

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

TRẦN TẤN HÙNG

**TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN
CẤU TRÚC VỐN Ở CÔNG TY CỔ PHẦN
NIÊM YẾT CỦA VIỆT NAM**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

TP. Hồ Chí Minh-Năm 2008

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

TRẦN TẤN HÙNG

**TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN
CẤU TRÚC VỐN Ở CÔNG TY CỔ PHẦN
NIÊM YẾT CỦA VIỆT NAM**

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

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:
PGS.TS PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT**

TP. Hồ Chí Minh-Năm 2008

Những điểm mới của luận văn
“ Tác động của thuế thu nhập đến cấu trúc vốn
ở công ty cổ phần niêm yết của Việt Nam”

- Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS Phan Thị Bích Nguyệt.
- Học viên Trần Tấn Hùng.
- Khoá 15 sau đại học, năm học 2005-2008.

1. Nghiên cứu ứng dụng lý thuyết tài chính doanh nghiệp hiện đại trong hoạch định cấu trúc vốn của Doanh nghiệp Việt Nam nói chung và Công ty cổ phần niêm yết nói riêng. Cụ thể là vận dụng:

- Lý thuyết trật tự phân hạng.
- Lý thuyết sáp nhập.

2. Nghiên cứu tác động của chính sách thuế thu nhập, bao gồm thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân trong hoạch định cấu trúc vốn của Công ty cổ phần. Từ đó định hướng cho các nhà quản trị công ty hoạch định một cấu trúc vốn tối ưu, gồm sử dụng nợ và vốn cổ phần, nhằm tối đa hoá giá trị công ty và gia tăng lợi ích cho trái chủ và cổ đông.

3. Đề xuất những sửa đổi về chính sách thuế:

- Đảm bảo tính khoa học của chính sách thuế, trên cơ sở những nguyên lý cơ bản của kinh tế học là lợi ích được hưởng và khả năng nộp thuế.

- Về chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp: cần nghiên cứu ban hành biểu thuế suất lũy tiến từng phần, tạo điều kiện và định hướng cho các doanh nghiệp nói chung và công ty cổ phần niêm yết nói riêng hoạch định một cấu trúc vốn tối ưu trên cơ sở khai thác tối đa lợi ích từ chính sách thuế. Giúp cho các doanh nghiệp nói chung và công ty cổ phần niêm yết nói riêng gia tăng năng lực cạnh tranh và sử dụng hiệu quả thu nhập sau thuế để phát triển sản xuất kinh doanh.

- Về chính sách thuế cá nhân: cần sửa đổi phương pháp tính thuế đối với cổ tức chi trả bằng cổ phiếu. Điều chỉnh thuế suất đối với cổ tức chi trả bằng tiền và trái tức trái phiếu doanh nghiệp. Quy định thống nhất về phương pháp tính thuế đối với hoạt động chuyên nhượng vốn, trên cơ sở đó xây dựng biểu thuế suất lũy tiến từng phần đối với cổ tức, vừa đảm bảo việc phát triển thị trường cổ phiếu nhưng cũng đồng thời hạn chế việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Là cơ sở để các công ty cổ phần niêm yết ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định cấu trúc vốn, nhằm gia tăng tích lũy vốn và tái đầu tư.

4. Những giải pháp hỗ trợ cho những giải pháp từ góc độ doanh nghiệp và chính sách thuế đã đề xuất.

LỜI CAM ĐOAN

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

Tác giả luận văn

Trần Tấn Hùng

Danh mục các từ viết tắt

CTCP : Công ty cổ phần

CTTC : Cấu trúc tài chính

CTV : Cấu trúc vốn

CRA : (Credit Rating Agency) Tổ chức định mức tín nhiệm

CSKD : Cơ sở kinh doanh

DN : Doanh nghiệp

EBIT : (Earnings Before Interest and Taxes) Lợi nhuận trước thuế và lãi vay

EAT : (Earnings After Taxes) Lợi nhuận trước thuế

EBT : (Earnings Before Taxes) Lợi nhuận sau thuế

EPS : (Earnings Per Share) Thu nhập mỗi cổ phần

KT-XH : Kinh tế xã hội

OECD : (Organization of Economic of Countries Development) Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế

P/E : (Price-Earning ratio) Tỷ số giá thị trường trên thu nhập

ROE : (Return on Equity Ratio) Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần

SXKD : Sản xuất kinh doanh

TNDN : Thu nhập doanh nghiệp

TNCN : Thu nhập cá nhân

TTCK : Thị trường chứng khoán

WTO : (World Trade Organization) Tổ chức thương mại thế giới

WACC : Chi phí sử dụng vốn bình quân

Danh mục các bảng	Trang
Bảng 1.1: Xem xét mối tương quan giữa tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu với các cấu trúc tài chính khác nhau của DN XYZ	21
Bảng 1.2: Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần với EBIT = 120.000 đ	22
Bảng 1.3: Phân tích EBIT-EPS của DN XYZ	24
Bảng 1.4: Cấu trúc vốn của Intel Corporation, nhà cung cấp hàng đầu các bộ vi xử lý trong lĩnh vực công nghệ thông tin	30
Bảng 1.5: Cấu trúc vốn của Microsoft Corporation, nhà sản xuất hàng đầu các sản phẩm phần mềm máy tính	30
Bảng 1.6: Cấu trúc vốn của CocaCola Company, nhà sản xuất hàng đầu trên thế giới trong lĩnh vực sản xuất nước giải khát	31
Bảng 1.7: Tỷ lệ lãi suất của Ngân hàng trung ương Mỹ với những mức cơ bản từ năm 2004 đến 2007	32
Bảng 1.8: Biểu thuế thu nhập công ty của Mỹ từ năm 2000 đến 2007	32
Bảng 1.9: Tính toán hiện giá tấm chắn thuế của các DN điển hình ở Mỹ qua 3 năm 2005-2006-2007	33
Bảng 1.10: Biểu thuế suất thu nhập cá nhân của Mỹ từ năm 2000 đến 2007 đối với người nộp thuế độc thân và nộp thuế theo hộ gia đình	34
Bảng 1.11: Lợi thế của nợ và lợi ích từ chi trả cổ tức bằng lãi vốn	35
Bảng 2.1: Tỷ trọng nợ bình quân tính trên tổng nguồn vốn của các công ty niêm yết	38
Bảng 2.2: Tỷ trọng nợ ngắn hạn bình quân tính trên nguồn vốn của các công ty niêm yết	39
Bảng 2.3 Tỷ trọng nợ dài hạn bình quân tính trên nguồn vốn của các công ty niêm yết	40
Bảng 2.4 Một số tỷ số đòn cân tài chính của PPC qua 3 năm 2005-2006-2007 ..	41
Bảng 2.5: Một số tỷ số đòn cân tài chính của BT6 qua 3 năm 2005-2006-2007 ..	42
Bảng 2.6: Một số tỷ số đòn cân tài chính của FPT qua 3 năm 2005-2006-2007 ..	43
Bảng 2.7: Một số tỷ số đòn cân tài chính của IMP qua 3 năm 2005-2006-2007 ..	44
Bảng 2.8: Một số tỷ số đòn cân tài chính của AGF qua 3 năm 2005-2006-2007 ..	45
Bảng 2.9: Điều tra ý kiến doanh nghiệp về các khó khăn khi vay vốn đầu tư	48

Bảng 2.10: Tỷ lệ lãi suất cho vay đồng Việt Nam- Ngân hàng ngoại thương Việt Nam từ năm 2005 đến nay	49
Bảng 2.11: Tác động của nợ đến ROE của PPC năm 2007	52
Bảng 2.12: PPC với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007	53
Bảng 2.13: Tác động của nợ đến ROE của BT6 năm 2007	53
Bảng 2.14: BT6 với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007	54
Bảng 2.15: Tác động của nợ đến ROE của FPT năm 2007	55
Bảng 2.16: FPT với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007	56
Bảng 2.17: Tác động của nợ đến ROE của IMP qua 2 năm 2006-2007	57
Bảng 2.18: IMP với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007	58
Bảng 2.19: Tác động của nợ đến ROE của AGF năm 2007	59
Bảng 3.1 : Biểu thuế suất thuế TNDN lũy tiến trên cơ sở phân nhóm các DN theo số vốn chủ sở hữu và thu nhập chịu thuế	76
Bảng 3.2 Biểu thuế suất thuế TNCN đối với hoạt động đầu tư vốn	77

Danh mục các hình

Hình 1.1: Cấu trúc tài chính của Công ty cổ phần	4
Hình 1.2 : Đồ thị của hàm WACC chỉ có D biến thiên	10
Hình 1.3: Đồ thị của hàm WACC với sự gia tăng của D	11
Hình 1.4: Đòn cân tài chính của các công ty tại 4 quốc gia phát triển năm 1991 ...	30
Hình 2.1: Tỷ trọng nợ trên nguồn vốn qua các năm 2005-2006-2007.....	38
Hình 2.2: Tỷ trọng nợ ngắn hạn trên nguồn vốn qua các năm 2005-2006-2007.....	39
Hình 2.3: Tỷ trọng nợ dài hạn trên nguồn vốn qua các năm 2005-2006-2007	40
Hình 3.1: Mô hình ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng	68

MỤC LỤC

Trang phụ bìa	
Lời cam đoan	
Mục lục	
Danh mục các từ viết tắt	
Danh mục các bảng, biểu	
Danh mục các hình vẽ	
PHẦN MỞ ĐẦU	1
1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI	1
2. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU	2
2.1 Đối tượng nghiên cứu	2
2.2 Phạm vi nghiên cứu	2
3. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU.....	2
4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	2
5. CÁC NGUỒN TƯ LIỆU DỰ KIẾN	2
6. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI.....	2
7. CẤU TRÚC LUẬN VĂN.....	3
CHƯƠNG I: TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN CẤU TRÚC VỐN	4
1.1 TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN.....	4
1.1.1 Khái niệm	4
1.1.2 Sự cần thiết phải nghiên cứu cấu trúc vốn	5
1.1.3 Những nguyên tắc cơ bản khi xây dựng cấu trúc vốn của doanh nghiệp	5
1.1.3.1 Nguyên tắc tương thích.....	5
1.1.3.2 Nguyên tắc cân bằng tài chính	6
1.1.3.3 Nguyên tắc kiểm soát	7
1.1.3.4 Nguyên tắc tối đa hoá giá trị doanh nghiệp thông qua đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận	7
1.1.3.5 Nguyên tắc sử dụng chính sách tài trợ linh hoạt	8
1.1.3.6 Nguyên tắc thời điểm thích hợp	8
1.1.4 Các yếu tố có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp	9

1.4.1.1 Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần	9
1.1.4.2 Chi phí sử dụng vốn bình quân	10
1.1.4.3 Chi phí phá sản	11
1.1.4.4 Đặc tính của doanh nghiệp	12
1.1.4.5 Tác động của tín hiệu	14
1.1.4.6 Đặc điểm hoạt động của ngành kinh doanh.....	15
1.1.4.7 Đặc điểm của nền kinh tế.....	16
1.2 LÝ THUYẾT CỦA MM VỀ CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP	17
1.3 TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐỐI VỚI CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN	19
1.3.1 Tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đối với cấu trúc vốn của công ty cổ phần	20
1.3.1.1 Lợi thế của nợ và cấu trúc vốn	20
1.3.1.2 Tấm chắn thuế và giá trị doanh nghiệp	22
1.3.1.3 Tấm chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính..	23
1.3.1.4 Phân tích EBIT-EPS với tác động của tấm chắn thuế khi hoạch định cấu trúc vốn	24
1.3.2 Tác động của thuế thu nhập cá nhân đối với hoạch định cấu trúc vốn của công ty cổ phần	26
1.3.3 Tác động của thuế thu nhập đối với hoạch định cấu trúc vốn của công ty cổ phần	27
1.4 KINH NGHIỆM XÁC LẬP CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP LỚN Ở MỸ	29
1.4.1 Phân tích tác động của thuế thu nhập đối với hoạch định cấu trúc vốn	32
1.4.2 Bài học kinh nghiệm rút ra cho các DN Việt Nam	35
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	36
CHƯƠNG II: THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT VIỆT NAM	38
2.1 PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM	38

2.1.1 Thực trạng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết	38
2.1.1.1 Cơ cấu nợ trong nguồn vốn	38
2.2.1.2 Phân tích hiệu quả sử dụng nợ và khả năng thanh toán nợ của các DN điển hình	41
2.1.2 Sự bất hợp lý trong cấu trúc vốn của công ty cổ phần niêm yết của Việt Nam trong thời gian qua	45
2.1.3 Những hạn chế về hoạt động huy động vốn của các công ty cổ phần niêm yết trong thời gian qua	47
2.1.3.1 Phát hành cổ phiếu	47
2.1.3.2 Phát hành trái phiếu DN trong huy động vốn	48
2.1.3.3 Sử dụng nợ vay tín dụng	48
2.1.3.4 Sử dụng tín dụng thuê mua	50
2.2 PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN TẠI CÁC CÔNG TY	51
2.2.1 Phân tích một số doanh nghiệp điển hình	51
2.2.1.1 CTCP nhiệt điện Phả Lại	52
2.2.1.2 CTCP bê tông Châu Thới	53
2.2.1.3 CTCP phát triển đầu tư công nghệ	55
2.2.1.4 CTCP dược phẩm Imexpharm	57
2.2.1.5 CTCP xuất nhập khẩu thủy sản An Giang	59
2.2.2 Nhận xét mối tương quan giữa chính sách thuế thu nhập và hoạch định cấu trúc vốn của doanh nghiệp	59
2.2.2.1 Chính sách thuế TNDN và doanh nghiệp	59
2.2.2.2 Chính sách thuế TNCN và doanh nghiệp	60
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	61
CHƯƠNG III: GIẢI PHÁP HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN TRONG MỐI QUAN HỆ VỚI CHÍNH SÁCH THUẾ THU NHẬP TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT VIỆT NAM	63
3.1 GIẢI PHÁP Ở GÓC ĐỘ DOANH NGHIỆP	63
3.1.1 Ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định cấu trúc vốn	63

3.1.2 Sáp nhập nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh và tái cấu trúc vốn cho công ty cổ phần niêm yết Việt Nam trong xu thế hội nhập	68
3.2 GIẢI PHÁP VỀ CHÍNH SÁCH THUẾ THU NHẬP NHẪM ĐỊNH HƯỚNG HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP	73
3.2.1 Hệ thống thuế của Nhà nước phải nhằm đến mục tiêu hiệu quả và công bằng, tạo điều kiện tăng tích lũy vốn cho doanh nghiệp	73
3.2.1.1 Sửa đổi về chính sách	74
3.2.1.2 Xây dựng mô hình quản lý thuế	78
3.2.1.3 Tiếp tục hoàn thiện cơ chế quản lý	79
3.3 GIẢI PHÁP HỖ TRỢ	80
3.3.1 Phát triển thị trường vốn một cách đồng bộ	80
3.3.2 Hình thành các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam	81
3.3.2.1 Sự cần thiết phải hình thành các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam	82
3.3.2.2 Những điều kiện để xây dựng tổ chức định mức tín nhiệm	83
3.3.2.3 Mô hình tổ chức định mức tín nhiệm	84
3.3.3 Tăng cường kiểm tra, giám sát, đảm bảo tính công khai minh bạch của thông tin	85
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	86
PHẦN KẾT LUẬN CHUNG	88
Danh mục công trình của tác giả	
Tài liệu tham khảo	
Phụ lục	

PHẦN MỞ ĐẦU

1. TÍNH CẤP THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

DN là tế bào của nền kinh tế, dù thuộc bất kỳ thành phần kinh tế nào thì DN chính là nguồn cung ứng sản phẩm hàng hoá và dịch vụ, đáp ứng cho nhu cầu về khía cạnh vật chất lẫn tinh thần của xã hội nói chung và người tiêu dùng nói riêng. Để tổ chức hoạt động thì điều kiện đầu tiên đó chính là việc hoạch định ngân sách vốn hoạt động của DN. Tùy theo loại hình, đặc điểm tính chất ngành mà mỗi DN đều xem xét, lựa chọn nguồn vốn sử dụng sao cho chi phí sử dụng vốn thấp nhất, với mức độ rủi ro thấp nhất nhằm thực hiện mục tiêu cuối cùng là tối đa hoá giá trị DN. Đây là vấn đề mà tất cả học viên của lớp cao học ngày 1 không tập trung, khoá 15 hết sức quan tâm khi được PGS.TS Phan Thị Bích Nguyệt trình bày. Vì điều đặt ra là hết sức khó khăn để đạt được cả ba mục tiêu này cùng lúc đối với bất kỳ một nhà quản trị DN tài ba nào. Ở góc độ chung của nền kinh tế, khi DN hoạt động có hiệu quả, giá thành sản phẩm ở mức cạnh tranh, thì với tác động dây chuyền sẽ làm gia tăng mức tiêu thụ trên thị trường, gia tăng tổng giá trị sản phẩm quốc nội và là nguyên nhân cốt lõi cho tăng trưởng kinh tế. Thuế là một trong những công cụ của Nhà nước, không ngoài mục đích tạo hành lang pháp lý với những chuẩn mực chung phù hợp với nền kinh tế thế giới, là cơ sở để xây dựng môi trường kinh doanh thông thoáng, thu hút vốn đầu tư để phát triển kinh tế quốc gia. Qua các tài liệu nghiên cứu cho thấy, Chính phủ các nước đã xây dựng chính sách thuế của quốc gia mình gắn chặt với lợi ích quốc gia, đặc biệt là ban hành những chính sách để định hướng và tạo điều kiện cho các DN trong nghiên cứu và hoạch định một CTV thích hợp, đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh của DN.

Từ cơ sở trên, để xây dựng một CTV tối ưu, nhằm đạt đến mục tiêu tối đa hóa giá trị DN, có nhiều yếu tố mà các nhà quản trị DN cần phải tập trung xem xét, trong đó có yếu tố không kém phần quan trọng đó là các luật thuế, đã gợi ý cho tôi hình thành ý tưởng cho đề tài tốt nghiệp cao học của mình. Với sự hướng dẫn, động viên của PGS.TS Phan Thị Bích Nguyệt, giảng viên hướng dẫn luận văn cao học của tôi,

tôi đã quyết định chọn đề tài “ Tác động của thuế thu nhập đến cấu trúc vốn ở công ty cổ phần niêm yết của Việt Nam ”.

2. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

2.1 Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của luận văn là phân tích tác động của Thuế TNDN và Thuế TNCN đến hoạch định CTV ở CTCP niêm yết phi tài chính của Việt Nam.

2.2 Phạm vi nghiên cứu

- Chính sách thuế TNDN đối với nguồn tài trợ nợ và tài trợ bằng vốn cổ phần.
- Chính sách thuế TNCN đối với cổ tức, trái tức của cá nhân nhận được từ hoạt động đầu tư vốn.

3. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU

- Nghiên cứu chính sách thuế TNDN và thuế TNCN của Việt Nam qua các giai đoạn tác động như thế nào đối với CTV của CTCP niêm yết.
- Phân tích thực trạng CTV của các CTCP niêm yết của Việt Nam và giải pháp hoạch định CTV từ góc độ tác động của thuế thu nhập để các CTCP niêm yết của Việt Nam đạt được mục đích tối đa hóa giá trị DN.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

- Sử dụng phương pháp phân tích thống kê để xác định CTV của CTCP niêm yết.
- Sử dụng phương pháp so sánh để phân tích, đối chiếu tìm ra những tác động của chính sách thuế thu nhập đối với CTCP niêm yết trong hoạch định CTV. Từ đó xây dựng những giải pháp từ góc độ DN và chính sách thuế thu nhập của Nhà nước, nhằm định hướng và tạo điều kiện cho các CTCP niêm yết hoạch định một CTV tối ưu, đạt đến mục tiêu tối đa hóa giá trị DN, góp phần quan trọng vào tăng trưởng kinh tế của quốc gia.

5. CÁC NGUỒN TƯ LIỆU DỰ KIẾN

- Nguồn số liệu liên quan đến CTV được thu thập từ báo cáo tài chính của các CTCP niêm yết trên địa chỉ trang web của Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM qua ba năm 2005, 2006 và 2007.
- Nguồn tư liệu về chính sách thuế thu nhập được thu thập từ các văn bản pháp luật về thuế TNDN và thuế TNCN của Việt Nam qua các giai đoạn từ năm 1990 đến

nay, kết hợp với luật thuế TNDN sửa đổi trong năm 2008 có hiệu lực từ 01/01/2009.

6. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI

- Là một nghiên cứu để các CTCP niêm yết của Việt Nam đánh giá đúng tầm quan trọng của chính sách thuế thu nhập trong việc hoạch định CTV tối ưu, phù hợp với đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam trong xu hướng hội nhập kinh tế.

- Nghiên cứu các nguyên lý kinh tế học khi xây dựng một hệ thống thuế hiệu quả và công bằng, góp phần giảm thiểu chi phí giao dịch liên quan đến thuế thu nhập ở cả hai góc độ chính phủ và DN, tạo điều kiện cho DN ứng dụng lý thuyết tài chính DN hiện đại để tích lũy và tích tụ vốn.

7. CẤU TRÚC LUẬN VĂN

Ngoài phần mở đầu và kết luận, Luận văn được trình bày theo kết cấu sau:

- Chương 1: Tổng quan về cấu trúc vốn và tác động của thuế thu nhập đến cấu trúc vốn

- Chương 2: Thực trạng cấu trúc vốn và tác động của thuế thu nhập đến hoạch định cấu trúc vốn ở các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam

- Chương 3: Giải pháp hoạch định cấu trúc vốn trong mối quan hệ với chính sách thuế thu nhập tại các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam

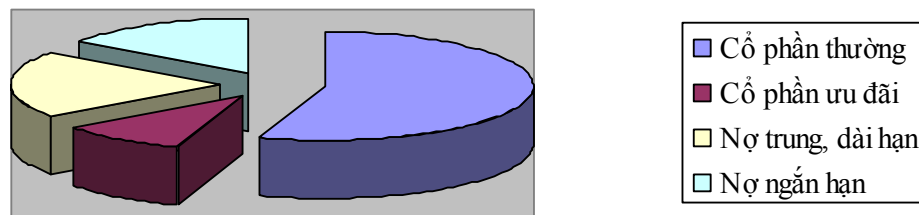
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN CẤU TRÚC VỐN

1.1 TỔNG QUAN VỀ CẤU TRÚC VỐN

1.1.1 Khái niệm

“ CTTC là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn cộng với nợ trung, dài hạn và nguồn vốn chủ sở hữu, tất cả được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư của DN”. CTTC của một DN được phân thành các thành phần tùy theo thời gian đáo hạn nhằm phục vụ cho mục đích hoạch định ngân sách vốn của các DN. Hoạch định ngân sách vốn là việc ra quyết định lựa chọn hay loại bỏ các dự án đầu tư. Hoạch định ngân sách vốn liên quan đến quyết định đầu tư vào những dự án sẽ sản sinh ra lợi nhuận trong một số năm. Vì thế, nguồn vốn cần tài trợ cho các dự án này sẽ là nguồn vốn trung, dài hạn. Như vậy CTTC trừ đi nợ ngắn hạn sẽ cho thấy CTV của DN. CTV - là một phần của CTTC- là sự kết hợp giữa nợ trung, dài hạn với nguồn vốn chủ sở hữu để tài trợ quyết định đầu tư của DN. Nhưng vì luận văn chỉ nghiên cứu CTV của CTCP nên nguồn vốn chủ sở hữu cũng chính là vốn cổ phần.

Hình 1.1 Cấu trúc tài chính của Công ty cổ phần



CTV có mối quan hệ mật thiết với giá trị DN, một DN có CTV hợp lý sẽ làm cho giá trị DN tăng lên và ngược lại. Tuy nhiên, giá trị của DN không chỉ chịu tác động của CTV mà còn bị ảnh hưởng bởi chiến lược sử dụng các nguồn vốn trong CTV để tài trợ cho các quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, với sự tác động của thuế thu nhập đối với từng nguồn vốn tài trợ cũng là một yếu tố làm tăng giá trị DN. Như vậy việc hoạch định một CTV hợp lý trên cơ sở khai thác tối đa các tác động tích cực của thuế thu nhập là rất cần thiết và quan trọng, bởi vì từ sự kết hợp này sẽ dẫn đến hiệu quả từ hoạt động đầu tư của DN sẽ được nâng cao.

Hoạch định một CTV tối ưu là việc nghiên cứu sử dụng một hỗn hợp nợ trung, dài hạn, cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường cho phép tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn bình quân của DN. Tùy thuộc vào từng giai đoạn phát triển của DN, mức độ rủi ro và gia tăng cạnh tranh trong ngành gắn liền với sự phát triển, xu hướng hội nhập kinh tế toàn cầu mà CTV tối ưu của DN sẽ có sự điều chỉnh phù hợp.

1.1.2 Sự cần thiết phải nghiên cứu cấu trúc vốn

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

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

Tất cả những nội dung trên đều đặt ra cho mỗi DN phải xây dựng một CTV thích hợp để tồn tại và phát triển, đáp ứng mục tiêu hoạt động của DN.

1.1.3 Những nguyên tắc cơ bản khi xây dựng cấu trúc vốn của doanh nghiệp

1.1.3.1 Nguyên tắc tương thích

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

1.1.3.2 Nguyên tắc cân bằng tài chính

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

$$\text{Vốn luân chuyển} = [\text{Vốn chủ sở hữu} + \text{Nợ dài hạn}] - \text{Tài sản dài hạn}$$

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

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

Trường hợp nguồn vốn dài hạn nhỏ hơn tài sản dài hạn thì nguyên tắc cân bằng tài chính không được duy trì. Việc nguồn vốn dài hạn nhỏ hơn tài sản sử dụng trong dài hạn đồng nghĩa với việc DN đã dùng một phần nguồn vốn sử dụng trong ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn. Việc tài trợ này không đem lại sự ổn định và an

toàn, tình trạng bị đất về tài chính của DN đã bắt đầu diễn ra. Để tồn tại và đối phó, ngoài việc DN phải liên tục đảo nợ, thì cần phải có chính sách tài chính để nhanh chóng thoát ra khỏi tình trạng này. Tôn trọng nguyên tắc cân bằng tài chính trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ là vấn đề cần được quan tâm khi hoạch định CTV của DN nếu DN không muốn lâm vào tình trạng khó khăn về tài chính và phụ thuộc vào đối tượng bên ngoài.

1.1.3.3 Nguyên tắc kiểm soát

Mục tiêu chính của các chủ sở hữu là nắm quyền kiểm soát hoạt động của DN. Các chủ sở hữu không muốn chia sẻ quyền kiểm soát DN bởi vì điều đó có thể làm cản trở khả năng huy động vốn. Do vậy để đảm bảo nguyên tắc này đòi hỏi các chủ sở hữu DN khi cần thiết gia tăng vốn phải huy động từ nguồn vốn cổ phần ưu đãi hay cổ phần thường hoặc kết hợp cả hai. Tuy nhiên điều này đôi khi không thực thi trong thực tiễn vì không phải lúc nào cũng có thể huy động thêm nguồn vốn tài trợ từ phát hành cổ phần, điển hình khi nền kinh tế đang lâm vào tình trạng khủng hoảng, cổ phiếu của DN đang mất giá, tình hình tài chính của DN đang lâm vào tình trạng mất khả năng chi trả thì cơ hội phát hành cổ phiếu thành công là điều hết sức khó khăn.

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

1.1.3.4 Nguyên tắc tối đa hoá giá trị doanh nghiệp thông qua đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận

Khi xác lập CTV của DN điều cần thiết là phải kết hợp cả hai yếu tố rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lợi sẽ tác động như thế nào đến giá cổ phần hay giá trị thị trường của DN. Rủi ro tài chính của DN là tính khả biến tăng thêm của thu nhập mỗi cổ phần với xác suất gia tăng của khả năng mất khả năng chi trả bắt nguồn từ việc DN sử dụng các nguồn vốn có chi phí cố định như là nợ hay cổ phần ưu đãi trong CTV của mình. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ đưa đến một gia tăng trong rủi ro cảm nhận được đối với các nhà cung cấp vốn cho DN. Để bù đắp rủi ro gia tăng này đòi hỏi

lợi nhuận thu được của DN phải cao hơn. Tuy nhiên các nhà đầu tư trên thị trường sẽ nhận thấy điều này và họ sẽ phản ứng bằng cách ấn định một tỷ số giá thu nhập P/E thấp và kết quả giá cổ phần của DN sẽ giảm đi dù rằng EPS của DN có tăng lên bao nhiêu đi nữa.

1.1.3.5 Nguyên tắc sử dụng chính sách tài trợ linh hoạt

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

1.1.3.6 Nguyên tắc thời điểm thích hợp

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

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

phần thường còn nhằm cung cấp khả năng điều động cho phát hành nợ sau này trong giai đoạn phục hồi sắp tới của chu kỳ kinh doanh.

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

Số lượng nợ trong CTV tối ưu của DN thể hiện khả năng vay nợ của DN, khi khả năng vay nợ tăng lên đồng nghĩa với việc có thể sử dụng một lượng vốn cổ phần ít hơn. Như vậy khi xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến CTV tối ưu của DN cũng đồng nghĩa với việc xem xét các yếu tố tác động đến khả năng vay nợ của DN như : rủi ro kinh doanh của DN, mức độ phá sản có thể có, chi phí đại lý, đặc điểm hoạt động của ngành kinh doanh, đặc tính của DN, chính sách thuế TNDN, chính sách thuế TNCN và đặc điểm của nền kinh tế.

1.1.4.1 Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần

Trong hai thành phần của CTV là nợ và vốn cổ phần, nợ luôn giữ một vai trò quan trọng, luôn được xem là một bộ phận không thể thiếu trong CTV. Việc xác lập CTV có tài trợ nợ không những mang tính chiến lược mà còn ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển của DN.

- Hệ số nợ so với tài sản: hệ số nợ so với tài sản là phần nợ vay chiếm trong tổng nguồn vốn.

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

- Hệ số nợ so với vốn: hệ số nợ so với vốn chủ sở hữu là loại hệ số cân bằng dùng so sánh giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu, cho biết cơ cấu tài chính của công ty rõ ràng nhất.

$$\text{Hệ số nợ so với vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Khi xem xét hệ số nợ trong CTV của DN cần phải xem xét gắn liền với các quyết định đầu tư của DN, do vậy cần nghiên cứu góc độ hệ số nợ trên cơ sở nợ dài hạn. Trên thực tế, hầu như có rất ít DN thực hiện tài trợ cho hoạt động SXKD của mình hoàn toàn bằng nguồn vốn cổ phần. Nợ dài hạn luôn là một bộ phận quan trọng

trong CTV. Tác dụng của nợ nói chung và nợ dài hạn nói riêng được thể hiện ở nhiều khía cạnh như đáp ứng nhanh cho nhu cầu vốn lưu động, cho đầu tư, nhưng một trong những lợi ích của nợ đó là chi phí lãi vay được trừ trước khi xác định thu nhập chịu thuế của DN, trong khi cổ tức và thu nhập giữ lại thì không. Hệ số nợ càng cao thì hiệu quả mang lại cho DN càng cao trong trường hợp SXKD ổn định và kinh doanh có lãi. Hệ số nợ càng thấp thì mức độ an toàn càng đảm bảo trong trường hợp SXKD không ổn định và thua lỗ.

1.1.4.2 Chi phí sử dụng vốn bình quân

Trong một CTV thông thường sẽ bao gồm nợ dài hạn và nguồn vốn cổ phần. Gọi D là các khoản vay có kỳ hạn, E là vốn chủ sở hữu với giả định là vốn cổ phần thường. Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là một vấn đề trọng tâm của các DN, vì với một CTV đạt đến WACC thấp nhất, chính là kỳ vọng của các DN nhằm gia tăng lợi nhuận và giá trị DN. Ta có công thức tính WACC:

$$WACC = \frac{E \times Re}{E + D} + \frac{D \times Rd (1 - Tc)}{E + D}$$

Với Re : chi phí sử dụng vốn cổ phần

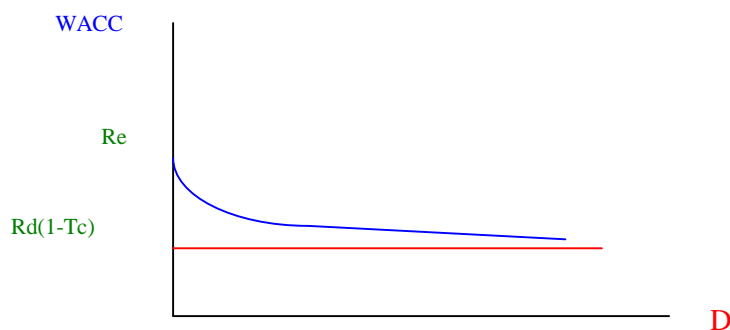
$Rd (1 - Tc)$: chi phí sử dụng vốn vay sau thuế

Tc : thuế suất thuế TNDN

Từ công thức trên, nếu ta xem xét D là biến số duy nhất, dễ dàng nhận thấy:

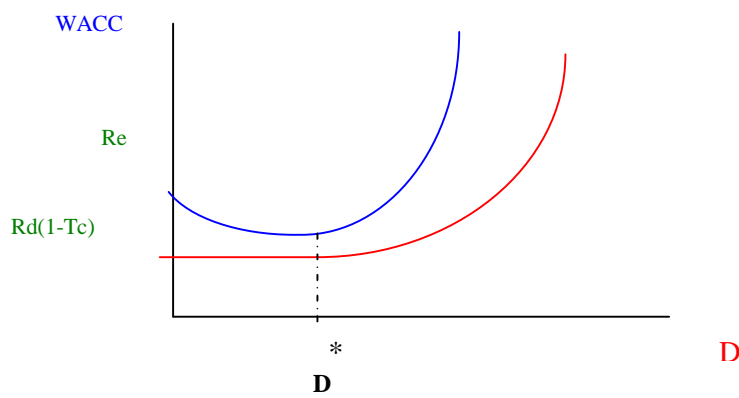
Khi CTV chỉ bao gồm vốn cổ phần thường (tức $D = 0$), WACC sẽ đạt giá trị cực đại là Re . Khi CTV có sử dụng nợ vay và gia tăng đến một mức mà CTV hoàn toàn là nợ vay (tức $E = 0$), lúc này WACC sẽ giảm dần và đạt giá trị cực tiểu là $Rd (1 - Tc)$.

Hình 1.2 Đồ thị của hàm WACC chỉ có D biến thiên



Tuy nhiên, chúng ta có thể thấy rằng khi số nợ vay gia tăng đến một mức nào đó thì R_d sẽ có sự gia tăng để bù đắp lại với rủi ro gia tăng đối với các chủ nợ, tốc độ tăng của R_d sẽ lớn hơn tốc độ tăng của D . Trong thực tế, chúng ta có thể dễ dàng nhận thấy ít khi có chủ nợ nào có thể cho vay vượt quá vốn chủ sở hữu của người vay. Chính vì vậy, sẽ tồn tại một CTV tối ưu mà ở đó ta có WACC là thấp nhất, tương ứng với một giá trị D tối ưu.

Hình 1.3 Đồ thị của hàm WACC với sự gia tăng của D



Do chi phí sử dụng vốn vay được tính sau thuế TNDN, dẫn đến WACC sẽ phụ thuộc rất lớn vào T_c . Một sự gia tăng hay sụt giảm của T_c cũng sẽ tác động đến WACC giảm hay tăng.

1.1.4.3 Chi phí phá sản

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

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

Về chi phí phá sản thì có sự khác nhau giữa các DN, yếu tố quyết định chi phí phá sản của một DN phụ thuộc vào giá trị thanh lý của tài sản DN hiện có. Ngoài ra DN còn phải đối phó với chi phí khánh kiệt tài chính một khi khả năng phá sản gia tăng. Xét yếu tố bên trong, các chi phí này bao gồm việc mất đi tài sản quý giá là đội ngũ chuyên viên giỏi và phải từ bỏ các cơ hội đầu tư hấp dẫn. Xét yếu tố bên ngoài, các chi phí này bao gồm doanh thu bị giảm do khách hàng tiềm năng lo ngại về dịch vụ hậu mãi, chi phí gia tăng do người bán không muốn cung cấp hàng hoá dài hạn và không cho DN áp dụng phương thức thanh toán chậm.

1.1.4.4 Đặc tính của doanh nghiệp

a) *Hình thức tổ chức*: hình thức tổ chức có ý nghĩa quyết định trong việc tiếp cận các nguồn vốn. Theo quy định của luật pháp thì các DN đều có thể huy động nguồn vốn tài trợ nợ ngoài phần vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên chỉ có công ty cổ phần mới có quyền phát hành cổ phiếu để huy động vốn và nguồn tài trợ này chiếm ưu thế hơn hẳn các nguồn vốn chủ sở hữu trong các loại hình DN khác về khả năng huy động, quy mô cũng như tính thanh khoản.

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

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

d) *Xếp hạng tín nhiệm*: xếp hạng tín nhiệm là một yếu tố quan trọng để xây dựng hình ảnh của DN một cách thật sự ấn tượng trong con mắt của nhà đầu tư. Đối với

các nền kinh tế lớn đã hình thành các tổ chức cung cấp dịch vụ giúp nhà đầu tư trong đánh giá khả năng tăng trưởng của DN thông qua các tỷ số tài chính dựa trên cơ sở hệ thống các dữ liệu thu thập qua nhiều năm. Hệ thống tỷ số này không chỉ sử dụng để phân tích cho từng công ty riêng lẻ mà trên cơ sở hệ thống dữ liệu này sẽ giúp cho nhà đầu tư có thể so sánh, phân tích và đánh giá kết quả của DN qua hoạt động của cả ngành sản xuất trong nền kinh tế mà DN tham gia. Đối với các nền kinh tế chưa phát triển thì việc xếp hạng tín nhiệm cho các DN chưa được tổ chức và đảm bảo theo yêu cầu của các nhà đầu tư, sẽ đưa DN đến chỗ khó khăn trong tiếp cận và huy động các nguồn vốn. Các DN phải nỗ lực, tạo sự tín nhiệm trong mắt của các nhà đầu tư và các nhà tài trợ từ khi bắt đầu hoạt động thông qua khả năng thanh toán, tiềm năng lợi nhuận, đảm bảo các cam kết trong hoàn trả các khoản vốn vay, tiếp đến là giá trị và đặc tính của các tài sản mà DN sử dụng để thế chấp. Theo lý luận đầu tư của Warren Bafite, một nhà đầu tư nổi tiếng của Mỹ, các đặc tính cơ bản của mỗi DN phải có để thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư là những tư liệu của DN phải đáp ứng yêu cầu thu thập đủ để trả lời câu hỏi trên ba phương diện: DN phải chăng đơn giản mà dễ hiểu? tình trạng kinh doanh trong quá khứ phải chăng ổn định? tiền đồ phát triển của DN phải chăng lý tưởng? Nghiên cứu góc độ lý luận này từ phía nhà đầu tư là cơ sở để DN xây dựng cho mình những đặc tính riêng có, là cơ hội để DN có thể thực hiện những quyết định tài trợ thích hợp. DN đơn giản mà dễ hiểu chỉ hoạt động SXKD của DN tương đối rõ ràng, nội bộ DN và thậm chí là mối quan hệ giữa DN với xã hội không quá phức tạp, tình hình về các phương diện khác của DN phải dễ tìm hiểu đối với nhà đầu tư. Thực tế cho thấy các DN có tỷ lệ chi trả cổ tức cao là các DN lâu nay chỉ cung cấp một loại sản phẩm hoặc dịch vụ. Do vậy mà những DN như thế mới có thể giữ được vị trí đứng đầu trong ngành, lĩnh vực mà DN đang hoạt động. Tín nhiệm và kinh nghiệm truyền thống của DN đó mới trở thành của cải và tài sản hữu hình to lớn. Ngược lại, những DN thường xuyên thay đổi phương hướng kinh doanh thường là luôn luôn mò mẫm trong lĩnh vực mới, không thể có tình hình kinh doanh ổn định. Vấn đề quan trọng là tương lai lâu dài của DN khá lý tưởng mới đem lại lợi ích lâu dài cho nhà đầu tư. DN có tương lai thể hiện DN phải có được đặc quyền nào đó, tức DN có

thể cung cấp những sản phẩm nhất định, có nhu cầu tiêu thụ, không hoặc ít có tính thay thế mô phỏng, không chịu sự ràng buộc quá nhiều của pháp luật.

đ) Bảo đảm quyền kiểm soát hay tác động ưu tiên của quản trị: bảo đảm quyền kiểm soát để đáp ứng mục tiêu thu hút được sự ủng hộ của cổ đông trong hoạch định các chiến lược kinh doanh là điều quan trọng và cần thiết đối với Ban điều hành DN. Điều này còn đồng nghĩa với việc xây dựng và triển khai thực hiện các quyết định tài trợ, mà cụ thể là việc sử dụng những nguồn tài trợ nào để đáp ứng cho các giai đoạn phát triển của DN mà vẫn bảo đảm được quyền kiểm soát. Với lý thuyết trật tự phân hạng của C.Myers đã thể hiện các DN thích tài trợ nội bộ hơn, cụ thể là ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ bên trong DN thông qua điều chỉnh tỷ lệ chi trả cổ tức. Nếu cần phải có tài trợ từ bên ngoài, thì các chứng khoán an toàn nhất nên được phát hành trước, cụ thể nợ là chứng khoán đầu tiên được phát hành và vốn cổ phần bán ra bên ngoài là giải pháp cuối cùng. Vì nếu cổ phần thường của DN được phát hành quá rộng rãi trên thị trường để thực hiện huy động vốn thì các DN lớn có uy thế về tài chính có thể mua quyền kiểm soát DN một cách dễ dàng. Do vậy, với lý thuyết trật tự phân hạng, là cơ sở lý luận cho việc bảo đảm quyền kiểm soát của các chủ sở hữu DN, có thể đưa hoạt động của DN theo mục tiêu dài hạn đã định sẵn, không bị sức tác động, cũng như phủ quyết của một nhóm cổ đông về các phương án kinh doanh mà họ cho rằng là không có lợi đối với họ. Ưu tiên sử dụng các nguồn vốn tài trợ được tiến hành theo thứ tự: lợi nhuận giữ lại, vay nợ trực tiếp, nợ có thể chuyển đổi, cổ phần thường, cổ phần ưu đãi không chuyển đổi, cổ phần ưu đãi chuyển đổi. Lý thuyết trật tự phân hạng là cơ sở lý luận để giải thích tại sao các DN có sinh lợi cao thường có tỷ lệ nợ thấp.

1.1.4.5 Tác động của tín hiệu

Khi DN phát hành chứng khoán mới thì đồng thời DN đã cung cấp một tín hiệu cho thị trường tài chính về viễn cảnh tương lai của DN hay các hoạt động tương lai do Ban điều hành của DN hoạch định. Những tín hiệu do các thay đổi CTV cung cấp là đáng tin cậy vì nếu các dòng tiền trong tương lai không xảy ra, hay nói cách khác là kết quả thu lại từ dự án đầu tư mới không đem lại hiệu quả, thì DN sẽ phải chịu số tiền phạt tức chi phí phá sản có thể có hoặc tổn thất về giá trị DN sẽ xảy ra do giá chứng khoán giảm.

Khi DN gia tăng cổ tức hay mua lại cổ phần cũng là tín hiệu tác động tích cực cho tài sản cổ đông. Một quyết định mua lại cổ phần có thể tiêu biểu cho một tín hiệu đối với các nhà đầu tư là Ban điều hành dự kiến DN có lợi nhuận và dòng tiền cao hơn trong tương lai.

1.1.4.6 Đặc điểm hoạt động của ngành kinh doanh

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

b) *Các biến động theo chu kỳ*: tùy theo độ co giãn thu nhập của sản phẩm mà DN đang sản xuất sẽ dẫn đến doanh số của các loại sản phẩm sẽ tăng, giảm hoặc biến động không đáng kể với mức thay đổi của thu nhập quốc gia. Các ngành kinh doanh hàng thực phẩm thiết yếu phục vụ cho sinh hoạt hàng ngày, các sản phẩm khó có khả năng thay thế, các sản phẩm sử dụng theo thói quen thường có doanh số biến động thấp hơn các biến động trong thu nhập quốc gia.

c) *Tính chất của cạnh tranh*: tính chất cạnh tranh trong ngành cũng có tác động đến tỷ trọng các loại nguồn vốn sử dụng. Đối với các DN công ích thường không chịu sự cạnh tranh trong nội bộ ngành. Một DN cung ứng sản phẩm điện, nước ... thường có độc quyền cung cấp dịch vụ này. Không có sự đột kích của các nhà cạnh tranh khác, do vậy lợi nhuận của DN này có thể dự báo tương đối ổn định hơn các DN trong các ngành kinh doanh không được độc quyền. Sự ổn định lợi nhuận này là cơ sở giải thích cho việc các DN này chú trọng vào sử dụng đòn cân tài chính.

d) *Điều tiết*: với chính sách KT-XH ở nhiều quốc gia, các DN hoạt động trong lĩnh vực công ích thường được sự kiểm soát chặt chẽ bằng các quy định của luật pháp, điều này ảnh hưởng đến việc huy động nguồn vốn thích hợp để không ảnh hưởng

đến lợi nhuận, thể hiện rõ nhất là các mức giá cả của hàng hoá dịch vụ cung cấp được điều tiết bởi quy định của Chính phủ. Từ giới hạn này đã quyết định trực tiếp đến lợi nhuận từ hoạt động SXKD của DN, do vậy DN khó có thể tìm được những nguồn vốn với các điều kiện hấp dẫn.

đ) Các tiêu chuẩn ngành: đây là những tiêu chuẩn được hình thành trên cơ sở những quy luật được hình thành từ kinh nghiệm mang tính truyền thống đối với CTTC của các DN lớn, có uy thế và tín nhiệm. Các nhà phân tích tài chính, các ngân hàng đầu tư, các cơ quan xếp hạng trái phiếu, các nhà đầu tư cổ phần thường và các ngân hàng thương mại thường so sánh rủi ro tài chính của các DN, đo lường bằng các tỷ số thanh toán lãi vay, khả năng thanh toán chi phí tài chính và tỷ lệ đòn cân tài chính với các tiêu chuẩn hay định mức của ngành hoạt động. Từ việc công bố các tỷ số bình quân cho nhiều ngành của các tổ chức định mức tín nhiệm, sẽ được các nhà đầu tư, các trái chủ sử dụng làm cơ sở để so sánh, đánh giá, nếu không đạt được những điểm tương đồng với những tỷ số này thì DN sẽ gặp khó khăn trong huy động vốn hoặc sẽ phải trả giá với chi phí cao hơn. Có những nghiên cứu đã cho thấy rằng những DN càng có khả năng sinh lợi cao thì càng có khuynh hướng sử dụng ít nợ, những DN phát sinh dòng tiền ổn định qua chu kỳ kinh doanh có khuynh hướng sử dụng tỷ lệ đòn cân tài chính cao hơn, một số nghiên cứu khác cho thấy tỷ lệ đòn cân tài chính trong CTV có tương quan phủ định với tần suất phá sản trong ngành. Nói chung, các DN có khuynh hướng tập trung sát tỷ lệ sử dụng nợ của ngành, có thể phản ánh nội dung là phần lớn rủi ro kinh doanh mà một DN gặp phải là do hoạt động ngành ấn định. Nghiên cứu tác động của ngành hoạt động đến CTV là cơ sở khoa học cho các DN hoạch định cho mình một CTV tối ưu.

1.1.4.7 Đặc điểm của nền kinh tế

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

a) Chính sách phát triển kinh tế của nhà nước: để khai thác tất cả các lợi thế về cạnh tranh cũng như khai thác tối đa nguồn nội lực, điều cần thiết của mỗi quốc gia phải xây dựng một chính sách kinh tế ổn định, xây dựng một thị trường tài chính lành mạnh, đủ khả năng đáp ứng cho yêu cầu phát triển SXKD của tất cả các loại

hình DN, đặc biệt là CTCP. Trong xu thế hội nhập kinh tế toàn cầu, chính sách phát triển kinh tế của mỗi quốc gia phải xem xét đến những luật lệ, quy tắc ứng xử chung theo thông lệ quốc tế, khai thác tối đa những điều khoản, quy ước tích cực được dành cho những nước thành viên tham gia trong từng hiệp định, để xây dựng chính sách kinh tế nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh đối với những sản phẩm mà mỗi quốc gia có lợi thế cũng như bảo vệ nền sản xuất trong nước, giảm tối thiểu những tác động tiêu cực của nền kinh tế thế giới có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế của quốc gia.

b) Sự phát triển của thị trường tài chính: trong tất cả các quốc gia, muốn nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng nhanh và bền vững, trước hết phải đáp ứng nhu cầu về vốn đầu tư. Thị trường tài chính là nơi huy động các nguồn vốn trong xã hội để tài trợ ngắn hạn, trung hạn và dài hạn cho các chủ thể trong nền kinh tế, đặc biệt là các CTCP niêm yết. Đây là điều kiện quan trọng để các CTCP có thể xây dựng cho mình một CTV thích hợp. Trên cơ sở sự phát triển của thị trường tài chính mà đặc biệt là thị trường vốn, các CTCP có đủ khả năng tiến hành tính toán các nguồn vốn huy động đáp ứng cho mục tiêu hoạch định CTTC của mình. Nếu DN dự đoán rằng lãi suất vay sẽ gia tăng trong thời gian tới, dẫn đến vốn vay sẽ quá tốn kém, thì DN có thể gia tăng độ nghiêng đòn bẩy tài chính ngay tức khắc. Nếu DN dự kiến một lãi suất sẽ sụt giảm trong tương lai thì DN có thể tạm hoãn việc vay tiền nhưng vẫn có thể duy trì một vị thế linh hoạt nhằm hưởng lợi của tiền vay với chi phí rẻ hơn sau này.

1.2 LÝ THUYẾT MM VỀ CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

MM là tên của hai nhà kinh tế người Mỹ- Merton Miller và Franco.H. Modigliani. Hai ông đã đạt giải Nobel kinh tế năm 1990 về lý thuyết “Chính sách phân phối, chi phí sử dụng vốn và tài chính doanh nghiệp”. MM cho rằng trong điều kiện thị trường cạnh tranh hoàn hảo, không xét đến yếu tố thuế thì chính sách đòn cân nợ, chi phí sử dụng vốn và chính sách phân phối không ảnh hưởng gì đến giá trị DN. Các giả định về thị trường cạnh tranh hoàn hảo mà MM đã đưa ra là:

- Không có các chi phí giao dịch khi mua bán chứng khoán.
- Có đủ số người mua và người bán trên thị trường, vì vậy không có một nhà đầu tư riêng lẻ nào có ảnh hưởng lớn đến giá cả chứng khoán.

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

Theo MM, giá trị của một DN được xác định bởi dòng tiền trong tương lai phát sinh từ tài sản thực của DN chứ không phải bằng những chứng khoán mà DN phát hành. Như vậy tổng giá trị của các chứng khoán do DN phát hành sẽ bằng chính việc chia nhỏ những dòng tiền trong tương lai thành nhiều phần chia cho các cổ đông và chủ nợ. Mà dòng tiền phát sinh từ tài sản thực là không đổi dù DN có tài trợ bằng phương thức gì đi chăng nữa. Bằng những lập luận về chi phí cơ hội đối với sự lựa chọn của cổ đông trong DN và phân tích tỷ suất lợi nhuận trên giá trị tài sản, MM cho rằng tác động đòn bẩy làm gia tăng lợi nhuận trên mỗi cổ phần, nhưng điều này không làm gia tăng giá trị cổ phần. Lập luận của MM dựa trên quy trình mua bán song hành. Nếu một trong hai DN không sử dụng nợ có cùng rủi ro kinh doanh bắt đầu vay nợ. Giá trị của DN vay nợ sẽ gia tăng và vì vậy giá trị cổ phiếu của DN cũng gia tăng. MM cho rằng trong tình huống này các nhà đầu tư sẽ bán cổ phiếu có giá cao của các DN có sử dụng nợ. Sau đó họ có thể dùng một quy trình mua bán song hành để vay, mua cổ phiếu của DN không sử dụng nợ và đầu tư số tiền còn dư vào một hoạt động khác. Qua các giao dịch không tốn phí này, các nhà đầu tư có thể gia tăng lợi nhuận của họ mà không gia tăng rủi ro. Như vậy họ đã sử dụng đòn cân nợ của riêng họ thay cho đòn cân nợ của DN. MM lập luận quá trình mua bán song hành sẽ tiếp tục cho đến khi việc bán cổ phiếu của DN sử dụng nợ làm giảm giá của nó xuống đến mức bằng với giá cổ phiếu của DN không sử dụng nợ hiện đang gia tăng do số người mua tăng. Quá trình mua bán song hành này diễn ra nhanh đến nỗi giá thị trường của DN có sử dụng nợ và không sử dụng nợ bằng nhau. Vì vậy, MM kết luận rằng giá trị thị trường của DN độc lập với CTV của DN, hay nói cách khác việc sử dụng CTV thâm dụng nợ hay thâm dụng vốn cổ phần đều không ảnh hưởng đến giá trị thị trường của DN trong điều kiện thị trường vốn cạnh tranh hoàn hảo không có thuế TNDN.

Tuy nhiên trong thực tế, thị trường vốn cạnh tranh không hoàn hảo và giả định không có thuế TNDN là không thực tế. Như vậy khi DN sử dụng tài trợ nợ trong CTV, điều này sẽ tác động như thế nào đến giá trị DN?. Theo quan điểm của MM “giá trị của một cái bánh không tùy thuộc vào việc nó được cắt ra như thế nào”. Cái bánh có thể hiểu là tài sản của DN, còn các lát bánh chính là nợ và vốn cổ phần. Nếu chúng ta giữ cái bánh không đổi, việc thêm một đồng nợ sẽ làm giảm bớt một đồng vốn cổ phần. Nhưng trên thực tế còn có một lát bánh thứ ba, đó chính là phần thuế TNDN mà DN phải nộp cho chính phủ. Để xem xét lát bánh của chính phủ, MM đặt vấn đề phải xem xét giá trị của DN phải là giá trị tài sản trước thuế TNDN. Giá trị cái bánh không đổi, nhưng kích thước của lát bánh chính phủ thì DN có thể thay đổi bằng cách sử dụng nợ, và điều này sẽ làm cho phần bánh còn lại dành cho cổ đông sẽ nhiều hơn. Lý do mà các DN có thể thực hiện được việc này là vì luật thuế của các quốc gia đều quy định chi phí lãi vay là một khoản chi phí được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế trước khi tính thuế TNDN. Do vậy với việc sử dụng nợ vay, DN đã làm giảm thu nhập chịu thuế và tất nhiên sẽ làm giảm hoá đơn thuế, giá trị sau thuế của DN sẽ tăng lên một khoản bằng hiện giá của tấm chắn thuế. Kết quả này hàm ý một DN có thể tăng số nợ của mình đến một điểm mà tại đó CTV của DN bao gồm toàn nợ. Nói cách khác giá trị thị trường của DN được tối đa hóa và CTV tối ưu đạt được khi CTV gồm toàn nợ cho thấy chi phí sử dụng vốn bình quân giảm khi đòn cân nợ tăng. Nhưng điều này trên thực tế cho thấy không có DN nào có mức độ sử dụng nợ cao cực độ trong CTV? giải thích cho vấn đề này cho thấy ngoài nợ sẽ còn có những yếu tố khác ảnh hưởng đến việc xác định một CTV tối ưu cho DN. Hai trong những yếu tố quan trọng nhất là chi phí phá sản và việc xác định chi phí đại lý.

1.3 TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐỐI VỚI HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN

DN là tổ chức kinh tế có tư cách pháp nhân. DN có thể ký hợp đồng, nắm giữ tài sản, vay nợ, kiện và bị kiện. Luật thuế TNDN ở tất cả các quốc gia đều quy định DN phải thực hiện nghĩa vụ nộp thuế TNDN trên thu nhập mà DN đạt được từ hoạt động SXKD. Để tính thu nhập chịu thuế, luật thuế TNDN của các nước trong đó có Việt Nam, đều quy định các khoản chi cụ thể được phép trừ ra khỏi thu nhập chịu

thuế của DN. Vấn đề là DN cần xem xét các khoản chi có liên quan đến CTV của DN, cụ thể là luật thuế TNDN có tác động như thế nào đối với nguồn tài trợ nợ và vốn cổ phần. Do chi phí lãi vay là một chi phí được khấu trừ thuế, nếu thuế suất thuế TNDN gia tăng sẽ làm tăng mong muốn sử dụng nợ vay so với các loại vốn khác xét từ quan điểm lợi nhuận. DN có thể chấp nhận một đòn bẩy tài chính lớn hơn nếu dự báo nền kinh tế duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, đây là cơ sở quan trọng để DN có thể tính toán dòng tiền hoạt động nhằm chi trả được khoản nợ vay theo kế hoạch.

Ngược lại, cổ tức là khoản chi trả cho cổ đông mà DN không được khấu trừ thuế. Thuế suất thuế TNCN cao hay thấp cũng sẽ ảnh hưởng đến DN trong việc huy động nguồn vốn cổ phần. Trong trường hợp TTCK của quốc gia duy trì sự phát triển gắn liền với dự báo tỷ lệ tăng trưởng ổn định của nền kinh tế trong nước và các nền kinh tế lớn trên thế giới, với thuế suất thuế TNCN ở mức độ thấp thì khả năng DN huy động một tỷ lệ vốn cổ phần cao là điều cần được nghiên cứu và sử dụng hợp lý.

1.3.1 Tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp đối với cấu trúc vốn của công ty cổ phần

1.3.1.1 Lợi thế của nợ và cấu trúc vốn

Khi DN vay nợ từ phát hành trái phiếu, vay của các định chế tài chính, vay của các cá nhân, kể cả hoạt động thuê tài chính, thì khoản tiền lãi vay phải trả cho nhà cung cấp vốn được phép loại trừ khỏi thu nhập chịu thuế khi tính thuế TNDN. Trong khi đó, nếu DN huy động vốn cho hoạt động SXKD của mình bằng cách phát hành cổ phiếu (bao gồm cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường) thì cổ tức chi trả cho các cổ đông không được loại trừ khỏi thu nhập khi tính thuế TNDN. Điều này thể hiện luật thuế TNDN khuyến khích các DN sử dụng nguồn tài trợ nợ. Đây là lợi ích mà luật thuế TNDN đem lại cho DN, mà lý thuyết tài chính DN hiện đại thường gọi là “tầm chắn thuế của lãi vay”. Lợi nhuận đạt được từ hoạt động SXKD, DN có thể giữ lại hoặc trả cho cổ đông dưới dạng cổ tức. Cổ tức đã trả không được khấu trừ khỏi thu nhập chịu thuế TNDN, điều này có nghĩa cổ tức là đối tượng của thuế TNDN.

Xem xét việc xây dựng CTV khác nhau của DN XYZ qua bảng minh họa sau:

Bảng 1.1: Xem xét mối tương quan giữa tỷ suất sinh lợi của vốn chủ sở hữu với các cấu trúc vốn khác nhau của DN XYZ

Đơn vị: đồng

Khoản mục	Không có nợ vay	Có nợ vay (20%)	Có nợ vay (40%)	Có nợ vay (60%)
Tổng nguồn vốn	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
- Nợ vay	0	200.000	400.000	600.000
- Vốn chủ sở hữu	1.000.000	800.000	600.000	400.000
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	200.000	200.000	200.000	200.000
- Trả lãi vay (10%)	0	20.000	40.000	60.000
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	200.000	180.000	160.000	140.000
Thuế TNDN (thuế suất 28%)	56.000	50.400	44.800	39.200
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	144.000	129.600	115.200	100.800
Suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	14,4 %	16,2 %	19,2 %	25,2 %

Qua trường hợp trên của DN XYZ cho thấy việc thay đổi CTV theo chiều hướng có sử dụng nợ và gia tăng đòn cân nợ từ 0% đến 20%, đến 40% và 60% đã làm cho tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần cũng gia tăng theo, cụ thể từ 14,4 % lên 16,2 %, 19,2 % và 25,2 %. Đạt được điều này là do DN hoạt động có lãi (EBIT >0) và điều quan trọng là với mức EBIT này DN hoàn toàn có khả năng thanh toán lãi vay do tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư lớn hơn chi phí lãi vay. Cụ thể hơn, với chính sách thuế TNDN, phần chi trả lãi vay được trừ khi xác định thu nhập chịu thuế để tính thuế TNDN, do vậy đã làm thuế TNDN giảm thấp đi khi CTV của DN có sử dụng nợ. Đây chính là khoản tiết kiệm thuế có được do sự khác nhau về CTV giữa trường hợp có nợ vay và không có nợ vay. CTV thâm dụng nợ càng cao thì lợi ích thu được từ tầm chắn thuế càng lớn.

Tuy nhiên, trong thực tế hoạt động DN luôn luôn đối mặt với rủi ro, nếu EBIT không đạt đến mức dự kiến thì việc sử dụng nợ vay và gia tăng đòn cân nợ trong

CTV sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần. Để xem xét tiếp nội dung này, ta sẽ tiếp tục đi vào phân tích chính sách thuế TNDN tác động như thế nào đến tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần với các CTV khác nhau trong giả định với các giá trị EBIT khác nhau.

Bảng 1. 2: Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần với EBIT=120.000 đ

Đơn vị: đồng

Khoản mục	Không có nợ vay	Có nợ vay (40%)
Tổng nguồn vốn	1.000.000	1.000.000
- Nợ vay	0	200.000
- Vốn chủ sở hữu	1.000.000	800.000
EBIT	120.000	120.000
- Trả lãi vay (10%)	0	40.000
EBT	120.000	80.000
Thuế TNDN (TC= 28 %)	33.600	22.400
EAT	86.400	57.600
ROE	8,64 %	7,2 %

Đặt trường hợp DN XYZ như ở trường hợp trên, khi mức EBIT không đạt mức 200.000 đ như dự kiến mà chỉ đạt 120.000 đ, ROE trong trường hợp sử dụng hoàn toàn vốn cổ phần là 8,64% sẽ cao hơn trường hợp CTV có sử dụng 40% nợ vay, dù có lợi ích của tấm chắn thuế nhưng ROE lúc này chỉ đạt ở mức 7,2 %.

Trên cơ sở lý luận trên cho thấy đòn cân nợ luôn có tính hai mặt bởi vì đòn cân nợ có thể làm gia tăng nhưng cũng có thể làm giảm tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần, trong trường hợp kinh doanh gặp thua lỗ thì việc sử dụng đòn cân nợ cũng đem lại rủi ro lớn hơn (số lỗ nhiều hơn) do tác động đòn bẩy của đòn cân nợ.

1.3.1.2 Tấm chắn thuế và giá trị doanh nghiệp

Các tấm chắn thuế có thể là những tài sản có giá trị, giả định DN XYZ sử dụng một khoản nợ cố định và vĩnh viễn, thì mỗi một lượng giá trị nợ là 1.000 đ, tỷ lệ lãi vay là 10% và thuế suất thuế TNDN giả định là 28% thì DN sẽ có một dòng tiền đều mỗi năm là 28 đ. Rủi ro của dòng tiền này thường ít hơn rủi ro của các tài sản hoạt động khác của DN XYZ. Giá trị của tấm chắn thuế sẽ phụ thuộc vào thuế suất thuế

TNDN và khả năng DN XYZ đạt đủ lợi nhuận để chi trả lãi vay. Thông thường thuế suất thuế TNDN có khuynh hướng ổn định trong một thời gian và khả năng để DN XYZ đạt đủ lợi nhuận để chi trả lãi vay phải chắc chắn một cách hợp lý. Với giả định rủi ro của các tấm chắn thuế bằng với rủi ro của các chi trả lãi phát sinh từ các tấm chắn thuế, để tính toán hiện giá của tấm chắn thuế, ta có thể sử dụng lãi suất chiết khấu bằng với tỷ lệ lãi vay đòi hỏi của các trái chủ, trong minh họa này là 10%.

$$N (\text{tấm chắn thuế}) = \frac{28 \text{ đ}}{10\%} = 280 \text{ đ}$$

Với kết quả này cho thấy chính phủ đã gánh chịu 28% nghĩa vụ nợ 1.000 đ cho DN XYZ và hiện giá của tấm chắn thuế độc lập với lợi nhuận đem lại từ nợ. Trong trường hợp đặc biệt nếu nợ là vĩnh viễn, hiện giá của tấm chắn thuế chính bằng thuế suất thuế TNDN (T_c) nhân với số nợ vay (D).

$$PV (\text{tấm chắn thuế}) = T_c \times D$$

Như vậy giá trị của DN có sử dụng nợ sẽ lớn hơn giá trị DN nếu chỉ tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần

$$\text{Giá trị của DN} = \text{Giá trị của DN được tài trợ} + PV (\text{tấm chắn thuế})$$

hoàn toàn bằng vốn cổ phần

1.3.1.3 Tấm chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính

Từ kết quả trên cho thấy rõ ràng khi sử dụng nợ trong CTV, giá trị DN sẽ gia tăng, nhưng thực tế chúng ta khó có thể tìm thấy một DN sử dụng 100% nợ trong CTV, như vậy sẽ có những yếu tố sẽ bù trừ với giá trị của tấm chắn thuế trong một chừng mực nhất định, cụ thể nhất đó là chi phí kiệt quệ tài chính. Kiệt quệ tài chính xảy ra khi DN không thể thực hiện hoặc gặp nhiều khó khăn khi thanh toán lãi vay cho các chủ nợ. Có khi kiệt quệ tài chính đưa đến phá sản hoặc kiệt quệ tài chính cũng có thể đem đến những khó khăn nhất thời cho DN. Khi DN gia tăng nợ, các trái chủ cảm nhận được rủi ro từ những khoản vay này và họ quyết định đòi hỏi một lãi suất cao hơn để bù đắp với rủi ro tài chính gia tăng của DN, sẽ phát sinh một khoản gia

tăng trong chi phí của DN. Trong tình huống xấu nhất, các trái chủ có thể quyết định không cho DN vay thêm. Trong trường hợp này, DN sẽ có thể phải từ bỏ những dự án đầu tư hấp dẫn trong tương lai. Như vậy DN lại gánh thêm một chi phí cơ hội. Trong trường hợp kiệt quệ tài chính dẫn đến DN buộc phải thanh lý, thì DN có thể phải bán những tài sản của mình với giá thấp hơn giá thị trường của chúng để trả nợ. Tất cả các khoản chi phí trên dù hữu hình hay vô hình đều dẫn đến hậu quả là sụt giảm giá trị DN. Để đánh giá đúng giá trị của một DN có sử dụng nợ, một tấm chắn thuế làm gia tăng giá trị DN thì một chi phí kiệt quệ tài chính cũng xuất hiện làm giảm giá trị DN

Giá trị DN nếu được	PV	PV
Giá trị doanh nghiệp = tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần	+	(tấm chắn thuế) – (chi phí của kiệt quệ tài chính)

Nếu chi phí kiệt quệ tài chính quá lớn, nguy cơ sẽ dẫn đến hậu quả nghiêm trọng nhất là DN bị phá sản, như vậy chi phí kiệt quệ tài chính không những phủ định giá trị của tấm chắn thuế mà còn có thể làm giảm giá trị DN đến mức thấp nhất. Chính vì vậy cần phải nghiên cứu hoạch định một CTV tối ưu với một tỷ lệ nợ thích hợp nhằm khai thác tối đa lợi ích từ tấm chắn thuế nhưng cũng đồng thời tối thiểu hoá chi phí kiệt tài quệ tài chính.

1.3.1.4 Phân tích EBIT-EPS với tác động của tấm chắn thuế khi hoạch định cấu trúc vốn

Đặt trường hợp DN XYZ hiện đang có một CTV chỉ gồm cổ phần thường (100.000 cổ phần). Hiện DN XYZ đang xem xét một dự án đầu tư với hai phương án tài trợ: phương án 1 tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần với dự định sẽ phát hành thêm 30.000 cổ phần với giá 15 đ/1 cổ phần. Phương án 2 sẽ tài trợ bằng sử dụng nợ vay là 450.000 đ với lãi suất là 12 %.

Theo phương án 1, thì CTV của DN XYZ vẫn là CTV được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, nhưng nếu sử dụng phương án 2, CTV của DN sẽ chuyển sang có sử dụng đòn bẩy tài chính và có tác động của tấm chắn thuế. Như vậy yêu cầu đặt ra là khi sử dụng đòn bẩy tài chính với tác động của tấm chắn thuế có đem lại lợi ích cho cổ đông hay không?

Bảng 1. 3: Phân tích EBIT-EPS của DN XYZ

Đơn vị : đồng

Phương án 1: Tài trợ bằng vốn cổ phần	Trường hợp 1: EBIT= 80.000	Trường hợp 2: EBIT= 120.000
Lãi vay (lãi suất 10%)	-	-
Thu nhập trừ lãi vay	80.000	120.000
Thuế suất thuế TNDN (28%)	28 %	28 %
Thuế TNDN	22.400	33.600
EAT	57.600	86.400
Số cổ phần	130.000	130.000
EPS	0,44	0,66
% EBIT	-	50%
% EPS	-	50%
Phương án 2: Tài trợ bằng sử dụng nợ	Trường hợp 1: EBIT= 80.000	Trường hợp 2: EBIT= 120.000
Lãi vay (lãi suất 12%)	54.000	54.000
Thu nhập trừ lãi vay	26.000	66.000
Thuế suất thuế TNDN (28%)	28 %	28 %
Thuế TNDN	7.280	18.480
EAT	18.720	47.520
Số cổ phần	100.000	100.000
EPS	0,1872	0,4752
% EBIT	-	50%
% EPS	-	154%

Từ tính toán trên cho thấy: phương án 1 tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, với một gia tăng 50% trong EBIT dẫn đến gia tăng 50% trong EPS (hay độ nghiêng đòn cân tài chính là 1,00); phương án 2 có sử dụng đòn bẩy tài chính, một gia tăng 50% trong EBIT dẫn đến gia tăng 154% trong EPS (hay độ nghiêng đòn cân tài chính là

1,54). Tương tự, với CTV có sử dụng nợ, một sự sụt giảm trong EBIT sẽ dẫn đến một sụt giảm lớn hơn trên EPS. Đây là một phương pháp phân tích mà các DN có thể sử dụng để tính toán tác động của tầm chắn thuế khi hoạch định một CTV tối ưu nhằm gia tăng giá trị DN.

1.3.2 Tác động của thuế thu nhập cá nhân đối với hoạch định cấu trúc vốn của công ty cổ phần

Thuế TNCN có tác động trực tiếp đến việc huy động vốn cổ phần, thể hiện cụ thể thông qua thuế suất đối với cổ tức của cổ đông và thu nhập giữ lại sau thuế để tái đầu tư của CTCP. Một thuế suất cao đối với cổ tức sẽ là một khó khăn trong phát triển thị trường chứng khoán, đồng nghĩa với việc các CTCP sẽ gặp nhiều trở ngại trong huy động nguồn vốn cổ phần, vì nhà đầu tư sẽ chuyển hướng vào những lĩnh vực đầu tư mà họ tính toán sẽ có lợi hơn, vì điều quan trọng đối với họ là tối thiểu hóa khoản thuế phải nộp và đạt được tỷ suất sinh lợi đã tính toán trên 1 đồng vốn đầu tư. Cũng từ góc độ này, với một thuế suất cao hoặc một chính sách thuế không phù hợp đối với thu nhập giữ lại sau thuế, thì các CTCP sẽ khó có cơ hội để ứng dụng các lý thuyết tài chính DN hiện đại, cụ thể là lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định một CTV tối ưu. Việc phân tích chính sách thuế TNCN đối với cổ tức cũng như thu nhập giữ lại, trên cơ sở đó thực thi một chính sách cổ tức phù hợp của Ban điều hành DN, sẽ là một nội dung quan trọng để thấy được tầm quan trọng và tác động của thuế TNCN đối với hoạch định CTV.

Quan điểm truyền thống về chính sách cổ tức cho rằng cổ tức gia tăng hôm nay sẽ làm lợi cho các cổ đông nhiều hơn và do đó sẽ làm gia tăng giá trị DN. Lập luận đầu tiên đó là cổ tức nhận được bằng tiền mặt ngày hôm nay sẽ có giá trị hơn phần chênh lệch do chuyển nhượng vốn mà cổ đông nhận được sau này, đồng thời cổ tức nhận được hôm nay là chắc chắn còn phần chênh lệch do chuyển nhượng vốn trong tương lai thì hoàn toàn không chắc chắn.

Một quan điểm khác thì cho rằng gia tăng cổ tức sẽ làm giảm giá trị DN. Cơ sở lý luận của trường phái này cho rằng các DN đang hoạt động trong một thế giới thực và đối diện với một thị trường cạnh tranh không hoàn hảo, chứa nhiều nhân tố mà cả DN lẫn cổ đông phải quan tâm mà điển hình nhất là thu nhập của các cổ đông phải chịu ảnh hưởng của nhân tố thuế. Ở hầu hết các quốc gia trên thế giới, chính

phủ đều đánh thuế nhẹ trên thu nhập đạt được trên lợi nhuận được đem tái đầu tư trước đây. Do đó thuế đánh trên cổ tức nhận được bằng tiền mặt sẽ nặng hơn thuế đánh trên chênh lệch do chuyển nhượng vốn, là kết quả của sự chênh lệch do lợi nhuận giữ lại làm gia tăng giá trị thật của cổ phiếu so với giá trị trước đây.

Với chính sách thuế TNCN, cổ tức mà cổ đông nhận được, được xem là thu nhập thông thường và là đối tượng chịu thuế của thuế TNCN. Đánh giá tác động của thuế TNCN đối với lợi nhuận giữ lại của cổ đông có phần phức tạp hơn. Giả sử DN giữ lại 1 đồng lợi nhuận, khi TTCK phản ánh chính xác giá trị của DN thì việc DN có thêm 1 đồng sẽ làm cho giá trị cổ phiếu của DN sẽ tăng thêm 1 đồng. Tuy nhiên, khoản thu nhập từ việc tăng giá trị cổ phiếu, được gọi là khoản lời trên vốn, chính sách thuế TNCN của các nước thường không đánh thuế đối với khoản thu nhập này, có nghĩa là khoản thu nhập này của cổ đông của DN sẽ không bị đánh thuế cho đến khi cổ đông thực nhận từ chi trả của DN. Do đó, khi xem xét ở khía cạnh tác động của chính sách thuế TNCN đối với cổ tức cần phải liên kết với chính sách cổ tức và việc sử dụng thu nhập sau thuế trong hoạch định CTV, nhằm khai thác lợi ích đem lại cho các cổ đông thông qua tối thiểu hoá khoản thuế TNCN phải nộp và gia tăng giá trị của DN thông qua khả năng chủ động hoạch định một CTV tối ưu..

1.3.3 Tác động của thuế thu nhập đối với hoạch định cấu trúc vốn của công ty cổ phần

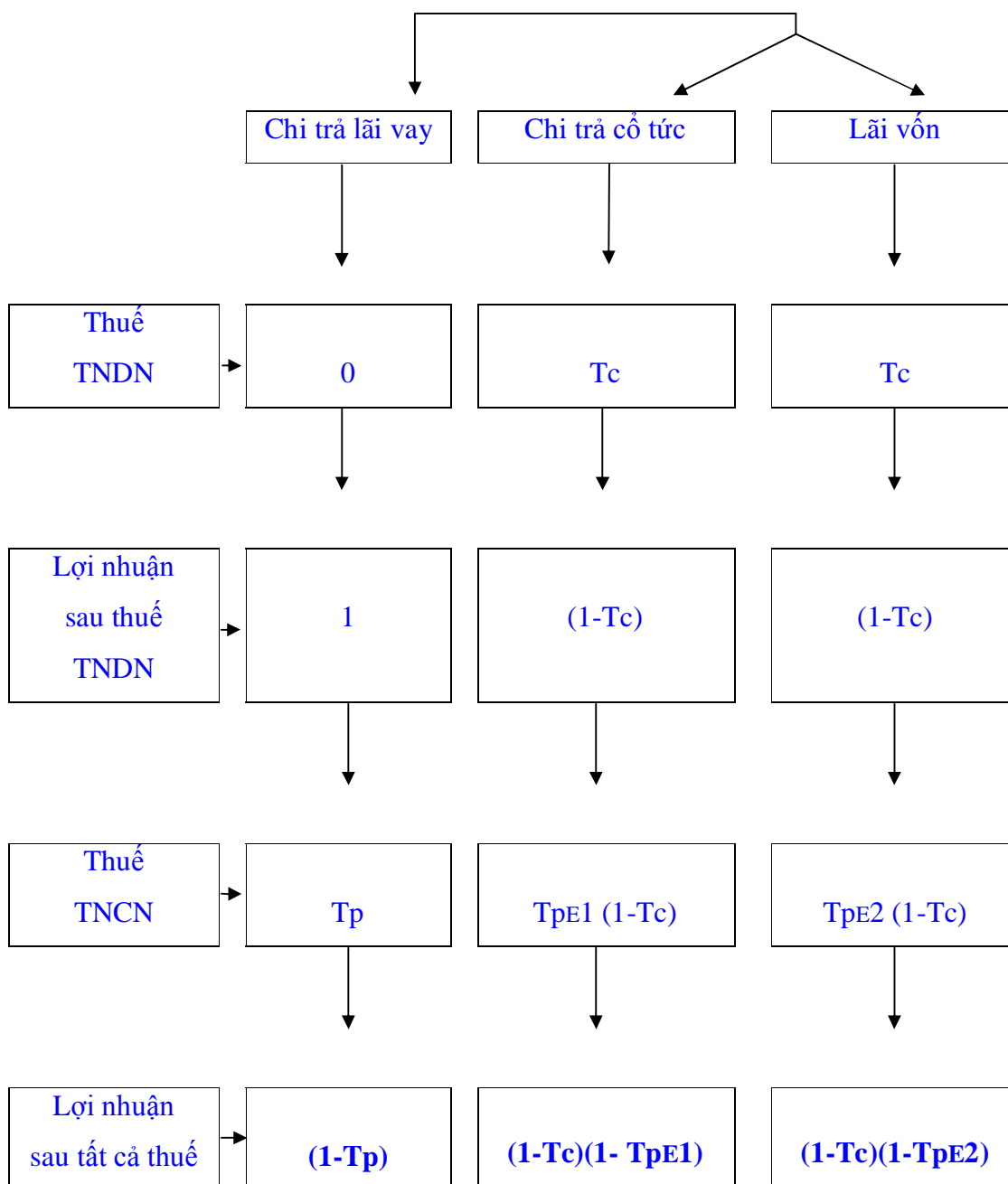
Chúng ta đã xem xét hai góc độ tác động độc lập của thuế TNDN và thuế TNCN trong hoạch định CTV. Tuy nhiên trong thực tế, một CTV của DN luôn là sự kết hợp giữa nợ dài hạn và vốn cổ phần, thì mục tiêu của DN khi nghiên cứu tác động của hai chính sách thuế này không chỉ là tối thiểu hóa khoản thuế TNDN phải nộp mà DN phải hướng đến mục tiêu tối thiểu hóa hiện giá của tất cả các khoản thuế chi trả từ lợi nhuận của DN, bao gồm cả khoản thuế TNCN phải nộp của trái chủ và cổ đông.

Tùy vào CTV của DN, một đồng lợi nhuận từ kết quả hoạt động của DN sẽ chi trả cho trái chủ qua thanh toán lãi vay hoặc đem lại lợi ích cho cổ đông qua cổ tức chi trả hay lãi vốn. Sử dụng kỹ thuật phân tích lợi nhuận sau tất cả thuế đối với 1 đồng lợi nhuận hoạt động thu được, sẽ là một trong những cơ sở để DN lựa chọn CTV tối ưu. Với:

- T_c : Thuế suất thuế TNDN.
- T_p : Thuế suất thuế TNCN trên lãi vay.
- T_{pE1} : Thuế suất thuế TNCN trên cổ tức.
- T_{pE2} : Thuế suất thuế TNCN trên lãi vốn.

Ta có mô hình phân tích thuế TNDN, thuế TNCN tác động như thế nào đối với 1 đồng lợi nhuận hoạt động của DN.

Lợi nhuận hoạt động: 1 đ



Nhận xét:

* So sánh $(1-Tp)$ với $(1-Tc)(1-TpE1)$ hoặc $(1-Tc)(1-TpE2)$:

- Nếu $(1-Tp) > (1-Tc)(1-TpE1)$ hoặc $(1-Tc)(1-TpE2)$: sử dụng nợ sẽ tốt hơn.
- Nếu $(1-Tp) < (1-Tc)(1-TpE1)$ hoặc $(1-Tc)(1-TpE2)$: sử dụng vốn cổ phần sẽ tốt hơn.

* So sánh $(1-Tc)(1-TpE1)$ với $(1-Tc)(1-TpE2)$:

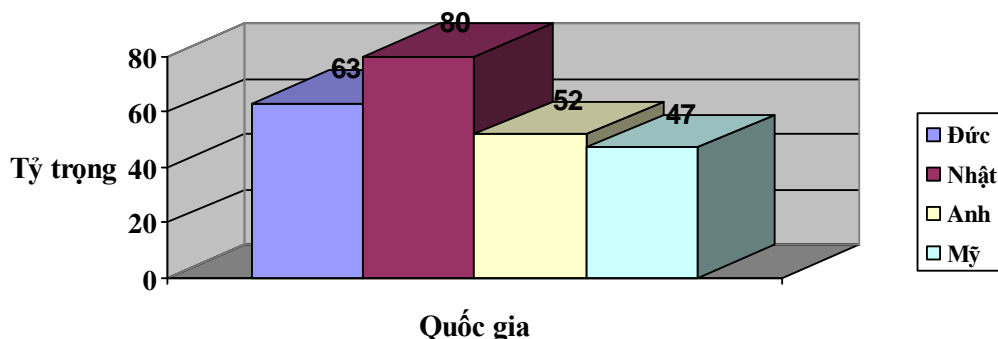
- Nếu $(1-Tc)(1-TpE1) > (1-Tc)(1-TpE2)$: chi trả cổ tức sẽ tốt hơn.
- Nếu $(1-Tc)(1-TpE1) < (1-Tc)(1-TpE2)$: lãi vốn sẽ tốt hơn.

Tuy nhiên, trong cả hai trường hợp: $(1-Tc)(1-TpE1) > (1-Tc)(1-TpE2)$ hay $(1-Tc)(1-TpE1) = (1-Tc)(1-TpE2)$, thì sử dụng phương pháp thực hiện phân phối lợi nhuận qua lãi vốn có thể là một phương án tốt hơn cho cổ đông, do lợi ích từ việc hoãn lại khoản thuế TNCN phải nộp.

1.4 KINH NGHIỆM XÁC LẬP CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP LỚN Ở MỸ

Việc tìm ra một nguyên tắc chung cho việc xây dựng CTV là hết sức khó khăn, hầu như không có một khuôn mẫu chung nào cho các DN ở các nước. Qua nghiên cứu đôn cân tài chính của các công ty (ngoại trừ các công ty tài chính) ở 4 quốc gia Đức, Nhật, Anh và Mỹ thuộc Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) cho thấy tại các quốc gia này các công ty đã chú trọng đến sử dụng nợ. Nguyên nhân có thể đưa đến việc sử dụng đôn cân tài chính cao là do nền kinh tế phát triển, chi phí giao dịch thấp, thông tin của các công ty trên thị trường có độ minh bạch và tin cậy đồng thời các ngân hàng thương mại luôn sẵn các nguồn tiền để thực hiện tài trợ cho các công ty. Việc nghiên cứu CTV của một số công ty lớn ở Mỹ, một nước có nền kinh tế phát triển và có ảnh hưởng rất lớn đến sự tăng trưởng của nền kinh tế thế giới sẽ là một bài học hữu ích cho các DN Việt Nam.

Hình 1.4 : Đòn cân tài chính của các công ty tại 4 quốc gia phát triển năm 1991



Nguồn: Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD), năm 1991, [2]

Bảng 1. 4: Cấu trúc vốn của Intel Corporation, nhà cung cấp hàng đầu các bộ vi xử lý trong lĩnh vực công nghệ thông tin

Đơn vị : triệu USD

Chỉ tiêu	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Tổng nguồn vốn	47.143	48.143	48.314	48.368	55.651
Nợ dài hạn	936	703	2.106	1.848	1.980
Nợ khác	8.361	8.861	10.026	9.768	10.909
Vốn chủ sở hữu	37.846	38.579	36.182	36.752	42.762
Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	1,99 %	1,46 %	4,36 %	3,82 %	3,55 %
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn	80,28 %	80,13 %	74,89 %	75,98 %	76,83 %

Nguồn: www.intel.com

Nhận xét: Với đặc điểm là nhà sản xuất các thiết bị vi xử lý, Intel đã chú trọng vào sử dụng nguồn vốn cổ phần, tuy nhiên Intel cũng đã có khuynh hướng dịch chuyển dần từ vốn cổ phần sang sử dụng nợ, thể hiện nợ dài hạn từ 1,99% trên tổng nguồn vốn (năm 2003) đã tăng lên 3,55% (năm 2007).

Bảng 1.5: Cấu trúc vốn của Microsoft Corporation, nhà sản xuất hàng đầu các sản phẩm về phần mềm máy tính

Đơn vị : triệu USD

Chỉ tiêu	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Tổng nguồn vốn	81.732	94.368	70.815	69.597	63.171
Nợ dài hạn	2.846	4.574	5.823	7.051	8.320
Nợ khác	13.974	14.969	16.877	22.442	23.754
Vốn chủ sở hữu	64.912	74.825	48.115	40.104	31.097
Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	3,48 %	4,85 %	8,22 %	10,13 %	13,17 %
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn	79,42 %	79,29 %	67,94 %	57,62 %	49,22 %

Nguồn: www.microsoft.com

Nhận xét: là nhà sản xuất phần mềm lớn trên thế giới, với đặc điểm là các tài sản của Microsoft chủ yếu là các bản quyền, bằng phát minh sáng chế, về lý luận chung là Microsoft nên chủ yếu sử dụng vốn cổ phần là chính, nhưng Microsoft cũng có sự điều chỉnh sang CTV có tỷ lệ nợ mục tiêu tăng, nợ dài hạn từ 3,48% trên tổng nguồn vốn (năm 2005) đã tăng lên 13,17% (năm 2007).

Bảng 1.6: Cấu trúc vốn của Coca-Cola Company, nhà sản xuất hàng đầu trên thế giới trong lĩnh vực sản xuất nước giải khát

Đơn vị : triệu USD

Chỉ tiêu	Năm 2003	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
Tổng nguồn vốn	27.410	31.441	29.427	29.963	43.269
Nợ dài hạn	2.517	1.157	1.154	1.314	3.277
Nợ khác	10.803	14.349	11.918	11.729	18.248
Vốn chủ sở hữu	14.090	15.935	16.355	16.920	21.744
Tỷ lệ nợ dài hạn/Tổng nguồn vốn	9,18 %	3,68 %	3,92 %	4,39 %	7,57 %
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn	51,40 %	50,68 %	40,50 %	54,47 %	50,25 %

Nguồn: www.coca-cola.com

Nhận xét: riêng đối với CocaCola, có thể là một DN điển hình trên lĩnh vực sản xuất thực phẩm, công ty đã duy trì một CTV sử dụng cân bằng giữa vốn cổ phần và nợ tương đối ổn định qua các năm với tỷ trọng bình quân khoảng 50%. Trong đó nợ dài hạn từ 9,18% (năm 2005) có xu hướng giảm dần nhưng đến năm 2007 lại có chiều hướng tăng lên trở lại.

1.4.1 Phân tích tác động của thuế thu nhập đối với hoạch định cấu trúc vốn

Nếu chỉ xem xét góc độ CTV của các công ty ở góc độ các con số mà bỏ qua đặc điểm chung của nền kinh tế và mối quan hệ với chính sách thuế TNDN và TNCN ở Mỹ sẽ không đánh giá đúng thực trạng hoạch định CTV, đặc biệt là sử dụng nợ. Do vậy, việc phân tích sử dụng nợ của DN gắn với chính sách thuế thu nhập và diễn biến tỷ lệ lãi suất sẽ là điều cần thiết.

Bảng 1.7: Tỷ lệ lãi suất của Ngân hàng trung ương Mỹ với những mốc cơ bản từ năm 2004 đến 2007

Thời điểm	Lãi suất (%)
14/12/2004	2,25
12/12/2005	4,25
29/6/2006	5,25
12/12/2007	4,25

Nguồn : Thời báo Kinh tế Việt Nam 2006-2007 và 2007-2008 [27]

Bảng 1.8 Biểu thuế thu nhập công ty của Mỹ từ năm 2000 đến 2007

Thu nhập chịu thuế (\$)		Thuế suất (%)
Trênđến		
0	50.000	15
50.000	75.000	25
75.000	100.000	34
100.000	335.000	39
335.000	10.000.000	34
10.000.000	15.000.000	35
15.000.000	18.333.333	38
Trên 18.333.333	35

Nguồn: www.sbrl001.htm

Qua biểu thuế suất thuế TNDN lũy tiến đối với các công ty cổ phần ở Mỹ dao động từ 15% đến 39%. Điều này cho thấy lợi ích của tấm chắn thuế đem lại cho DN là khá lớn, chính vì vậy việc sử dụng một CTV có tỷ lệ nợ nói chung là một trong những nội dung mà các nhà quản trị DN của Mỹ đã chú trọng khai thác trong hoạch định một CTV thích hợp, thể hiện qua tính toán hiện giá tấm chắn thuế với thuế suất thuế TNDN cận biên là 35%.

Bảng 1.9: Tính toán hiện giá tấm chắn thuế của các DN điển hình ở Mỹ qua 3 năm 2005- 2006- 2007

Đơn vị : triệu USD

Doanh nghiệp	Hiện giá tấm chắn thuế (Tcx D)		
	2005	2006	2007
Intel	737	702	693
Microsoft	2.038	2.468	2.912
CocaCola	404	460	1.147

- Với *Intel*, là DN sản xuất các sản phẩm là bộ vi xử lý với tính chất công nghệ cao, lợi nhuận đạt lớn, có thể đánh giá nguồn lợi nhuận giữ lại đã đủ để DN tài trợ cho các quyết định đầu tư, DN đã duy trì một CTV sử dụng tỷ lệ nợ mục tiêu thấp, chủ yếu là sử dụng nguồn vốn cổ phần, phù hợp với đặc điểm ngành.

- Với *Microsoft*, là DN chiếm lĩnh thị trường sản phẩm phần mềm trên toàn thế giới, đa phần tài sản của Microsoft có đặc điểm là các tài sản vô hình có giá trị lớn. Xét về góc độ lý thuyết, thì DN nên sử dụng nguồn tài trợ là vốn cổ phần, tuy nhiên Microsoft là một DN đang trong giai đoạn sung mãn, doanh số lớn và có lợi nhuận cao, dòng tiền phát sinh dương lớn và ổn định, do vậy việc chuyển mạnh từ CTV từ vốn cổ phần sang sử dụng nợ, để khai thác lợi ích của tấm chắn thuế và gia tăng giá trị DN là một vấn đề hoàn toàn có thể lý giải.

- Còn *CocaCola* là DN điển hình trên lĩnh vực sản xuất nước giải khát, với các sản phẩm có độ co giãn thu nhập thấp, do đó doanh số biến động thấp hơn biến động thu nhập quốc gia, tài sản của DN chủ yếu là các tài sản hữu hình có giá trị lớn, do vậy DN đã duy trì một cấu trúc vốn có tỷ lệ nợ mục tiêu tương đối ổn định, đã khai thác triệt để lợi ích từ tấm chắn thuế.

Trên đây chỉ là sự phân tích từ góc độ đặc điểm ngành của DN là chủ yếu, nhưng điều cho thấy việc sử dụng nợ của CocaCola hay Microsoft còn thể hiện ở đặc điểm nền kinh tế Mỹ đang trong giai đoạn tăng trưởng cao ở giai đoạn này, tỷ lệ lãi suất gia tăng là một trong những chính sách tiền tệ của Chính phủ, việc tính toán tỷ suất sinh lợi, khả năng chi trả lãi vay từ kết quả hoạt động của DN, kết hợp với sử dụng đòn cân tài chính là một động cơ kích thích các nhà quản trị DN trong gia tăng tỷ lệ nợ mục tiêu, nhằm gia tăng lợi ích từ tầm chắn thuế.

Còn với thuế TNCN, một sắc thuế quan trọng hàng đầu trong hệ thống thuế của Mỹ. Xem xét tác động của thuế TNCN ở Mỹ, cũng sẽ làm rõ hơn những căn cứ mà các DN của Mỹ đã sử dụng trong hoạch định CTV.

Bảng 1.10: Biểu thuế suất thu nhập cá nhân của Mỹ từ năm 2000 đến 2007 đối với người nộp thuế độc thân và nộp thuế theo hộ gia đình

Đơn vị: USD

Thu nhập		Thuế suất (%)
Độc thân	Đã có gia đình (thu nhập cả hộ)	
Thu nhập trên ... đến	Thu nhập trên ... đến	
0 - 7.825	0 - 15.650	10
7.825 - 31.850	15.650 - 63.700	15
31.850 - 77.110	63.700 - 128.500	25
77.110 - 160.850	128.500 - 195.850	28
160.850 - 349.700	195.850 - 349.700	33
Trên 349.700	Trên 349.700	35

Nguồn: www.sbrl001.htm

Qua bảng trên, thuế suất thuế TNCN đối với cỡ tức dao động trong khoảng từ 10% đến 35%, thuế suất thuế TNCN cận biên là 35%, còn thuế suất thuế TNCN đối với lãi vốn đã thực hiện là 28%. Cho thấy thuế suất thuế TNCN ở Mỹ là khá cao. Điều này lý giải một nguyên nhân quan trọng mà các DN của Mỹ đã chú trọng sử dụng phần thu nhập giữ lại để tài trợ cho hoạt động đầu tư và nhằm mục đích hoãn lại các khoản thuế TNCN phải nộp cho trái chủ và cổ đông, đáp ứng kỳ vọng của họ bằng giá trị của DN ngày càng gia tăng. Minh họa qua bảng sau:

Bảng 1.11: Lợi thế của nợ và lợi ích từ chi trả cổ tức bằng lãi vốn

Chỉ tiêu	Lãi từ chứng khoán nợ (Tp=35%)	Lợi nhuận vốn cổ phần	
		Chi trả bằng tiền mặt (TpE=35%)	Thu nhập từ lãi vốn (TpE= 28%)
Lợi nhuận trước thuế	\$ 1	\$ 1	\$ 1
Thuế TNDN (Tc=35%)	\$ 0	\$ 0,35	\$ 0,35
Lợi nhuận sau thuế TNDN	\$ 1	\$ 0,65	\$ 0,65
Thuế TNCN	\$ 0,35	\$ 0,2275	\$ 0,182
Lợi nhuận sau tất cả thuế	\$ 0,65	\$ 0,4225	\$ 0,468
Lợi thế của nợ		\$ 0,2275	\$ 0,182

1.4.2 Bài học kinh nghiệm rút ra cho các DN Việt Nam

- Một hỗn hợp nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và vốn cổ phần trong một CTTC tiêu biểu cho một thoả hiệp giữa một kết hợp mà DN muốn sử dụng với khả năng đáp ứng của DN và sự sẵn lòng của thị trường cung cấp nguồn vốn đó.
- Việc xác định một CTV tối ưu phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau, mức độ ảnh hưởng của các yếu tố này sẽ thay đổi giữa DN này với DN khác, kể cả giữa các DN trong cùng một ngành, tùy thuộc vào điều kiện nền kinh tế nói chung, đặc tính của ngành kinh doanh và tình hình đặc thù của mỗi DN nói riêng.
- Với thuế suất thuế TNDN cao, sự gia tăng mong muốn sử dụng nợ so với các nguồn vốn khác được lý giải về quan điểm lợi nhuận. Có thể chấp nhận đòn bẩy tài chính lớn hơn miễn là nền kinh tế duy trì được sự ổn định để các DN hoạt động đáp ứng chi trả nợ vay.
- Với thuế suất thuế TNCN tác động đến chi trả cổ tức cho cổ đông. Thuế suất thuế TNCN cao sẽ gia tăng khuyến khích một số DN giữ lại lợi nhuận và sử dụng nhiều hơn lợi nhuận giữ lại để tài trợ tăng trưởng. Cân đối giữa nợ và vốn cổ phần sẽ tùy thuộc một phần vào các mức thuế suất tương ứng giữa thuế TNDN và thuế TNCN.
- Các DN của Mỹ đã vận dụng linh hoạt các lý thuyết tài chính DN hiện đại. Với lý thuyết đánh đổi CTV đã thể hiện sự lựa chọn giữa nợ và vốn cổ phần là một sự đánh đổi giữa tầm chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính, dẫn đến tỷ lệ nợ mục tiêu

giữa các DN có thể khác nhau: DN có tài sản hữu hình an toàn và thu nhập chịu thuế cao sẽ áp dụng tỷ lệ nợ mục tiêu cao; DN không sinh lợi, có tài sản vô hình nhiều rủi ro sẽ sử dụng chủ yếu là vốn cổ phần. Tuy nhiên lý thuyết đánh đổi CTV không giải thích được tại sao các DN sinh lợi nhất trong cùng ngành thường có CTV bảo thủ nhất, trong khi đó đúng ra là phải hướng đến sử dụng nợ cao. Lý giải cho vấn đề này chính là lý thuyết trật tự phân hạng.

Lý thuyết trật tự phân hạng thể hiện: DN có khả năng sinh lợi nhất thường ít sử dụng nợ, không phải vì các DN có tỷ lệ nợ mục tiêu thấp mà vì DN có đủ nguồn vốn cần thiết từ lợi nhuận mà không cần đến nguồn nợ vay từ bên ngoài; DN có khả năng sinh lợi thấp sẽ hướng đến mục tiêu vay nợ vì nguồn vốn nội bộ không đủ để đáp ứng cho các quyết định đầu tư và tài trợ nợ đứng đầu bảng trật tự phân hạng đối với nguồn tài trợ nợ từ bên ngoài; DN có khả năng sinh lợi cao với cơ hội đầu tư hạn chế sẽ cố gắng đạt tỷ lệ nợ thấp; DN có cơ hội đầu tư lớn, khi mà nguồn vốn phát sinh từ nội bộ không đủ đáp ứng thì buộc phải vay nợ càng nhiều.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

- Qua nội dung lý luận, cho thấy việc hoạch định CTV tối ưu của DN là một nội dung hết sức quan trọng trong lý thuyết tài chính DN hiện đại. Thể hiện vai trò của nhà quản trị DN đối với sự phát triển và thành công của bất kỳ DN nào qua việc xử lý đồng thời ba quyết định: quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và chính sách phân phối.

- Lý thuyết MM về chính sách phân phối, chi phí sử dụng vốn và tài chính DN đã cho thấy trong một môi trường cạnh tranh không hoàn hảo thì một CTV có sử dụng nợ sẽ góp phần gia tăng giá trị DN thông qua lợi ích của tấm chắn thuế, nhưng đồng thời cũng thể hiện các yếu tố có thể làm giảm hiện giá của tấm chắn thuế, đó là chi phí kiệt quệ tài chính.

- Nghiên cứu, ứng dụng các nguyên tắc cơ bản khi hoạch định CTV đồng thời xem xét và cân nhắc các yếu tố ảnh hưởng đến CTV của DN là một vấn đề không đơn giản. Cần phải phân tích tác động tổng hợp của các yếu tố khi hoạch định CTV tối ưu của DN, phù hợp với giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống của DN kết hợp với đặc điểm của nền kinh tế và chính sách kinh tế vĩ mô của nhà nước.

- Chính sách thuế thu nhập là một trong những nội dung mà các nhà quản trị DN cần phải quan tâm khi thực hiện các quyết định của mình, cụ thể là nghiên cứu và triển khai các dự án đầu tư để hưởng các ưu đãi về thuế, đa dạng hoá nguồn tài trợ nợ để gia tăng giá trị DN và phân phối lợi nhuận hoạt động của DN một cách khoa học và hợp lý nhằm tối thiểu hoá tất cả các khoản thuế phải nộp, bao gồm thuế TNDN phải nộp của DN, thuế TNCN phải nộp của trái chủ và cổ đông.

Những luận cứ khoa học về những vấn đề trong nghiên cứu hoạch định CTV tối ưu sẽ cung cấp những kiến thức không thể thiếu trước khi chuyển sang nghiên cứu chương 2 và chương 3 của luận văn.

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN VÀ TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT VIỆT NAM

2.1 PHÂN TÍCH THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

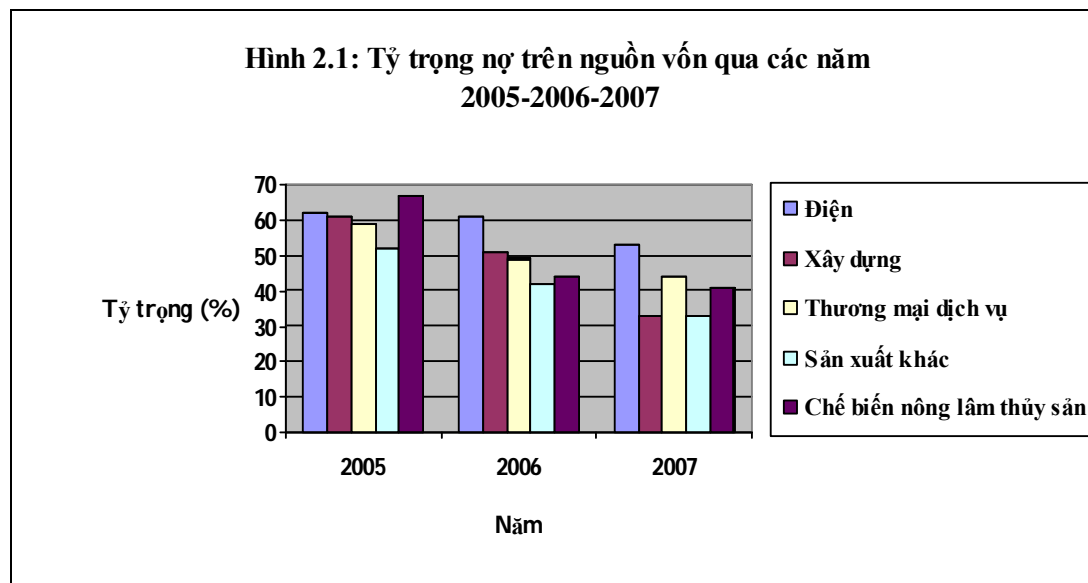
2.1.1 Thực trạng cấu trúc vốn của các công ty cổ phần niêm yết

2.1.1.1 Cơ cấu nợ trong nguồn vốn

Theo số liệu thu thập trên báo cáo tài chính của 92 CTCP niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (không tính các công ty hoạt động trên lĩnh vực tài chính, tín dụng), tỷ trọng nợ bình quân tính trên tổng nguồn vốn qua 3 năm 2005- 2006- 2007 như sau:

Bảng 2.1: Tỷ trọng nợ bình quân tính trên tổng nguồn vốn của các công ty niêm yết

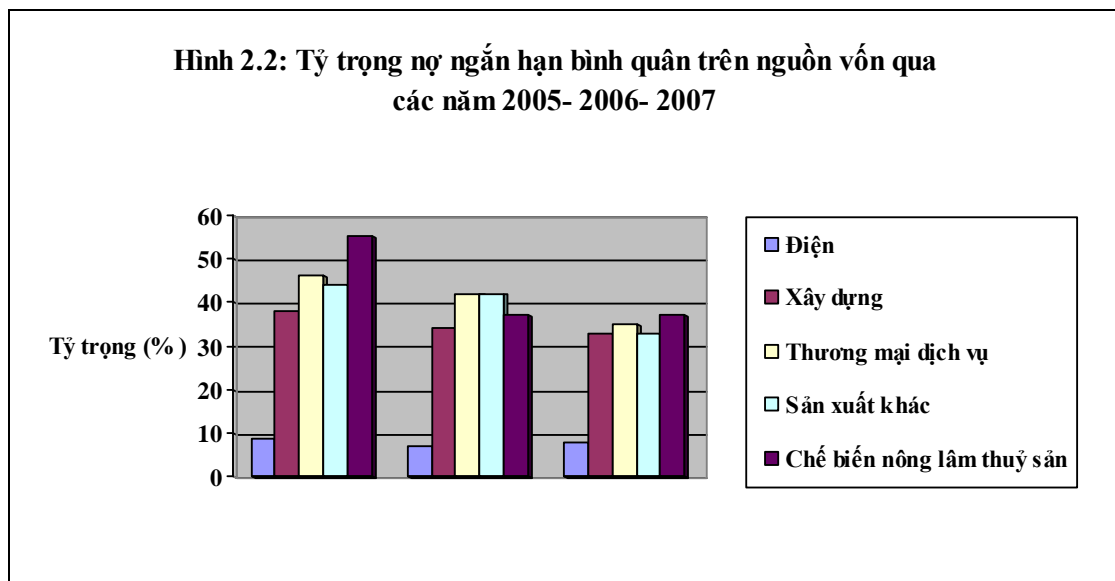
Ngành	2005	2006	2007
Niên	62 %	61 %	53 %
Xây dựng	61 %	51 %	32 %
Thông mại dịch vụ	59 %	49 %	44 %
Sản xuất khác	52 %	42 %	33 %
Che biến nông lâm thủy sản	67 %	44 %	41 %



Qua số liệu thống kê cho thấy các DN có xu hướng sử dụng nợ giảm dần ở tất cả các ngành, điều này đặt ra vấn đề phải chăng các DN đã có một sự cẩn trọng trong sử dụng nợ bằng cách gia tăng sử dụng vốn cổ phần, hoặc là DN đang lúng túng trong việc triển khai các dự án đầu tư. Để có sự đánh giá chính xác, cần phải tập trung phân tích cấu trúc nợ của từng ngành và các DN điển hình để có thể tìm ra lời giải đáp.

Bảng 2.2: Tỷ trọng nợ ngắn hạn bình quân tính trên nguồn vốn của các công ty niêm yết

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

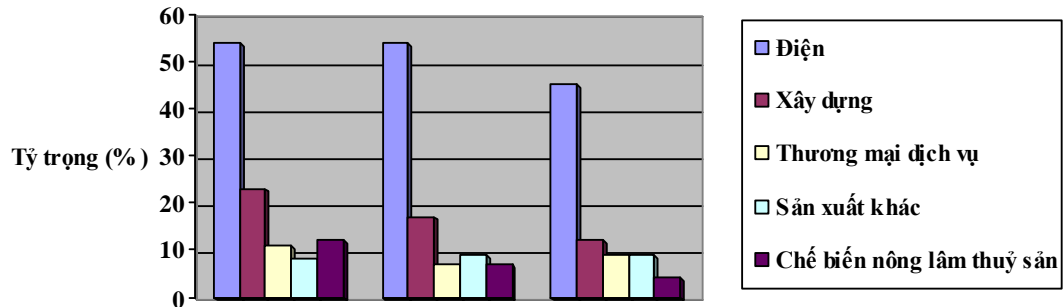


Nguồn : www.vse.org.vn

Bảng 2.3: Tỷ trọng nợ dài hạn bình quân tính trên nguồn vốn của các công ty niêm yết

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

Hình 2.3: Tỷ trọng nợ dài hạn bình quân trên nguồn vốn qua các năm 2005- 2006- 2007



Nguồn: www.vse.org.vn

Từ phân tích cấu trúc nợ cho thấy tỷ lệ dài hạn trên nguồn vốn thể hiện xu hướng giảm mạnh. Theo một kết quả nghiên cứu về tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến đòn cân tài chính của 45 CTCP phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh năm 2006, cho thấy tỷ lệ giá trị tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản, tính thanh khoản, quy mô, tốc độ tăng trưởng, đặc điểm riêng có của sản phẩm của DN, tỷ lệ vốn góp của nhà nước tại các CTCP hình thành từ chủ trương cổ phần hoá ... đã có tác động rất lớn đến việc sử dụng nợ dài hạn. Cụ thể với tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản gia tăng với tốc độ thấp gắn liền với vai trò là vật thế chấp trong các khoản vay dài hạn, tính thanh khoản không cao, quy mô tăng chậm, tốc độ tăng trưởng của DN ở mức thấp , kết hợp với các báo cáo đánh giá về trình độ công nghệ, máy móc thiết bị của các CTCP được hình thành từ cổ phần hoá DN nhà nước quá lạc hậu, chậm đổi mới thiết bị công nghệ, quản trị DN chưa đáp ứng với yêu cầu, thiếu những dự án đầu tư mang tính chiến lược, cho thấy đây chính là một trong những nguyên nhân mà đa số các CTCP khó tiếp cận các nguồn vốn dài hạn (ngoại trừ một số CTCP có tỷ lệ vốn nhà nước nắm giữ trên 51% còn tận dụng được nguồn tài trợ nợ dài hạn do có mối quan hệ với các ngân hàng thương mại từ trước khi được cổ phần hoá). Từ kết quả nghiên cứu này kết hợp với sự phát triển không đồng bộ của thị trường vốn, đặc biệt là thị trường trái phiếu DN chưa thật sự hình thành, có thể cho thấy sự khó khăn của các CTCP

trong việc huy động và sử dụng nguồn vốn tài trợ nợ trung, dài hạn và không khai thác được lợi ích từ tầm chắn thuế.

2.1.1.2 Phân tích hiệu quả sử dụng nợ và khả năng thanh toán nợ của các DN điển hình

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

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

Bảng 2.4 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của PPC qua 3 năm 2005-2006-2007

Tỷ số	Năm 2005	2006	2007
Tỷ số nợ trên tài sản	64,71 %	65,01 %	60,49%
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	183,37 %	185,79 %	153,13 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	163,8 %	169,31 %	134,78 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	283,37 %	285,79 %	253,13 %

Nguồn: www.vse.org.vn

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

vào các hoạt động tài chính (đầu tư vào công ty quản lý quỹ, đầu tư vào mua chứng khoán) với tổng giá trị trên 2.100 tỷ đồng.

Nhận xét : Với lợi thế độc quyền và nhu cầu về sản phẩm điện năng là rất lớn trong sự phát triển của nền kinh tế, nhưng DN đã không tận dụng hết tất cả các khả năng về sử dụng nợ, đặc biệt là nợ dài hạn do đặc điểm ngành. Với nguồn vốn khấu hao, nguồn lợi nhuận đạt được khá lớn, dù khả năng thanh toán lãi vay, nhưng DN đã không nghiên cứu để triển khai các dự án đầu tư để mở rộng quy mô, khai thác tối đa lợi ích từ tầm chắn thuế để gia tăng giá trị DN và lợi ích cho cổ đông, điều đáng ngại là DN đang sử dụng nguồn lực tài chính quý giá của mình vào lĩnh vực đầu tư tài chính, là một lĩnh vực mới mẻ, không phù hợp với đặc điểm ngành và chiến lược kinh doanh lâu dài của DN.

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

Bảng 2.5 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của BT6 qua 3 năm 2005-2006-2007

Tỷ số	Năm 2005	2006	2007
Tỷ số nợ trên tài sản	74 %	52,66 %	55,61 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	294,23 %	111,24 %	125,28 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	45 %	18 %	28 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	394,23 %	211,24 %	225,28 %

Nguồn: www.vse.org.vn

Qua số liệu trên cho thấy DN đã có sự cân trọng trong sử dụng nợ, cụ thể tỷ số nợ trên tài sản đã giảm mạnh từ 74% (2005) xuống còn 55,61 % (2007). Tuy nhiên khi đi vào phân tích tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần thể hiện rất thấp so với tỷ số nợ trên vốn cổ phần, cho thấy DN đã sử dụng phần lớn nợ là tín dụng thương mại phi lãi suất và những khoản phải trả ngắn hạn, về cơ bản cũng thể hiện sự phù hợp với đặc điểm ngành là sử dụng phần lớn là nợ ngắn hạn. Tuy nhiên các khoản đầu tư tài chính của DN cũng đã lên đến 133 tỷ đồng vào cuối năm 2007, chiếm gần 18 % tổng tài sản của DN, cho thấy DN cũng đầu tư khá lớn vào lĩnh vực này.

Nhận xét: Với lĩnh vực xây dựng là một ngành đang có chiều hướng phát triển chung với xu hướng của nền kinh tế Việt Nam, qua phân tích CTV của DN đã thể

hiện sự thiếu đầu tư trong chiến lược SXKD dài hạn về gia tăng quy mô và năng lực cạnh tranh, nhất là đầu tư vào máy móc thiết bị công nghệ cao trong lĩnh vực xây dựng, cũng như không đánh giá đúng các yếu tố rủi ro trong hoạt động đầu tư tài chính.

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

Bảng 2.6 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của FPT qua 3 năm 2005-2006-2007

Tỷ số	Năm 2005	2006	2007
Tỷ số nợ trên tài sản	69 %	50,5 %	57,8 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	223 %	109,85 %	136,78 %
Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	18,0 %	0,44 %	2,94 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	323,0 %	217,72 %	236,78 %

Nguồn: www.vse.org.vn

Kết quả số liệu trên cho thấy DN đã sử dụng chủ yếu là cấu trúc thâm dụng nợ, với tỷ số nợ trên tài sản từ 69 % (2005) có giảm xuống 50,5 % (2006) nhưng tăng lên lại 57,8 % (2007). Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần giảm mạnh, nhưng tỷ số nợ trên vốn cổ phần ở mức cao, cho thấy DN đã sử dụng phần lớn các khoản tín dụng thương mại phi lãi suất và các khoản phải trả ngắn hạn, thể hiện sự phù hợp với đặc điểm ngành dịch vụ, thương mại.

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

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

Bảng 2.7 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của IMP năm 2005-2006-2007

Tỷ số	Năm 2005	2006	2007
Tỷ số nợ trên tài sản	46,39 %	23,1 %	12,47 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	86,56 %	30,1 %	14,24 %

Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	2,89 %	0,2 %	0,14 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	186,56 %	130,1 %	114,26 %
Khả năng thanh toán lãi vay	4,92 lần	19,59 lần	84,12 lần

Nguồn: www.vse.org.vn

Từ tỷ số nợ trên tài sản từ 46,39 % (2005) đã giảm xuống 23,1 % (2006) và tiếp tục giảm xuống còn 12,47 % (2007), cho thấy DN đang chuyển dần từ CTV thâm dụng nợ sang CTV sử dụng vốn cổ phần. Tương ứng thì tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần cũng đã giảm từ 2,89 % (2005) còn 0,14 % (2007), đồng thời nợ ngắn hạn cũng giảm mạnh. Chính từ việc giảm sử dụng nợ cho thấy khả năng thanh toán lãi vay của DN đã tăng lên khá lớn. Đối với lĩnh vực đầu tư tài chính đến cuối năm 2007 là gần 180 tỷ, chiếm trên 31% tổng nguồn vốn. Số vốn đầu tư tài chính này còn gấp 4 lần giá trị tài sản cố định của DN vào cuối năm 2007.

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

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

Bảng 2.8 : Một số tỷ số đòn cân tài chính của AGF năm 2005-2006-2007

Tỷ số	Năm 2005	2006	2007
Tỷ số nợ trên tài sản	59,55 %	35,86 %	26,35 %
Tỷ số nợ trên vốn cổ phần	147,26 %	55,92 %	35,78 %

Tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần	10,74 %	0,47 %	0,11 %
Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần	247,26 %	155,92 %	135,78 %
Khả năng thanh toán lãi vay	4,71 lần	8,45 lần	41,64 lần

Nguồn: www.vse.org.vn

Qua phân tích CTV cho thấy DN cũng đang chuyển hướng sang sử dụng CTV thâm dụng vốn cổ phần như IMP, cụ thể từ tỷ số nợ trên tài sản giảm từ 59,55 % (2005) đã giảm xuống còn 26,35 % (2007). Tỷ số nợ trên vốn cổ phần giảm mạnh kết hợp với tỷ số nợ dài hạn trên vốn cổ phần từ con số 10,74 % (2005) xuống chỉ còn 0,11% (2007), cho thấy DN giảm sử dụng nợ kể cả nợ dài hạn lẫn nợ ngắn hạn. Giá trị các khoản đầu tư tài chính đến cuối năm 2007 cũng đã lên đến 174 tỷ, chiếm 20% tổng nguồn vốn của DN.

Nhận xét: là DN sản xuất, chế biến mặt hàng thủy sản, một sản phẩm có ưu thế cạnh tranh của Việt Nam trên thương trường, nhưng DN lại thu hẹp sử dụng vốn dài hạn lẫn ngắn hạn, dùng một tỷ lệ khá lớn tài sản của DN để đầu tư trên lĩnh vực tài chính, cho thấy việc hoạch định CTV không có sự nghiên cứu khoa học và đi ngược lại với các nguyên tắc cơ bản khi hoạch định CTV, cụ thể là không phù hợp với đặc điểm ngành, trong khi khả năng thanh toán lãi vay của DN vẫn đủ để đáp ứng cho việc sử dụng nợ và việc hoạch định CTV không đặt trong mối tương quan với nghiên cứu chiến lược kinh doanh và khai thác lợi ích từ chính sách thuế.

2.1.2 Những bất hợp lý trong cấu trúc vốn của công ty cổ phần niêm yết của Việt Nam trong thời gian qua

Từ những nhận định chung nêu trên, kết hợp với số liệu về phân tích cấu trúc nợ của các CTCP niêm yết và các tỷ số tài chính của các DN điển hình có thể nhận thấy :

- Đối với ngành sản xuất điện sử dụng nợ dài hạn khá lớn, chiếm tỷ trọng cao so với tổng nợ, phù hợp với đặc điểm ngành là thời gian hoạt động dài, vốn đầu tư lớn. Tuy nhiên về tỷ lệ nợ dài hạn trên nguồn vốn ở mức trung bình và có xu hướng giảm, tỷ lệ nợ ngắn hạn lại gia tăng, không chú trọng sử dụng nguồn lợi nhuận sau thuế để đầu tư phát triển, cho thấy các DN trong lĩnh vực sản xuất điện chưa định hướng về một chiến lược đầu tư trong hiện tại và tương lai, chưa chú trọng đến hoạch định một CTV tối ưu, trong khi điều kiện hết sức thuận lợi là không có sự

cạnh tranh và nhu cầu về sản phẩm điện đang hết sức cần thiết cho phát triển kinh tế của đất nước.

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

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

- Đối với ngành sản xuất các sản phẩm khác cũng cho thấy xu hướng giảm sử dụng nợ, trong đó nợ ngắn hạn giảm khá mạnh còn nợ dài hạn có tăng nhưng ở mức khá thấp, điều này thể hiện biểu hiện không phù hợp về CTV với đặc điểm ngành, là điều cần phải xem xét, vì đối với các CTCP niêm yết hiện nay chủ yếu hình thành từ các DN nhà nước theo chủ trương cổ phần hóa, đa phần máy móc thiết bị, quy trình công nghệ đã lỗi thời, lạc hậu, hoạt động sản xuất chủ yếu phục vụ cho nhu cầu tiêu dùng nhưng lại không chú trọng khai thác nguồn tài trợ nợ dài hạn lẫn ngắn hạn, cho thấy chiều hướng phát triển khá lúng túng, chưa thật sự tìm được một chiến lược SXKD mới trong tình hình hội nhập kinh tế.

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

triển chiều sâu trong hoạt động SXKD, dẫn đến sự mất cân đối trong sử dụng các nguồn vốn.

Từ những nhận định trên, có thể đưa ra một đánh giá chung là việc hoạch định CTV của các CTCP niêm yết Việt Nam trong thời gian qua được hình thành theo cảm tính tự nhiên của các nhà quản trị DN, thiếu sự nghiên cứu hoạch định CTV trong mối quan hệ với chính sách thuế, thiếu sự nghiên cứu và ứng dụng lý luận tài chính DN hiện đại trong hoạch định CTV.

2.1.3 Những hạn chế về hoạt động huy động vốn của các công ty cổ phần niêm yết trong thời gian qua

2.1.3.1 Phát hành cổ phiếu

Đặc trưng nổi bật nhất của TTCK Việt Nam được nhắc đến nhiều nhất trong năm 2007 là đã trở thành kênh huy động vốn dài hạn cho nền kinh tế. Tính riêng trong năm 2007, tổng số vốn huy động qua đấu giá, phát hành đạt từ 80.000 đến 90.000 tỷ đồng, tăng gấp 3 lần so với năm 2006. Tuy nhiên đằng sau sự thành công của việc huy động vốn cổ phần đã cho thấy nhiều yếu kém trong hiệu quả sử dụng vốn. Hầu hết các DN đều tận dụng tối đa cơ hội tăng trưởng của TTCK trong năm 2007 để thực hiện liên tiếp các đợt phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng và điều này đã dẫn đến một lượng cung hàng hoá đột biến trong năm 2007. Nhưng điều quan trọng là lượng vốn huy động được sử dụng chưa thật sự hiệu quả. Có những DN tranh thủ phát hành, đứng ra để đầu tư vào hoạt động SXKD thì lại sử dụng nguồn vốn huy động để trả nợ, gửi ngân hàng, đầu tư vào những lĩnh vực mới như bất động sản, tài chính, thậm chí góp vốn vào các quỹ đầu tư, mà tất cả những hoạt động đầu tư này đều không phải là hoạt động sở trường của DN. Kết quả này thể hiện sự yếu kém của các DN trong việc hoạch định CTV, xuất phát từ nguyên nhân là thiếu những quyết định đầu tư chiến lược.

2.1.3.2 Phát hành trái phiếu DN trong huy động vốn

Khung pháp lý cho việc phát hành trái phiếu DN đã được Nhà nước ban hành từ năm 2006, DN phát hành trái phiếu khi có đủ các điều kiện sau: là DN thuộc các thành phần kinh tế; có thời gian hoạt động tối thiểu là 01 năm kể từ ngày DN chính thức đi vào hoạt động; có báo cáo tài chính của năm liền kề trước năm phát hành được kiểm toán; kết quả hoạt động SXKD năm liền kề năm phát hành phải có lãi; có

phương án phát hành trái phiếu được tổ chức, cá nhân có thẩm quyền thông qua (đối với công ty cổ phần là: Đại hội cổ đông thông qua phương án phát hành trái phiếu chuyển đổi, Tổng giám đốc hoặc Giám đốc DN tổ chức thực hiện phương án phát hành trái phiếu; Hội đồng quản trị thông qua phương án phát hành trái phiếu không có khả năng chuyển đổi, Tổng giám đốc hoặc Giám đốc tổ chức thực hiện phương án phát hành trái phiếu), nhưng thực tế qua gần hai năm cho thấy ngoài việc một số ít ngân hàng thương mại thực hiện việc phát hành trái phiếu chuyển đổi và không chuyển đổi để huy động vốn, thì việc các CTCP niêm yết chưa thực hiện được việc phát hành trái phiếu để huy động vốn. Rõ ràng về khía cạnh của chính sách thuế thì các khoản chi trả trái tức đều được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế trước khi tính thuế TNDN. Việc các DN Việt Nam nói chung và CTCP niêm yết nói riêng chưa khai thác tốt nguồn huy động vốn này là một thực trạng thể hiện sự yếu kém trong hoạch định chiến lược SXKD, về cả hai phương diện vật chất và con người.

2.1.3.3 Tín dụng

Qua một nghiên cứu về sử dụng nợ vay của các DN thể hiện ở tóm tắt sau:

Bảng 2.9: Điều tra ý kiến doanh nghiệp về các khó khăn khi vay vốn đầu tư

Nội dung	Khi vay Ngân hàng thương mại	Khi vay Quỹ hỗ trợ phát triển
Tình hình tài chính của DN (khó đáp ứng)	19%	-
Tài sản bảo đảm tiền vay của DN (khó đáp ứng)	52%	-
Lãi suất cho vay (quá cao?)	34%	19%
Mức vốn được duyệt vay không đáp ứng đủ nhu cầu của DN	51%	54%
Thời hạn cho vay quá ngắn	36%	36%
Tổ chức cho vay không đủ vốn để cho vay	7%	19%
Khó khăn khác (ví dụ: vay ngoại tệ, dịch vụ khác ...)	1%	22%

Nguồn: Tạp chí tài chính, số 11 năm 2006 [5]

Kết quả cho thấy khi DN sử dụng hình thức huy động vốn truyền thống là các khoản vay tín dụng của các Ngân hàng thương mại thì các đòi hỏi về tài sản thế chấp của DN vẫn luôn là điều kiện hàng đầu khi ngân hàng xem xét giải quyết nhu cầu vay vốn. Mặt khác nguồn vốn tín dụng đáp ứng cho nhu cầu vay của DN vẫn chưa đáp ứng đủ theo yêu cầu và tỷ lệ lãi suất yêu cầu ở mức cao (qua bảng 15: Tỷ lệ lãi suất cho vay đồng Việt Nam của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam từ 2005 đến tháng 3 năm 2008) cho thấy rủi ro từ nguồn vốn tín dụng tăng đã khá cao, nhưng các DN vẫn chưa nhận thức hết mối đe dọa này, chưa thay đổi quan điểm khi thiếu vốn là nghĩ ngay đến ngân hàng.

Bảng 2.10: Tỷ lệ lãi suất cho vay đồng Việt Nam-Ngân hàng ngoại thương Việt Nam từ năm 2005 đến nay

Đơn vị: %/tháng

Hiệu lực	Ngắn hạn	Trung hạn	Dài hạn
01/01/2005	0,78	0,85	0,90
21/03/2005	0,80	0,9	0,91
12/4/2005	0,80-0,82	0,92	0,93
19/9/2005	0,825-0,84	0,94	0,96
15/02/2006	0,85-0,87	0,97	0,99
18/02/2008	0,97-1,00	1,10	1,20
19/02/2008	1,10-1,30	1,40	1,40
26/02/2008	1,35-1,55	1,55	1,55
06/03/2008	1,50-1,70	1,70	1,70
31/03/2008	1,30-1,40	1,40	1,40

Nguồn: Vietcombank

2.1.3.4 Sử dụng tín dụng thuê mua

Đối với Việt Nam dù thị trường thuê tài chính đã xuất hiện trên 10 năm nhưng việc sử dụng thị trường này chưa được các DN chú trọng, kể cả việc cung ứng vốn trung và dài hạn thông qua kênh thuê tài chính của các công ty cho thuê tài chính cho các DN còn nhiều hạn chế, trong khi đó nhu cầu đổi mới trang thiết bị, máy móc của các DN là hết sức lớn, nhất là yêu cầu nâng cao năng lực cạnh tranh trong điều kiện nền kinh tế hội nhập.

Về phía các công ty cho thuê tài chính: hiện nay Việt Nam có khoảng 13 công ty cho thuê tài chính, trong đó có 8 công ty thuộc sở hữu của các Ngân hàng thương mại, với số vốn tự có còn tương đối thấp, cao nhất là 350 tỷ đồng và thấp nhất là 100 tỷ đồng, tuy nhiên sự quảng bá, giới thiệu để cộng đồng DN, nhất là các DN có quy mô vừa và nhỏ, về lĩnh vực thuê tài chính chưa được chú trọng. Về tổ chức mạng lưới hoạt động thì các công ty cho thuê tài chính mới chỉ xây dựng các trung tâm giao dịch tại các thành phố lớn, chưa trải rộng trong cả nước. Về trình độ của cán bộ kinh doanh trong các công ty thuê tài chính chưa đáp ứng được với yêu cầu, cụ thể còn chưa mang tính chuyên nghiệp, chưa năng động trong việc tiếp cận và tư vấn cho các DN về cơ cấu nguồn vốn. Mặt khác sự tìm hiểu nhu cầu của các DN trong nước và mở rộng hợp tác, tìm hiểu thông tin về các loại máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất hiện đại từ các nước trên thế giới phù hợp với đặc tính của DN Việt Nam chưa được mở rộng. Một hạn chế nữa không kém phần quan trọng là quy định về đối tượng cho thuê tài chính tại Việt Nam chưa được đa dạng, chỉ bó hẹp trong phạm vi đối tượng thuê tài chính là động sản, thời gian cho thuê thường là trung hạn, đối với dây chuyền sản xuất thì đòi hỏi tỷ lệ tham gia vốn ban đầu lớn.

Ở góc độ thông tin, thì tại Việt Nam hiện nay chưa xây dựng được một tổ chức trung gian, có uy tín và khả năng để đánh giá và công bố hệ số tín nhiệm của DN. Chính vì vậy mà thông tin về DN đến với các công ty tài chính còn quá thấp, việc đánh giá lựa chọn đối tượng cho thuê chủ yếu do chính công ty tài chính phải thực hiện, chính vì vậy mà cơ hội có thể đã bị bỏ qua cho cả hai bên, người có nhu cầu thuê và người cho thuê.

Về phía các DN Việt Nam một mặt còn yếu kém về năng lực sản xuất, trình độ quản lý, tính khả thi của dự án đầu tư chưa được thuyết phục, mặt khác là vấn đề nhận thức chưa đầy đủ về lợi ích của thuê tài chính của các DN nói chung và CTCP niêm yết nói riêng. Cụ thể, thuê thường nhanh hơn với việc lập dự án, vay vốn, mua thiết bị, lắp đặt, vận hành, do đó sẽ nhanh chóng chiếm lĩnh thời cơ thông qua nâng cao năng lực sản xuất. Ở khía cạnh khác, so với các phương thức huy động vốn bằng cổ phiếu, trái phiếu, vay vốn dài hạn đều bị hạn chế bởi rất nhiều điều kiện như tình hình TTCK, chi phí phát hành, số dư nợ, tài sản thế chấp của DN..., trong khi đó thuê tài chính tuy vẫn có điều kiện ràng buộc nhưng so với các hạn chế của

các phương thức khác thì thuê tài chính có ưu thế hơn hẳn. Song song đó với cơ chế tiền thuê được trả định kỳ trong suốt thời gian thuê, sẽ giảm nguy cơ không hoàn trả về cả hai phía. Theo quy định của chế độ kế toán và chế độ quản lý, sử dụng, trích khấu hao tài sản cố định của Việt Nam thì tài sản cố định thuê tài chính là tài sản cố định được trích khấu hao và chi phí lãi vay được tính vào chi phí kinh doanh. Về thời gian trích khấu hao sẽ tùy thuộc vào thời gian thuê, nhưng nếu có sự thoả thuận khi hết thời gian thuê mà có sự chuyển giao tài sản thuê tài chính từ bên cho thuê sang bên thuê thì tài sản cố định thuê tài chính này sẽ được trích khấu hao nhanh. Kết quả đạt được là giảm số thuế TNDN phải nộp, DN sẽ sử dụng tốt nguồn quỹ khấu hao để tiếp tục tái đầu tư, mở rộng sản xuất để có thể tiếp tục được hưởng các ưu đãi về thuế TNDN.

2.2 PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ THU NHẬP ĐẾN HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN TẠI CÁC CÔNG TY

2.2.1 Phân tích một số doanh nghiệp điển hình

Để xem xét tác động của chính sách thuế thu nhập đến hoạch định CTV của các CTCP của Việt Nam, ta thực hiện phân tích các DN điển hình với các giả thuyết:

- CTV bao gồm nợ dài hạn và vốn cổ phần.
- Chi phí lãi vay đối với nợ dài hạn được tính theo lãi suất là 11,88 % /năm.
- EBIT được sử dụng thống nhất trong tính toán thực tế và giả định.
- Không xem xét đến các chính sách miễn giảm thuế TNDN.

2.2.1.1 CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC)

Qua báo cáo tài chính của PPC qua 3 năm 2005 đến 2007, cho thấy DN đã thực hiện chiến lược thâm dụng nợ phù hợp với đặc điểm ngành. Do đó, có thể chấp nhận là DN đã sử dụng phần lớn nợ dài hạn để khai thác lợi ích từ tầm chắn thuế. Tuy nhiên, việc xem xét ở góc độ phân tích ROE năm 2007, sẽ cho thấy chiến lược sử dụng nợ, đặc biệt là nợ dài hạn có phù hợp hay không. Giả định, với tỷ lệ thực tế nợ dài hạn trên vốn cổ phần là 169,31% của năm 2006, PPC sẽ duy trì tỷ lệ này trong CTV của năm 2007, ta có kết quả theo bảng sau:

Bảng 2.11 Tác động của nợ đến ROE của PPC năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007
----------	----------

	Giả định	Thực tế
Vốn cổ phần	3.334.626	3.824.988
Nợ dài hạn	5.645.855	5.155.493
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	8.980.481	8.980.481
EBIT	1.390.294	1.390.294
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	670.728	612.472
EBT	719.566	777.822
Thuế TNDN (Tc=28 %)	201.478	217.790
EAT	518.088	560.031
ROE	15,53 %	14,64 %

Nhận xét: với kết quả tính toán như trên, rõ ràng nếu PPC chỉ cần duy trì một tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần như năm 2006, thì ROE của năm 2007 sẽ cao hơn. Như vậy, PPC đã không chú trọng khai thác lợi ích từ tầm chắn thuế để gia tăng giá trị DN và lợi ích của cổ đông.

Để tiếp tục phân tích tác động của thuế TNDN, ta xem xét tiếp trường hợp sau. Với giá trị vốn cổ phần của năm 2007 là 3.824.988 triệu đồng so với giá trị vốn cổ phần năm 2006 là 3.710.604 triệu đồng, tức giá trị vốn cổ phần năm 2007 gia tăng so với 2006 là 114.384 triệu đồng. Giả định:

- Việc gia tăng vốn cổ phần này được PPC sử dụng để tài trợ cho một dự án đầu tư mới.
- EBIT tính toán đạt được như kết quả thực tế của năm 2007, sẽ bằng 15,48 % trên tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn.

Ta sẽ xem xét việc tài trợ cho dự án đầu tư này sẽ sử dụng 30 % là nguồn tài trợ nợ dài hạn (tương đương với 34.315 triệu đồng), sẽ có tác động như thế nào đến giá trị DN.

Bảng 2.12: PPC với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Không có nợ vay	Có nợ vay (30%)
Vốn cổ phần	114.384	80.069

Nợ dài hạn	0	34.315
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	114.384	114.384
EBIT	17.707	17.707
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	0	4.077
EBT	17.707	13.630
Thuế TNDN (Tc= 28%)	4.958	3.816
EAT	12.749	9.814
ROE	11,15 %	12,26 %

Nhận xét: qua so sánh giữa hai phương án tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ có sử dụng nợ, với kết quả tính toán như trên thì lợi ích từ sử dụng nợ đem lại cho PPC là hiệu quả, cụ thể là ROE sẽ cao hơn.

2.2.1.2 CTCP Bê tông Châu Thới (BT6)

Qua báo cáo tài chính của BT6 qua 3 năm 2005 đến 2007, cho thấy DN đã có xu hướng giảm dần nợ, có thể nhận định là DN đã có sự chú trọng sử dụng lợi nhuận sau thuế để phòng ngừa rủi ro tài chính. Tuy nhiên, việc xem xét ở góc độ phân tích ROE năm 2007, sẽ cho thấy chiến lược sử dụng vốn cổ phần của BT6 có đúng đắn hay không. Giả định, với tỷ lệ thực tế nợ dài hạn trên vốn cổ phần là 45 % của năm 2005, BT6 sẽ duy trì tỷ lệ này trong CTV của năm 2007, ta có kết quả theo bảng sau:

Bảng 2.13 Tác động của nợ đến ROE của BT6 năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Giả định	Thực tế
Vốn cổ phần	277.180	313.770
Nợ dài hạn	124.731	88.141
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	401.911	401.911
EBIT	59.332	59.332
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	14.818	10.471
EBT	44.514	48.861
Thuế TNDN (Tc=28 %)	12.464	13.681

EAT	32.050	35.180
ROE	11,56 %	11,21 %

Nhận xét: với kết quả tính toán như trên, nếu BT6 tiếp tục duy trì tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần như năm 2005, thì ROE của năm 2007 sẽ cao hơn. Như vậy, BT6 đã có xu hướng thận trọng không thích hợp trong sử dụng nợ.

Để tiếp tục phân tích tác động của thuế TNDN, ta xem xét tiếp trường hợp sau. Với giá trị vốn cổ phần của năm 2007 là 313.770 triệu đồng so với giá trị vốn cổ phần năm 2006 là 288.030 triệu đồng, tức giá trị vốn cổ phần năm 2007 gia tăng so với 2006 là 25.740 triệu đồng. Giả định:

- Việc gia tăng vốn cổ phần này được BT6 sử dụng để tài trợ cho một dự án đầu tư mới.
- EBIT tính toán đạt được như kết quả thực tế của năm 2007, sẽ bằng 18,91 % trên tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn.

Ta sẽ xem xét việc tài trợ cho dự án đầu tư này sẽ sử dụng 30% là nguồn tài trợ nợ dài hạn (tương đương 7.722 triệu đồng), sẽ có tác động như thế nào đến giá trị DN.

Bảng 2.14: BT6 với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Không có nợ vay	Có nợ vay (30%)
Vốn cổ phần	25.740	18.018
Nợ dài hạn	0	7.722
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	25.740	25.740
EBIT	4.867	4.867
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	0	917
EBT	4.867	3.950
Thuế TNDN ($T_c=28\%$)	1.363	1.106
EAT	3.504	2.844
ROE	13,62 %	15,78 %

Nhận xét: qua so sánh giữa hai phương án tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ có sử dụng nợ, với kết quả tính toán như trên thì lợi ích từ sử dụng nợ đem lại cho BT6 là hiệu quả, cụ thể là ROE sẽ cao hơn.

2.2.1.3 CTCP phát triển đầu tư công nghệ (FPT)

Qua báo cáo tài chính của FPT qua 3 năm 2005 đến 2007, cho thấy DN đã thực hiện chiến lược thâm dụng vốn cổ phần, ở góc độ xem xét là một DN ngoài lĩnh vực thương mại dịch vụ nhưng có tổ chức hoạt động sản xuất sản phẩm phần mềm, có thể chấp nhận là DN đã sử dụng phần lớn vốn cổ phần để phòng ngừa rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Tuy nhiên, việc xem xét ở góc độ phân tích ROE của năm 2007, sẽ cho thấy chiến lược sử dụng vốn cổ phần của FPT có thật sự hiệu quả không. Giả định, với tỷ lệ thực tế nợ dài hạn trên vốn cổ phần là 18,0 % của năm 2005, FPT sẽ duy trì tỷ lệ này trong CTV của năm 2007, ta có kết quả theo bảng sau:

Bảng 2.15: Tác động của nợ đến ROE của FPT năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Giả định	Thực tế
Vốn cổ phần	1.973.357	2.262.015
Nợ dài hạn	355.204	66.546
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	2.328.561	2.328.561
EBIT	1.028.985	1.028.985
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	44.753	7.906
EBT	984.232	1.021.079
Thuế TNDN (Tc=28 %)	275.585	285.902
EAT	708.647	735.177
ROE	36,0 %	32,50 %

Nhận xét: với kết quả tính toán như trên, rõ ràng nếu FPT chỉ cần duy trì một tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần ở mức thấp như năm 2005, thì ROE của năm 2007 sẽ cao hơn. Với tỷ lệ ROE khá cao qua các năm, có thể nhận định FPT đã có đủ nguồn tài trợ từ nguồn thu nhập giữ lại. Dù vậy, việc thận trọng trong sử dụng nợ cũng làm cho FPT không khai thác hết lợi ích từ tầm chắn thuế để gia tăng giá trị DN và lợi ích của cổ đông.

Để tiếp tục phân tích tác động của thuế TNDN, ta xem xét tiếp trường hợp sau. Với giá trị vốn cổ phần của năm 2007 là 2.262.015 triệu đồng so với giá trị vốn cổ phần

năm 2006 là 1.565.842 triệu đồng, tức giá trị vốn cổ phần năm 2007 gia tăng so với 2006 là 696.173 triệu đồng. Giả định:

- Việc gia tăng vốn cổ phần này được FPT sử dụng để tài trợ cho một dự án đầu tư mới.

- EBIT tính toán đạt được như kết quả thực tế của năm 2007, sẽ bằng 45 % trên tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn.

Ta sẽ xem xét việc tài trợ cho dự án đầu tư này sẽ sử dụng 30% là nguồn tài trợ nợ dài hạn (tương đương 208.852 triệu đồng), sẽ có tác động như thế nào đến giá trị DN.

Bảng 2.16: FPT với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Không có nợ vay	Có nợ vay (30%)
Vốn cổ phần	696.173	487.321
Nợ dài hạn	0	208.852
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	696.173	696.173
EBIT	313.278	313.278
Chi phí lãi vay (11,88% /năm)	0	24.812
EBT	313.278	288.466
Thuế TNDN (Tc=28%)	87.718	80.770
EAT	225.560	207.696
ROE	32,40 %	42,62 %

Nhận xét: qua so sánh giữa hai phương án tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ có sử dụng nợ, với kết quả tính toán như trên thì lợi ích từ sử dụng nợ đem lại cho FPT là hiệu quả, cụ thể là ROE sẽ cao hơn rất nhiều.

2.2.1.4 CTCP dược phẩm Imexpharm (IMP).

Qua báo cáo tài chính của IMP qua 3 năm 2005 đến 2007, cho thấy DN đã thực hiện chiến lược thâm dụng vốn cổ phần. Có thể chấp nhận là DN đã sử dụng phần lớn vốn cổ phần để phòng ngừa rủi ro tài chính. Tuy nhiên, việc xem xét ở góc độ phân tích ROE qua các năm 2006 và 2007, sẽ cho thấy chiến lược sử dụng vốn cổ phần của IMP có quá thận trọng hay không. Giả định, với tỷ lệ thực tế nợ dài hạn

trên vốn cổ phần là 2,89% của năm 2005, IMP sẽ duy trì tỷ lệ này trong CTV của hai năm 2006 và 2007, ta có kết quả theo bảng sau:

Bảng 2.17: Tác động của nợ đến ROE của IMP qua 2 năm 2006-2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2006		Năm 2007	
	Giả định	Thực tế	Giả định	Thực tế
Vốn cổ phần	228.071	234.176	484.260	497.552
Nợ dài hạn	6.591	486	13.993	701
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	234.662	234.662	498.253	498.253
EBIT	47.172	47.172	63.314	63.341
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	783	58	1.662	83
EBT	46.389	47.114	61.652	63.231
Thuế TNDN (Tc=28 %)	12.989	13.192	17.263	17.705
EAT	33.400	33.922	44.389	45.526
ROE	14,64 %	14,49 %	9,17 %	9,15 %

Nhận xét: với kết quả tính toán như trên, rõ ràng nếu IMP chỉ cần duy trì một tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần ở mức thấp như năm 2005, thì ROE của năm 2006 và 2007 sẽ cao hơn. Như vậy, IMP đã không chú trọng khai thác lợi ích từ tầm chắn thuế để gia tăng giá trị DN và lợi ích của cổ đông.

Để tiếp tục phân tích tác động của thuế TNDN, ta xem xét tiếp trường hợp sau. Với giá trị vốn cổ phần của năm 2007 là 497.552 triệu đồng so với giá trị vốn cổ phần năm 2006 là 234.176 triệu đồng, tức giá trị vốn cổ phần năm 2007 gia tăng so với 2006 là 263.376 triệu đồng. Giả định:

- Việc gia tăng vốn cổ phần này được IMP sử dụng để tài trợ cho một dự án đầu tư mới.
- EBIT tính toán đạt được như kết quả thực tế của năm 2007, sẽ bằng 12,69 % trên tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn.

Ta sẽ xem xét việc tài trợ cho dự án đầu tư này sẽ sử dụng 20% là nguồn tài trợ nợ dài hạn (tương đương với 52.675 triệu đồng), sẽ có tác động như thế nào đến giá trị DN.

Bảng 2.18: IMP với hai phương án tài trợ dự án đầu tư trong năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Không có nợ vay	Có nợ vay (20%)
Vốn cổ phần	263.376	210.701
Nợ dài hạn	0	52.675
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	263.376	263.376
EBIT	33.422	33.422
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	0	6.258
EBT	33.422	27.164
Thuế TNDN (Tc=28 %)	9.358	7.606
EAT	24.064	19.558
ROE	9,14 %	9,28 %

Nhận xét: qua so sánh giữa hai phương án tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ có sử dụng nợ, với kết quả tính toán như trên thì lợi ích từ sử dụng nợ đem lại cho IMP là hiệu quả, cụ thể là ROE sẽ cao hơn.

2.2.1.5 CTCP xuất nhập khẩu thủy sản An Giang (AGF)

Qua báo cáo tài chính của AGF qua 3 năm 2005 đến 2007, cho thấy DN đã thực hiện chiến lược thâm dụng vốn cổ phần. Qua xem xét ở góc độ phân tích ROE 2007, sẽ cho thấy chiến lược sử dụng vốn cổ phần của AGF có đúng đắn hay không. Giả định, với tỷ lệ thực tế nợ dài hạn trên vốn cổ phần là 5 %, bằng ½ tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn cổ phần của năm 2005, AGF sẽ thực hiện tỷ lệ nợ này trong CTV của năm 2007, ta có kết quả theo bảng sau:

Bảng 2.19: Tác động của nợ đến ROE của AGF năm 2007

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 2007	
	Giả định	Thực tế

Vốn cổ phần	592.814	621.741
Nợ dài hạn	29.641	714
Tổng vốn cổ phần và nợ dài hạn	622.455	622.455
EBIT	43.129	43.129
Chi phí lãi vay (11,88 % /năm)	3.521	85
EBT	39.608	43.044
Thuế TNDN (Tc=28 %)	11.090	12.052
EAT	28.518	30.992
ROE	4,81 %	4,98 %

Nhận xét: với kết quả tính toán như trên, trường hợp của AGF là một điển hình cho ta thấy được mặt trái của việc sử dụng nợ. Với một tỷ số ROE quá thấp, chỉ ở con số 4,98 %, cho thấy việc sử dụng nợ không những không đem lại tác dụng tích cực mà còn làm giảm giá trị DN và lợi ích của cổ đông. Cũng từ trường hợp phân tích ROE của AGF cũng cho thấy việc sử dụng vốn cổ phần của DN cũng không hiệu quả, thể hiện sự yếu kém trong hoạch định những dự án đầu tư mang tính chiến lược, kể cả việc đầu tư vào những lĩnh vực không đáp ứng cho hoạt động chính của DN.

2.2.2 Nhận xét mối tương quan giữa chính sách thuế thu nhập và hoạch định cấu trúc vốn của doanh nghiệp

2.2.2.1 Chính sách thuế TNDN và DN

Với ba mức thuế suất thuế Lợi tức (năm 1990) trên cơ sở phân biệt theo ngành nghề, chính sách thuế TNDN đã có sự thay đổi về thuế suất. Cụ thể chuyển sang thuế suất cơ bản chung là 32 % (năm 1999) và giảm xuống 28 % (năm 2004). Nếu nhìn ở góc độ thuế suất thì cho thấy đây là một sự thay đổi phù hợp với khuynh hướng chung của thế giới là hướng đến một thuế suất chung và nhằm thu hút đầu tư, kích thích các thành phần kinh tế phát triển. Tuy nhiên, từ thực trạng phân tích CTTC của 92 CTCP niêm yết và một số CTCP điển hình, cho thấy các DN hầu như không thấy được lợi ích từ chính sách thuế, cụ thể là tầm chắn thuế của lãi vay và khoản thu nhập giữ lại gia tăng để hoạch định một CTV tối ưu. Thể hiện không có sự gắn kết giữa chính sách thuế TNDN và hoạch định CTV của DN trên cả hai góc độ :

- Đối với các nhà hoạch định chính sách thuế: chỉ nghiên cứu dưới góc độ nguồn thu hoặc nghiên cứu việc thay đổi thuế suất thuế TNDN. Kết quả đạt được chỉ là về mặt số lượng, cụ thể là gia tăng số lượng DN hoạt động. Về chất, thì chính sách thuế thu nhập chưa trở thành công cụ chính để định hướng cho DN sử dụng thu nhập sau thuế gia tăng (do giảm thuế suất) để tích lũy vốn và tái đầu tư.

- Đối với DN: không đánh giá đúng lợi ích từ việc giảm thuế suất, cụ thể là không sử dụng hiệu quả khoản thu nhập sau thuế giữ lại được tăng thêm để tích lũy vốn, đầu tư mở rộng, đầu tư thay thế ..., mà lại thực hiện những chính sách không phù hợp, cụ thể là gia tăng chi trả cổ tức hoặc đầu tư sang những lĩnh vực kinh doanh mới, mà qua phân tích các DN điển hình cho thấy một lĩnh vực mà các DN đang bước sai hướng là đầu tư trên thị trường chứng khoán.

2.2.2.2 Chính sách thuế TNCN và DN:

Với quan điểm khi ban hành chính sách thuế TNCN, Chính phủ nhằm hướng đến tạo điều kiện kích thích các nhà đầu tư tham gia trên TTCK thông qua quy định tạm thời không thu thuế đối với cổ tức và trái tức. Nhưng từ thực tiễn phát sinh cho thấy quan điểm này chưa có cơ sở khoa học, không theo các nguyên lý kinh tế học khi xây dựng chính sách thuế. Cụ thể, để TTCK phát triển, ngoài việc ban hành các quy định hành lang pháp lý một cách đồng bộ, đảm bảo chất lượng thông tin và tính công khai minh bạch của thông tin về DN, thì chính sách thuế TNCN phải là một công cụ để định hướng cho hoạch định CTV của các CTCP. Đối với nhà đầu tư thì yêu cầu đặt ra là đảm bảo an toàn cho nhà đầu tư bằng chất lượng hoạt động của DN, chứ không hẳn là ưu đãi về thuế. Chính vì quan điểm một chiều, vô hình chung chính sách thuế TNCN trong thời gian qua đã đánh mất nguyên tắc công bằng về thuế và không định hướng cho DN trong hoạch định CTV:

- Tạo sức ép tâm lý cho các CTCP phải xây dựng một chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao để các CTCP tạo lập và cố duy trì vị thế ảo của mình trên sàn giao dịch, không định hướng cho các CTCP thấy được tầm quan trọng của tích lũy vốn qua thu nhập giữ lại để mở rộng quy mô và gia tăng khả năng cạnh tranh trong xu thế hội nhập kinh tế toàn cầu.

- Không định hướng cho nhà đầu tư thấy được TTCK là một thị trường “đầu tư” vốn chứ không phải là nơi để thực hiện “đầu cơ”, thông qua tạo lập cho họ nhận

thức về tầm quan trọng của việc nâng cao giá trị DN, đảm bảo giá trị cổ phiếu mà họ đang nắm giữ. Khi hiện tượng “bong bóng chứng khoán” đến thời điểm nút, bị xì hơi, thì chính là lúc chúng ta chứng kiến sự tụt dốc và suy sụp của TTCK trong thời điểm những tháng đầu năm 2008, là một bằng chứng cho thấy sự thiếu chuyên nghiệp, sự yếu kém kiến thức cơ bản về chứng khoán, về lý thuyết tài chính DN và khả năng phân tích giá trị DN đối với các nhà đầu tư Việt Nam tham gia trên TTCK Việt Nam hiện nay.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Qua phân tích thực trạng CTV của 92 CTCP niêm yết của Việt Nam từ năm 2005 đến năm 2007, trong đó có sự xem xét CTV của các DN điển hình trong từng ngành, kết hợp với đặc điểm và sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam trong xu thế hội nhập kinh tế quốc tế, đặc biệt là từ năm 2007, khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên thứ 150 của WTO, có thể đưa đến những kết luận sau:

- Các CTCP niêm yết của Việt Nam chưa nghiên cứu và ứng dụng lý thuyết tài chính DN hiện đại trong hoạch định CTV nhằm đạt đến mục tiêu tối đa hoá giá trị DN. Kết quả là CTV hình thành từ cảm tính tự nhiên của các nhà quản trị, không chú ý đến tác động của thuế thu nhập trong hoạch định CTV.
- Quản trị không chuyên nghiệp, không theo vận hành của cơ chế thị trường, cụ thể là thiếu sự nghiên cứu và triển khai các dự án đầu tư cũng như chiến lược kinh doanh trong môi trường cạnh tranh ngày càng gay gắt và khốc liệt, từ đó dẫn đến việc huy động vốn, sử dụng vốn và phân phối lợi nhuận kém hiệu quả, không đáp ứng được các kỳ vọng về tỷ suất sinh lợi và tương lai phát triển của DN trong con mắt của các nhà đầu tư.
- TTCK của Việt Nam còn trong giai đoạn đầu hình thành, thông tin về các DN chưa thật sự công khai, minh bạch. Ở góc độ thông tin, thị trường vốn của Việt Nam chưa có các tổ chức định mức tín nhiệm đánh giá xếp hạng DN với những tiêu chí tiên tiến và khoa học. Đây chính là những trở ngại lớn nhất cho việc phát triển TTCK.
- Riêng về thị trường trái phiếu DN, thì ngoại trừ một số các ngân hàng thương mại và một số ít tổng công lớn thuộc sở hữu của nhà nước với sự bảo lãnh của Chính

phủ đã phát hành và huy động được nguồn vốn tài trợ từ trái phiếu, thì nhìn tổng quan cho thấy thị trường trái phiếu DN của Việt Nam chưa được quan tâm và có chính sách thúc đẩy phát triển của Nhà nước, dẫn đến khó khăn cho các CTCP nói riêng và các DN Việt Nam nói chung trong vận dụng lý thuyết trật tự phân hạng để hoạch định một CTV tối ưu, tạo điều kiện cho các DN chủ động khai thác kênh huy động vốn trực tiếp qua phát hành trái phiếu DN để tài trợ cho việc triển khai các dự án đầu tư mới của DN.

- Việc xây dựng một hệ thống thuế hiệu quả và công bằng, đặc biệt là tác động của chính sách thuế TNDN và chính sách thuế TNCN nhằm định hướng cho sự phát triển của DN thông qua ban hành các quyết định tài chính, là một nội dung cần được Nhà nước nghiên cứu trên cơ sở khoa học và kiểm nghiệm qua thực tiễn.

Những giải pháp ở chương 3 sẽ tập trung giải quyết những tồn tại nêu trên, nhằm hỗ trợ DN xây dựng một CTV tối ưu trong mối quan hệ với chính sách thuế thu nhập.

CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN TRONG MÔI QUAN HỆ VỚI CHÍNH SÁCH THUẾ THU NHẬP TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT VIỆT NAM

3.1 GIẢI PHÁP Ở GÓC ĐỘ DOANH NGHIỆP

3.1.1 Ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định CTV

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

- Sử dụng thu nhập giữ lại để tài trợ đầu tư là nguồn vốn được xếp hạng ưu tiên hàng đầu:

Dù chứng khoán nợ đem lại lợi ích từ tấm chắn thuế, nhưng đồng thời đi kèm với nó là rủi ro tài chính gia tăng. Song song với đó, khi DN có những dự án nhạy cảm, đặc biệt liên quan đến những sản phẩm mang tính chất công nghệ cao, những sản phẩm mang tính chiến lược, là những nội dung mà các DN Việt Nam cần hết sức quan tâm trong thị trường cạnh tranh ở tầm quốc tế hiện nay, thì DN cần hạn chế tối đa khoản tài trợ nợ, vì điều này có thể làm lộ bí mật thông tin, có thể đe dọa trực tiếp đến khả năng duy trì hoạt động và phát triển của DN. Với thực trạng hoạt động trong điều kiện nền kinh tế còn kém phát triển, chi phí giao dịch cao, thị trường tiền tệ diễn biến hết sức phức tạp, dẫn đến hoạt động SXKD của DN rất dễ bị tác động bởi môi trường bên ngoài, do vậy việc sử dụng nguồn vốn từ lợi nhuận sau thuế để tích lũy và tái đầu tư cho hoạt động SXKD càng trở nên quan trọng.

Với Luật thuế TNDN sửa đổi có hiệu lực từ ngày 01/01/2009 (được Quốc hội thông qua tại kỳ họp thứ 3 - khoá XII ngày 03/6/2008), thuế suất thuế TNDN điều chỉnh giảm từ 28% xuống còn 25%, kết hợp với chính sách thuế TNCN có hiệu lực từ ngày 01/01/2009, khi cổ tức được quy định là một đối tượng chịu thuế, thì DN

càng có cơ hội để sử dụng khoản thu nhập sau thuế gia tăng do thuế suất thuế TNDN giảm và xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý, cụ thể là giảm tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt (kể cả bằng cổ phiếu), sẽ là điều kiện tốt nhất cho DN ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định CTV, vừa làm gia tăng giá trị DN qua việc chủ động sử dụng nguồn vốn có độ an toàn cao, nâng cao khả năng đối phó với những diễn biến phức tạp của thị trường, có những cơ hội trong ban hành quyết định lựa chọn dự án đầu tư ..., kết quả đem lại là gia tăng giá trị DN và lợi ích của cổ đông, kể cả lợi ích cho cổ đông từ khía cạnh hoãn lại khoản thuế TNCN phải nộp.

- Sử dụng nguồn tài trợ từ trái phiếu

Theo quy định tại Luật DN năm 2005, có hiệu lực từ ngày 01/7/2006, các CTCP có quyền phát hành trái phiếu, trái phiếu chuyển đổi và các loại trái phiếu khác theo quy định của pháp luật và Điều lệ công ty. Đồng thời cũng quy định các trường hợp cụ thể công ty cổ phần không được phát hành trái phiếu (trừ trường hợp pháp luật về chứng khoán có quy định khác), cụ thể: khi CTCP không thanh toán đủ cả gốc và lãi của trái phiếu đã phát hành, không thanh toán hoặc thanh toán không đủ các khoản nợ đến hạn trong ba năm liên tiếp trước đó; tỷ suất lợi nhuận bình quân sau thuế của ba năm liên tiếp trước đó không cao hơn mức lãi suất dự kiến trả cho trái phiếu định phát hành. Tuy nhiên, các quy định này không bị hạn chế khi CTCP phát hành trái phiếu cho các chủ nợ là tổ chức tài chính được lựa chọn.

Căn cứ theo Nghị định số 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 của Chính phủ về phát hành trái phiếu DN, thì các CTCP có quyền phát hành trái phiếu để huy động nguồn vốn trong nước. Việc huy động vốn thông qua kênh phát hành trái phiếu sẽ góp phần làm giảm áp lực của công ty đối với nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng. Nếu phát huy tốt, với ưu điểm chi phí không cao, dễ thực hiện, sẽ là một kênh huy động mới cho các CTCP Việt Nam. Tuy nhiên, để huy động được vốn, đòi hỏi CTCP phải xây dựng được chiến lược và phương án kinh doanh hiệu quả thì mới thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư. Nhưng một thực tế là trong nhận thức của Ban điều hành một số CTCP vẫn còn tồn tại quan niệm một chiều là làm sao có thể huy động được vốn mà chưa quan tâm đến đảm bảo an toàn cho nhà đầu tư. Vì vậy trong giai đoạn hiện nay, nhà đầu tư thường quan tâm đến những công ty lớn, kinh

doanh hiệu quả, có tài chính công khai minh bạch thì mới bỏ vốn đầu tư. Như vậy với những dự án đầu tư đã được kiểm nghiệm, kết hợp với cơ sở CTCP đáp ứng đúng các quy định về phát hành trái phiếu, thì đây là nguồn tài chính quan trọng và chủ động để CTCP khai thác tối đa nguồn tài trợ nợ từ phát hành trái phiếu với mức lãi suất thích hợp.

Với đặc điểm cơ bản của trái phiếu là thời gian huy động dài, CTCP có thể quyết định sử dụng cho những quyết định đầu tư mang tính chiến lược. Mặt khác, với đặc điểm của trái phiếu có thể phát hành dưới dạng trái phiếu chuyển đổi, với việc xây dựng tỷ lệ lãi suất trái phiếu DN hấp dẫn trên cơ sở nghiên cứu lý thuyết tài chính DN hiện đại và thực tiễn từ các DN đã thực hiện thành công trên thế giới, chính là cơ sở để CTCP có thể thực hiện tái CTV một cách chủ động, nhằm hoạch định một CTV tối ưu phù hợp với từng giai đoạn phát triển. Gắn với xu hướng tự do hoá tài chính và dự báo của nền kinh tế, điều cơ bản đối với các CTCP khi phát hành trái phiếu cần nghiên cứu xây dựng lãi suất trái phiếu phải đáp ứng được với kỳ vọng của nhà đầu tư, cụ thể là khả năng hoàn vốn và lãi suất thực dương trong mối tương quan với tỷ suất sinh lợi của dự án đầu tư của DN.

Một vấn đề nữa cũng đang đặt ra để các DN cũng phải có sự đầu tư để đón đầu kênh huy động vốn từ thị trường vốn quốc tế trong tương lai, khi mà Nhà nước đang xây dựng khung pháp lý chuẩn cho phép tất cả các DN thực hiện phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế. Các DN có nhu cầu vốn lớn trong kinh doanh cần phải có những bước chuẩn bị tốt cho việc tiếp cận nguồn vốn trên thị trường quốc tế trên cả hai phương diện cơ sở kỹ thuật và nguồn nhân lực. Trước hết, về cơ sở kỹ thuật chính là những điều kiện cơ bản nhất để DN có thể tiến hành việc phát hành trái phiếu quốc tế như: xây dựng chiến lược kinh doanh dài hạn, xác định nhu cầu vốn dài hạn, chuẩn bị các điều kiện để xác định hệ số tín nhiệm của bản thân DN, nhằm đạt đến mục tiêu không chỉ chiếm lĩnh thị trường trong nước mà phải tiến đến gia nhập và có chỗ đứng trên thương trường quốc tế. Thứ hai là DN phải chuẩn bị nguồn nhân lực có khả năng, kiến thức về thị trường vốn quốc tế để chuẩn bị cho việc tiếp cận thị trường, thực hiện quản lý dòng tiền, các nghiệp vụ tài chính, thường xuyên cập nhật cho các nhà đầu tư quốc tế về tình hình hoạt động và theo dõi biến động giá trái phiếu trên thị trường. Nếu DN có sự chú trọng nghiên cứu

những nội dung này thì khả năng huy động vốn từ phát hành trái phiếu trong nước cũng hoàn toàn là việc trong tầm tay.

- Sử dụng tín dụng thuê mua tài chính

Theo chuẩn mực kế toán số 06 “ Thuê tài sản” của Việt Nam, thì thuê tài chính là thuê tài sản mà bên cho thuê có sự chuyển giao phần lớn rủi ro và lợi ích gắn liền với quyền sở hữu tài sản cho bên thuê.

Các đặc trưng của thuê tài chính là:

- Bên cho thuê chuyển giao quyền sở hữu tài sản cho bên thuê khi hết thời hạn thuê.
- Tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản, bên thuê có quyền lựa chọn mua lại tài sản thuê với mức giá ước tính thấp hơn giá trị hợp lý vào cuối thời hạn thuê.
- Thời hạn thuê tài sản tối thiểu phải chiếm phần lớn thời gian sử dụng kinh tế của tài sản dù không có sự chuyển giao quyền sở hữu.
- Tại thời điểm khởi đầu thuê tài sản, giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu chiếm phần lớn (tương đương) giá trị hợp lý của tài sản thuê.
- Tài sản thuê thuộc loại chuyên dùng mà chỉ có bên thuê có khả năng sử dụng không cần có sự thay đổi, sửa chữa lớn nào.

Một hợp đồng thuê tài sản cũng được coi là hợp đồng thuê tài chính nếu hợp đồng thoả mãn ít nhất một trong ba trường hợp sau:

- Nếu bên thuê hủy hợp đồng và đền bù tổn thất phát sinh liên quan đến hủy hợp đồng cho bên cho thuê.
- Thu nhập hoặc tổn thất do sự thay đổi giá trị hợp lý của giá trị còn lại của tài sản thuê gắn với bên thuê.
- Bên thuê có khả năng tiếp tục thuê tài sản sau khi hết hạn hợp đồng thuê với tiền thuê thấp hơn giá thuê thị trường.

Đối với thuê tài chính thì bên thuê phải ghi nhận tài sản thuê tài chính là tài sản và nợ phải trả trên bảng cân đối kế toán. Khoản thanh toán tiền thuê tài sản thuê tài chính phải được chia ra thành chi phí tài chính và khoản phải trả nợ gốc. Tại thời điểm nhận tài sản thuê tài chính, bên thuê ghi nhận giá trị tài sản thuê tài chính và nợ gốc phải trả về thuê tài chính với cùng một giá trị hợp lý của tài sản thuê. Nếu giá trị hợp lý của tài sản thuê cao hơn giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu thì ghi theo giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu. Khi

tính giá trị hiện tại của khoản thanh toán tiền thuê tối thiểu cho việc thuê tài sản, DN có thể sử dụng tỷ lệ lãi suất ngầm định hoặc tỷ lệ lãi suất được ghi trong hợp đồng thuê hoặc tỷ lệ lãi suất biên đi vay của bên thuê. Trường hợp trong hợp đồng thuê tài chính đã ghi rõ số nợ gốc phải trả bằng giá trị hợp lý tài sản thuê thì tài sản thuê và nợ phải trả về thuê tài chính được ghi theo cùng giá trị này.

Thuê tài chính về bản chất cũng được xác định là một khoản nợ vay dài hạn. Sử dụng hoạt động thuê mua tài chính để phòng ngừa các sai lầm khi DN tự đi vay và tự tìm mua sắm thiết bị. Trên cơ sở này, sẽ giúp DN tính toán được khoản chi phí sử dụng vốn hợp lý, giảm thiểu rủi ro qua việc chủ động khai thác và triển khai thành công các dự án khả thi, tiết kiệm chi phí giao dịch, đem lại lợi ích cho DN và cổ đông thông qua việc khai thác những ưu đãi của chính sách thuế thu nhập của Việt Nam về: tắ m chắn thuế của chi phí đi vay (trong khi nếu công ty đầu tư tài sản được tài trợ bằng vốn cổ phần thì sẽ không được hưởng lợi ích này từ góc độ tác động của thuế TNDN); tắ m chắn khấu hao do đầu tư mở rộng, áp dụng quy trình công nghệ sản xuất mới, nhằm đạt đến mục tiêu là tối đa hoá giá trị DN và ở tầm vĩ mô đó chính là sự sử dụng tiết kiệm các nguồn lực xã hội, góp phần quyết định vào mục tiêu tăng trưởng kinh tế ổn định và bền vững của Việt Nam (phụ lục 7).

- Sử dụng nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng thương mại

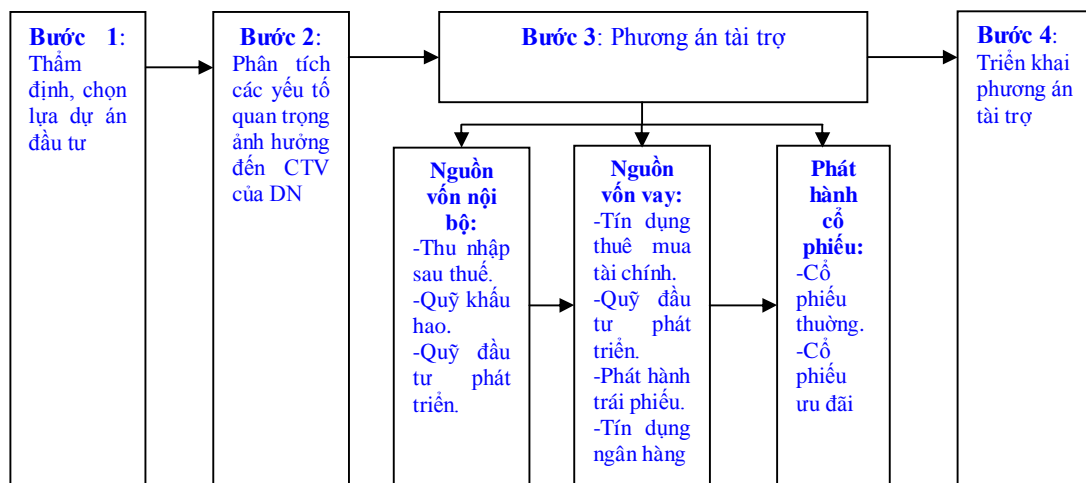
Thông thường thì DN sẽ thương thảo hợp đồng vay đối với các ngân hàng thương mại đã từng có quan hệ với DN. Điều này sẽ giúp DN rút ngắn thời gian để có số vốn cần thiết, mặt khác với sự thông tin về DN qua nhiều năm, sẽ giúp cho ngân hàng có thể đánh giá tương đối về năng lực tài chính của DN và hai bên có thể thoả thuận hợp đồng trên cơ sở hài hòa lợi ích của hai bên. Nghiên cứu một CTV tối ưu có sử dụng một tỷ lệ nợ tín dụng thích hợp là một khoa học và nghệ thuật, nhằm khai thác tối đa từ lợi ích của tắ m chắn thuế và gia tăng giá trị của DN. Với quy định khoản chi trả lãi vay của các tổ chức, cá nhân khác không phải là các tổ chức tín dụng, DN được phép căn cứ vào hợp đồng vay, khấu trừ khoản chi này vào thu nhập chịu thuế trước khi tính thuế TNDN nhưng tối đa là 1,2 lần lãi suất cho vay cao nhất của tổ chức tín dụng có giao dịch với DN cùng thời điểm vay (sửa đổi từ 01/01/2009 tối đa là 1,5 lần lãi suất cơ bản của Ngân hàng nhà nước công bố), là

điều kiện để DN gia tăng lợi ích từ tầm chắn thuế, vừa góp phần sử dụng tốt nguồn vốn trong xã hội.

- *Phát hành cổ phiếu là bước cuối cùng*

Ưu tiên từ cổ phiếu thường, tiếp đến là cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi và cuối cùng là cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi. Do chi phí phát hành cổ phiếu thường là khá tốn kém, do vậy việc huy động cổ phiếu phải thực hiện vào những thời điểm thích hợp, cần áp dụng các tiêu chuẩn đánh giá dự án đầu tư, xây dựng các phương án huy động vốn, để so sánh, đối chiếu, để tìm ra phương án đầu tư có chi phí sử dụng vốn thấp nhất và đặc biệt phải có sự cân nhắc tỷ lệ các nguồn vốn tài trợ để đảm bảo duy trì CTV tối ưu theo mục tiêu đã hoạch định của DN.

Hình 3.1 Mô hình ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng



3.1.2 Sáp nhập nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh và tái cấu trúc vốn cho công ty cổ phần niêm yết Việt Nam trong xu thế hội nhập.

Đối với các CTCP niêm yết của Việt Nam hiện nay đã cố gắng phát huy những sản phẩm truyền thống của DN đã có từ khi là DN nhà nước. Tuy nhiên trong thời gian qua các CTCP đã không tiếp tục sự khẳng định thương hiệu của mình đã có bằng nỗ lực đầu tư trong nghiên cứu và phát triển, mà ngược lại, các CTCP đang tự phân tán đi nguồn lực tài chính còn hết sức hạn chế của mình bằng nhiều hoạt động được xem là đa dạng hoá đầu tư để giảm thiểu rủi ro. Như đang là DN trong lĩnh vực sản xuất thì lại tập trung nguồn lực tài chính vào lĩnh vực bất động sản, vào kinh doanh

dịch vụ, vào đầu tư chứng khoán ... Điều này cũng có thể dẫn đến những rủi ro mới khi các DN đang cố xâm nhập vào những thị trường hết sức mới mẻ và cũng thể hiện các DN chưa xác định được mình đang trong giai đoạn nào của chu kỳ sống. Mặt khác với các sản phẩm truyền thống có lợi thế cạnh tranh đã có sẵn, việc mở rộng quy mô bằng sáp nhập sẽ giúp CTCP niêm yết của Việt Nam có thể nhanh chóng tái CTV, khai thác lợi ích từ chính sách thuế TNDN trong xử lý các khoản lỗ của DN bị sáp nhập cũng như hưởng ưu đãi về thuế.

Ở các nước có nền kinh tế phát triển, đặc biệt là các nước phương Tây, sáp nhập được xem là hạt nhân trong quá trình vận hành hoạt động kinh doanh của DN. Sáp nhập được hiểu là hai hay nhiều DN độc lập sáp nhập thành một DN. Thông thường là một DN có ưu thế về tài chính thực hiện thu hút một hoặc nhiều DN khác. Luật DN của Việt Nam năm 2005 đã quy định cụ thể về sáp nhập DN, là căn cứ quan trọng để các DN có đủ cơ sở pháp lý để hoạch định một chiến lược SXKD trong tương lai.

** Đặc trưng cơ bản:*

- Sáp nhập DN thuộc về cơ cấu chuyển nhượng quyền tài sản trong nền kinh tế thị trường và phi kinh tế thị trường. Kết quả dẫn đến những biến động về tài sản và CTV của DN. Sáp nhập DN được xem là một trong những biện pháp để tái CTV của DN.
- Chủ thể của sáp nhập là pháp nhân độc lập và tương đối độc lập về tài sản. Về mặt pháp luật thì cho dù là DN thực hiện sáp nhập hay DN bị sáp nhập đều có địa vị pháp lý bình đẳng.
- Sáp nhập DN là hoạt động mua bán có liên quan đến chuyển nhượng với tiêu chí là chuyển nhượng quyền tài sản.

** Phân loại:*

- *Sáp nhập bằng phương thức mua tài sản:* DN sáp nhập tiến hành thu mua toàn bộ hoặc phần lớn tài sản của DN mục tiêu để tiến hành sáp nhập; địa vị pháp nhân và quyền đứng tên nộp thuế của DN bị sáp nhập sẽ mất đi.
- *Sáp nhập bằng thu mua cổ phiếu:* DN sáp nhập dùng tiền mặt hoặc trái phiếu của mình để mua cổ phiếu của DN mục tiêu để thực hiện việc khống chế quyền kinh doanh và tài sản của DN bị sáp nhập.

- *Sáp nhập bằng phương thức lấy cổ phiếu đổi lấy tài sản*: DN sáp nhập thực hiện phương thức phát hành cổ phiếu để đổi lấy phần lớn tài sản của DN mục tiêu. DN mục tiêu phân phối lại toàn bộ cổ phiếu của DN sáp nhập cho cổ đông của mình. Điều này đồng nghĩa với việc cổ đông của DN mục tiêu trở thành cổ đông của DN thực hiện sáp nhập.

- *Sáp nhập bằng phương thức cổ phiếu đổi cổ phiếu*: DN sáp nhập trực tiếp phát hành cổ phiếu của mình để đổi lấy phần lớn cổ phiếu của cổ đông của DN bị sáp nhập. Số lượng trao đổi ít nhất phải đạt được quyền biểu quyết khống chế DN bị sáp nhập. DN bị sáp nhập lúc này chịu sự khống chế trực tiếp của DN sáp nhập.

* *Hiệu ứng*:

- *Hiệu ứng hiệp đồng kinh doanh*: hiệu ứng hiệp đồng kinh doanh tức là hiệu ứng 1 + 1 sẽ lớn hơn 2. Sau khi sáp nhập, lợi ích tổng thể của DN sẽ lớn hơn tổng lợi ích của hai DN độc lập. Điều này cũng có nghĩa là sau khi sáp nhập đã đem lại cho hiệu quả thay đổi và nâng cao hiệu quả về mặt kinh doanh. Vai trò của sáp nhập đối với lợi ích của DN được biểu hiện rõ nét nhất ở lợi ích kinh tế quy mô. Lợi ích kinh tế quy mô này thể hiện ở chỗ: giá thành sản xuất giảm, thực hiện mở rộng chuyên môn hóa sản xuất, tận dụng triệt để năng lực sản xuất, giảm giá thành vận chuyển, tiết kiệm chi phí quản lý kinh doanh ...

- *Hiệu ứng phát triển doanh nghiệp*: chỉ có không ngừng phát triển DN mới có thể giữ vững và tăng cường địa vị của mình trên thị trường. Về cơ bản, có hai phương pháp để phát triển DN, một là mở rộng sản xuất bằng phương thức tổ chức mới đầu tư nội bộ, hai là thông qua sáp nhập để nâng cao năng lực sản xuất vốn có trong ngành. Sáp nhập luôn là phương pháp có hiệu quả cao. Cụ thể:

+ Sáp nhập có thể hạ thấp những khó khăn ban đầu khi DN bước vào một lĩnh vực sản xuất mới. Những trở ngại đó là những yếu tố về giá thành, về thị phần, về tiền vốn và chiến lược kinh doanh. Thực hiện phương pháp sáp nhập sẽ làm cho những trở ngại khi bước vào lĩnh vực sản xuất mới giảm đi. Do sáp nhập không làm tăng năng suất mới cho ngành nghề, yếu tố cạnh tranh trong nội bộ ngành trong thời gian đầu, sẽ giúp DN giảm thiểu rủi ro kinh doanh.

+ Sáp nhập giảm tối đa mức độ mạo hiểm và chi phí phát triển DN. Sáp nhập có thể tận dụng nguồn nguyên liệu, hệ thống tiêu thụ và thị phần vốn có của DN bị sáp nhập.

+ Sáp nhập đã vận dụng triệt để hiệu ứng đường cong chi phí kinh nghiệm. Hiệu ứng chi phí đường cong kinh nghiệm thể hiện qua kinh nghiệm sản xuất kinh doanh của DN được tích lũy qua một thời gian dài, là cơ sở để phân tích xu hướng không ngừng về giảm giá thành đơn vị. Thông qua sáp nhập, DN sáp nhập không những có được năng lực sản xuất, tài sản mà còn có cả kinh nghiệm trong SXKD của DN bị sáp nhập.

- *Hiệu ứng phân ngành thị trường*: khi thực hiện sáp nhập đồng nghĩa với phân ngành thị trường của DN không ngừng mở rộng. Điều này có thể nâng cao tính cạnh tranh và uy thế đối với các đối thủ cạnh tranh dưới mọi hình thức. Cụ thể:

+ *Sáp nhập hàng ngang* là hình thức sáp nhập giữa các đối thủ cạnh tranh thương mại. Kết quả sáp nhập là tiền vốn được tập trung trong cùng một bộ phận hoặc lĩnh vực sản xuất, tiêu thụ. DN chiếm ưu thế sáp nhập với DN yếu thế thành một tổ hợp hay một tập đoàn kinh tế. Đây là loại hiệu ứng phân ngành thị trường trực tiếp nhất.

+ *Sáp nhập theo hàng dọc* chỉ sự sáp nhập khách hàng hoặc các DN đang cung ứng sản phẩm cho DN. Kết quả là DN chiếm ưu thế thu mua lại các DN có trình tự trước và sau có liên quan mật thiết đến SXKD của DN, hình thành nên nhất thể hóa hàng dọc về SXKD. Sáp nhập theo hàng dọc sẽ nâng cao khả năng điều đình giá cả giữa DN, người mua và những nhà cung ứng, là một loại hiệu ứng phân ngành thị trường gián tiếp.

+ *Sáp nhập hỗn hợp* là sự sáp nhập mà mục tiêu là các DN không phải là đối thủ cạnh tranh hoặc những khách hàng tiềm năng hoặc những DN của nhà cung cấp. Sáp nhập hỗn hợp có ảnh hưởng đến thế lực thị trường, được tập trung vào những lĩnh vực kinh doanh có liên quan đến sản phẩm, sử dụng nguyên liệu, kỹ thuật, con đường tiêu thụ chung với sản phẩm chủ yếu của DN, làm tăng sự khống chế SXKD và con đường tiêu thụ của DN bị sáp nhập.

- *Hiệu ứng hiệp đồng tài chính*: Những hiệu quả và lợi ích mà sáp nhập đem lại cho DN về mặt tài chính chủ yếu là hiệu quả lợi ích thuần túy về mặt tiền tệ do vai trò

của những quy định nội tại như giao dịch chứng khoán và những thông lệ xử lý kế toán và luật thuế:

+ Thông qua sáp nhập để thực hiện mục đích tránh thuế một cách hợp lý. Cụ thể là tận dụng các điều khoản quy định về ưu đãi thuế; về chuyển lỗ; về khai thác các khoản thu nhập không phải tiền mặt không phải nộp thuế để tránh thuế; tận dụng trái phiếu chuyển đổi để tránh thuế; về sử dụng lợi nhuận sau thuế để thực hiện sáp nhập.

+ Vai trò kích thích của hiệu ứng mong đợi đối với sáp nhập. Hiệu ứng mong đợi do sáp nhập đã làm cho TTCK thay đổi đánh giá với cổ phiếu của DN và dẫn đến ảnh hưởng đến giá cả cổ phiếu. Điều này dẫn đến giá cả cổ phiếu của DN sáp nhập và DN bị sáp nhập đều tăng.

* *Quy định của kế toán:*

Theo chuẩn mực kế toán số 25 “Báo cáo tài chính hợp nhất và kế toán khoản đầu tư vào công ty con” của Việt Nam, thì một DN được coi là công ty mẹ của một công ty khác nếu có quyền kiểm soát thông qua chi phối các chính sách tài chính và hoạt động nhằm thu được lợi ích kinh tế từ các hoạt động của công ty này. Công ty mẹ thường được xem là có quyền chi phối các chính sách tài chính và hoạt động trong các trường hợp sau đây:

- + Công ty mẹ nắm giữ trên 50% quyền biểu quyết trực tiếp hoặc gián tiếp ở công ty con;
- + Công ty mẹ có quyền trực tiếp hoặc gián tiếp bổ nhiệm hoặc bãi nhiệm đa số các thành viên Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc của công ty con;
- + Công ty mẹ có quyền bỏ đa số phiếu tại các cuộc họp của Hội đồng quản trị hoặc cấp quản lý tương đương;
- + Công ty mẹ có quyền quyết định việc sửa đổi, bổ sung Điều lệ của công ty con;
- + Các nhà đầu tư khác thỏa thuận cho công ty mẹ hơn 50% quyền biểu quyết;
- + Công ty mẹ có quyền chi phối các chính sách tài chính và hoạt động theo quy chế thỏa thuận.

Trên cơ sở này, về khía cạnh tác động của Luật thuế TNDN, DN sáp nhập (trở thành công ty mẹ) tiếp tục được hưởng các ưu đãi về thuế đối với phần thu nhập đạt được từ các ưu đãi về thuế đang áp dụng đối với DN bị sáp nhập (công ty con), các

khoản lỗ của DN bị sáp nhập phát sinh trước khi sáp nhập cũng sẽ được chuyển trừ vào thu nhập chịu thuế khi xác định thu nhập chịu thuế của DN sáp nhập. Trên cơ sở này sẽ hình thành nên những tập đoàn công nghiệp- tài chính- thương mại- dịch vụ có quy mô lớn, nâng cao năng lực cạnh tranh, chiếm lĩnh và khống chế thị trường trong nước một cách nhanh chóng và hữu hiệu. Đây sẽ là bước đệm để các tập đoàn kinh tế của Việt Nam đặt những bước chân vững chắc trên thương trường quốc tế trong tương lai.

3.2 GIẢI PHÁP VỀ CHÍNH SÁCH THUẾ THU NHẬP NHẪM ĐỊNH HƯỚNG HOẠCH ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

3.2.1 Hệ thống thuế của Nhà nước phải nhằm đến mục tiêu hiệu quả và công bằng, tạo điều kiện tăng tích lũy vốn cho DN

Trên góc độ của kinh tế học, nền kinh tế sẽ do hai loại luật chi phối: luật cung cầu và luật do Chính phủ đưa ra. Khi Chính phủ tính thuế trên một hàng hóa (hay một nguồn thu nhập được tạo ra từ hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư), lượng cân bằng của hàng hóa (hay nguồn vốn dùng để tạo ra thu nhập) đó giảm xuống, nghĩa là thuế trên thị trường đã làm giảm quy mô của thị trường đó. Khi có thuế sẽ phát sinh một khoản thu của Chính phủ nằm giữa giá của người mua trả và giá của người bán nhận được. Khi thị trường dịch đến điểm cân bằng mới, người mua sẽ phải trả nhiều hơn cho hàng hoá mà họ mua và người bán sẽ nhận được ít hơn cho hàng hoá mà họ bán. Nghĩa là người mua và người bán sẽ cùng chia sẻ gánh nặng của thuế và làm giảm phúc lợi của người mua lẫn người bán hàng hoá đó. Sự giảm sút thặng dư của người sản xuất và người tiêu dùng thường vượt quá số thu thuế mà Chính phủ nhận được. Sự giảm sút tổng thặng dư này được gọi là tổn thất tải trọng do thuế. Khi một khoản thuế càng lớn, nó càng làm biến dạng các kích thích nhiều hơn và tổn thất tải trọng lớn hơn. Ban đầu, số thu từ thuế tăng cùng với quy mô của thuế, nhưng mức thuế cao hơn có thể làm giảm nguồn thu từ thuế vì nó làm giảm quy mô của thị trường (phụ lục 11).

Từ cơ sở này, vấn đề rút ra là chính sách thuế của Chính phủ phải nhằm đến hai mục tiêu là : hiệu quả và công bằng. Một hệ thống thuế hiệu quả hơn hệ thống thuế khác nếu số thu như nhau nhưng chi phí của người nộp thuế thấp hơn, cụ thể nhất là giảm thiểu những tổn thất tải trọng phát sinh từ việc thuế làm biến dạng các quyết

định của mọi người và những chi phí hành chính mà người nộp thuế phải chịu khi họ tuân thủ luật thuế. Một hệ thống thuế như thế nào là công bằng là một vấn đề còn được tranh cãi khá nhiều, tuy nhiên có thể xem xét trên hai nguyên tắc sau để đánh giá hệ thống thuế có công bằng hay không, đó là nguyên tắc lợi ích được hưởng và nguyên tắc khả năng nộp thuế. Mà biểu hiện cụ thể nhất là hệ thống thuế phải khuyến khích được SXKD phát triển và người lao động nỗ lực làm việc.

Từ mô hình tác động của thuế TNDN và TNCN đối với một đồng lợi nhuận hoạt động đạt được, ứng dụng với chính sách thuế hiện hành, sẽ cho thấy rõ những định hướng cần phân tích một cách khoa học trong xây dựng thuế suất thuế TNDN và thuế TNCN, nhằm hướng cho DN hoạch định CTV tối ưu của mình trong thời gian sắp tới.

- *Giai đoạn hiện nay:*

* Thuế suất thuế TNDN : 28%.

* Thuế suất thuế TNCN đối với cổ tức, trái tức và thu nhập từ chuyển nhượng vốn: tạm thời miễn thuế

Nhận xét: chính sách thuế thu nhập khuyến khích vay nợ đồng thời khuyến khích chi trả cổ tức bằng tiền mặt, không thể hiện định hướng cho DN trong hoạch định CTV thông qua ban hành một chính sách cổ tức hợp lý.

- *Từ ngày 01/01/2009:*

* Thuế suất thuế TNDN: $T_c = 25\%$.

* Thuế suất thuế TNCN đối với cổ tức, lãi vay: $T_p = T_{pE1} = 5\%$.

* Thuế suất thuế TNCN đối với thu nhập từ chuyển nhượng vốn: $T_{pE2} = 20\%$

Ta có:

$$(1 - T_p) = (1 - 0,05) = 0,95$$

$$(1 - T_c)(1 - T_{pE1}) = (1 - 0,25)(1 - 0,05) = 0,7125$$

$$(1 - T_c)(1 - T_{pE2}) = (1 - 0,25)(1 - 0,20) = 0,6$$

Nhận xét: với chính sách thuế thu nhập sắp tới rõ ràng vẫn ưu tiên cho tài trợ nợ, do $(1 - T_p) > (1 - T_c)(1 - T_{pE1})$ và $(1 - T_c)(1 - T_{pE2})$. Tuy nhiên khi phân tích giữa chi trả cổ tức bằng tiền và thực hiện phân phối lợi nhuận bằng lãi vốn thì chính sách thuế vẫn khuyến khích DN chi trả cổ tức bằng tiền do: $(1 - T_c)(1 - T_{pE1}) > (1 - T_c)(1 - T_{pE2})$.

3.2.1.1 Sửa đổi về chính sách

Về chính sách thuế TNDN: tại thời điểm năm 2003, việc giảm mức thuế suất là 32% xuống còn 28% của Việt Nam so với các nước trong khu vực như: Malaysia (32%), Thái Lan (30%), Philippin (35%), Trung Quốc (33%) đã đáp ứng sự khuyến khích thu hút đầu tư, tạo điều kiện cho các DN có thêm tiềm lực, tích lũy vốn, nâng cao năng lực cạnh tranh và đóng góp nhiều hơn vào ngân sách nhà nước. Nếu chỉ tính riêng 45 tập đoàn kinh tế và tổng công ty nhà nước, số vốn kinh doanh đã bổ sung thêm là 5.000 tỷ đồng, quỹ đầu tư phát triển tăng 13.000 tỷ đồng, số thuế TNDN thực thu vẫn ổn định và gia tăng so với trước khi điều chỉnh giảm thuế suất. Tuy nhiên, do tác động của quá trình toàn cầu hóa, cạnh tranh giữa các quốc gia ngày càng gay gắt, cải cách thuế TNDN được các nước trên thế giới và khu vực được xem là một trong những nội dung trọng tâm, Trung Quốc đã có lộ trình 5 năm để điều chỉnh giảm thuế suất thuế TNDN từ 33% xuống còn 25%, Philippin giảm thuế suất thuế TNDN từ 35% xuống còn 30%, Singapore từ 20% xuống 19% ... và đặc biệt là khi gia nhập WTO, sức ép về cải cách chính sách thuế TNDN đối với Việt Nam càng trở nên cấp thiết hơn.

Đối với khu vực các nước châu Âu, quan điểm chung về xây dựng chính sách thuế TNDN là áp dụng các ưu đãi tài chính nhiều hơn là các ưu đãi thuế, hệ thống thuế sẽ tập trung vào việc giảm thuế suất chung hơn là các ưu đãi và kết hợp hạ thuế suất với mở rộng căn cứ tính thuế, tiến tới xây dựng thuế suất chung.

Chính vì vậy luật thuế TNDN sửa đổi đã thể hiện những điểm thay đổi hết sức cơ bản là: giảm thuế suất thuế TNDN từ 28% xuống 25%, lãi vay của các tổ chức, cá nhân không phải là tổ chức tín dụng được tính tối đa vào chi phí bằng 150% lãi suất cơ bản do ngân hàng nhà nước công bố, thu hẹp các trường hợp được miễn giảm thuế, xoá bỏ ưu đãi thuế đối với đầu tư mở rộng mà thay vào đó là chế độ khấu hao nhanh đối với tài sản cố định đầu tư mới, cho phép DN được trích tối đa 10% trên thu nhập chịu thuế hàng năm để lập quỹ phát triển khoa học và công nghệ của DN, đã thể hiện quan điểm minh bạch, đơn giản, để nâng cao tính hiệu quả trong quản lý thuế.

Tuy nhiên, với số vốn của các DN nhỏ và vừa của Việt Nam (DN có số vốn dưới 10 tỷ đồng), chiếm tỷ lệ khá lớn trong tổng số các DN đang hoạt động trong giai đoạn

hiện nay và trong những năm tới. Việc xây dựng một thuế suất chung như hiện nay là một nội dung cần sửa đổi trên cơ sở hai lý do cơ bản sau:

- Chính sách thuế không phải nhằm đến mục tiêu thu được số thuế cao mà phải tạo điều kiện cho các DN tích lũy vốn để tái đầu tư, từ đó sẽ tạo ra thu nhập lớn hơn và số thuế thu được chắc chắn sẽ cao hơn.
- Chính sách thuế phải nhằm đến các đối tượng nộp thuế theo khả năng của người nộp thuế, tạo sự công bằng trong nghĩa vụ thuế. Nghĩa là đối tượng có thu nhập chịu thuế cao sẽ phải chịu mức thuế suất cao hơn.

Từ cơ sở này, tác giả thiết nghĩ chính phủ cần nghiên cứu xây dựng biểu thuế suất thuế TNDN lũy tiến trên hai tiêu chí:

- Phân nhóm các DN theo số vốn bình quân.
- Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu bình quân trong các nhóm.

Từ đó xác định khung thu nhập và các mức thuế suất từ thấp đến cao tương ứng. Để nghiên cứu vấn đề này, đòi hỏi phải có một công trình nghiên cứu khoa học chuyên sâu, nhưng tác giả cũng xin mạnh dạn phác họa ý tưởng như sau:

Bảng 3.1 : Biểu thuế suất thuế TNDN lũy tiến trên cơ sở phân nhóm các DN theo số vốn chủ sở hữu và thu nhập chịu thuế (theo ý tưởng đề xuất của tác giả)

Đơn vị: triệu đồng

Số vốn	Thu nhập chịu thuế		Thuế suất thuế TNDN
	Trên.....	đến	
Dưới 1.000	0	250	15 %
Từ 1.000 đến 10.000	250	2.500	18 %
Trên 10.000 đến 50.000	2.500	5.000	20%
Trên 50.000	5.000	25%

Về chính sách thuế TNCN:

- Việc áp dụng hai phương pháp tính thuế đối với thu nhập từ chuyển nhượng vốn như Luật thuế TNCN là không phù hợp. Điều quan trọng đối với thuế TNCN là nghĩa vụ thuế phải được xác định trên thu nhập mà người nộp thuế có được. Việc áp dụng một mức thuế suất tỷ lệ thấp (không phải quyết toán) và một thuế suất tương đối cao (theo phương pháp quyết toán) không định hướng đến một hệ thống thuế

tiên tiến và hiện đại. Trong khi việc xác định thu nhập chịu thuế đối với hoạt động chuyển nhượng vốn hoàn toàn trong khả năng kiểm soát của cơ quan thuế thông qua các sở giao dịch chứng khoán và công ty chứng khoán. Do đó cần quy định duy nhất một phương pháp tính thuế trên thu nhập chịu thuế thực tế đạt được trong năm.

- Về thuế suất thuế TNCN: qua mô hình phân tích, cho thấy thuế suất thấp đối với cổ tức bằng tiền mặt và thuế suất cao trên lãi vốn, hoàn toàn không phù hợp với xu thế chung của thế giới, đặc biệt là không định hướng cho DN và nhà đầu tư quan tâm về một CTV tối ưu để gia tăng giá trị DN và lợi ích của cổ đông. Một nội dung không kém phần quan trọng là thông qua thuế suất thuế TNCN đối với lãi trái phiếu DN phải là một trong những nhân tố kích thích phát triển thị trường trái phiếu của Việt Nam. Trên góc độ những cơ sở này, điều quan trọng cần nghiên cứu biểu thuế suất thuế TNCN lũy tiến đối với thu nhập từ cổ tức và chuyển nhượng chứng khoán, vì đây thực chất là một hoạt động kinh doanh. Cũng như vấn đề ở nội dung trên, việc nghiên cứu biểu thuế suất thuế TNCN lũy tiến cũng là một nội dung cần có một công trình nghiên cứu khoa học cụ thể. Nhưng tác giả cũng xin đề nghị ba nội dung điều chỉnh cơ bản sau:

+ Thuế suất thuế TNCN đối với lãi vốn: áp dụng một thuế suất thấp ở mức cố định là 5%, trong giai đoạn hiện nay và thời gian 5 năm tới.

+ Thu nhập từ lãi trái phiếu DN: tạm thời không thuộc đối tượng chịu thuế TNCN. Tuỳ theo sự phát triển của thị trường trái phiếu trong tương lai mà Nhà nước có sự điều chỉnh thích hợp.

+ Xây dựng biểu thuế suất lũy tiến đối với cổ tức nhận bằng tiền mặt. Cần nhắc mức khởi điểm chịu thuế và khung thu nhập chịu thuế, không nên xây dựng cố định mà có thể giao cho Chính phủ xem xét, quyết định hàng năm trên cơ sở tốc độ tăng trưởng kinh tế, thu nhập bình quân đầu người, chỉ số lạm phát...

Bảng 3.2 Biểu thuế suất thuế TNCN đối với hoạt động đầu tư vốn (theo ý tưởng đề xuất của tác giả)

Đơn vị: ngàn đồng

Thu nhập		Thuế suất
Trên	đến	
0	10.000	5 %

10.000	20.000	10 %
20.000	50.000	15 %
50.000	100.000	20 %
100.000	25%

- Về phương pháp tính thuế đối với cổ tức chi trả bằng cổ phiếu là một vấn đề cần được sự xem xét. Với quy định này của Luật thuế TNCN chưa thật sự khuyến khích các DN sử dụng nguồn thu nhập giữ lại để đầu tư. Cụ thể, tính thuế trên cổ tức được chia bằng cổ phiếu khi mà khoản thu nhập này cổ đông chưa thật sự nắm giữ trên tay, không thể hiện định hướng khuyến khích các DN sử dụng lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư. Trên nguyên tắc giá trị thì giá trị cổ tức nhận được bằng cổ phiếu chính là mệnh giá của cổ phiếu, nếu cổ đông thực hiện chuyển nhượng trên thị trường thì lúc này sẽ phát sinh khoản thuế TNCN phải nộp trên chênh lệch giá (phụ lục 10).

- Thuế TNCN là một sắc thuế tiên tiến và quan trọng hàng đầu trong nguồn thu ngân sách của các quốc gia tiến tiến trên thế giới, vì vậy Chính phủ cần nghiên cứu xây dựng biểu thuế, phương pháp tính thuế một cách khoa học, để có thể đưa chính sách thuế TNCN trở thành một công cụ điều tiết vĩ mô trong phát triển kinh tế, định hướng cho hoạch định CTV của DN.

3.2.1.2 Xây dựng mô hình quản lý thuế

Điều quan trọng là Chính phủ cần phải xem xét việc áp dụng các chính sách ưu đãi về thuế chỉ là một phần trong chính sách xây dựng môi trường đầu tư, khi chính sách đã có thì việc xây dựng mô hình quản lý thuế theo hệ thống và quy trình quản lý hiện đại là nội dung cần được triển khai. Trên cơ sở này, tác giả cũng xin đề nghị ứng dụng mô hình hiện đại trong quản lý thuế ở các nước phát triển vào điều kiện Việt Nam như sau:

- Xây dựng tách bạch mô hình quản lý thuế đối với các DN lớn được phân loại theo tiêu chí vốn hoạt động, trong đó có các CTCP niêm yết. Những lợi ích đem lại từ mô hình quản lý này là : với kinh nghiệm, trình độ, khả năng hiểu biết về luật pháp quốc tế của đội ngũ công chức thuế chuyên nghiệp sẽ hỗ trợ cho DN xử lý nhanh chóng các tình huống vướng mắc trong hoạt động SXKD, do tầm hoạt động của các

DN thuộc nhóm này ở phạm vi lớn và đa dạng, sẽ là điều kiện để cơ quan thuế phát hiện kịp thời các khiếm khuyết để sửa đổi, bổ sung chính sách thuế.

Đối với các DN, từ những ưu điểm trên sẽ giúp DN giảm thiểu tối đa các chi phí tuân thủ và thực hiện chế độ sổ sách kế toán công khai minh bạch, đúng quy định của pháp luật, là một trong những cơ sở quan trọng để hình thành nên nguồn thông tin trong xây dựng tiêu chuẩn đánh giá xếp hạng DN, là tiền đề quan trọng vững chắc cho việc phát triển TTCK.

- Đối với hoạt động chuyển nhượng chứng khoán: quy định mọi giao dịch chứng khoán niêm yết hoặc chưa niêm yết đều phải thực hiện qua các tổ chức được nhà nước cho phép thành lập, cụ thể là các sở giao dịch chứng khoán và các công ty chứng khoán. Khi thực hiện chuyển nhượng, các tổ chức này sẽ thực hiện tạm khấu trừ thuế tại nguồn theo một tỷ lệ thích hợp do Chính phủ quy định.

- Mọi cá nhân tham gia trên TTCK đều phải đăng ký cấp mã số thuế cá nhân và thanh toán qua tài khoản giao dịch tại các ngân hàng thương mại.

- Đối với cổ tức và trái tức chi trả bằng tiền mặt: tổ chức chi trả cũng thực hiện qua tài khoản cá nhân và mã số thuế của người thụ hưởng. Có thể xem xét quy định với một mức cổ tức chi trả là bao nhiêu thì tổ chức chi trả phải tạm khấu trừ thuế tại nguồn. Khi kết thúc năm thì các cá nhân sẽ thực hiện kê khai quyết toán thuế tại cơ quan thuế địa phương nơi cư trú hoặc nơi đang làm việc.

3.2.1.3 Tiếp tục hoàn thiện cơ chế quản lý

Cơ quan thuế phải tiếp tục đẩy mạnh thực hiện chương trình cải cách và hiện đại hoá ngành thuế đến năm 2010. Cụ thể:

- Triển khai đồng bộ và có hiệu quả công tác tuyên truyền và hỗ trợ người nộp thuế từ cấp cục thuế đến chi cục thuế quận huyện.

- Vận hành đúng cơ chế tự tính- tự khai- tự nộp thuế và tự chịu trách nhiệm về nghĩa vụ thuế của người nộp thuế.

- Thực hiện cơ chế “một cửa” với nội dung công khai, minh bạch và đơn giản hoá các thủ tục hành chính thuế tại cơ quan thuế, giảm thiểu chi phí giao dịch cho người nộp thuế.

- Có chính sách phát triển hệ thống đại lý thuế.

- Xây dựng trung tâm xử lý dữ liệu về thuế ở các khu vực và quốc gia, nhằm kiểm soát chặt chẽ toàn bộ các dữ liệu phát sinh về người nộp thuế.

Hai nhóm giải pháp nêu trên dù ở hai góc độ khác nhau nhưng có một mối liên hệ mật thiết với nhau. Khi DN hoạch định một CTV tối ưu cần phải nghiên cứu khai thác ích lợi từ chính sách thuế, tức là phải có một quá trình nghiên cứu tìm hiểu cặn kẽ về chính sách thuế thu nhập. Ngược lại, chính sách thuế thu nhập được ban hành không phải nhằm đến mục đích thu được số thu cao nhất cho nhà nước bằng mọi giá, mà chính sách thuế thu nhập phải hướng cho DN những định hướng đúng đắn trong hoạch định CTV và tạo điều kiện để tăng tích lũy, tái đầu tư và mở rộng quy mô DN, đem lại lợi ích hài hòa cho cả hai, điều quan trọng hơn là chính sách thuế phải trở thành một công cụ điều tiết vĩ mô quan trọng của nhà nước để thu hút và khuyến khích đầu tư đối với mọi thành phần kinh tế.

3.3 GIẢI PHÁP HỖ TRỢ

3.3.1 Phát triển thị trường vốn một cách đồng bộ

- Thị trường tín dụng thế chấp của Việt Nam có thể nói đã hình thành và phát triển. Để thị trường tín dụng thế chấp tiếp tục trở thành kênh tài chính quan trọng đối với các DN, khi mà TTCK chưa thật sự trở thành kênh dẫn vốn chính cho các DN, thì yêu cầu đặt ra đối với các ngân hàng thương mại chính là việc xây dựng hệ thống tính điểm định mức tín dụng đối với khách hàng. Còn đối với chính sách của Nhà nước, thì điều cần thiết là sớm sửa đổi và bổ sung các văn bản pháp lý về Luật phá sản, nhằm đảm bảo an toàn cho các ngân hàng trong xử lý các khoản nợ quá hạn để bảo toàn vốn.

- Để phát triển thị trường tín dụng thuê mua, thì yêu cầu cấp bách cần có chính sách phát triển các công ty tài chính theo cơ cấu sở hữu mới bên cạnh các công ty cho thuê tài chính thuộc các ngân hàng thương mại hiện nay. Đối với các công ty cho thuê tài chính cần chủ động mở rộng khả năng nắm bắt thông tin về nhu cầu của các DN trong nước, bên cạnh đó là sự khai thác thông tin, liên kết với các đối tác nước ngoài trong việc tìm hiểu các quy trình sản xuất, máy móc thiết bị phù hợp với đặc điểm của các DN Việt Nam trong giai đoạn hiện nay và từng bước tiến đến việc cung ứng những trang thiết bị hiện đại, quy trình sản xuất sản phẩm phù hợp với tiêu chuẩn quốc tế.

- Điều khó khăn nhất đối với các DN Việt Nam hiện nay là mặt bằng sản xuất và nguồn vốn tài trợ để triển khai các dự án, nhất là các DN mới bắt đầu bước chân vào thương trường. Để khắc phục tình trạng này, Chính phủ đã có nhiều chủ trương và giải pháp, tuy nhiên tác giả cũng xin đề xuất ý tưởng xây dựng thị trường vốn mạo hiểm và giải quyết các khó khăn của DN về mặt bằng kinh doanh : tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước tại các CTCP không chỉ đơn thuần là quản lý vốn, mà điều quan trọng hơn, là với nguồn vốn rất lớn được hình thành do chủ trương cổ phần hoá trong những năm qua và những năm sắp tới, để sử dụng có hiệu quả nguồn vốn này, trong vai trò là chất xúc tác để hình thành thị trường vốn mạo hiểm tại Việt Nam, nhằm phát hiện và khai thác những dự án mới đầy đủ ý tưởng, đáp ứng cho yêu cầu phát triển kinh tế, Chính phủ nên nghiên cứu giao cho tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước tại các CTCP triển khai các mô hình hoạt động:

+ Là nhà đầu tư chính của thị trường vốn mạo hiểm.

+ Đóng vai trò chủ đạo trong lĩnh vực đầu tư và phát triển cơ sở hạ tầng phục vụ cho hoạt động SXKD của các DN mới di dời theo quy hoạch hoặc các DN vừa và nhỏ mới thành lập.

+ Song song với các tổ chức tín dụng, tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước tại các CTCP cũng chính là nhà bảo lãnh phù hợp nhất trong giai đoạn hiện nay để cho thị trường trái phiếu DN của Việt Nam được định hình và phát triển.

Những vấn đề quan trọng tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước cần phải khẩn trương thực hiện để đáp ứng với những chức năng mới:

+ Đào tạo nguồn nhân lực đủ trình độ và kinh nghiệm để đáp ứng các yêu cầu của một định chế tài chính.

+ Hình thức đầu tư cần đa dạng hóa dưới hình thức kêu gọi hợp tác liên doanh hoặc cổ phần hoá.

+ Bán bớt hoặc bán hết vốn nhà nước đầu tư ở các CTCP mà Nhà nước không cần nắm giữ cổ phần. Số tiền thu được sẽ là nguồn tài trợ đầu tư cho những chức năng mới của tổng công ty.

3.3.2 Hình thành các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam

Đề thúc đẩy sự phát triển của TTCK, trong đó đặc biệt vai trò của thị trường trái phiếu, thì việc thành lập các tổ chức định mức tín nhiệm là cơ sở cho sự phát triển bền vững của TTCK ở các nước phát triển trên thế giới. Tại các nước có thị trường tài chính phát triển, thông tin tín nhiệm đã có từ lâu và là các yếu tố không thể thiếu cho hệ thống tài chính. Trên thế giới có ở các quốc gia phát triển đều hình thành các tổ chức định mức tín nhiệm, ví dụ như ba tổ chức định mức tín nhiệm (CRA) quốc tế của Mỹ được biết đến nhiều nhất gồm: Moody's, Standard and Poor's và Fitch Ratings. Với tư cách là định chế tài chính trung gian, CRA là một tổ chức độc lập nhằm xem xét, phân tích và định hạng tín nhiệm của một đơn vị phát hành trong việc thực hiện các nghĩa vụ tài chính. CRA không chỉ xếp hạng các DN mà còn xếp hạng cả rủi ro của các quốc gia. Trong lúc đầu hình thành, CRA chỉ thực hiện đánh giá khả năng của một nhà phát hành trong việc thanh toán đúng hạn cho một khoản nợ, Hiện nay, CRA được hoàn thiện và mở rộng hơn để xếp hạng rủi ro của tổ chức, cung cấp đánh giá tổng quát về chứng khoán nợ và chứng khoán vốn.

3.3.2.1 Sự cần thiết phải hình thành các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam

Ở Việt Nam hiện nay, hệ thống tài chính đang trong giai đoạn phát triển và hình thành, khuôn khổ pháp lý còn chưa hoàn thiện, quản trị DN còn yếu, nhất là vấn đề bất cân xứng thông tin là một tồn tại lớn, thì vấn đề thiếu thông tin là một thách thức rất lớn. CRA sẽ cung cấp thông tin rủi ro tín dụng, giúp nhà đầu tư sàng lọc và phân loại rủi ro để ra quyết định. Hệ thống xếp hạng sẽ làm nền tảng vững chắc cho việc lựa chọn danh mục đầu tư thích hợp, phù hợp với khẩu vị đầu tư khác nhau của các nhà đầu tư. Do đó, CRA có vai trò giám sát bất cân xứng về thông tin giữa các nhà phát hành và cộng đồng đầu tư, duy trì niềm tin và phát triển hệ thống tài chính. Hệ thống xếp hạng của CRA còn mang lại lợi ích cho các tổ chức phát hành. Mức xếp hạng tốt sẽ giúp cho một DN, một công cụ huy động vốn hoặc một quốc gia thu hút được những nguồn đầu tư lớn từ trong và ngoài nước với mức giá hợp lý. Nhà phát hành dùng xếp hạng tín nhiệm như là một chiến lược lâu dài để huy động vốn. Bảng xếp hạng của CRA báo hiệu sự vận động của TTCK bên cạnh những chỉ báo khác. Nhờ những báo hiệu này mà các cơ quan điều hành và quản lý có thể kịp thời điều chỉnh các chính sách, thúc đẩy sự phát triển bền vững của TTCK. Điều này đặc

biệt có ý nghĩa đối với TTCK Việt Nam còn non trẻ và sơ khai. Bên cạnh đó, Việt Nam đang hướng tới hội nhập hơn vào thị trường tài chính khu vực và quốc tế. Bản thân hoạt động của các tổ chức tài chính cũng có xu hướng quốc tế hóa, còn thị trường tài chính cũng có xu hướng ngày càng hợp nhất. Vì vậy cần có các quy định về hệ thống tài chính phù hợp với các thông lệ quốc tế. Việc thành lập các CRA là cần thiết, là một minh chứng cho cộng đồng tài chính quốc tế biết về hình ảnh Việt Nam và các DN của Việt Nam.

Trong chiến lược phát triển TTCK đến năm 2010 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 05/8/2003, phân phát triển các định chế tài chính trung gian cho TTCK cũng đưa ra chủ trương thành lập các CRA. Theo Nghị quyết số 01/2005/NQ-CP ngày 14/01/2005 của Chính phủ giao cho “Bộ Kế hoạch Đầu tư chủ trì, phối hợp với Bộ Tài chính trình Chính phủ trong quý II năm 2005 soạn thảo về điều kiện những doanh nghiệp độc lập có vốn đầu tư nước ngoài hoạt động trong lĩnh vực đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp”, nhưng đến nay vẫn chưa có văn bản nào được ban hành về vấn đề này. Tại Nghị định số 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 của chính phủ về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, có đề cập đến sự cần thiết của các CRA, nhưng ở mức độ không rõ ràng và không thể là cơ sở pháp lý cho việc thành lập CRA.

Để phát triển TTCK thật sự là một thị trường quan trọng trong huy động vốn cho phát triển kinh tế xã hội, đặc biệt là cho hoạt động của DN Việt Nam, việc thành lập các CRA càng trở nên cấp bách hơn bao giờ hết. Sự chậm trễ trong thành lập CRA, không chỉ là yếu tố đe dọa sự phát triển của TTCK, cản trở khả năng thu hút vốn đầu tư công chúng, các dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam, mà còn ảnh hưởng rất lớn đến chủ trương cổ phần hóa các DN nhà nước.

3.3.2.2 Những điều kiện để xây dựng tổ chức định mức tín nhiệm

- Nhà nước phải sớm ban hành các văn bản pháp lý để tạo môi trường cho hoạt động của các dịch vụ định mức tín nhiệm. Cụ thể, cần ban hành khuôn khổ pháp lý với các tiêu chuẩn về loại hình DN, hạn chế về cổ đông, mức độ và khả năng duy trì tính độc lập, trình độ nhân lực, công bố thông tin và đạo đức nghề nghiệp.
- Từ kinh nghiệm của các nước cho thấy, CRA phải hoạt động với tư cách độc lập, không chịu sự chi phối bởi bất cứ một cơ quan nào, không xung đột lợi ích hay có

mối quan hệ với CRA. Vì vậy, những nội dung quan trọng của khuôn khổ pháp lý phải bảo đảm hình thành CRA có tính độc lập, khách quan, đáng tin cậy và không thiên vị.

- Để CRA có thể hoạt động và tồn tại thì cần phải có đủ công việc cho một CRA. Do đó cần phát triển thị trường vốn, đặc biệt thị trường trái phiếu phải ở mức độ nhất định để CRA ra đời.

- Để đánh giá tín nhiệm cần xác định các tiêu chí để đánh giá định mức tín nhiệm. Các chỉ tiêu tài chính được tính toán trên báo cáo tài chính của các DN. Các chỉ tiêu phi tài chính cần được phân tích và tính toán như tình hình cạnh tranh, triển vọng phát triển của nền kinh tế, xu hướng thị trường, ý kiến và phản ứng của người tiêu dùng, trình độ nguồn nhân lực, giá trị thương hiệu, bản quyền của DN.

- Kết quả xếp hạng được thực hiện bởi một đội ngũ chuyên gia trong và ngoài lĩnh vực tài chính, từ việc thu thập thông tin đến việc kiểm tra, thẩm định và tiến hành các đánh giá theo các tiêu chuẩn quốc tế. Do đó cần phải có một đội ngũ chuyên gia thực sự giỏi, có năng lực, quy trình đánh giá khoa học, khách quan, chính xác mà đây lại là những điều kiện mà Việt Nam còn thiếu và yếu. Do vậy, hợp tác với các tổ chức nước ngoài để nhanh chóng khắc phục được các điểm yếu này và nhanh chóng tiếp thu, nắm bắt kiến thức.

- Chỉ đạo kiên quyết của Chính phủ về chủ trương cổ phần hóa các tập đoàn, tổng công ty lớn và ngân hàng thương mại, gắn với niêm yết trên TTCK .

- Thách thức đối với một thị trường mới như Việt Nam là làm sao thông tin về định mức tín nhiệm phải trở thành mối quan tâm hàng đầu đối với các DN và các nhà đầu tư, làm sao để họ thấy được cần phải nắm rõ mức độ rủi ro và so sánh mức lợi mà họ có thể thu được khi chấp nhận rủi ro đó. Nếu như nhà đầu tư nhận thức được sự cần thiết của thông tin, họ sẽ tự tìm đến CRA. Từ kết quả này sẽ góp phần đạt đến mục đích và yêu cầu của chính sách an toàn tài chính quốc gia thông qua giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư chiến lược, các nhà đầu tư công chúng và các tổ chức tài chính tín dụng.

3.3.2.3 Mô hình tổ chức định mức tín nhiệm

- CRA có 100% vốn nước ngoài: mô hình này trong giai đoạn đầu, khi TTCK của Việt Nam chưa phát triển, chưa thật sự hấp dẫn và thu hút các nhà đầu tư nước ngoài, do vậy sẽ khó triển khai trong thời điểm hiện nay.

- CRA theo cơ cấu cổ phần hóa: do yêu cầu quan trọng đầu tiên của CRA là phải đảm bảo tính độc lập khách quan, với số lượng các CTCP hiện nay còn quá thấp, chất lượng thông tin và các hành lang pháp lý về công bố thông tin còn hạn chế, dẫn đến mô hình CRA theo cơ cấu CTCP tại thời điểm này cũng chưa là mô hình thích hợp.

- CRA theo cơ cấu liên doanh: với sự phát triển của các tổ chức CRA ở các nước tiên tiến trên thế giới, kể cả ở một số nước trong khu vực cũng đã hình thành và phát triển. Việc áp dụng mô hình CRA theo cơ cấu liên doanh trong giai đoạn hiện nay là mô hình có thể triển khai. Ngoài việc lựa chọn đối tác thích hợp, thì phần đại diện liên doanh của Việt Nam là một vấn đề cần phải cân nhắc.

Để xây dựng mô hình CRA theo cơ cấu liên doanh trong điều kiện hiện nay, thì vai trò quyết định chính là Chính phủ. Tác giả cũng mạnh dạn đề xuất bên Việt Nam tham gia liên doanh sẽ là Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước tại các CTCP.

3.3.3 Tăng cường kiểm tra, giám sát, đảm bảo tính công khai minh bạch của thông tin.

Chất lượng thông tin có vai trò quyết định trong việc thu hút các nhà đầu tư, quyết định sự tồn tại và phát triển của TTCK. Với sự ban hành Luật Chứng khoán, Chính phủ đã tạo khung pháp lý quan trọng cho sự phát triển của TTCK Việt Nam. Để đảm bảo chất lượng thông tin, tính công khai minh bạch của thông tin, tác giả xin đề xuất một số giải pháp sau:

- Có hình thức chế tài đủ mức răn đe đối với hành vi: không thực hiện công bố đầy đủ các nội dung thông tin trong thời gian quy định, phát hành chứng khoán không tuân thủ các quy định về phát hành chứng khoán. Cần xem xét kết hợp với việc hình thức chế tài là đình chỉ giao dịch chứng khoán của các CTCP vi phạm quy định về công bố thông tin.

- Trung tâm xử lý và cập nhật thông tin của các sàn giao dịch chứng khoán, các công ty chứng khoán phải được đầu tư theo tiêu chuẩn quốc tế.

- Tất cả các CTCP niêm yết hoặc chưa niêm yết trên sàn giao dịch đều phải xây dựng trang thông tin điện tử và công bố rộng rãi cho cổ đông được biết. Những thông tin theo yêu cầu phải được công khai theo quy định của pháp luật, theo quy định của Đại hội cổ đông, Hội đồng quản trị phải được đưa lên trang thông tin điện tử của CTCP đúng thời hạn và đầy đủ về nội dung.

- Theo quy định hiện nay, chỉ có các CTCP có phát hành chứng khoán mới bắt buộc phải thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính. Trong nền kinh tế nhiều thành phần của Việt Nam hiện nay, vấn đề về giao dịch đảm bảo tuân thủ đúng theo quy định của pháp luật giữa các DN, phòng tránh sự “bắt tay” giữa các nhà quản trị DN với nhau là một nội dung được quan tâm. Để khắc phục tình trạng này, tác giả cũng mạnh dạn đề xuất quy định về kiểm toán bắt buộc đối với tất cả các DN hoạt động theo Luật DN theo lộ trình:

+ Năm 2009-2010: các DN là công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty hợp danh phải thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính.

+ Từ năm 2011: tất cả các DN hoạt động theo Luật DN đều phải thực hiện kiểm toán báo cáo tài chính hàng năm.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

- Một trong ba quyết định tài chính quan trọng, ảnh hưởng đến giá trị DN là quyết định tài trợ nhằm xác định một CTV tối ưu trên khía cạnh tác động của thuế thu nhập, nhằm hướng đến huy động và sử dụng vốn với chi phí sử dụng vốn bình quân hợp lý và rủi ro thấp nhất. Việc ứng dụng lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định CTV là một nội dung quan trọng trong quản trị tài chính DN nhằm giảm thiểu rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh, khi năng lực cạnh tranh của các DN Việt Nam nói chung và CTCP niêm yết nói riêng còn thấp, quy mô vốn đầu tư còn hạn chế, thị trường tiền tệ diễn biến phức tạp trong xu hướng tự do hoá tài chính, TTCK lại chưa thật sự phát triển, nền kinh tế đang chịu tác động trực tiếp của nền kinh tế thế giới trong xu thế hội nhập.

- Việc nghiên cứu ứng dụng lý thuyết quản trị tài chính DN hiện đại và nâng cao khả năng, trình độ, phẩm chất đạo đức của các nhà quản trị DN của Việt Nam là những yêu cầu hết sức cấp bách, quyết định sự tồn tại, phát triển của DN nói riêng và sự phát triển của TTCK nói chung.

- Để TTCK thật sự trở thành thị trường cung cấp nguồn vốn chủ yếu trong nền kinh tế, là môi trường để DN nghiên cứu hoạch định CTV và tái CTV gia tăng quy mô và năng lực cạnh tranh, thì yêu cầu đối với Chính phủ trong việc khẩn trương xây dựng cơ chế, thúc đẩy sự thành lập các tổ chức đánh giá xếp hạng tín nhiệm DN sẽ một trong những yếu tố có tầm quyết định hàng đầu, không chỉ là huy động vốn cổ phần mà quan trọng hơn là huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu DN để tập trung khai thác mọi nguồn vốn nhàn rỗi trong các tầng lớp dân cư, kể cả nguồn vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài. Không những thế, đây cũng là cơ sở thúc đẩy sự phát triển của thị trường tín dụng thuê mua tài chính còn nhỏ bé của Việt Nam.

- Chính phủ cần tiếp tục kiện toàn, đổi mới bộ máy quản lý thuế, nâng cao hiệu quả quản lý thuế, nghiên cứu ban hành chính sách thuế trên cơ sở những luận cứ khoa học, chỉ đạo thực hiện nghiêm minh các quy định pháp luật về thuế kết hợp với cơ chế quản lý thuế công khai, minh bạch theo hướng DN chủ động tự tính, tự khai, tự nộp và tự chịu trách nhiệm, đây là một trong những biện pháp để giảm thiểu chi phí hành chính cho người nộp thuế, góp phần xây dựng một hệ thống công bằng, hiệu quả.

KẾT LUẬN CHUNG

Trên cơ sở vận dụng, tổng hợp các nghiên cứu, luận văn đã thể hiện:

- Khi hoạch định CTV tối ưu của DN cần phải gắn trong mối quan hệ với chính sách thuế thu nhập là một sự cần thiết.

- Luận văn đã đề xuất ứng dụng một trong những lý thuyết tài chính DN hiện đại là lý thuyết trật tự phân hạng trong hoạch định CTV tối ưu, đáp ứng cho các nhà quản trị DN của Việt Nam trong việc huy động và sử dụng hiệu quả các nguồn vốn, giảm thiểu rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh trong bối cảnh thị trường tài chính của Việt Nam chưa thật sự phát triển, dễ bị tác động bởi các biến động xấu của nền kinh tế thế giới và khu vực.

- Hình thành những tổ chức định mức tín nhiệm một trong những yếu tố không thể thiếu trong sự phát triển của TTCK, là cơ hội để các nhà đầu tư có thể đưa ra những kết luận của mình về chất lượng hoạt động của DN, là yếu tố quyết định cho việc thành công của DN khi phát hành cổ phiếu, đặc biệt là trái phiếu DN để triển khai các dự án đầu tư.

- Thông qua sự phân tích tác động của chính sách thuế TNDN và thuế TNCN đến giá trị DN, luận văn cũng đã nêu lên những vấn đề cần được sự xem xét và nghiên cứu sửa đổi của Nhà nước khi ban hành chính sách thuế, định hướng cho DN trong việc huy động và sử dụng nguồn vốn có giới hạn trong xã hội.
- Chính phủ cũng phải tăng cường công tác kiểm soát, đảm bảo tính thực thi của luật được nghiêm minh về cả hai phía là cơ quan thuế và DN, đây chính là điều kiện quan trọng để xây dựng môi trường cạnh tranh lành mạnh, bình đẳng giữa các DN, là những tiền đề quan trọng để hướng tới xây dựng một thị trường cạnh tranh vận động theo cơ chế thị trường có sự quản lý của nhà nước, góp phần giảm chi phí giao dịch, thúc đẩy hoạt động SXKD của DN.
- Cuối cùng, sự nghiên cứu, ứng dụng lý thuyết tài chính DN hiện đại, giữ gìn và nâng cao phẩm chất đạo đức của mỗi nhà quản trị DN là một trong những yếu tố quyết định sự tồn tại, phát triển và thành công của DN.

CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN VĂN

1. “Thuế thu nhập cá nhân và cơ chế phân chia cổ tức của doanh nghiệp”, *Tạp chí Thuế nhà nước* số 25 (191) kỳ 1 tháng 7/2008, trang 6-8.

Đồng thời được đăng trên website của Tổng cục thuế ngày 09/7/2008.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

I- TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

1. Nguyễn Tấn Bình (2005), *Phân tích hoạt động doanh nghiệp*, Nxb Thống kê.
2. Nguyễn Tấn Bình (2005), *Phân tích quản trị tài chính*, Nxb Thống kê.
3. Nguyễn Trọng Cơ (2006), “Cơ cấu nguồn vốn của công ty cổ phần”, *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán* (6), tr 46.
4. Minh Đức (2008), “Đầu tư ra nước ngoài: Doanh nghiệp Việt đang trỗi dậy”, *Tạp chí Thuế nhà nước* (9), tr 18.
5. Trần Công Hoà (2006), “Đề tin dụng đầu tư phát triển thực sự nâng cánh doanh nghiệp”, *Tạp chí Tài chính* (11), tr 24.
6. Lê Mạnh Hùng (2007), “Cần sớm có Tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam”, *Tạp chí Tài chính* (9), tr 41.
7. Hội tư vấn thuế Việt Nam (2008), *Hỏi đáp về thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và đại lý thuế*, Nxb Hà Nội.
8. Luật Chứng khoán (số 70/2006/QH11 ngày 29/6/2006)
9. Luật Doanh nghiệp (số 60/2005/QH11 ngày 29/11/2005).
10. Luật thuế Lợi tức (1990).
11. Luật thuế Thu nhập doanh nghiệp (1997).
12. Luật thuế Thu nhập doanh nghiệp (số 09/2003/QH11 ngày 17/6/2003).
13. Luật thuế Thu nhập cá nhân (số 04/2007/QH12 ngày 21/11/2007).
14. Vũ Văn Ninh (2007), “Thuế thu nhập cá nhân và chính sách cổ tức ở Việt Nam: đôi điều suy nghĩ”, *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính kế toán* (11), tr 54.
15. Nguyễn Hữu Ngọc (2006), *Cẩm nang nhà quản lý tài chính*, Nxb Lao động-Xã hội.
16. Nghị định số 52/2006/NĐ-CP ngày 19/5/2006 của Chính phủ về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
17. Nhóm Phóng viên kinh tế (2007), “ Mô hình quản lý thuế đối với doanh nghiệp lớn”, *Tạp chí thuế Nhà nước* (146), tr 6.
18. Phóng viên Trung Kiên (2008), “Sẽ bán bớt hoặc bán hết vốn nhà nước trong phần lớn các DN sau cổ phần hóa”, *Tạp chí thuế Nhà nước* (189), tr 17.
19. Pháp lệnh thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao (số 35/2001/PL-UBTVQH10 ngày 19/5/2001).

20. Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao (số 14/2004/PL-UBTVQH11 ngày 24/3/2004).
21. Nguyễn Văn Phụng (2008), “Thuế suất thuế TNDN: Tại sao không thấp hơn 25%?”, *Tạp chí Thuế Nhà nước* (177), tr 11.
22. Quyết định số 206/2003/QĐ-BTC ngày 12/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về chế độ quản lý, sử dụng và trích khấu hao tài sản cố định.
23. Trần Ngọc Thơ (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nxb Thống kê.
24. Trần Ngọc Thơ (2007), *Tài chính quốc tế*, Nxb Thống kê.
25. Huỳnh Việt Tấn (1994), *Những vấn đề trọng tâm trong chính sách thuế hiện hành*, Nxb Thành phố Hồ Chí Minh.
26. Lan Trung (2007) “Ưu đãi thuế Thu nhập doanh nghiệp: Cần sửa đổi, bổ sung để hoàn thiện”, *Tạp chí Thuế Nhà nước* (153), tr 10.
27. Thời báo Kinh tế Việt Nam 2006-2007 và 2007-2008
28. Thông tư số 161/2007/TT-BTC ngày 31/12/2007 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện 16 chuẩn mực kế toán ban hành theo quyết định số 149/2001/QĐ-BTC ngày 31/12/2001, quyết định số 165/2002/QĐ-BTC ngày 31/12/2002 và quyết định số 234/2003/QĐ-BTC ngày 31/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.
29. Nguyễn Thị Uyên Uyên (2002), *Luận văn Tiến sĩ kinh tế: Tái cấu trúc tài chính doanh nghiệp nhằm thu hút và sử dụng hiệu quả vốn đầu tư*, Đại học Kinh tế TP.HCM.
30. Trần Việt (2006), “Huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu: cần chú trọng thị trường trong nước”, *Tạp chí thuế Nhà nước* (43), tr 19.
31. Viện Nghiên cứu và Đào tạo về quản lý (2008), *Quản lý tài chính doanh nghiệp*, Nxb Lao động-Xã hội.
32. Bùi Kim Yến (2006), *Giáo trình Thị trường chứng khoán*, Nxb Lao động-Xã hội.
33. website của Bộ Tài chính www.mof.gov.vn
34. website của Tổng cục thuế www.gdt.gov.vn
35. website của Ngân hàng nhà nước Việt Nam www.sbv.gov.vn
36. website của Sở giao dịch chứng khoán TP.Hồ Chí Minh www.vse.org.vn

II- TÀI LIỆU TIẾNG ANH

37. N.Gregory Mankiw, Principles of economics.
38. www.sbrl001.htm

Phụ lục 4: Biểu thuế suất thuế Thu nhập doanh nghiệp

1. Luật thuế Lợi tức năm 1990 (có hiệu lực từ 01/10/1990)	Thuế suất
- Các ngành điện năng, khai thác mỏ; luyện kim, cơ khí, hoá chất cơ bản, phân bón, thuốc trừ sâu, vật liệu xây dựng, khai thác chế biến lâm sản, thủy sản; xây dựng, vận tải	30%
- Các ngành công nghiệp nhẹ, công nghiệp thực phẩm và sản xuất khác	40%
- Thương nghiệp, ăn uống, dịch vụ các loại	50%
2. Luật Thuế Lợi tức sửa đổi, bổ sung (có hiệu lực từ 01/9/1993)	
- Các ngành điện năng, khai thác mỏ; luyện kim, cơ khí, hoá chất cơ bản, phân bón, thuốc trừ sâu, vật liệu xây dựng, khai thác chế biến lâm sản, thủy sản; xây dựng, vận tải	25%
- Các ngành công nghiệp nhẹ, công nghiệp thực phẩm và sản xuất khác	35%
- Thương nghiệp, ăn uống, dịch vụ các loại	45%
3. Luật thuế Thu nhập doanh nghiệp (có hiệu lực từ 01/01/1999)	32%
Thuế suất áp dụng chung cho tất cả các ngành nghề	
4. Luật thuế Thu nhập doanh nghiệp sửa đổi, bổ sung năm 2003 (có hiệu lực từ 01/01/2004)	28%
Thuế suất áp dụng chung cho tất cả các ngành nghề	
5. Luật thuế Thu nhập doanh nghiệp sửa đổi, bổ sung năm 2008 (có hiệu lực từ 01/01/2009)	25%
Thuế suất áp dụng chung cho tất cả các ngành nghề	

**Phụ lục 5: Biểu thuế suất thuế Thu nhập cá nhân
(có hiệu lực từ 01/01/2009)**

Trích điều 3. Thu nhập chịu thuế

3. Thu nhập từ đầu tư vốn, bao gồm:

- a) Tiền lãi cho vay;
- b) Lợi tức cổ phần;
- c) Thu nhập từ đầu tư vốn dưới các hình thức khác, trừ thu nhập từ lãi trái phiếu Chính phủ.

4. Thu nhập từ chuyển nhượng vốn, bao gồm:

- a) Thu nhập từ chuyển nhượng phần vốn trong các tổ chức kinh tế;
- b) Thu nhập từ chuyển nhượng chứng khoán;

Trích điều 7. Kỳ tính thuế

1. Kỳ tính thuế đối với cá nhân cư trú được quy định như sau:

...

b) Kỳ tính thuế theo từng lần phát sinh thu nhập áp dụng đối với thu nhập từ đầu tư vốn; thu nhập từ chuyển nhượng vốn, trừ thu nhập từ chuyển nhượng chứng khoán; thu nhập từ chuyển nhượng bất động sản; thu nhập từ trúng thưởng; thu nhập từ bản quyền; thu nhập từ nhượng quyền thương mại; thu nhập từ thừa kế; thu nhập từ quà tặng;

c) Kỳ tính thuế theo từng lần chuyển nhượng hoặc theo năm đối với thu nhập từ chuyển nhượng chứng khoán. Trường hợp cá nhân áp dụng kỳ tính thuế theo năm thì phải đăng ký từ đầu năm với cơ quan thuế.

Điều 12. Thu nhập chịu thuế từ đầu tư vốn

1. Thu nhập chịu thuế từ đầu tư vốn là tổng số các khoản thu nhập từ đầu tư vốn quy định tại khoản 3 Điều 3 của Luật này mà đối tượng nộp thuế nhận được trong kỳ tính thuế.

2. Thời điểm xác định thu nhập chịu thuế từ đầu tư vốn là thời điểm tổ chức, cá nhân trả thu nhập cho đối tượng nộp thuế hoặc thời điểm đối tượng nộp thuế nhận được thu nhập.

Điều 13. Thu nhập chịu thuế từ chuyển nhượng vốn

1. Thu nhập chịu thuế từ chuyển nhượng vốn được xác định bằng giá bán trừ giá mua và các khoản chi phí hợp lý liên quan đến việc tạo ra thu nhập từ chuyển nhượng vốn.

2. Trường hợp không xác định được giá mua và chi phí liên quan đến việc chuyển nhượng chứng khoán thì thu nhập chịu thuế được xác định là giá bán chứng khoán.

3. Thời điểm xác định thu nhập chịu thuế từ chuyển nhượng vốn là thời điểm giao dịch chuyển nhượng vốn hoàn thành theo quy định của pháp luật.

Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Điều này.

Trích điều 21. Thu nhập tính thuế

...

2. Thu nhập tính thuế đối với thu nhập từ đầu tư vốn, chuyển nhượng vốn, chuyển nhượng bất động sản, trúng thưởng, tiền bản quyền, nhượng quyền thương mại, nhận thừa kế, quà tặng là thu nhập chịu thuế quy định tại các điều 12, 13, 14, 15, 16, 17 và 18 của Luật này.

Điều 23. Biểu thuế toàn phần

1. Biểu thuế toàn phần áp dụng đối với thu nhập tính thuế quy định tại khoản 2 Điều 21 của Luật này.

2. Biểu thuế toàn phần được quy định như sau:

Thu nhập tính thuế	Thuế suất (%)
a) Thu nhập từ đầu tư vốn	5
b) Thu nhập từ bản quyền, nhượng quyền thương mại	5
c) Thu nhập từ trúng thưởng	10
d) Thu nhập từ thừa kế, quà tặng	10
đ) Thu nhập từ chuyển nhượng vốn quy định tại khoản 1 Điều 13 của Luật này	20
Thu nhập từ chuyển nhượng chứng khoán quy định tại khoản 2 Điều 13 của Luật này	0,1
e) Thu nhập từ chuyển nhượng bất động sản quy định tại khoản 1 Điều 14 của Luật này	25
Thu nhập từ chuyển nhượng bất động sản quy định tại khoản 2 Điều 14 của Luật này	2

Phụ lục 6: Chính sách thuế thu nhập của Việt Nam qua các thời kỳ

Với đặc điểm kinh tế- xã hội- chính trị và lịch sử của Việt Nam, hệ thống chính sách thuế nói chung và thuế thu nhập nói riêng được xây dựng nhằm đáp ứng cho yêu cầu của cuộc

đấu tranh giải phóng dân tộc và xây dựng đất nước trong từng giai đoạn lịch sử. Xét về nội dung của chính sách thuế thu nhập, có thể khái quát chung qua hai giai đoạn chính sau :

1. Từ 1990-1998: Giai đoạn cải cách thuế bước một.

Xuất phát từ đặc điểm KTXH của Việt Nam, kết hợp với sự phân tích, vận dụng có chọn lọc kinh nghiệm trong chính sách thuế của các nước trên thế giới phù hợp với trình độ sản xuất và trình độ quản lý trong hoàn cảnh thu nhập dân cư còn quá thấp, thu nhập từ kinh doanh chưa cao, việc thực hiện chế độ kế toán, hoá đơn còn yếu kém, với cơ chế kinh tế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa có sự quản lý của nhà nước, hệ thống thuế của Việt Nam đã xây dựng cơ bản đồng bộ với việc ban hành 6 luật thuế (gồm: thuế Doanh thu, thuế Tiêu thụ đặc biệt, thuế Lợi tức, thuế Xuất nhập khẩu, thuế Sử dụng đất nông nghiệp, thuế Chuyển quyền sử dụng đất) và 3 pháp lệnh (gồm: thuế Tài nguyên, thuế Nhà đất, thuế Thu nhập đối với người có thu nhập cao).

1.1 Thuế lợi tức

Được ban hành ngày 30/6/1990 và có hiệu lực từ ngày 01/10/1990, thay thế cho chế độ thuế lợi tức kinh doanh (áp dụng cho khu vực kinh tế ngoài quốc doanh) và chế độ thu quốc doanh (hay chế độ phân phối lợi nhuận đối với khu vực kinh tế quốc doanh). Thuế lợi tức mới được áp dụng thống nhất đối với các CSKD công thương nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế. Thuế lợi tức nhằm huy động một phần lợi tức của CSKD vào Ngân sách nhà nước, đảm bảo sự đóng góp công bằng, hợp lý giữa mọi DN. Tất cả các tổ chức, cá nhân có hoạt động SXKD trên lãnh thổ Việt Nam, có lợi tức đều phải nộp thuế lợi tức (trừ CSKD nộp thuế lợi tức theo Luật đầu tư nước ngoài tại Việt Nam và cơ sở hoạt động sản xuất nông nghiệp thuộc diện nộp thuế nông nghiệp).

Thuế suất thuế lợi tức đối với các DN trong nước là 30%, 40% và 50%, sau đó đã được điều chỉnh giảm xuống còn 25%, 35% và 45% tùy theo tính chất ngành kinh doanh (Phụ lục 4). Sau khi nộp thuế theo thuế suất ổn định, nếu có lợi tức vượt mức quy định thì phải nộp thuế lợi tức bổ sung. Thuế lợi tức bổ sung có quy định khác nhau giữa DN quốc doanh và DN ngoài quốc doanh. Thuế lợi tức có quy định cụ thể về chế độ miễn giảm thuế đối với các cơ sở sản xuất mới thành lập ở các vùng có điều kiện KTXH khó khăn, ngoài ra thuế lợi tức còn quy định thực hiện ưu đãi thuế đối với các cơ sở sản xuất và ngành nghề ưu đãi đầu tư thực hiện đầu tư mở rộng hoặc đầu tư chiều sâu, các DN sản xuất hàng cần thay thế hàng nhập khẩu. Khi DN gặp khó khăn do thiên tai, địch họa, tai nạn, rủi ro bất ngờ hoặc lý do bất khả kháng mà kết quả kinh doanh bị lỗ thì được chuyển số lỗ của năm kinh doanh sang năm kế tiếp để trừ vào lợi tức chịu thuế trước khi tính thuế lợi tức với thời gian chuyển lỗ không quá 02 năm.

Thuế suất thuế lợi tức đối với DN hoạt động theo Luật đầu tư nước ngoài với các mức 10%, 15%, 20%, 25% và trên 25% đối với ngành khai thác dầu khí, tài nguyên quý hiếm, căn cứ vào tính chất và nội dung của từng dự án đầu tư. Khi các tổ chức kinh tế nước ngoài hoặc cá nhân nước ngoài dùng lợi nhuận được chia để tái đầu tư trong thời gian 3 năm sẽ được hoàn lại số thuế lợi tức đã nộp của lợi nhuận đưa vào tái đầu tư. Khi chuyển lợi nhuận ra khỏi lãnh thổ Việt Nam thì phải nộp thuế chuyển lợi nhuận ra nước ngoài với thuế suất 5%, 7%, 10% căn cứ theo số vốn pháp định hoặc vốn hợp doanh.

1.2 Thuế Thu nhập đối với người có thu nhập cao

Được ban hành ngày 27/12/1990 và có hiệu lực từ ngày 01/4/1991, áp dụng đối với mọi cá nhân mang quốc tịch Việt Nam và các cá nhân khác không mang quốc tịch Việt Nam nhưng định cư tại Việt Nam hoặc người nước ngoài làm việc tại Việt Nam có thu nhập chịu thuế phát sinh tại Việt Nam, được phân thành hai nhóm đối tượng là cá nhân cư trú và cá nhân không cư trú.

Về đối tượng chịu thuế được chia thành hai loại là thu nhập thường xuyên và thu nhập không thường xuyên. Thu nhập thường xuyên là những khoản thu nhập dưới hình thức tiền lương, tiền công và các khoản thu nhập mang tính chất tiền lương, tiền công. Thu nhập không thường xuyên là những khoản thu nhập phát sinh không ổn định.

Một trong những khoản thu nhập tạm thời được miễn thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao trong suốt giai đoạn này là các khoản lãi trái phiếu, lãi cổ phần và lợi nhuận từ chuyển nhượng vốn. Đối với lợi tức của DN tư nhân, hộ cá thể thuộc diện chịu thuế lợi tức theo quy định của luật thuế lợi tức, thu nhập của hộ nông dân thuộc diện chịu thuế nông nghiệp, không thuộc đối tượng chịu thuế thu nhập đối với người có thu nhập cao.

2. Từ 1999 đến nay: cải cách thuế bước hai

2.1 Thuế Thu nhập doanh nghiệp

Khái niệm thuế Lợi tức thường được hiểu là loại thuế đánh trên lợi tức kinh doanh. Với chính sách đổi mới phát triển kinh tế của Đảng, phát triển nền kinh tế nhiều thành phần, thì các khoản thu của DN rất đa dạng, phong phú, bao gồm cả lợi tức kinh doanh và các khoản thu không phải từ kinh doanh như các khoản thu chuyển nhượng vốn, tài sản, chuyển giao công nghệ ..., vì vậy cần thiết phải đổi tên “thuế Lợi tức” thành “thuế Thu nhập doanh nghiệp”.

Việc ban hành luật thuế TNDN năm 1997 (có hiệu lực thi hành từ ngày 01/01/1999) nhằm bao quát và điều tiết các khoản thu nhập đã, đang và sẽ phát sinh của các DN trong nền kinh tế thị trường, khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức, cá nhân SXKD trong nước tiết kiệm vốn đầu tư cho phát triển kinh doanh qua các chế độ ưu đãi miễn,

giảm thuế, từng bước thu hẹp sự khác biệt về chính sách thuế để đảm bảo sự bình đẳng và cạnh tranh giữa các thành phần kinh tế, hệ thống hóa các ưu đãi về thuế trong nhiều văn bản luật khác nhau, bảo đảm sự rõ ràng, thống nhất trong thực hiện các chế độ ưu đãi thuế, phù hợp với các hiệp định của WTO, khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên thứ 150 của tổ chức này từ ngày 11/01/2007.

Mức thuế suất thuế TNDN phổ thông là 32% (áp dụng từ 01/01/1999 đến 31/12/2003) và được điều chỉnh xuống còn 28% (từ 01/01/2004) với luật thuế TNDN được sửa đổi, bổ sung năm 2003. Những DN thuộc ngành nghề sản xuất sản phẩm cơ khí, xây dựng được áp dụng thuế suất thuế thu nhập DN là 25% trong thời gian 03 năm đầu khi thực thi thuế thu nhập DN (kể từ năm 1999 đến năm 2002).

Chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đối với nguồn tài trợ bằng nợ vay: theo quy định của luật thuế TNDN, chi phí trả lãi vay là một khoản chi được trừ khi xác định thu nhập chịu thuế. Luật thuế TNDN năm 1997 và năm 2003 đều qui định chi phí lãi vay tính vào chi phí SXKD được không chế tuỳ thuộc vào chủ thể cho vay:

- Đối với chủ thể cho vay là ngân hàng, các tổ chức tín dụng, các tổ chức kinh tế: chi trả lãi vay vốn SXKD hàng hoá, dịch vụ theo lãi suất thực tế căn cứ vào hợp đồng vay.
- Đối với chủ thể cho vay là các đối tượng khác: theo lãi suất thực tế khi ký hợp đồng vay, nhưng tối đa không quá 1,2 lần mức lãi suất cho vay cùng thời điểm của ngân hàng thương mại có quan hệ giao dịch với CSKD.

Từ năm tài chính 2007, quy định về chi phí trả lãi vay đối với chủ thể cho vay là các đối tượng khác đã có sự sửa đổi, cụ thể là theo lãi suất thực tế khi ký hợp đồng vay, nhưng mức tối đa đã được quy định không quá 1,2 lần lãi suất cho vay cao nhất cùng thời điểm của tổ chức tín dụng mà CSKD có giao dịch. Đây chính là sự thay đổi về chính sách nhằm tạo điều kiện cho các DN nâng cao khả năng huy động trực tiếp vốn vay từ các nguồn vốn nhàn rỗi trong xã hội.

2.2 Luật thuế thu nhập cá nhân có hiệu lực từ ngày 01/01/2009

Về cơ bản, Luật thuế TNCN vẫn xác định hai đối tượng nộp thuế là cá nhân cư trú và cá nhân không cư trú. Bổ sung đối tượng nộp thuế là cá nhân kinh doanh, cá nhân hành nghề độc lập, chủ hộ kinh doanh, thành viên của nhóm kinh doanh, tổ hợp tác trước đây thuộc đối tượng nộp thuế TNDN và cá nhân đại diện hộ gia đình, cá nhân có thu nhập từ chuyển quyền sử dụng đất trước đây thuộc đối tượng nộp thuế chuyển quyền sử dụng đất .

Ngoài các khoản thu nhập vẫn giữ nguyên như pháp lệnh thuế Thu nhập đối với người có thu nhập cao nhưng có bổ sung thêm một số khoản thu nhập mới. Có thể phân thành 6 nhóm thu nhập chịu thuế như sau:

- Thu nhập từ kinh doanh được tính bằng cách lấy tổng các khoản thu từ kinh doanh trong năm tính thuế trừ đi các khoản chi phí tạo ra các khoản thu đó.
- Thu nhập từ tiền lương, tiền công, tiền thù lao, các khoản có tính chất tiền lương, tiền công bằng tiền và không bằng tiền của cá nhân trong năm tính thuế.
- Thu nhập từ đầu tư vốn là các khoản lãi cho vay; lãi trái phiếu (trừ trái phiếu chính phủ, trái phiếu kho bạc, tín phiếu kho bạc không thuộc đối tượng chịu thuế); lợi tức cổ phần, lợi tức từ các hình thức góp vốn kinh doanh khác mà người nộp thuế nhận được mỗi lần.
- Thu nhập từ chuyển nhượng vốn là chênh lệch giữa giá chuyển nhượng với giá vốn và các chi phí có liên quan theo từng lần chuyển nhượng.
- Thu nhập từ chuyển nhượng bất động sản là chênh lệch giữa giá chuyển nhượng với giá vốn và các chi phí có liên quan theo từng lần chuyển nhượng (trừ trường hợp không thuộc đối tượng chịu thuế)
- Thu nhập chịu thuế khác bao gồm: thu nhập từ trúng thưởng xổ số, trúng thưởng dưới các hình thức khuyến mại, trò chơi có thưởng; thu nhập từ tiền bản quyền, thu nhập từ thừa kế, quà tặng là cổ phiếu, trái phiếu, quyền sở hữu công ty, bất động sản (trừ các trường hợp thuộc đối tượng không chịu thuế). Các khoản thu nhập này chỉ chịu thuế đối với phần thu nhập vượt trên 10 triệu đồng tính trên mỗi lần phát sinh.

Phụ lục 7: Chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp đối với ưu đãi đầu tư và đầu tư ra nước ngoài

Về cơ bản, các quy định về ưu đãi thuế TNDN theo luật thuế TNDN năm 1997 được căn cứ trên Luật khuyến khích đầu tư trong nước và Luật đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên với sự thay đổi về chính sách đầu tư trong quá trình ký kết, thoả thuận các hiệp định gia nhập WTO, đảm bảo sự đối xử bình đẳng giữa các thành phần kinh tế, chính phủ đã trình Quốc hội phê chuẩn Luật đầu tư, áp dụng cho tất cả các DN thuộc mọi thành phần kinh tế, có hiệu lực từ ngày 01/7/2006. Trên cơ sở các quy định về ưu đãi đầu tư tại Luật Đầu tư, Luật thuế TNDN đã được sửa đổi, bổ sung và áp dụng cho năm tài chính 2007 với những nội dung về ưu đãi thuế như sau:

* Về mức thuế suất ưu đãi:

- Mức thuế suất 20% áp dụng trong thời gian 10 năm, kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động kinh doanh đối với: CSKD mới thành lập đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục ưu đãi đầu tư; CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Mức thuế suất 15% áp dụng trong thời gian 12 năm, kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động kinh doanh đối với: CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục ưu đãi đầu tư và thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Mức thuế suất 10% áp dụng trong thời gian 15 năm, kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động kinh doanh đối với CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư.

- Trường hợp CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư và có ảnh hưởng lớn về KTXH cần được khuyến khích cao hơn, Chính phủ có thể xem xét quyết định áp dụng thuế suất ưu đãi 10% trong suốt thời gian thực hiện dự án.

* Về mức miễn, giảm thuế TNDN:

- Được miễn thuế 02 năm, kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 02 năm tiếp theo đối với cơ sở sản xuất mới thành lập từ dự án đầu tư và CSKD di chuyển địa điểm ra khỏi đô thị theo quy hoạch đã được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt.

- Được miễn thuế 02 năm, kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 03 năm tiếp theo đối với CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực ưu đãi đầu tư.

- Được miễn thuế 02 năm, kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 06 năm tiếp theo đối với CSKD mới thành lập từ dự án tại địa bàn thuộc danh mục có điều kiện KTXH khó khăn và CSKD di chuyển đến địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Được miễn thuế 03 năm, kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 07 năm tiếp theo đối với CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực ưu đãi đầu tư và thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục có điều kiện KTXH khó khăn.

- Được miễn thuế 04 năm, kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 09 năm tiếp theo đối với CSKD mới thành lập từ dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục ngành nghề, lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư hoặc thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH đặc biệt khó khăn.

* Về miễn giảm thuế đối với CSKD đang hoạt động có đầu tư xây dựng dây chuyền sản xuất mới, mở rộng quy mô, đổi mới công nghệ, cải thiện môi trường sinh thái, nâng cao năng lực sản xuất:

- Được miễn 01 năm và giảm 50% số thuế phải nộp cho 02 năm tiếp theo đối với dự án đầu tư lắp đặt dây chuyền sản xuất mới không thuộc ngành nghề, lĩnh vực, địa bàn khuyến khích đầu tư quy định tại danh mục ưu đãi đầu tư, danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư, danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn và danh mục địa bàn có điều kiện KTXH đặc biệt khó khăn.

- Được miễn 01 năm và giảm 50% số thuế phải nộp cho 04 năm tiếp theo đối với dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục ưu đãi đầu tư hoặc thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Được miễn 02 năm và giảm 50% số thuế phải nộp cho 03 năm tiếp theo đối với dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư hoặc thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Được miễn 03 năm và giảm 50% số thuế phải nộp cho 05 năm tiếp theo đối với dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực ưu đãi đầu tư và thực hiện tại danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Được miễn 03 năm và giảm 50% số thuế phải nộp cho 07 năm tiếp theo đối với dự án đầu tư thuộc danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư và thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH khó khăn.

- Được miễn 04 năm và giảm 50% số thuế phải nộp cho 07 năm tiếp theo đối với: dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục ưu đãi đầu tư và thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH đặc biệt khó khăn; dự án đầu tư vào ngành nghề, lĩnh vực thuộc danh mục lĩnh vực đặc biệt ưu đãi đầu tư và thực hiện tại địa bàn thuộc danh mục địa bàn có điều kiện KTXH đặc biệt khó khăn.

Từ những quy định chi tiết về điều kiện và mức ưu đãi về thuế suất, thời gian áp dụng thuế suất ưu đãi, thời gian miễn giảm thuế, không phân biệt đối xử giữa các thành phần kinh tế, là điều kiện để các DN Việt Nam, trong đó quan trọng là CTCP có thể khai thác tối đa lợi ích từ ưu đãi thuế để tổ chức hoạt động SXKD, tái CTV, đem lại lợi ích cao nhất cho cộng đồng.

* Chính sách thuế thu nhập đối với thu nhập từ hoạt động đầu tư ở nước ngoài

DN Việt Nam đầu tư ra nước ngoài có thu nhập từ hoạt động SXKD tại nước ngoài thực hiện kê khai và nộp thuế thu nhập DN theo quy định của luật thuế TNDN hiện hành của Việt Nam, kể cả trường hợp DN đang được hưởng ưu đãi miễn, giảm thuế TNDN theo quy định của nước mà DN đầu tư. Mức thuế suất thuế TNDN để tính và kê khai thuế đối với các khoản thu nhập từ nước ngoài là 28%, không áp dụng mức thuế suất ưu đãi (nếu có) mà DN Việt nam đầu tư ra nước ngoài đang được hưởng theo Luật thuế TNDN hiện hành.

Trường hợp khoản thu nhập từ dự án đầu tư tại nước ngoài đã chịu thuế TNDN ở nước ngoài, khi tính thuế TNDN phải nộp tại Việt Nam sẽ được trừ số thuế đã nộp ở nước ngoài nhưng không vượt quá số thuế thu nhập tính theo quy định của Luật thuế TNDN của Việt Nam. Số thuế TNDN mà DN Việt nam đầu tư ra nước ngoài được miễn, giảm đối với phần lợi nhuận được hưởng từ dự án đầu tư ở nước ngoài theo luật pháp của nước mà DN đầu tư cũng được trừ khi xác định số thuế TNDN phải nộp tại Việt Nam.

Theo số liệu thống kê, đến nay đã có 249 dự án đầu tư ra nước ngoài của DN Việt Nam với tổng số vốn đầu tư đăng ký là 1,39 tỷ USD. Riêng năm 2007, đã có 64 dự án do DN Việt Nam đầu tư ra nước ngoài với tổng vốn đăng ký là 391,2 triệu USD. Quy mô vốn đầu tư đăng ký bình quân cho một dự án trên 6 triệu USD. Điển hình là dự án thăm dò, thăm lượng và khai thác dầu khí của Tổng công ty dầu khí Việt Nam với số vốn đầu tư thực hiện khoảng 30 triệu USD hay dự án trồng cao su tại 4 tỉnh Nam Lào của Tổng công ty cao su Việt nam và Công ty cao su Đắc Lắc với vốn đầu tư trên 60 triệu USD. Tuy nhiên từ kết quả trên cho thấy hoạt động mở rộng đầu tư ra nước ngoài chủ yếu vẫn là các tập đoàn kinh tế thuộc sở hữu của Nhà nước. Đối với các CTCP niêm yết thì chưa có bước tiến đáng kể trong lĩnh vực này, chính vì vậy mà các lợi ích huy động vốn từ khía cạnh là các công ty đa quốc gia chưa được thực hiện, thể hiện sự yếu kém trên thương trường và năng lực cạnh tranh của các CTCP niêm yết Việt Nam, chưa nhận thức được tầm quan trọng của hoạt động đầu tư ra nước ngoài trong hoạch định CTV, không chỉ là về khía cạnh mở rộng quy mô, khẳng định thương hiệu của DN mà còn đánh mất cơ hội để các DN Việt Nam có thể khai thác hữu hiệu các nguồn vốn trên thị trường tại các nước thực hiện đầu tư, đặc biệt là những chính sách ưu đãi về thuế của nước đầu tư đối với những sản phẩm, lĩnh vực hoạt động mà DN Việt Nam có thể mạnh.

Phụ lục 8: Tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp qua sử dụng tín dụng thuê mua trong hoạch định cấu trúc vốn

Về khía cạnh cung ứng vốn, thuê tài chính được xem là một hoạt động tài trợ vốn trung và dài hạn, đáp ứng cho nhu cầu đổi mới trang thiết bị, máy móc của các DN để mở rộng quy mô, nâng cao trình độ sản xuất, chất lượng sản phẩm, năng lực cạnh tranh. Thuê tài chính xét ở góc độ hiệu quả thì có những ưu điểm hơn hẳn so với thuê hoạt động hoặc mua sắm.

- *So sánh giữa thuê tài chính và thuê hoạt động*: khi thuê hoạt động thì các khoản chi phí thuê được tính vào chi phí sản xuất, cũng tương tự như các khoản khấu hao tài sản cố định đối với tài sản cố định thuê tài chính hay mua sắm. Tuy nhiên so với thuê hoạt động thì

thuê tài chính có ưu thế hơn, thể hiện ở khả năng đáp ứng máy móc thiết bị gắn liền với đặc điểm ngành của bên thuê, về quy mô vốn ban đầu và lợi ích về thuế qua chế độ khấu hao tài sản cố định.

Để gia tăng quy mô, đổi mới công nghệ, đòi hỏi một giá trị tài sản cố định tương đối lớn, tài sản thuê tài chính mang tính chất đặc điểm riêng có của ngành sản xuất gắn liền với hoạt động cụ thể của DN đi thuê tài chính. DN đi thuê tài chính thường được sự tư vấn của bên cho thuê, kể cả khía cạnh xem xét tính khả thi của dự án đầu tư mới, đầu tư mở rộng. Với thời gian thuê dài, đảm bảo tuổi thọ kinh tế và tuổi thọ kỹ thuật được gắn kết với nhau, quyền sở hữu tài sản trong thời gian thuê tài chính vẫn thuộc về DN cho thuê tài chính, dẫn đến chi phí phải trả cho thuê tài chính sẽ rẻ hơn hẳn so với thuê hoạt động. Ngược lại, nếu một DN cho thuê hoạt động, cụ thể là mua sắm tài sản và cho thuê, rõ ràng thời gian thuê thường không ràng buộc tính ổn định và lâu dài, việc sử dụng tài sản này có thể tiếp tục cho các DN khác thuê hay không thường không thể định trước được, điều này dẫn đến rủi ro tăng cao đối với DN cho thuê hoạt động. Do đó, nhằm phòng ngừa rủi ro, DN cho thuê hoạt động thường lựa chọn những tài sản có tính chất sử dụng phổ biến cho tất cả các DN như phương tiện vận tải, các loại máy móc thiết bị thông dụng, mà không thể đầu tư vào những tài sản có giá trị lớn, những dây chuyền sản xuất mang tính chuyên dùng cho một ngành, lĩnh vực sản xuất đặc thù.

Bảng: So sánh thuê hoạt động và thuê tài chính

Thuê hoạt động	Thuê tài chính
1. Người thuê bất cứ lúc nào cũng có thể đưa ra yêu cầu thuê tài sản đối với người cho thuê.	1. Người thuê đưa ra đề nghị thuê kèm theo phương án SXKD. Người cho thuê xem xét, chấp thuận thì huy động vốn và nhập tài sản người thuê cần.
2. Thời gian cho thuê ngắn nên không đề cập đến nghĩa vụ lâu dài và ổn định.	2. Thời gian cho thuê dài, thường phải chiếm phần lớn tuổi thọ kỹ thuật của tài sản.
3. Hợp đồng cho thuê tương đối linh hoạt, trong phạm vi điều kiện hạn chế hợp lý, có thể xóa bỏ hợp đồng.	3. Hợp đồng cho thuê tương đối ổn định, không được sự đồng ý của hai bên thì hợp đồng không thể hủy ngang.

4. Hết hạn thuê, thường thì tài sản thuê được trả về cho chủ cho thuê.	4. Hết thời hạn thuê, người cho thuê có thể đưa ra một mức giá hợp lý để người thuê có thể mua tài sản, hoặc hai bên có thể thỏa thuận tiếp tục ký lại hợp đồng thuê.
5. Đáp ứng cho những tài sản thông dụng.	5. Đáp ứng cho cả tài sản thông dụng lẫn những tài sản chuyên dùng.
6. Chi phí đi thuê được tính vào chi phí SXKD.	6. Chi phí đi thuê được tính vào chi phí SXKD dưới hai dạng: chi phí khấu hao và chi phí lãi vay.
7. Tầm chắn thuế = Chi phí thuê x thuế suất thuế TNDN	7. Tầm chắn khấu hao = Mức trích khấu hao năm x thuế suất thuế TNDN - Tầm chắn thuế = chi phí lãi vay x Thuế suất thuế TNDN
8. Tài sản thuê hoạt động không tính vào tài sản của bên thuê cũng như không tính là nợ phải trả.	8. Tài sản thuê tài chính được ghi nhận vào tài sản của bên thuê và được tính là nợ phải trả.

- So sánh giữa thuê tài chính và mua sắm: đối với tài sản mua sắm, thì thuê tài chính cũng có tính ưu việt hơn, thể hiện ở khả năng đáp ứng vốn đầu tư, khả năng tín chấp. Nếu DN tiến hành mua sắm đòi hỏi phải huy động đủ một lượng vốn đầu tư ngay lập tức. Khả năng đáp ứng đó tùy thuộc nhiều vào lượng tiền mặt DN hiện có, giá trị tài sản mà DN có thể sử dụng thế chấp để vay nợ, tỷ lệ nợ hiện hữu của DN cao hay thấp, khả năng huy động thêm nguồn vốn cổ phần có kịp thời và phù hợp không...tất cả những vấn đề này có thể được giải quyết nhanh hơn rất nhiều so với thuê tài chính. DN có thể bỏ ra một số vốn ban đầu thấp, từ 10% đến khoảng 30% (tùy theo điều kiện ký kết hợp đồng của công ty cho thuê tài chính), thực hiện ký quỹ với mức khoảng 5%, phần vốn còn lại sẽ do DN cho thuê tài chính đáp ứng mà không đòi hỏi tài sản thế chấp. Với lượng vốn ban đầu bỏ ra thấp, DN thuê tài chính có thể sử dụng linh hoạt các nguồn tài trợ để triển khai dự án, nắm bắt thời cơ kinh doanh.

Xem xét trường hợp DN XYZ sử dụng tài sản thuê tài chính qua các trường hợp

Bảng: Bảng cân đối kế toán trước khi thuê tài chính

Máy móc thiết bị	1.000	Nợ	1.000
------------------	-------	----	-------

Tài sản khác	1.000	Vốn chủ sở hữu	1.000
Tổng tài sản	2.000	Tổng nguồn vốn	2.000
		Hệ số nợ	0,5

Bảng: Trường hợp 1 (thuê tài chính có giá trị 1.000 \$, sử dụng 30% vốn chủ sở hữu bằng phát hành cổ phần)

Máy móc thiết bị	2.000	Nợ	1.700
Tài sản khác	1.000	Vốn chủ sở hữu	1.300
Tổng tài sản	3.000	Tổng nguồn vốn	3.000
		Hệ số nợ	0,57

Bảng: Trường hợp 2 (thuê tài chính có giá trị 1.000 \$, sử dụng 30% nợ vay)

Máy móc thiết bị	2.000	Nợ	2.000
Tài sản khác	1.000	Vốn chủ sở hữu	1.000
Tổng tài sản	3.000	Tổng nguồn vốn	3.000
		Hệ số nợ	0,67

Bảng: Trường hợp 3 (không thuê tài chính mà sử dụng 100% nợ vay để mua sắm)

Máy móc thiết bị	2.000	Nợ	2.000
Tài sản khác	1.000	Vốn chủ sở hữu	1.000
Tổng tài sản	3.000	Tổng nguồn vốn	3.000
		Hệ số nợ	0,67

Qua 3 trường hợp trên, có thể nhận thấy trong trường hợp 1 dù có gia tăng 700 \$ nợ nhưng hệ số nợ của DN cũng chỉ gia tăng 7% so với trường hợp trước khi thuê tài chính. Mặt khác với 30% vốn bỏ ra đặt trong trường hợp sử dụng vốn cổ phần, nhưng DN cũng hoàn toàn có thể sử dụng thu nhập giữ lại, quỹ phát triển sản xuất, quỹ khấu hao để tài trợ.

Trong hai trường hợp 2 và 3 xét về hệ số nợ là như nhau, nhưng trong trường hợp 2 (thuê tài chính) DN dù gia tăng nợ 1.000\$, nhưng trong đó có 700\$ DN không phải bỏ ra, điều này đồng nghĩa DN đã có dòng tiền thu là 700\$, thể hiện tính hơn hẳn so với sử dụng 100% nợ vay (mua sắm) trong trường hợp 3. Điều này còn thể hiện ưu điểm ở khía cạnh DN không phải sử dụng tài sản để thế chấp. Tiếp tục xem xét ở trường hợp 3, nếu DN có

đáp ứng được về tài sản thế chấp khi thực hiện mua sắm thì với số nợ gia tăng này, các trái chủ sẽ yêu cầu một lãi suất cao hơn nhiều do tính rủi ro gia tăng của khoản vay này, do vậy cũng sẽ bù trừ phần chênh lệch khi DN thực hiện mua sắm với giá thấp hơn (do trả tiền ngay) với giá cao hơn của tài sản khi đi thuê tài chính.

Xét tiếp ví dụ sau: nếu tài sản mua trả tiền ngay sẽ có giá là 700\$. Trong trường hợp thuê tài chính, giả sử lãi suất DN cho thuê tài chính yêu cầu là 12%/năm, thời gian cho thuê tài sản là 10 năm, số vốn ban đầu DN phải bỏ ra là 300\$, số vốn gốc DN đi thuê tài chính sẽ trả mỗi năm là 70\$ (700\$/10 năm). Ta có hiện giá của chuỗi tiền tệ đều 70\$ trong thời gian 10 năm (PVA10) là:

$$PVA_{10} = CF \times PVFA(12\%, 10)$$

$$PVA_{10} = 70 \times 5,6502 = 395,514\$$$

Như vậy nếu quy dòng tiền trong tương lai mà DN đi thuê phải trả về hiện tại cộng với số tiền 300\$ mà DN phải chi ra ngay khi thuê tài chính theo hợp đồng, thì DN đi thuê tài chính chỉ phải bỏ ra: 300\$ + 395,514\$ = 695,514\$. So với trường hợp mua sắm, rõ ràng số tiền mà DN phải chi ra thực chất gần tương đương nhau (700\$ so với 695,514\$).

Ở khía cạnh khấu hao tài sản, rõ ràng tài sản mua sắm hay tài sản thuê tài chính đều được trích khấu hao, theo luật thuế TNDN của các nước, khoản chi phí khấu hao này được tính vào chi phí khi xác định thu nhập chịu thuế, như vậy đối với tài sản mua sắm hay thuê tài chính đều được hưởng lợi ích như nhau về tầm chắn thuế của khấu hao.

Theo một kết quả khảo sát về đổi mới công nghệ tại các DN do Chương trình phát triển Liên Hiệp Quốc (UNDP) và Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương (Bộ Tài chính) phối hợp tiến hành tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh cho thấy: hầu hết các DN Việt Nam đang sử dụng dây chuyền công nghệ, máy móc thiết bị đồng bộ thuộc thế hệ những năm 80 của thế kỷ 20; có tới 69 % DN phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu, vật liệu nhập khẩu từ nước ngoài; 53 % DN phụ thuộc vào thiết bị, công nghệ nhập khẩu; chỉ có khoảng 8 % số DN đạt trình độ công nghệ tiên tiến mà phần lớn là các DN liên doanh với nước ngoài. Trong đầu tư cho nghiên cứu và triển khai còn ở mức vốn đầu tư khá khiêm tốn, chỉ khoảng 3 % doanh thu/ năm. Cũng theo kết quả khảo sát này thì hầu hết các DN tiến hành đổi mới công nghệ một cách thụ động, mang tính chất tình huống, chủ yếu là công nghệ nhập khẩu từ nước ngoài. Bên cạnh đó, việc áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế trong sản xuất sản phẩm cũng là một vấn đề hết sức đáng lo, theo thông tin công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng thì chỉ mới có 25 % tiêu chuẩn của Việt Nam đạt mức trung bình của thế giới. Chính vì vậy, việc nghiên cứu sử dụng tín dụng thuê mua tài chính đối với các

DN Việt Nam nói chung và CTCP niêm yết nói riêng là hết sức quan trọng trong điều kiện khó khăn khi huy động nguồn vốn tín dụng tại thời điểm hiện nay.

Phụ lục 9: Hội nhập kinh tế và những vấn đề mà Doanh nghiệp cần phải quan tâm

Với đặc điểm nền kinh tế của Việt Nam còn kém phát triển, đang trong giai đoạn đầu hội nhập kinh tế quốc tế và thực hiện các cam kết với tư cách là một thành viên của WTO, điều không tránh khỏi là sự tác động trực tiếp và nhanh chóng từ những thay đổi nhỏ nhất của nền kinh tế thế giới và khu vực, các DN Việt Nam sẽ phải đối đầu với một môi trường cạnh tranh khốc liệt và rủi ro gia tăng trên tất cả các khía cạnh.

1. Xu hướng tự do hóa thương mại

Việt Nam phải tuân thủ phần lớn các cam kết khi gia nhập WTO. Cắt giảm thuế quan sẽ phải hoàn thành trong thời gian từ 5 đến 7 năm tới với những thay đổi cơ cấu thuế nhập khẩu. Thuế bình quân giảm từ mức hiện hành 17,4% xuống còn 13,4%, thực hiện dần trong vòng 5-7 năm. Mức thuế bình quân của hàng nông sản giảm từ mức hiện hành 23,5% xuống 20,9%, thực hiện trong khoảng 5 năm. Mức thuế bình quân hàng công nghiệp giảm từ 16,8% xuống còn 12,6%, thực hiện trong vòng 5-7 năm.

Cam kết tham gia một số hiệp định tự do hoá theo ngành. Những ngành mà Việt Nam phải tham gia đầy đủ là sản phẩm công nghệ thông tin, dệt may và thiết bị y tế. Những ngành mà Việt Nam tham gia một phần là thiết bị máy bay, hoá chất và thiết bị xây dựng. Thời gian giảm thuế thực hiện từ 3- 5 năm. Hiện nay, bình quân các ngành có mức bảo hộ thực tế ở mức khoảng 30%, việc cắt giảm thuế theo cam kết WTO, sẽ giảm mức bảo hộ chung này xuống chỉ còn 15%.

Như vậy, cắt giảm thuế theo cam kết của WTO sẽ thúc đẩy các ngành, các DN sản xuất phải nâng cao khả năng cạnh tranh để tồn tại và phát triển.

2. Trợ cấp và một số cam kết khác

- Việt Nam phải loại bỏ hoàn toàn trợ cấp xuất khẩu hàng nông sản.
- Sản phẩm phi nông sản có ba nhóm trợ cấp. Nhóm đèn đỏ là trợ cấp cấm được áp dụng (bao gồm trợ cấp xuất khẩu và trợ cấp sản xuất thay thế hàng nhập khẩu). Nhóm đèn vàng là trợ cấp riêng biệt cho một ngành, gây bóp méo cho thương mại, không bị cấm áp dụng nhưng có thể ít bị trả đũa. Nhóm đèn xanh là trợ cấp ít gây bóp méo thương mại. Trong công nghiệp, Việt Nam sẽ không cấp bất kỳ trợ cấp bị cấm nào cho các đối tượng được hưởng trợ cấp mới theo chương trình dành ưu đãi đầu tư theo tiêu chí xuất khẩu cho DN

trong nước và DN có vốn đầu tư nước ngoài. Những lợi ích mà các đối tượng được hưởng trợ cấp hiện tại sẽ được xoá bỏ dần trong vòng 5 năm kể từ ngày gia nhập WTO.

Dù trở thành thành viên của WTO, nhưng Việt Nam vẫn phải áp dụng những điều khoản về nền kinh tế phi thị trường trong một thời gian, sẽ gây bất lợi khi có các vụ kiện chống bán phá giá và đối kháng. Các chi phí sản xuất của hàng hoá Việt Nam sẽ phải so sánh với chi phí sản xuất của các quốc gia tham chiếu khi các quốc gia này có thể cung cấp một mức chuẩn thích hợp hoặc không.

Như vậy, vấn đề phát sinh còn là những lợi thế so sánh của các DN Việt Nam trong quá trình sản xuất hàng hoá trước đây sẽ không còn được tính đến.

3. Mở cửa thị trường dịch vụ

Với cam kết mở cửa trên lĩnh vực dịch vụ, trong đó các ngành dịch vụ được thương lượng rất kỹ là phân phối hàng hoá, viễn thông và tài chính. Đối với dịch vụ phân phối hàng hoá có một số hạn chế nhất định nhưng sau 3 năm, tính từ thời điểm Việt Nam gia nhập WTO, tất cả các hạn chế này sẽ bị xoá bỏ. Trong dịch vụ tài chính, các tổ chức tín dụng nước ngoài sẽ được phép thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam.

4. Thị trường vốn đang trong giai đoạn định hình và phát triển

Đối với thị trường tài chính nói chung và thị trường vốn nói riêng, về mặt tổng thể là đang nằm trong giai đoạn khởi đầu, điều này có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động huy động vốn của các DN. Qua tình hình diễn biến trên thị trường chứng khoán 3 năm 2005- 2006- 2007 cho thấy đã đạt được những kết quả nhất định. Giá trị cổ phiếu và trái phiếu niêm yết đã có sự gia tăng vượt bậc. Cụ thể nếu giá trị trái phiếu niêm yết năm 2005 là 3.417 tỷ đồng đã tăng lên 25.263 tỷ đồng vào năm 2006 và đến ngày 14/12/2007 là 47.213 tỷ đồng. Còn về cổ phiếu thì từ giá trị niêm yết năm 2005 là 38.122 tỷ đồng cũng tăng lên 74.845 tỷ đồng vào năm 2006 và đến ngày 14/12/2007 là 115.657 tỷ đồng. Với nỗ lực xây dựng kiện toàn thị trường vốn của Chính phủ đã tạo cơ hội cho các DN đều có khả năng huy động vốn với cơ hội bình đẳng đồng thời có được những công cụ tiền tệ và những con đường huy động vốn đa dạng, là cơ sở cốt lõi cho các DN xây dựng cho mình một CTV thích hợp. Tuy nhiên thị trường vốn hoàn thiện không phải là không có mặt hạn chế đối với huy động vốn của DN. Thực tế khi thị trường vốn càng hoàn thiện thì yêu cầu đối với huy động vốn của DN càng cao. Những tổ chức ngân hàng để phòng tránh mạo hiểm tiền tệ đã đặt ra những điều kiện nghiêm ngặt hơn. Những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán trở nên thận trọng hơn. Tuy phát hành cổ phiếu và trái phiếu của DN không chịu sự can thiệp quá nhiều của Nhà nước nhưng lại phụ thuộc nhiều vào hiệu quả hoạt động của DN và triển vọng thành công của dự án đầu tư.

Phụ lục 10: Những yếu tố quan trọng

ảnh hưởng đến CTV của các CTCP niêm yết của Việt Nam

Huy động vốn để xây dựng cho DN một CTV tối ưu không phải là một điều dễ dàng nếu không có sự nghiên cứu thận trọng và chiến lược thích hợp, bởi lẽ đầu tiên vốn là nguồn lực kinh tế có giới hạn và luôn thiếu trong kinh doanh, đặc biệt là khi hoạt động kinh doanh của DN không thuận lợi hoặc sự biến động không thuận lợi của thị trường thế giới và trong nước sẽ dẫn đến việc huy động vốn sẽ gặp nhiều khó khăn hơn. Điều quan trọng là phải nghiên cứu, nhận diện và khắc phục những nhân tố hạn chế trong việc huy động vốn sau đó mới là cách thức huy động, giảm thiểu tối đa chi phí sử dụng vốn, mà cụ thể là khai thác tối đa từ lợi ích của tấm chắn thuế.

1. Tác động từ bên ngoài

Huy động vốn của DN chủ yếu là vốn xã hội thu nhận từ bên ngoài DN. Do đó điều kiện môi trường bên ngoài là nội dung quan trọng nhất có thể hạn chế việc huy động vốn, trong đó những nhân tố trực tiếp nhất có thể kể ra là tình hình cung ứng vốn của xã hội, mức độ hoàn thiện của môi trường tiền tệ và tác động của chính sách thuế thu nhập.

1.1 Tình hình cung ứng vốn của xã hội

Có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến tình hình cung ứng vốn của xã hội nhưng chủ yếu thể hiện ở hai phương diện sau:

1.1.1 Sự thay đổi của chu kỳ kinh tế

Chu kỳ kinh tế là phản ứng mang tính quy luật vận hành của nền kinh tế, bao gồm chuỗi vận động sau: nguy cơ, suy thoái, phục hồi, tăng trưởng. Nền kinh tế thị trường của Việt Nam chưa thật sự phát triển mà đang trong giai đoạn quá độ từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền kinh tế thị trường. Khi Việt Nam trở thành thành viên của WTO thì sự ảnh hưởng, tác động của các nền kinh tế lớn trên thế giới ngày càng trở nên mạnh mẽ và nhạy cảm hơn. Ở góc độ lý luận chung, khi nền kinh tế đang nằm trong thời kỳ tăng trưởng, Nhà nước thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ, tốc độ quay vòng vốn của toàn xã hội gia tăng, lượng cung ứng vốn xã hội dồi dào, sự huy động vốn của DN bằng cổ phiếu, trái phiếu hay vay tín dụng từ ngân hàng thương mại sẽ dễ dàng hơn.

1.1.2 Sự thay đổi chính sách tiền tệ của Nhà nước

Với mục tiêu của chính sách tiền tệ nhằm ổn định giá cả, tăng trưởng kinh tế, giải quyết cân bằng cán cân thanh toán, Nhà nước thực hiện chính sách tiền tệ thông qua các công cụ chủ yếu như tỉ lệ dự trữ an toàn bắt buộc, lãi suất, nghiệp vụ thị trường mở. Khi lượng tiền tệ lưu thông quá nhiều, Nhà nước thường áp dụng các biện pháp như nâng tỷ lệ lãi suất tiền

gửi ngân hàng, phát hành trái phiếu chính phủ... nhằm thu hút tiền tệ trong lưu thông, thu hẹp vòng quay tiền tệ, tương ứng với nó là giảm số lượng tiền vốn xã hội mà DN có thể huy động được.

Trong những tháng đầu năm 2008, với sự gia tăng của chỉ số giá tiêu dùng, Ngân hàng Nhà nước đã có sự điều chỉnh lãi suất trần dẫn đến lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại biến động không ổn định và có chiều hướng gia tăng khá phức tạp

Bảng : Lãi suất cơ bản do Ngân hàng nhà nước quy định qua các mốc cơ bản từ năm 2005 đến nay

Tháng 1/2005	Tháng 2/2005	Tháng 12/2005	Tháng 1/2008	19/5/2008	10/6/2008
7,5%	7,8%	8,25%	8,75%	12%	14%

Nguồn: Thời báo Kinh tế Việt Nam 2006-2007 và 2007-2008 [27]

Trên cơ sở lãi suất cơ bản của Ngân hàng nhà nước mà lãi suất cho vay của các Ngân hàng thương mại cũng gia tăng khá mạnh, bởi lẽ quy định của Luật Dân sự cho phép các Ngân hàng thương mại có thể chủ động cho vay với lãi suất đến mức 1,5 lần lãi suất cơ bản. Điều này tất yếu dẫn đến gia tăng rủi ro tài chính của DN, kể cả việc xem xét đánh giá tỷ suất sinh lợi của các dự án đầu tư để có thể ban hành quyết định đầu tư hay không?

1.2 Về mức độ hoàn thiện của thị trường tài chính

Thị trường tài chính càng hoàn thiện thì yêu cầu đối với hoạt động huy động vốn của DN sẽ càng cao. Những tổ chức như ngân hàng thương mại để phòng tránh mạo hiểm đã đặt ra những điều kiện nghiêm ngặt đối với nhu cầu huy động vốn của DN. Những nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán sẽ tiếp nhận được nhiều thông tin hơn và do đó sẽ càng trở nên thận trọng hơn.

1.3 Tác động của chính sách thuế thu nhập

1.3.1 Trên khía cạnh của Thuế TNDN

Từ ngày 11/01/2007, Việt Nam đã chính thức trở thành thành viên thứ 150 của WTO. Nền kinh tế Việt Nam nói chung và cụ thể là các DN nói riêng sẽ nhận được nhiều cơ hội để phát triển, bên cạnh đó cũng đối diện với nhiều thách thức. Thách thức đầu tiên, lớn nhất và xuyên suốt trong quá trình hội nhập kinh tế của Việt Nam với tư cách là một thành viên của WTO là phải cam kết phát triển kinh tế trên cơ sở cam kết thực hiện các các nguyên tắc đã thoả thuận, cụ thể là sự thực hiện các hiệp định trong khuôn khổ WTO. Trong khía cạnh của tác động thuế thu nhập gắn liền với Hiệp định về trợ cấp và biện pháp đối kháng là vấn đề các công ty cần phải nghiên cứu vì đây là hiệp định sẽ dẫn đến điều chỉnh các

chính sách về thuế TNDN của Việt Nam mà các CTCP niêm yết sẽ là những đối tượng trực tiếp chịu sự điều tiết.

Hiện nay và những năm sắp tới chính sách thuế TNDN rõ ràng vẫn thể hiện sự ưu đãi của Nhà nước đối với nguồn tài trợ nợ, thể hiện chính sách của Nhà nước trong việc huy động tối đa các nguồn lực trong nước, đặc biệt là nguồn vốn nhân rỗi trong các tầng lớp dân cư. Tuy nhiên các nhà quản lý tài chính của DN cần phải thận trọng khi khai thác lợi ích từ tầm chắn thuế, điều quan trọng không phải khai thác tối đa bằng mọi giá mà điều quan trọng là phải củng cố niềm tin của cổ đông, của nhà đầu tư vào các dự án đầu tư tương lai mà DN đã và đang hoạch định, vào CTV mà DN đã lựa chọn với mức độ rủi ro có thể chấp nhận được. Dù chi phí lãi vay là khoản chi phí được khấu trừ thuế, nhưng chi phí lãi vay cũng là khoản chi phí làm giảm giá trị của DN về cả phương diện số học lẫn nguy cơ dẫn đến kiệt quệ tài chính và đưa DN lâm vào tình trạng phá sản khi mất khả năng chi trả.

Với thuế suất thuế TNDN dự kiến sẽ giảm xuống, thì lợi ích từ tầm chắn thuế của nợ vay cũng sẽ giảm đi, nhưng thu nhập giữ lại sẽ tăng lên, là cơ hội và điều kiện thuận lợi để DN xác lập một CTV theo lý thuyết trật tự phân hạng một cách chủ động, xây dựng chiến lược SXKD hiệu quả để đón đầu với một môi trường đầu tư bình đẳng với áp lực cạnh tranh ngày càng mạnh mẽ. Và quan trọng hơn, khi hoạch định CTV tối ưu là các nhà quản trị DN phải giữ vững nguyên tắc quan trọng nhất là chấp hành chính sách thuế, cụ thể là khai thác lợi ích từ chính sách thuế để giảm thiểu tối đa khoản thuế thu nhập DN phải nộp chứ không phải lợi dụng sự ưu đãi của chính sách thuế để thực hiện hành vi trốn thuế.

1.3.2 Về chính sách thuế TNCN

Khi Luật thuế TNCN có hiệu lực từ ngày 01/01/2009 thì các khoản cổ tức chi trả bằng tiền hay chi trả bằng cổ phiếu đều là đối tượng chịu thuế TNCN, do vậy việc xây dựng một chính sách cổ tức hợp lý là một nội dung mà các DN phải nghiên cứu ngay từ bây giờ. Điều quan trọng là phải kết hợp chính sách phân phối cổ tức với quyết định đầu tư và quyết định tài trợ trên cơ sở một CTV thích hợp. Với quy định của luật thuế TNCN không tính thuế thu nhập đối với khoản thu nhập giữ lại, sẽ là cơ hội cho các DN sử dụng khoản thu nhập sau thuế để tái đầu tư, vừa giảm chi phí sử dụng vốn trong tình hình lãi suất gia tăng và không ổn định, vừa gia tăng giá trị DN và đem lại lợi ích cho cổ đông qua trì hoãn được khoản thuế TNCN phải nộp.

2. Tác động từ bên trong

Bên cạnh môi trường bên ngoài thì những nhân tố bên trong cũng có ảnh hưởng không nhỏ đến huy động vốn của DN, có thể liệt kê ba nhân tố chính sau:

2.1 Tình hình tài chính của công ty

Biểu hiện ở năng lực vận hành kinh doanh của DN, khả năng kinh doanh hiệu quả đạt lợi nhuận cao, năng lực trả nợ tốt. Tình trạng kinh doanh của DN tốt hay không sẽ thể hiện trình độ quản lý kinh doanh của Ban điều hành thông qua xây dựng chính sách kinh doanh khoa học, chính xác, sự khai thác kỹ thuật không gián đoạn và quản lý chất lượng nghiêm ngặt, khống chế chi phí giá thành thực tế.

2.2 Tương lai phát triển dự án kinh doanh

Ngân hàng và các nhà đầu tư sẽ khống chế và kiểm tra kỹ lưỡng những dự án đầu tư và kinh doanh của DN nhằm hạn chế rủi ro tài chính và đánh giá khả năng DN có đạt được tỷ suất sinh lợi mong đợi hay không. Chính vì vậy việc khai thác những dự án kinh doanh mới có tính đột phá, tính khoa học là nội dung quan trọng đối với DN trong việc huy động vốn.

2.3 Phẩm chất của các nhà lãnh đạo DN và uy tín của DN

Bản chất của kinh tế thị trường là kinh tế tín dụng, đối với Việt Nam trong giai đoạn đầu của nền kinh tế thị trường, những quy định của Nhà nước để bảo vệ các nhà đầu tư còn nhiều bất cập, việc chấp hành pháp luật còn chưa nghiêm, hệ thống thông tin về CTCP niêm yết chưa thật sự minh bạch, nhà đầu tư còn nhiều e dè về tố chất đạo đức của các nhà quản trị DN. Một nhà quản trị không giữ tín nhiệm, thiếu đạo đức kinh doanh sẽ không được sự tín nhiệm đối với người cho vay và người đầu tư. Uy tín và phẩm chất đạo đức tốt của nhà quản trị thực tế cũng là tài sản vô hình của DN và có tầm quan trọng trong việc triển khai các dự án đầu tư và thu hút vốn đầu tư cần thiết để biến dự án đầu tư thành hiện thực.

Từ những phân tích trên, việc đánh giá đúng tầm quan trọng của quản trị tài chính trong việc ứng dụng các lý thuyết tài chính DN hiện đại trong hoạch định CTV, ban hành quyết định đầu tư và chính sách cổ tức trong khuôn khổ quy định của pháp luật thuế là điều mà các nhà quản trị DN phải xác định là một trong những yếu tố quan trọng nhất, quyết định thành công trong hoạt động SXKD của DN.

Phụ lục 11: Cấu trúc vốn và chu kỳ hoạt động của Doanh nghiệp

Các ngành kinh doanh được sinh ra, phát triển, trưởng thành và cuối cùng thường là suy tàn. Đặc biệt là những ngành gắn liền với hàng công nghiệp tiêu dùng. Doanh thu của các ngành này phụ thuộc vào nhu cầu của các sản phẩm thay thế, vào tăng trưởng dân số và biến chuyển trong thu nhập quốc gia.

1. Giai đoạn khởi sự

Nếu ngành kinh doanh trong thời kỳ non trẻ, tỷ lệ thất bại sẽ cao. Mức độ rủi ro kinh doanh cao nhất trong giai đoạn này. Các rủi ro đó chính là khả năng sản xuất sản phẩm mới có hiệu quả hay không? nếu có hiệu quả thì có được các khách hàng tương lai chấp nhận hay không? nếu được khách hàng chấp nhận thì thị trường có tăng trưởng đến một quy mô hiệu quả đủ bù đắp cho các chi phí triển khai và đưa sản phẩm ra thị trường không? và nếu tất cả những điều này đạt được thì công ty có chiếm được thị phần hay không? Từ mức độ rủi ro kinh doanh cao, thì rủi ro tài chính đi kèm theo phải được giữ ở mức càng thấp càng tốt. Do vậy, nguồn vốn chủ yếu trong giai đoạn này chủ yếu là vốn mạo hiểm thường đạt được qua dịch vụ của các DN chuyên tìm kiếm những nhà đầu tư sẵn lòng đảm nhiệm một vụ kinh doanh mang tính đầu cơ. Điều quan trọng là phải tránh những nguồn vốn đòi hỏi phải có sự thanh toán cố định.

2. Giai đoạn tăng trưởng

Khi đã vượt qua giai đoạn khởi sự, với đồng nghĩa sản phẩm đã được thị trường chấp nhận, doanh số sẽ bắt đầu gia tăng một cách nhanh chóng, đây chính là giai đoạn tăng trưởng. Đây là điều mấu chốt đòi hỏi một chiến lược sản xuất, một chiến lược tiếp thị mạnh hơn để đảm bảo doanh số tăng trưởng và gia tăng thị phần của doanh số đang tăng trưởng này. Do vậy, trong giai đoạn tăng trưởng dù rủi ro kinh doanh đã giảm bớt so với giai đoạn khởi sự nhưng vẫn còn cao. Như vậy việc xác định nhu cầu vốn với rủi ro tài chính thấp vẫn là nguồn vốn cổ phần. Nhưng những nhà cung cấp vốn cổ phần trong giai đoạn này sẽ không còn là những nhà đầu tư mạo hiểm nữa, vì mục đích của các nhà đầu tư mạo hiểm chỉ quan tâm đạt đến lãi vốn để có thể tái đầu tư vào các DN mới khởi sự khác. Đây chính là giai đoạn mà DN phải tìm kiếm những nhà đầu tư chiến lược thực sự, là giai đoạn mà DN cần thực hiện việc huy động vốn cổ phần bằng việc phát hành rộng rãi chứng khoán của DN. Nguồn vốn huy động được, DN cần tiếp tục đầu tư cho hoạt động phát triển thị trường và mở rộng thị phần, do vậy lợi nhuận đạt được DN cần tập trung cho hoạt động tái đầu tư và tất yếu tỷ lệ chi trả cổ tức trong giai đoạn này sẽ thấp, đây là giai đoạn thể hiện chính sách thâm dụng vốn cổ phần.

3. Giai đoạn bão hòa

Kết thúc giai đoạn tăng trưởng thường được đánh dấu bằng một sự cạnh tranh mạnh mẽ về giá cả giữa các DN cạnh tranh vẫn còn năng lực cạnh tranh đáng kể. Đây là giai đoạn các DN còn tồn tại thể hiện được năng lực của mình với doanh số cao, tương đối ổn định và với một lợi nhuận biên hợp lý đã định hình. Rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này đã giảm, chủ yếu là phụ thuộc vào độ dài thời gian của giai đoạn ổn định và sung mãn này mà DN có thể duy trì thông qua việc duy trì thị phần cao của mình. Tài trợ nợ sẽ được khai thác sử dụng là thực tế vì công ty có thể tạo ra những dòng tiền thuần dương một cách đáng kể, cho phép chi trả cả lãi và nợ gốc đối với các khoản vay. Dòng tiền dương và việc sử dụng tài trợ bằng nợ vay sẽ giúp DN hưởng lợi ích từ tấm chắn thuế, sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Điều này cũng đồng nghĩa với việc DN có thể gia tăng mức chi trả cổ tức, đáp ứng lòng mong muốn của các nhà đầu tư vốn cổ phần của DN.

4. Giai đoạn suy thoái

Khi nhu cầu sản phẩm của DN với thị trường đã bắt đầu giảm dần, điều này thể hiện DN đã bước vào giai đoạn suy thoái. Đây là một điều tất yếu, chúng ta có thể hiểu đơn giản với ví dụ khi mỗi nhà đều có nhu cầu một đường truyền internet, khi nhu cầu đó đều được thỏa mãn thì điều đương nhiên tất sẽ xảy ra là việc cung ứng sản phẩm này của DN đối với thị trường sẽ giảm. Khi nhu cầu tiêu thụ sản phẩm của DN giảm đi đồng nghĩa với các dòng tiền mặt thu vào sẽ giảm dần. Tuy nhiên, điều có thể thấy rõ là rủi ro kinh doanh đi kèm vẫn giảm đi, do vậy nguồn tài trợ trong giai đoạn này vẫn cho phép DN duy trì một nguồn vốn tài chính có rủi ro cao. DN có thể đạt được điều này bằng một kết hợp chính sách chi trả cổ tức cao với việc sử dụng tài trợ nợ. Điều này hoàn toàn có thể vì ngoài nguồn lợi nhuận đạt được, DN có thể sử dụng nguồn vốn khấu hao để chi trả cổ tức vì nhu cầu đầu tư cao không còn cần thiết trong giai đoạn suy thoái. Như vậy cổ tức chi trả cho cổ đông có thể bằng tổng số lợi nhuận và khấu hao, trong trường hợp này phần chi trả cổ tức thực sự tiêu biểu cho một sự hoàn trả vốn đầu tư cho các cổ đông.

Phụ lục 12: Lý thuyết MM và chính sách cổ tức

Theo MM, trong thị trường vốn hoàn hảo, chính sách cổ tức không tác động đến giá trị DN. Lập luận của MM như sau: Đặt trường hợp DN buộc phải tiến hành thực hiện các dự án đầu tư đã định sẵn của mình. DN dự định tài trợ cho các dự án đầu tư này bằng nguồn vốn vay và một phần lợi nhuận giữ lại, số dư lợi nhuận còn lại được phân phối cho cổ đông. Nếu như DN muốn gia tăng cổ tức chia cho cổ đông mà không thay đổi các dự án đầu tư của mình và cố định chính sách vay nợ. Điều duy nhất có thể thực hiện đó là DN sẽ phát hành thêm cổ phiếu và bán ra trên thị trường. Các cổ đông mới sẽ tham gia vào DN bằng nguồn tiền của mình chỉ khi nào DN mời chào họ các cổ phiếu đúng với giá trị của nó. Nhưng chúng ta đã thấy tất cả tài sản, lợi nhuận, cơ hội đầu tư và giá trị thị trường của DN đều không đổi. Để thực hiện được việc này, phải có một sự chuyển dịch giá trị từ cổ đông cũ sang các cổ đông mới. Cách thứ nhất là DN sẽ bán cổ phiếu phát hành thêm với giá thấp hơn trước. Như vậy cổ đông cũ sẽ chịu khoản thiệt hại về vốn trên cổ phiếu do số lượng cổ phần mà họ hiện đang nắm giữ là không đổi nhưng giá cổ phiếu đang thấp đi. Bù đắp cho khoản thiệt hại này của các cổ đông cũ là họ được nhận khoản cổ tức bằng tiền mặt tăng thêm do DN thu được bằng cách phát hành thêm cổ phần mới. Cách thứ hai để nhận được tiền mặt tăng thêm là các cổ đông cũ thực hiện chuyển nhượng cổ phần của mình cho cổ đông mới và sẽ sở hữu số cổ phần ít đi. Trong cả hai cách, nếu như thị trường vốn là hoàn hảo thì các cổ đông không phải lo lắng gì về chính sách phân phối cổ tức, bởi vì trong tất cả các trường hợp xảy ra, điều mong muốn của họ đều đạt được là một lượng tiền mặt tương đương nhau. Do đó chính sách phân phối lợi tức cổ phần không ảnh hưởng đến giá trị của DN trong thị trường vốn hoàn hảo.

1. Chi trả cổ tức bằng tiền mặt

Dùng tiền mặt để thanh toán lợi tức cổ phần là phương thức chủ yếu. Khi DN có lợi nhuận hoặc lợi nhuận bảo lưu từ kết quả kinh doanh các năm trước và đảm bảo lượng tiền mặt có đầy đủ thì đáp ứng đủ điều kiện để thanh toán cổ tức bằng tiền mặt. Theo quan điểm truyền thống, một DN có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thể hiện tình hình kinh doanh thuận lợi của DN. Tuy nhiên, cổ tức là đối tượng chịu thuế của thuế TNCN, thuế suất thuế TNCN cao hay thấp cũng là một trong những nội dung mà ban điều hành phải tính toán để xây dựng một phương án chi trả cổ tức tối ưu, nhằm gia tăng lợi ích cho cổ đông, đồng thời cũng chính là gia tăng lợi ích của DN. Nhưng với quan điểm hiện đại, khi nhà đầu tư đã bỏ vốn vào DN thì mong muốn của họ là giá trị của DN được gia tăng, kết quả đem lại là giá trị thị trường của cổ phiếu mà nhà đầu tư đang nắm giữ cũng sẽ gia tăng. Việc chi cổ tức cao cho cổ

đồng thì đồng nghĩa DN đang trả lại tiền cho chính các nhà đầu tư vào cổ phiếu của DN. Với trường hợp điển hình như Công ty Microsoft, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt là rất thấp trong một thời gian khá dài nhưng thị trường luôn đánh giá cao giá trị cổ phiếu của Công ty. Như vậy việc chi trả bằng tiền mặt cao hay thấp không thể đánh giá giá trị DN, mà chính là những dự án đầu tư của DN sẽ quyết định giá trị của DN trong con mắt của các nhà đầu tư.

2. Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu

Thanh toán lợi nhuận cổ phần bằng cổ phiếu là DN tăng số cổ phiếu coi như thanh toán lợi nhuận cổ phần. Phương thức thanh toán lợi nhuận bằng cổ phiếu không thực sự sử dụng đến tiền mặt của DN, cũng không phân phối trực tiếp tài sản cho cổ đông nhưng sẽ dẫn đến sự thay đổi mang tính kết cấu trong sự cấu thành lợi ích của người sở hữu. Ví dụ, theo phương án phân phối lợi nhuận cổ phần của DN là 10 cổ phiếu nhận 02 cổ phiếu, đồng nghĩa với việc DN thực hiện phân phối 20% lợi nhuận cổ phần bằng cổ phiếu. Sau khi tăng thêm cổ phiếu, tiền vốn cổ phần không biến động, cổ đông cũng chưa nhận được tiền mặt, nhưng tổng số cổ phiếu phát hành của DN tăng thêm 20%. Trong trường hợp tổng lợi nhuận của DN không thay đổi, do số cổ phiếu tăng lên, lợi nhuận của mỗi cổ phần sẽ giảm, dẫn đến giá cổ phiếu trên thị trường sẽ giảm về mặt lý thuyết. Nhưng do số cổ phần của mỗi cổ đông tăng lên và tỷ lệ cổ phần nắm giữ trong tổng số cổ phần của DN không thay đổi, thì về mặt lý luận tổng giá thị trường của cổ phiếu mà DN đang phát hành giữ nguyên không thay đổi.

Trên thực tế, sau khi phân phát lợi nhuận cổ phần bằng cổ phiếu, biến động về giá cổ phiếu chịu sự tác động của nhiều nhân tố bên trong lẫn bên ngoài DN. Những DN có hình tượng tốt đẹp trên thị trường cùng với sự phát triển của TTCK thì giá cả của cổ phiếu không bị tác động giảm giá đáng kể, vì thực chất số cổ phiếu phát hành đã được thực hiện trên cơ sở lợi nhuận của DN đã đạt được, tức đã được đảm bảo về giá trị bằng tiền. Trong trường hợp này, nếu cổ đông không muốn nắm giữ thì có thể bán trên thị trường để thu về tiền mặt. Đối với những DN áp dụng phương pháp này thì lợi nhuận cổ phần bằng cổ phiếu không cần dùng đến tiền mặt nhưng vẫn đạt được mục đích là đem lợi nhuận chia cho cổ đông, đáp ứng cho nguồn vốn sử dụng để tái đầu tư, mở rộng quy mô, phục vụ cho chiến lược phát triển lâu dài của DN. Mặt khác khi giá cổ phiếu của DN trên thị trường quá cao không có lợi cho việc thu hút đầu tư rộng rãi, để hạn chế giá cổ phiếu, không vượt qua phạm vi kiểm soát của DN, việc áp dụng phương pháp này có thể khống chế giá cả cổ phiếu của DN trên thị trường trong một phạm vi tối ưu.

Bên cạnh những tác động tích cực, việc áp dụng phương pháp này cũng có thể đem lại những tác động không tốt, cụ thể nhà đầu tư sẽ cho rằng DN kinh doanh kém hiệu quả, không đảm bảo khả năng tạo ra tiền, quay vòng vốn không linh hoạt, từ đó sẽ làm dao động lòng tin của nhà đầu tư và làm giá cổ phiếu giảm mạnh. Mặt khác với việc phát hành lợi nhuận cổ phần bằng cổ phiếu có thể làm cho DN không đảm bảo khả năng kiểm soát, do sự thôn tính của các DN khác bằng hình thức thu mua các cổ phiếu của DN đã phát hành.

3. Luật thuế TNCN của Việt Nam và chính sách cổ tức

Về biểu thuế: đối với cá nhân cư trú áp dụng biểu thuế lũy tiến từng phần đối với thu nhập tính thuế từ kinh doanh, thu nhập từ tiền lương, tiền công, không phân biệt người Việt Nam hay người nước ngoài, đối với thu nhập không thường xuyên áp dụng biểu thuế toàn phần. Đối với cá nhân không cư trú, áp dụng biểu thuế toàn phần (Phụ lục 5)

Lợi ích của cổ đông được đo lường trên cơ sở các khoản thu nhập sau thuế. Ở nhiều nước trên thế giới, ngoài thuế thu nhập DN, khi các cổ đông nhận được cổ tức, trái tức hoặc thu được lãi vốn do chuyển nhượng cổ phần sẽ bị điều tiết thuế TNCN. Luật thuế TNCN của Việt nam có hiệu lực từ 01.01.2009 đã có nhiều sửa đổi so với pháp lệnh thuế thu nhập cá nhân trước đây. Điểm thay đổi nổi bật là thu nhập từ đầu tư vốn bao gồm lãi cho vay, cổ tức, thu nhập từ đầu tư vốn dưới hình thức khác (trừ trái tức mua trái phiếu chính phủ) và thu nhập từ chuyển nhượng vốn sẽ chịu thuế TNCN theo biểu thuế toàn phần. Nghiên cứu thuế suất đối với thu nhập đầu tư vốn là 5% và thu nhập từ chuyển nhượng vốn là 0,1 % và 20% (tùy theo phương pháp tính thuế mà nhà đầu tư đăng ký nộp thuế) là vấn đề mà các DN cần phải quan tâm trong thời gian tới đối với chính sách phân phối cổ tức của mình, nhằm tối đa hoá giá trị DN và gia tăng lợi ích cho cổ đông.

Trên cơ sở lý thuyết tài chính DN hiện đại, trong điều kiện thị trường cạnh tranh hoàn hảo, với trường hợp DN XYZ chi trả cổ tức là 1.000đ/cổ phần, ta có sự so sánh như sau:

- *Trường hợp chi trả cổ tức bằng tiền mặt*: cổ đông sẽ nộp thuế TNCN là 50đ và còn lại 950đ. Nhưng nếu DN không chi trả cổ tức, giả thiết các điều kiện khác không đổi thì giá cổ phiếu sẽ tăng thêm 1.000đ. Cuối năm cổ đông sẽ có lãi vốn là 1.000 đ, nếu cổ đông thực hiện chuyển nhượng cổ phần thì sẽ phải nộp thuế là 200đ và thu nhập cuối năm còn lại là 800đ. Kết quả trên cho thấy thu nhập thực tế của cổ đông nếu nhận bằng cổ tức tiền mặt sẽ cao hơn (950đ so với 800đ).

Ở góc độ khác, nếu DN giữ lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư thì cổ đông sẽ đòi hỏi khoản vốn đầu tư này sẽ có tỷ lệ sinh lời tối thiểu là bao nhiêu để cân bằng với khoản cổ tức sau thuế ngày hôm nay. Giả sử giá trị tiền tệ theo thời gian là 10%/năm, thì khoản lợi nhuận sử

dụng tái đầu tư phải đạt là 1.306,25 đ sau 1 năm, tức tỷ suất sinh lợi đòi hỏi là 30,625%. Vì khi đó: $[1.306,25 \times (1-20\%)] = 1.045$ đ và $[1.045/(1+10\%)] = 950$ đ, tức sẽ cân bằng với khoản cổ tức sau thuế mà cổ đông nhận được ngày hôm nay. Qua xem xét trường hợp này, nếu DN sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt thấp và để dành lợi nhuận để tái đầu tư thì tỷ suất sinh lợi đòi hỏi từ tái đầu tư phải rất cao mới cân bằng về giá trị với trả cổ tức bằng tiền mặt ngày hôm nay.

Cũng với trường hợp nêu trên, nếu thuế suất thuế TNCN tính trên hoạt động chuyển nhượng vốn là 5%, thì với cách tính tương tự cho thấy yêu cầu tỷ suất sinh lợi của khoản lợi nhuận tái đầu tư chỉ còn là 11%.

- *Trường hợp chi trả cổ tức bằng cổ phiếu:* theo quy định của Luật thuế TNCN thì cổ tức nhận được bằng cổ phiếu phải quy đổi ra tiền theo giá thị trường của cổ phiếu tại thời điểm cổ đông nhận chi trả từ DN. Như vậy việc phân tích lợi ích giữa việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu trong thời gian tới sẽ là điều hết sức cần thiết.

Bảng : So sánh giữa chi trả cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu, mệnh giá cổ phiếu 10.000 đ/cổ phiếu, giá thị trường cổ phiếu tại thời điểm chi trả 50.000đ/cổ phiếu

Chỉ tiêu	Bằng tiền mặt	Bằng cổ phiếu
Mức chi trả	10.000	10.000
Thuế suất thuế TNCN	5%	5%
Thuế TNCN	500	2.500
Thu nhập sau thuế	9.500	7.500

Trong trường hợp trên, với giả định cổ đông không thực hiện bán cổ phiếu nhận được mà giữ lại, thì rõ ràng việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu sẽ làm giảm lợi ích của cổ đông, cụ thể cổ đông phải nộp thuế TNCN cao gấp 5 lần so với chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

Bảng : Phân tích các trường hợp khi cổ đông chuyển nhượng cổ phiếu nhận được từ chi trả cổ tức trên thị trường

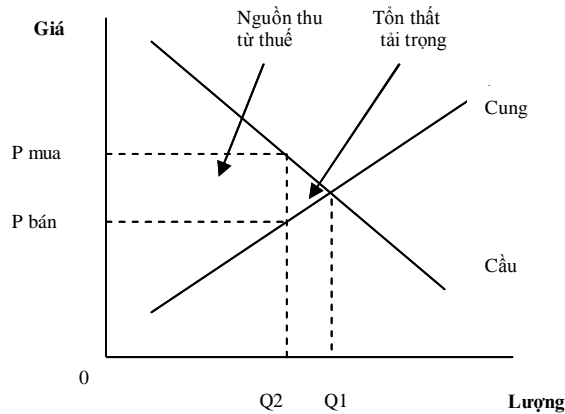
Chỉ tiêu	Giá chuyển nhượng 40.000 đ/cổ phiếu		Giá chuyển nhượng 60.000 đ/cổ phiếu	
	Phương pháp 1	Phương pháp 2	Phương pháp 1	Phương pháp 2
Giá vốn	50.000 đ	-	50.000 đ	-
Thu nhập tính thuế	(10.000 đ)	-	10.000 đ	-
Thuế suất	20%	0,1%	20%	0,1%

Thuế TNCN	0	40 đ	2.000 đ	60 đ
Thu nhập còn lại	40.000 đ	39.960 đ	58.000 đ	59.940 đ

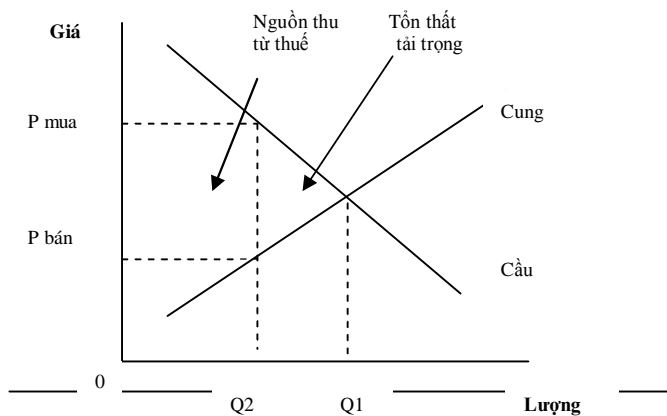
Ở trường hợp trên, lại cho thấy lợi ích của chi trả bằng cổ phần nhìn một cách tổng quan đem lại lợi ích cho cổ đông cao hơn, vì khi tính toán khoản thu nhập sau thuế vẫn cao hơn rất nhiều so với chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Tuy nhiên, điều quan trọng hơn là việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu có thể làm loãng giá cổ phiếu và gây thiệt hại lớn hơn cho cổ đông và cả DN do tổng giá trị thị trường cổ phiếu của cổ đông đang nắm giữ sẽ giảm đi do giá cổ phiếu giảm.

Phụ lục 13: Tổn thất tải trọng và nguồn thu từ thuế

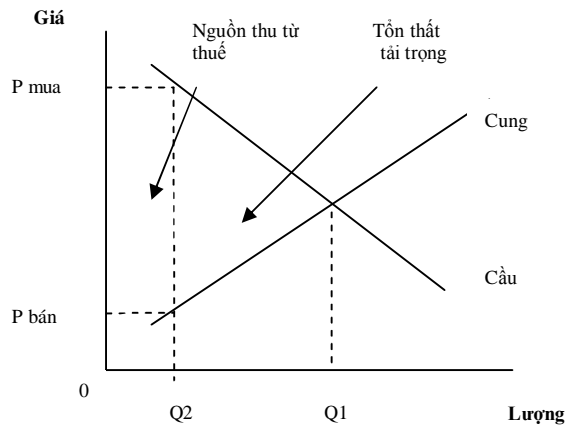
Tổn thất tải trọng là sự giảm sút của tổng thặng dư phát sinh khi thuế làm cho quy mô thị trường giảm xuống dưới mức tối ưu. Xem xét ảnh hưởng của mức thuế thấp, vừa và cao trong giả định đường cung và đường cầu của thị trường không thay đổi sẽ cho thấy tổn thất tải trọng của thuế.



Trường hợp 1: mức thuế thấp
 Tổn thất tải trọng khá nhỏ
 Nguồn thu từ thuế lớn



Trường hợp 2: Mức thuế trung bình
 Tổn thất tải trọng tăng lên
 Nguồn thu từ thuế cũng tăng lên



Trường hợp 3: Mức thuế cao

Tồn thất tải trọng lớn, nhưng vì quy mô thị trường giảm rất nhiều nên thuế chỉ tạo ra một nguồn thu tương đối nhỏ

Nhận xét:

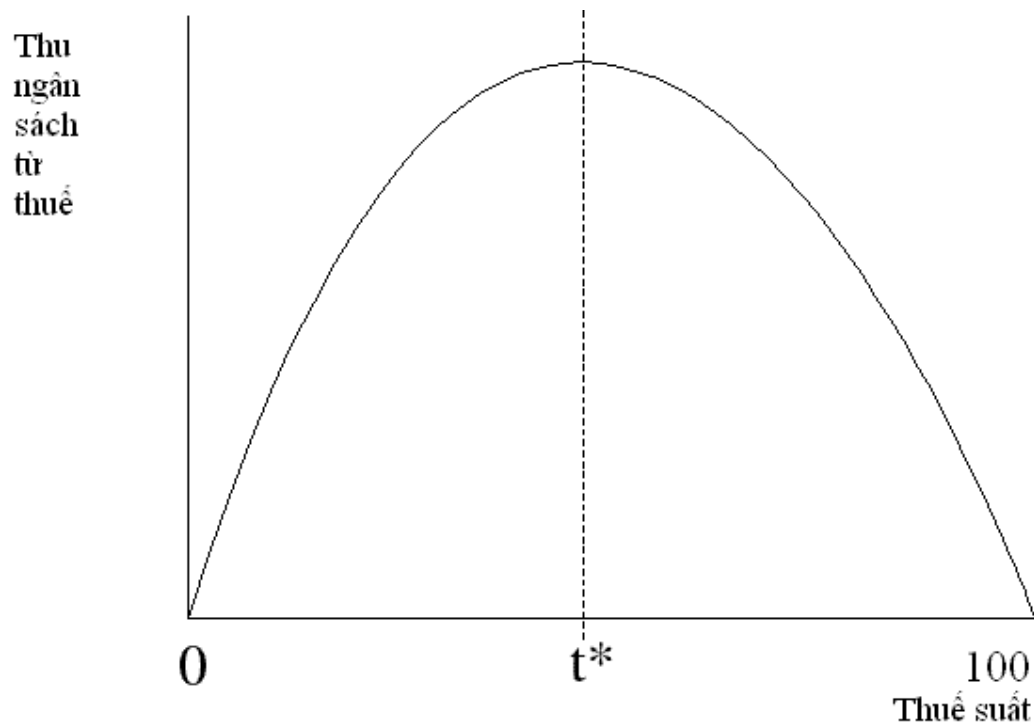
Nguồn thu từ thuế của Chính phủ bằng mức thuế suất nhân với lượng hàng bán ra. Tồn thất tải trọng do một khoản thuế tăng nhanh hơn mức thuế. Nguyên nhân ở đây là tồn thất tải trọng bằng diện tích của một hình tam giác, mà diện tích của một tam giác phụ thuộc vào bình phương quy mô của nó. Nếu chúng ta tăng gấp đôi quy mô của một khoản thuế, cạnh đáy và chiều cao của tam giác tăng gấp đôi, và vì vậy tồn thất tải trọng tăng gấp 4 lần. Nếu chúng ta tăng gấp 3 quy mô của một khoản thuế, thì cạnh đáy và chiều cao sẽ tăng gấp 3 lần và tồn thất tải trọng tăng gấp 9 lần.

Qua ba hình minh họa, với mức thuế thấp trong trường hợp 1, nguồn thu từ thuế nhỏ. Khi quy mô của thuế tăng lên trong trường hợp 2, nguồn thu từ thuế cũng tăng theo. Nhưng khi quy mô của thuế tiếp tục tăng cao trong trường hợp 3 thì nguồn thu từ thuế giảm, vì mức thuế cao làm cho quy mô của thị trường giảm mạnh. Đối với mức thuế rất cao, nguồn thu hoàn toàn biến mất vì mọi người sẽ ngừng hoàn toàn việc mua bán hàng hóa.

Phụ lục 14: Đường cong LAFFER và nguồn thu từ thuế

Năm 1974, Nhà kinh tế học người Mỹ A.Laffer đã trình bày một lý thuyết về mối quan hệ giữa thuế suất và nguồn thu từ thuế. Theo lý luận của A.Laffer, có một mức thuế suất tối ưu (t^*) cho phép Nhà nước đạt được số thu ngân sách từ thuế lớn nhất. Khi thuế suất nằm dưới mức tối ưu này, thì nâng thuế suất cho phép tăng thu ngân sách. Nhưng nếu thuế suất đã cao hơn mức tối ưu này mà lại tiếp tục nâng thuế suất thì số thu ngân sách chỉ giảm đi. Hàm ý của đường cong Laffer là khi thuế suất

đang ở mức cao, thì giảm thuế suất sẽ có lợi vì thu ngân sách tăng đồng thời lại khuyến khích khuvực tư nhân hăng hái đầu tư.



Từ cơ sở lý luận trên, ta xem xét một ví dụ minh họa sau:

Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2005	2006	2007
Tỷ lệ thuế trên GDP	18%	20%	25%
Số thuế thu	170.000	220.000	230.000

1. Phân tích tỷ lệ thuế trên GDP:

So sánh	Năm 2006 so 2005	Năm 2007 so 2006
Số tuyệt đối	+ 2%	+ 5%
Tốc độ tăng	+ 11 %	+ 25%

2. Phân tích số thuế thu

So sánh	Năm 2006 so 2005	Năm 2007 so 2006
Số tuyệt đối	+ 50.000	+ 10.000

Tốc độ tăng	+ 29 %	+ 4,5%
-------------	--------	--------

Nhận xét:

- Năm 2006 tốc độ tăng của tỷ lệ thuế trên GDP là 11% nhưng tốc độ tăng của số thuế thu là 29%, gấp 2,6 lần tốc độ tăng của tỷ lệ thuế trên GDP.
- Năm 2007 tốc độ tăng của tỷ lệ thuế trên GDP là 25% nhưng tốc độ tăng của số thu thuế giảm xuống chỉ tăng 4,5%, bằng 0,16 lần tốc độ tăng của tỷ lệ thuế trên GDP.

Qua nhận xét nêu trên, có thể rút ra nội dung: đôi khi việc tăng tỷ lệ thuế trên GDP lại làm giảm số thuế thu được, buộc Chính phủ phải bỏ ra nhiều chi phí hành chính hơn. Tuy nhiên, không thể tính được việc Chính phủ được hay mất bao nhiêu số thuế thu từ một sự thay đổi thuế nếu chỉ nhìn vào thuế suất. Vì điều này còn phụ thuộc hiệu ứng kích thích của sự thay đổi chính sách thuế tác động tới hành vi của mọi người như thế nào.