vốn của công ty cổ phần những điểm cần quan tâm khi đánh giá chính sách huy động vốn”, *Tạp chí nghiên cứu tài chính kế toán*, (Số tháng 6).
5. Nguyễn Viết Huấn (2006), *Giải pháp nâng cao hiệu quả huy động vốn và hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam*, Luận văn thạc sỹ kinh tế, Trường đại học kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
6. Đàm Văn Huệ (2005), “Bàn về điều kiện để xác lập một cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, (Số tháng 10).
7. Nguyễn Ngọc Hùng (1998), *Lý thuyết tài chính-tiền tệ*, Nhà xuất bản thống kê.
8. Nguyễn Thị Minh Huyền (2005), “Xác định cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp”, *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, (Số tháng 2).
9. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thống kê.
10. Mekông Capital, báo cáo về “*Đề nghị các thông lệ tốt trong quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam*”, ngày 11 tháng 11 năm 2003.
11. Đỗ Đức Minh (2006), *Tài chính Việt Nam 2001-2010*, Nhà xuất bản Tài chính.
12. Phạm Văn Năng (2004), “Sự hình thành giá cả chứng khoán dưới góc độ lý thuyết”, *Tạp chí phát triển kinh tế*, (Số tháng 4).
13. Đặng Thị Việt Đức (2006), “Lý thuyết cấu trúc vốn và khả năng áp dụng với các doanh nghiệp cổ phần hoá”, *Tạp chí Thuế nhà nước*, (Số tháng 8).

14. Trần Ngọc Thơ (chủ biên) (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản Thống kê.
15. Nguyễn Thị Uyên Uyên (2002), *Tái cấu trúc tài chính ở các doanh nghiệp nhằm thu hút và sử dụng hiệu quả vốn đầu tư*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường đại học kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
16. Quyết định: 163/2003/QĐ-TTg; 238/2005/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ.
17. Nghị định: 144/2003/NĐ-CP; 52/2006/NĐ-CP; 16/2001/ NĐ-CP; 65/2005/ NĐ-CP của Chính phủ.
18. Luật chứng khoán; Luật các tổ chức tín dụng; Pháp lệnh thương phiếu.

### **Tiếng Anh.**

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

### **Các Website:**

1. [WWW.CENTRALBANK.VN](http://WWW.CENTRALBANK.VN)
2. [WWW.MOI.GOV.VN](http://WWW.MOI.GOV.VN)
3. [WWW.BVSC.COM.VN](http://WWW.BVSC.COM.VN)
4. [WWW.VNDIRECT.VN](http://WWW.VNDIRECT.VN)
5. [WWW.VIR.COM.VN](http://WWW.VIR.COM.VN)
6. [WWW.MOF.GOV.VN](http://WWW.MOF.GOV.VN).

**PHỤ LỤC 1****Danh sách các công ty cổ phần niêm yết được khảo sát**

<b>STT</b>	<b>TÊN CÔNG TY</b>	<b>MÃ CHỨNG KHOÁN</b>
<b>1</b>	Công ty cổ phần Thủy sản An Giang	<b>AGF</b>
<b>2</b>	Công ty cổ phần Bao bì Bím Sơn	<b>BPC</b>
<b>3</b>	Công ty cổ phần Đồ hộp Hạ Long	<b>CAN</b>
<b>4</b>	Công ty cổ phần Nhựa Đà Nẵng	<b>DPC</b>
<b>5</b>	Công ty cổ phần SXKD và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh	<b>GIL</b>
<b>6</b>	Công ty cổ phần xây lắp bưu điện Hà Nội	<b>HAS</b>
<b>7</b>	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	<b>GMD</b>
<b>8</b>	Công ty cổ phần Giấy Hải Phòng	<b>HAP</b>
<b>9</b>	Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội	<b>KHA</b>
<b>10</b>	Công ty cổ phần Chế biến hàng Xuất khẩu Long An	<b>LAF</b>
<b>11</b>	Công ty cổ phần Cơ điện lạnh	<b>REE</b>
<b>12</b>	Công ty cổ phần Cáp & vật liệu viễn thông	<b>SAM</b>
<b>13</b>	Công ty cổ phần Hợp tác kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex	<b>SAV</b>
<b>14</b>	Công ty cổ phần Kho vận giao nhận Ngoại thương TP.HCM	<b>TMS</b>
<b>15</b>	Công ty cổ phần Nước giải khát Sài Gòn	<b>TRI</b>
<b>16</b>	Công ty cổ phần Thủy sản số 4	<b>TS4</b>

Số liệu dùng để phân tích được lấy từ các báo cáo tài chính gồm: Bảng cân đối kế toán; Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, từ năm 2002 đến năm 2005 được đăng tải tại trang web [WWW.VNDIRECT.COM](http://WWW.VNDIRECT.COM)

## PHỤ LỤC 2

**Tốc độ tăng trưởng của doanh thu và lãi trước thuế của các CtyNY  
giai đoạn 2002-2005**

Công ty	Chỉ tiêu	Năm				Bình quân trong kỳ
		2005	2004	2003	2002	
AGF	Doanh thu	786.182	883.401	490.862	531.555	
	Lãi trước thuế	25.549	20.682	22.233	24.475	
	% tăng doanh thu	89,0%	180,0%	92,3%	100,0%	113,9%
	% tăng lãi trước thuế	123,5%	93,0%	90,8%	100,0%	101,4%
BPC	Doanh thu	120.431	100.335	76.424	64.645	
	Lãi trước thuế	9.183	8.066	10.522	9.856	
	% tăng doanh thu	120,0%	131,3%	118,2%	100,0%	123,0%
	% tăng lãi trước thuế	113,9%	76,7%	106,8%	100,0%	97,7%
DPC	Doanh thu	54.195	63.917	68.119	59.518	
	Lãi trước thuế	2.410	311	701	2.358	
	% tăng doanh thu	84,8%	93,8%	114,5%	100,0%	96,9%
	% tăng lãi trước thuế	774,8%	44,4%	29,7%	100,0%	100,7%
GMD	Doanh thu	871.204	824.439	569.833	500.435	
	Lãi trước thuế	164.713	154.926	114.518	122.997	
	% tăng doanh thu	105,7%	144,7%	113,9%	100,0%	120,3%
	% tăng lãi trước thuế	106,3%	135,3%	93,1%	100,0%	110,2%
HAS	Doanh thu	107.224	92.331	72.842	60.198	
	Lãi trước thuế	9.656	6.966	5.547	4.755	
	% tăng doanh thu	116,1%	126,8%	121,0%	100,0%	121,2%
	% tăng lãi trước thuế	138,6%	125,6%	116,7%	100,0%	126,6%
LAF	Doanh thu	784.550	521.319	327.997	259.216	
	Lãi trước thuế	8.033	30.789	6.883	10.850	
	% tăng doanh thu	150,5%	158,9%	126,5%	100,0%	144,7%
	% tăng lãi trước thuế	26,1%	447,3%	63,4%	100,0%	90,5%
SAM	Doanh thu	836.832	485.890	331.118	258.535	
	Lãi trước thuế	111.736	79.365	69.001	58.022	
	% tăng doanh thu	172,2%	146,7%	128,1%	100,0%	147,9%
	% tăng lãi trước thuế	140,8%	115,0%	118,9%	100,0%	124,4%
TMS	Doanh thu	128.751	129.003	118.614	77.984	
	Lãi trước thuế	19.710	16.428	15.511	10.991	
	% tăng doanh thu	99,8%	108,8%	152,1%	100,0%	118,2%

	% tăng lãi trước thuế	120,0%	105,9%	141,1%	100,0%	121,5%
TS4	Doanh thu	83.880	106.639	97.397	84.495	
	Lãi trước thuế	3.628	4.247	4.289	5.120	
	% tăng doanh thu	78,7%	109,5%	115,3%	100,0%	99,8%
	% tăng lãi trước thuế	85,4%	99,0%	83,8%	100,0%	89,2%
CAN	Doanh thu	191.543	197.069	120.017	111.429	
	Lãi trước thuế	9.826	3.279	3.544	8.492	
	% tăng doanh thu	97,2%	164,2%	107,7%	100,0%	119,8%
	% tăng lãi trước thuế	299,7%	92,5%	41,7%	100,0%	105,0%
GIL	Doanh thu	404.055	375.931	312.925	241.505	
	Lãi trước thuế	22.566	22.254	14.496	14.338	
	% tăng doanh thu	107,5%	120,1%	129,6%	100,0%	118,7%
	% tăng lãi trước thuế	101,4%	153,5%	101,1%	100,0%	116,3%
HAP	Doanh thu	129.644	122.606	113.196	93.922	
	Lãi trước thuế	15.295	14.322	11.237	9.242	
	% tăng doanh thu	105,7%	108,3%	120,5%	100,0%	111,3%
	% tăng lãi trước thuế	106,8%	127,5%	121,6%	100,0%	118,3%
KHA	Doanh thu	226.720	168.754	169.534	152.815	
	Lãi trước thuế	15.717	7.739	7.186	6.061	
	% tăng doanh thu	134,3%	99,5%	110,9%	100,0%	114,1%
	% tăng lãi trước thuế	203,1%	107,7%	118,6%	100,0%	137,4%
REE	Doanh thu	387.357	363.812	372.227	409.772	
	Lãi trước thuế	80.972	64.750	48.390	36.222	
	% tăng doanh thu	106,5%	97,7%	90,8%	100,0%	98,1%
	% tăng lãi trước thuế	125,1%	133,8%	133,6%	100,0%	130,8%
SAV	Doanh thu	345.694	332.153	288.205	200.088	
	Lãi trước thuế	18.506	18.162	16.481	14.673	
	% tăng doanh thu	104,1%	115,2%	144,0%	100,0%	120,0%
	% tăng lãi trước thuế	101,9%	110,2%	112,3%	100,0%	108,0%
TRI	Doanh thu	306.450	267.766	217.675	185.867	
	Lãi trước thuế	7.758	12.116	20.756	10.186	
	% tăng doanh thu	114,4%	123,0%	117,1%	100,0%	118,1%
	% tăng lãi trước thuế	64,0%	58,4%	203,8%	100,0%	91,3%

(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)



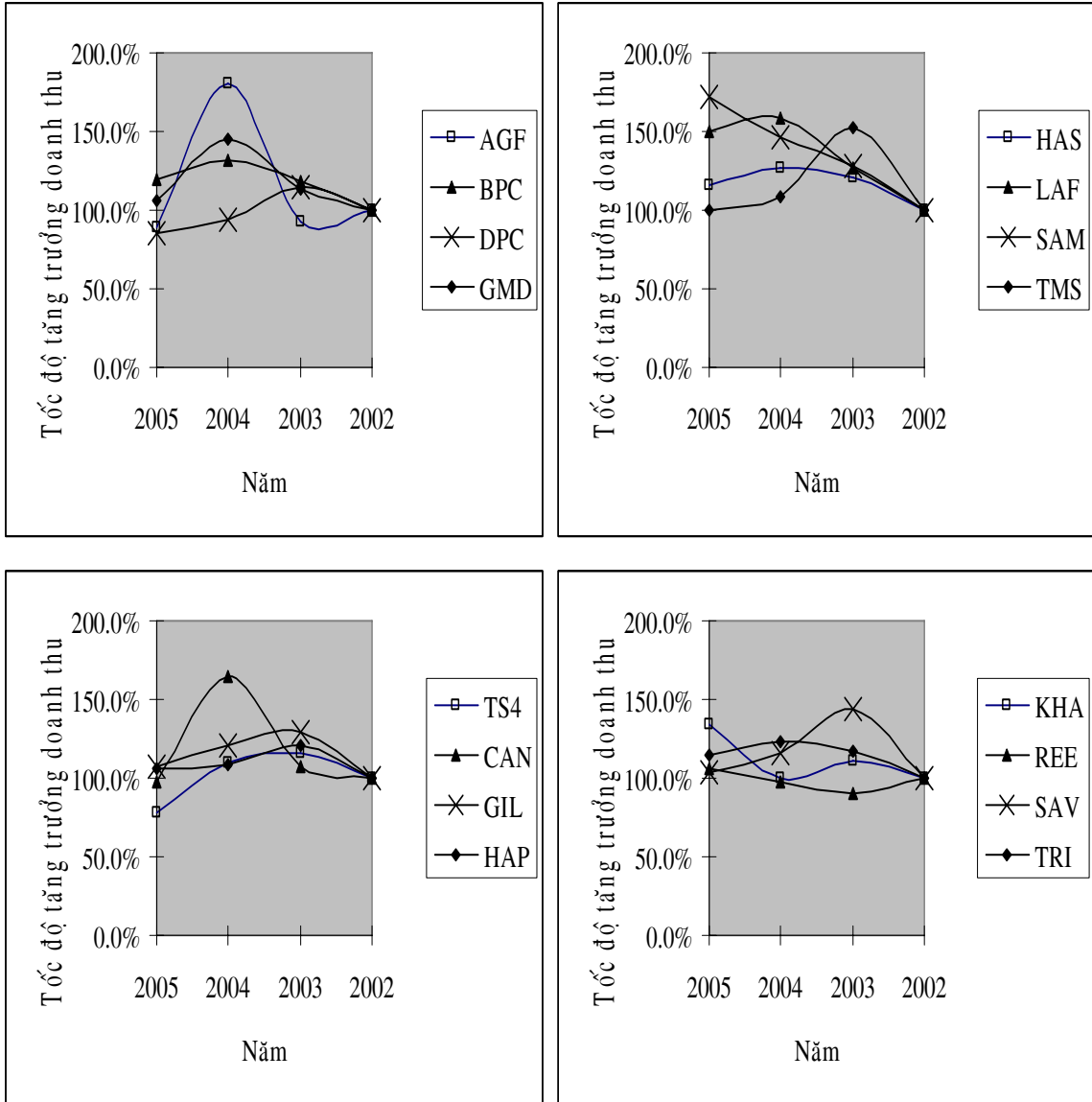
### PHỤ LỤC 3

#### Đặc tính của các nguồn tài chính của CTCP

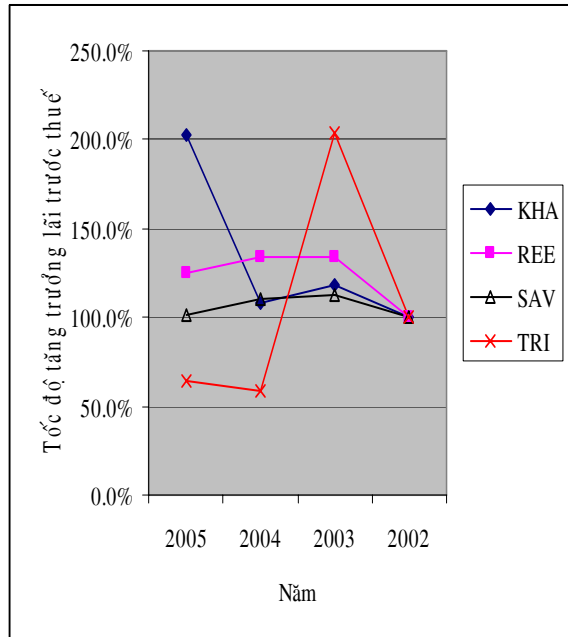
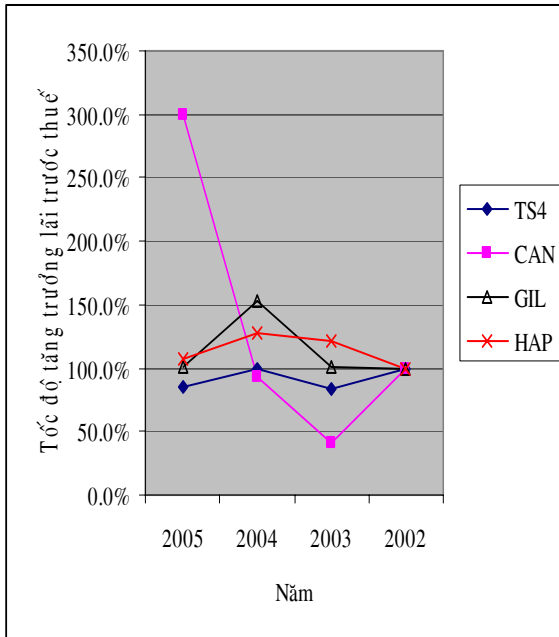
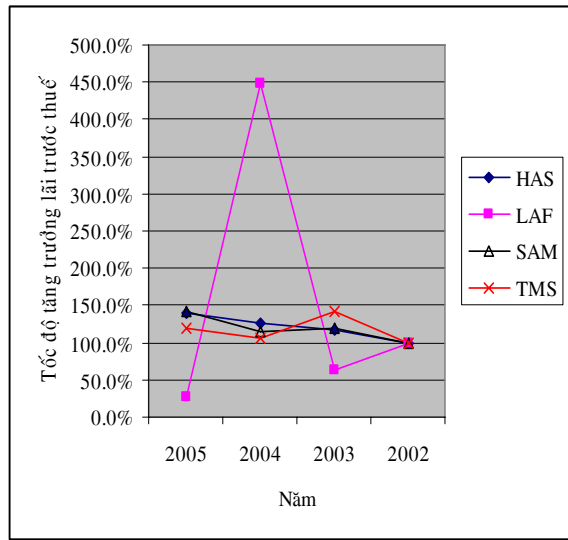
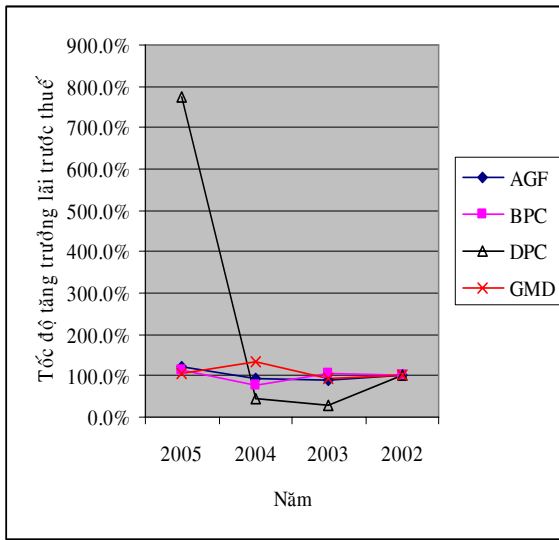
Nguồn tài chính	Nguồn cung	Thời hạn sử dụng	Chi phí sử dụng	Quy mô
VCP: Lợi nhuận giữ lại	Bản thân công ty	Tuỳ thuộc vào quyết định của công ty	Lợi nhuận	Phụ thuộc vào khả năng của công ty
Phát hành cổ phiếu	Mọi thành phần dân cư	Không giới hạn	Chi phí phát hành và trả cổ tức	Phụ thuộc vào mức độ quan tâm của nhà đầu tư
Vay ngân hàng	Các ngân hàng thương mại	Ngắn hạn và dài hạn	Lãi vay	Phụ thuộc vào đánh giá của ngân hàng
Phát hành trái phiếu	Mọi thành phần dân cư	Dài hạn	Lãi trái phiếu cố định	Phụ thuộc vào đánh giá của nhà đầu tư về tính cạnh tranh của lãi suất trái phiếu

## PHỤ LỤC 4

### Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các CtyNY giai đoạn 2002-2005



### Tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế của các CtyNY giai đoạn 2002-2005



## PHỤ LỤC 5

### Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi trước thuế của các CtyNY.

Công ty	Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng doanh thu	Hệ số phương sai của tốc độ tăng trưởng lãi trước thuế
AGF	0,43	0,20
BPC	0,14	0,23
DPC	0,22	3,87
GMD	0,20	0,20
HAS	0,12	0,18
LAF	0,35	2,01
SAM	0,40	0,18
TMS	0,25	0,19
TS4	0,22	0,27
CAN	0,32	1,16
GIL	0,13	0,26
HAP	0,11	0,13
KHA	0,17	0,52
REE	0,19	0,19
SAV	0,20	0,11
TRI	0,10	0,68
Trung bình	0.14	0.11

*(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)*

## PHỤ LỤC 6

### Hệ số nợ trung bình của các CtyNY giai đoạn 2002-2005

CHỈ TIÊU	CÔNG TY							
	AGF	BPC	DPC	GMD	HAS	LAF	SAM	TMS
Nợ/TTS	66,1%	12,1%	40,1%	28,4%	77,8%	68,6%	35,8%	42,7%
Nợ ngắn hạn/TTS	59,0%	11,5%	35,7%	25,5%	76,0%	67,5%	33,7%	33,7%
Vay ngắn hạn/TTS	35,7%	0,0%	25,4%	0,0%	4,2%	46,1%	15,7%	5,0%
Nợ dài hạn/TTS	5,2%	0,4%	4,3%	0,2%	1,5%	0,5%	0,0%	8,9%
Vay dài hạn/TTS	5,2%	0,4%	4,3%	0,1%	0,0%	0,5%	0,0%	8,9%
VCP/TTS	33,9%	87,9%	59,9%	71,6%	22,2%	31,4%	64,2%	57,3%
Nợ ngắn hạn/VCP	173,9%	13,1%	59,5%	35,6%	342,5%	215,0%	52,6%	58,8%
Vay ngắn hạn/VCP	105,3%	0,0%	42,3%	0,0%	18,8%	146,9%	24,4%	8,8%
Nợ dài hạn/VCP	15,3%	0,4%	7,2%	0,2%	6,9%	1,6%	0,0%	15,5%
Vay dài hạn/VCP	15,3%	0,4%	7,2%	0,2%	0,0%	1,6%	0,0%	15,5%

CHỈ TIÊU	CÔNG TY							
	TS4	CAN	GIL	HAP	KHA	REE	SAV	TRI
Nợ/TTS	50,3%	44,3%	49,3%	45,6%	76,3%	39,6%	67,7%	51,6%
Nợ ngắn hạn/TTS	50,0%	29,6%	49,3%	24,1%	64,8%	25,1%	64,5%	44,9%
Vay ngắn hạn/TTS	13,3%	12,3%	25,7%	1,9%	9,9%	3,9%	35,4%	6,9%
Nợ dài hạn/TTS	0,0%	14,3%	0,0%	21,0%	11,3%	14,1%	3,0%	0,4%
Vay dài hạn/TTS	0,0%	14,3%	0,0%	21,0%	11,3%	12,2%	3,0%	0,0%
VCP/TTS	49,7%	55,7%	50,7%	54,4%	23,7%	60,4%	32,3%	48,4%
Nợ ngắn hạn/VCP	100,7%	53,2%	97,2%	44,3%	273,6%	41,6%	199,8%	92,7%
Vay ngắn hạn/VCP	26,8%	22,1%	50,7%	3,5%	41,8%	6,4%	109,6%	14,2%
Nợ dài hạn/VCP	0,0%	25,7%	0,0%	38,5%	47,9%	23,3%	9,3%	0,8%
Vay dài hạn/VCP	0,0%	25,7%	0,0%	38,5%	47,9%	20,3%	9,3%	0,0%

(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)

## PHỤ LỤC 7

**Số liệu dùng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn.**

Công ty	Hệ số nợ (HSN)	Hiệu quả hoạt động kinh doanh	Cơ cấu tài sản (CCTS)	Quy mô (QM)	Hệ số phương sai
AGF	66,1%	8,8%	27,1%	41.791	43,4%
BPC	12,1%	14,5%	30,1%	38.000	13,5%
DPC	40,1%	4,6%	22,3%	15.873	22,0%
GMD	28,4%	17,7%	25,0%	215.828	20,1%
HAS	77,8%	4,9%	9,3%	14.000	11,7%
LAF	68,6%	7,6%	11,2%	19.098	35,2%
SAM	35,8%	15,4%	17,1%	178.500	40,3%
TMS	42,7%	13,7%	56,6%	27.500	25,0%
TS4	50,3%	9,7%	16,4%	15.000	22,1%
CAN	44,3%	6,8%	25,9%	34.999	31,8%
GIL	49,3%	13,6%	9,2%	28.375	13,2%
HAP	45,6%	10,1%	8,9%	26.221	10,6%
KHA	76,3%	6,1%	25,8%	25.650	16,6%
REE	39,6%	8,7%	31,6%	239.289	18,7%
SAV	67,7%	7,1%	18,3%	42.783	20,0%
TRI	51,6%	8,4%	17,5%	43.589	9,8%

*(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)*

## PHỤ LỤC 8

**Số liệu dùng để phân tích tính tối ưu của cơ cấu vốn.**

Chỉ tiêu	Công ty							
	AGF	BPC	DPC	GMD	HAS	LAF	SAM	TMS
EBIT (Tỷ đồng)	34,50	9,18	3,74	164,71	10,29	23,07	137,01	20,40
VCP (Tỷ đồng)	43,67	38,00	15,87	310,59	21,06	38,99	418,14	52,90
Vốn vay (Tỷ đồng)	74,63	-	11,10	-	5,29	125,34	210,62	5,74
Lãi vay (Tỷ đồng)	8,96	-	1,33	-	0,64	15,04	25,27	0,69
N <sub>dc</sub> (Triệu)	4,367	3,800	1,587	31,059	2,106	3,899	41,814	5,290
N <sub>c</sub> (Triệu)	11,830	3,800	2,697	31,059	2,635	16,433	62,876	5,864
EBIT <sub>trung bình</sub> (Tỷ đồng)	34,95	9,43	2,56	139,38	7,39	22,01	88,55	17,33
$\alpha$	2,87	1,07	1,04	24,37	2,20	11,19	34,93	2,80
EBIT <sub>hoà vốn</sub>	14,20	-	3,24	-	3,16	19,72	75,45	7,04
Z1	(8,24)	(9,78)	(0,35)	(6,72)	(2,92)	(1,21)	(1,38)	(4,68)
Xác suất EBIT < EBIT <sub>hoà vốn</sub>	0,000	0,000	0,363	0,000	0,001	0,113	0,083	0,000
Z2	(10,07)	(9,78)	(2,19)	(6,72)	(4,07)	(1,62)	(2,81)	(6,95)
Xác suất EBIT < Chi trả lãi đòi hỏi	0,000	0,000	0,013	0,000	0,000	0,052	0,002	0,000

*(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)*

Chỉ tiêu	Công ty							
	TS4	CAN	GIL	HAP	KHA	REE	SAV	TRI
EBIT (Tỷ đồng)	4,36	11,28	25,65	22,13	20,30	93,49	28,96	11,00
VCP (Tỷ đồng)	15,14	40,85	84,69	54,86	31,38	397,90	50,24	46,36
Vốn vay (Tỷ đồng)	6,13	12,15	25,66	56,92	38,18	104,30	87,15	27,00
Lãi vay (Tỷ đồng)	0,74	1,46	3,08	6,83	4,58	12,52	10,46	3,24
$N_{dc}$ (Triệu)	1,514	4,085	8,469	5,486	3,138	39,790	5,024	4,636
$N_c$ (Triệu)	2,127	5,300	11,035	11,178	6,956	50,220	13,739	7,336
EBIT <sub>trung bình</sub> (Tỷ đồng)	5,02	8,89	22,47	15,62	12,85	68,61	27,63	13,74
$\alpha$	0,67	2,74	4,41	6,33	5,12	19,71	3,94	4,71
EBIT <sub>hoà vốn</sub>	2,55	6,36	13,24	13,41	8,35	60,26	16,49	8,80
Z1	(4,69)	(1,92)	(3,09)	(1,35)	(1,88)	(1,42)	(3,83)	(2,05)
Xác suất EBIT < EBIT <sub>hoà vốn</sub>	0,000	0,274	0,001	0,088	0,030	0,077	0,000	0,020
Z2	(7,40)	(3,71)	(5,40)	(2,39)	(2,61)	(3,85)	(5,36)	(3,23)
Xác suất EBIT < Chi trả lãi đòi hỏi	0,000	0,000	0,000	0,008	0,004	0,000	0,000	0,001

(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)

Trong đó:  $N_{dc}$ : Số lượng cổ phần khi có sử dụng vốn vay  
 $N_c$ : Số lượng cổ phần khi không có sử dụng vốn vay  
 $\alpha$ : Tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh trong kỳ





**PHỤ LỤC 10****Quy mô vốn và cơ cấu tài sản của các CtyNY được khảo sát**

Công ty	AGF	BPC	DPC	GMD	HAS	LAF	SAM	TMS
Vốn điều lệ (triệu đồng)	41.791	38.000	15.873	347.957	16.000	19.098	234.000	33.000
Tài sản cố định/TTS	35,5%	38,6%	21,6%	24,3%	8,1%	7,6%	8,1%	50,6%
Công ty	TS4	CAN	GIL	HAP	KHA	REE	SAV	TRI
Vốn điều lệ (triệu đồng)	15.000	34.000	45.500	32.460	31.350	282.155	43.500	45.484
Tài sản cố định/TTS	18,8%	20,5%	6,1%	6,9%	27,4%	25,5%	16,7%	14,3%

*(Nguồn: số liệu được tính toán từ báo cáo tài chính của các CtyNY)*

## PHỤ LỤC 11

## Bảng phân phối chuẩn

$Z^*$	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
0.00	0.5000	0.4960	0.4920	0.4880	0.4840	0.4801	0.4761	0.4721	0.4681	0.4641
0.10	0.4602	0.4562	0.4522	0.4483	0.4443	0.4404	0.4364	0.4325	0.4286	0.4247
0.20	0.4207	0.4168	0.4129	0.4090	0.4052	0.4013	0.3974	0.3936	0.3897	0.3859
0.30	0.3821	0.3783	0.3745	0.3707	0.3669	0.3632	0.3594	0.3557	0.3520	0.3483
0.40	0.3446	0.3409	0.3372	0.3336	0.3300	0.3264	0.3228	0.3192	0.3156	0.3121
0.50	0.3085	0.3050	0.3015	0.2981	0.2946	0.2912	0.2877	0.2843	0.2810	0.2776
0.60	0.2743	0.2709	0.2676	0.2643	0.2611	0.2578	0.2546	0.2514	0.2483	0.2451
0.70	0.2420	0.2389	0.2358	0.2327	0.2296	0.2266	0.2236	0.2206	0.2177	0.2148
0.80	0.2119	0.2090	0.2061	0.2033	0.2005	0.1977	0.1949	0.1922	0.1894	0.1867
0.90	0.1841	0.1814	0.1788	0.1762	0.1736	0.1711	0.1685	0.1660	0.1635	0.1611
1.00	0.1587	0.1562	0.1539	0.1515	0.1492	0.1469	0.1446	0.1423	0.1401	0.1379
1.10	0.1357	0.1335	0.1314	0.1292	0.1271	0.1252	0.1230	0.1210	0.1190	0.1170
1.20	0.1151	0.1131	0.1112	0.1093	0.1075	0.1056	0.1038	0.1020	0.1003	0.0985
1.30	0.0968	0.0951	0.0934	0.0918	0.0901	0.0885	0.0869	0.0853	0.0838	0.0823
1.40	0.0808	0.0793	0.0778	0.0764	0.0749	0.0735	0.0721	0.0708	0.0694	0.0681
1.50	0.0668	0.0655	0.0643	0.0630	0.0618	0.0606	0.0594	0.0582	0.0571	0.0559
1.60	0.0548	0.0537	0.0526	0.0516	0.0505	0.0495	0.0485	0.0475	0.0465	0.0455
1.70	0.0446	0.0436	0.0427	0.0418	0.0409	0.0401	0.0392	0.0384	0.0375	0.0367
1.80	0.0359	0.0351	0.0344	0.0336	0.0329	0.0322	0.0314	0.0307	0.0301	0.0294
1.90	0.0287	0.0281	0.0274	0.0268	0.0262	0.2560	0.0250	0.0244	0.0239	0.0233
2.00	0.0228	0.0222	0.0217	0.0212	0.0207	0.0202	0.0197	0.0192	0.0188	0.0183
2.20	0.0139	0.0136	0.0132	0.0129	0.0125	0.0122	0.0119	0.0116	0.0113	0.0110
2.40	0.0082	0.0080	0.0078	0.0075	0.0073	0.0071	0.0069	0.0068	0.0066	0.0064
2.60	0.0047	0.0045	0.0044	0.0043	0.0041	0.0040	0.0039	0.0038	0.0037	0.0036
2.80	0.0026	0.0025	0.0024	0.0023	0.0023	0.0022	0.0021	0.0021	0.0020	0.0019
3.00	0.0013	0.0013	0.0013	0.0012	0.0012	0.0011	0.0011	0.0011	0.0010	0.0010
3.50	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002
4.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
4.50	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
5.00	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

( $Z^*$ : Là giá trị tuyệt đối của  $Z$ )