

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

HOÀNG PHƯƠNG MAI

**MỘT SỐ GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH
HOÀN THIÊN HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI
CHÍNH TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT
TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

Chuyên ngành : **TÀI CHÍNH, LƯU THÔNG TIỀN TỆ VÀ TÍN DỤNG**
Mã số : **5.02.09**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: TS. PHAN THỊ NHI HIẾU

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH – NĂM 2004

MỤC LỤC

	Trang
Trang phụ bìa	
Mục lục.....	i
Các chữ viết tắt.....	v
Danh mục các Bảng - Phụ lục.....	vi
Lời mở đầu.....	vii
CHƯƠNG 1 - CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN VÀ HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH TRONG CÔNG TY CỔ PHẦN	
1.1 Công ty cổ phần.....	01
<i>1.1.1</i> Sự hình thành và phát triển công ty cổ phần.....	01
<i>1.1.2</i> Khái niệm, đặc điểm, các loại hình công ty cổ phần.....	02
1.1.2.1 Khái niệm.....	02
1.1.2.2 Đặc điểm.....	03
1.1.2.3 Các loại hình công ty cổ phần.....	04
<i>1.1.3</i> Một số ưu điểm và hạn chế của công ty cổ phần.....	05
1.1.3.1 Ưu điểm.....	05
1.1.3.2 Hạn chế của công ty cổ phần.....	06
1.2 Hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần.....	06
<i>1.2.1</i> Khái quát về tài chính- hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần.....	06
1.2.1.1 Khái niệm tài chính doanh nghiệp, hoạt động quản trị tài chính.....	06
1.2.1.2 Đặc điểm hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần.....	09
1.2.1.3 Mục tiêu của hoạt động quản trị tài chính và vai trò của nhà quản trị tài chính trong công ty cổ phần.....	10
<i>1.2.2</i> Các mô hình định giá cổ phiếu công ty cổ phần.....	13
1.2.2.1 Mô hình chiết khấu dòng tiền tệ - DCF.....	13

1.2.2.2	Mô hình định giá cổ phiếu bằng tỷ số giá thu nhập – P/E	15
1.2.2.3	Mô hình định giá tài sản vốn – CAPM	16
1.2.3	Quyết định tài trợ trong công ty cổ phần	18
1.2.3.1	Tài trợ ngắn hạn	18
1.2.3.2	Tài trợ dài hạn	21
1.2.4	Các chỉ tiêu tài chính – đánh giá tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty cổ phần	25
1.2.4.1	Tỷ số thanh toán.....	25
1.2.4.2	Tỷ số hoạt động.....	27
1.2.4.3	Tỷ số đòn bẩy tài chính.....	28
1.2.4.4	Tỷ số sinh lợi.....	30
1.2.4.5	Tỷ số giá thị trường.....	31
CHƯƠNG 2 - THỰC TIỄN HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH		
2.1	Thực tiễn hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh	33
2.1.1	Quá trình hình thành và phát triển các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam nói chung và tại thành phố Hồ Chí Minh nói riêng	33
2.1.2	Tình hình kết quả hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh	34
2.2	Phân tích tình hình tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh	36
2.2.1	Khả năng thanh toán	36
2.2.2	Tình hình quản lý và sử dụng tài sản	37
2.2.3	Mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn	39

2.2.4	Khả năng sinh lợi	40
2.2.5	Xếp hạng tài chính các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh	42
2.3	Cơ cấu tài chính, hoạt động tài trợ và chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua.....	43
2.3.1	Cơ cấu tài chính và hoạt động tài trợ	43
2.3.2	Chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua.....	45
2.3.2.1	Các quy định pháp lý về phân phối lợi nhuận, chia cổ tức trong công ty cổ phần.....	45
2.3.2.2	Mức cổ tức - tỷ lệ DPS/EPS.....	47
2.3.2.3	Tỷ suất cổ tức.....	49
2.4	Một số vấn đề giá cổ phiếu các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua nói riêng và trên thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung.....	52
2.5	Các vấn đề khác về hoạt động nói chung và hoạt động quản trị tài chính nói riêng của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua	55

CHƯƠNG 3 - MỘT SỐ GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH HOÀN THIỆN HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

3.1	Khai thác một cách hiệu quả hơn các nguồn vốn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.....	60
3.1.1	Căn cứ vào tình hình thực tế thị trường, tình hình hoạt động của công ty để xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu.....	60
3.1.2	Các đề xuất nhằm tăng hiệu quả hoạt động huy động vốn của các công ty cổ phần trong thời gian tới.....	62

3.2 Kiến nghị về vấn đề phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức cho các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh.....	65
3.2.1 Cần có quan điểm đúng đắn, toàn diện khi xây dựng chính sách cổ tức.....	66
3.2.2 Xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp	67
3.2.2.1 Các căn cứ để xác định giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống.....	68
3.2.2.2 Xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp	69
3.2.3 Xây dựng chính sách cổ tức dưới tác động của các yếu tố không hoàn hảo của thị trường Việt Nam hiện nay.....	72
3.2.4 Xây dựng chính sách cổ tức dựa vào dòng tiền và dự án đầu tư	74
3.3 Kiến nghị liên quan đến vấn đề giá cả, cung cầu chứng khoán của các công ty niêm yết hiện nay	77
3.4 Các biện pháp khác hoàn thiện hoạt động Quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TPHCM hiện nay.....	79
3.4.1 Xây dựng quan điểm đúng đắn về mục tiêu hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần	79
3.4.2 Tổ chức hoạt động quản trị tài chính phù hợp với mục tiêu đã đề ra	80
3.4.3 Nâng cao vai trò các nhân vật then chốt trong bộ phận Tài chính-kế toán theo hướng chuyên môn hóa.....	81
3.4.4 Công khai hóa thông tin tài chính và tăng cường vai trò kiểm soát tài chính của các công ty cổ phần niêm yết	82
3.4.5 Đào tạo cán bộ có kiến thức chuyên môn, đặc biệt là kiến thức về tài chính và thị trường chứng khoán	83

TÀI LIỆU THAM KHẢO

PHỤ LỤC

LỜI MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Công ty cổ phần là một loại hình doanh nghiệp tiên tiến, là sản phẩm tất yếu của quá trình phát triển lực lượng sản xuất xã hội, phù hợp với cơ chế kinh tế thị trường. Cùng với chủ trương đa dạng hóa sở hữu và quá trình cải cách khu vực kinh tế nhà nước ở nước ta, ngày càng có nhiều công ty cổ phần ra đời, phát triển và đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế.

Có thể nói công ty cổ phần là hình thức phát triển cao nhất trong các loại hình doanh nghiệp và tình hình tài chính trong công ty cổ phần là phong phú và phức tạp nhất. Trong khi đó, một thực tế còn tồn tại hiện nay tại các doanh nghiệp Việt Nam là công tác quản trị doanh nghiệp nói chung và quản trị tài chính nói riêng chưa dựa trên những cơ sở khoa học, các quyết định quản trị ít nhiều mang tính chủ quan, cảm tính và hầu như chỉ dựa vào kinh nghiệm. Vì vậy những kết quả đạt được trong hoạt động của các công ty cổ phần thời gian qua chưa thể nói là cao và đạt đến sự mong đợi của các nhà điều hành doanh nghiệp.

Trong xu hướng nền kinh tế hội nhập với khu vực và thế giới, đòi hỏi các quyết định quản trị doanh nghiệp phải dựa trên các nguyên lý và tín hiệu thị trường. Việc vận dụng các lý thuyết quản trị hiện đại vào thực tiễn hoạt động của doanh nghiệp là điều bức thiết. Đặc biệt là các lý thuyết về quản trị tài chính cần được trang bị, áp dụng một cách phổ biến và hiệu quả hơn trong thời gian tới để các doanh nghiệp có thể tồn tại, phát triển một cách vững chắc trong nền kinh tế cạnh tranh gay gắt.

Xuất phát từ các nhận thức trên, người viết đã chọn đề tài: *“Một số giải pháp tài chính hoàn thiện hoạt động quản trị tài chính tại các công ty cổ phần niêm yết tại Thành Phố Hồ Chí Minh”* với mong muốn qua đó tìm hiểu quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh, phân tích đánh giá tình hình tài chính và công tác quản

trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM trong thời gian qua. Từ đó đưa ra một số giải pháp tài chính nhằm hoàn thiện hơn nữa công tác quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết hiện nay và trong thời gian sắp tới.

2. Mục đích nghiên cứu của đề tài

- Phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động sản xuất kinh doanh, tình hình tài chính và công tác quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM trong thời gian qua.
- Nghiên cứu các lý thuyết, quan điểm về công tác quản trị tài chính trong doanh nghiệp.
- Đưa ra một số giải pháp tài chính nhằm nâng cao hiệu quả công tác quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết trong giai đoạn hiện nay và sắp tới với mục tiêu tối đa hoá giá trị của công ty.

3. Đối tượng nghiên cứu của đề tài

Đề tài nghiên cứu các vấn đề liên quan công tác quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM, dựa trên các định chế về tài chính và luật pháp nhà nước Việt Nam quy định.

4. Nội dung của đề tài:

Chương 1: Cơ sở lý luận về công ty cổ phần và hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần

Chương 2: Thực tiễn hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM

Chương 3: Một số giải pháp tài chính hoàn thiện hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN VÀ HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH TRONG CÔNG TY CỔ PHẦN

1.1. Công ty cổ phần

1.1.1. Sự hình thành và phát triển công ty cổ phần

- Công ty cổ phần ra đời từ cuối thế kỷ XVI ở các nước phát triển, đến nay đã có lịch sử phát triển mấy trăm năm. Công ty cổ phần là sự hình thành một kiểu tổ chức doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường. Nó ra đời không nằm trong ý muốn chủ quan của bất kỳ lực lượng nào mà là một quá trình kinh tế khách quan do những nguyên nhân thực tiễn phát sinh từ nhu cầu tất yếu của đời sống kinh tế xã hội. Sự phát triển của nền đại công nghiệp và tự do cạnh tranh trong nền kinh tế tư bản chủ nghĩa đặt ra yêu cầu đối với các nhà tư bản: phải đổi mới trang thiết bị, hiện đại hóa quy trình công nghệ, đầu tư vào những ngành, lĩnh vực kinh doanh mới để đứng vững và chiến thắng trong cạnh tranh. Để làm được điều này, các nhà tư bản phải tích tụ vốn hoặc vay ngân hàng. Song đây là biện pháp hết sức khó khăn đối với các nhà tư bản nhỏ, riêng lẻ, do việc tích tụ vốn phải mất một thời gian khá dài mới thực hiện được. Mặt khác, nguồn vốn tín dụng của ngân hàng không thể đáp ứng cho nhu cầu vốn tăng lên nhanh chóng của tái sản xuất tư bản. Chính vì vậy, các nhà tư bản đã thỏa hiệp, liên minh với nhau cùng nhau góp vốn, tập trung các tư bản cá biệt thành một tư bản lớn dưới hình thức tổ chức những công ty cổ phần để cùng nhau kinh doanh, chia sẻ rủi ro và đứng vững trong cạnh tranh.

- Công ty cổ phần có ưu thế nổi bật so với các tổ chức kinh tế khác như: dễ tập trung vốn, các cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về hoạt động của công ty giới hạn trong số vốn đã góp, cổ phiếu có thể trao đổi, chuyển nhượng dễ dàng, thời gian tồn tại của công ty cổ phần là vô hạn, công tác quản lý kinh doanh thường đạt hiệu quả cao do việc điều hành thường được giao cho những người có chuyên

môn, năng lực kinh doanh. Do đó, từ khi ra đời đến nay công ty cổ phần đã xuất hiện ở hầu khắp các nước trên thế giới và hoạt động trong tất cả các lĩnh vực kinh tế, ngày càng mở rộng trở thành một tổ chức kinh tế phổ biến nhất.

- Ở Anh số công ty cổ phần đã lên đến hơn 89.000 và hơn 90% tư bản của Anh đều chịu sự khống chế của công ty cổ phần. Ở Mỹ trong số 16 triệu doanh nghiệp trong cả nước chỉ có 20% là công ty cổ phần nhưng số công ty này đã chiếm tới 90% tổng thu nhập hàng năm của các công ty trong cả nước. Các công ty cổ phần lớn ở Mỹ và Nhật như: IBM, AT&T, GMC, SONY, TOYOTA... có số cổ đông lên đến hàng triệu và ở trên khắp toàn cầu.
- Ngày nay, công ty cổ phần là loại hình tổ chức sản xuất kinh doanh khá phổ biến tại các nước có nền kinh tế phát triển. Nó tương thích với nền kinh tế thị trường nói chung và nền kinh tế thị trường có sự tham gia quản lý của Nhà nước nói riêng. Trong xu thế hòa nhập thế giới như hiện nay, việc gia nhập các tổ chức kinh tế của khu vực và thế giới như AFTA, NAFTA, EU, WTO luôn là mong muốn của bất kỳ quốc gia nào. Xu thế này tạo cơ hội cạnh tranh bình đẳng cho các doanh nghiệp song nó cũng đặt doanh nghiệp vào một cuộc chơi khắc nghiệt với quy luật “mạnh thắng yếu thua”. Nắm bắt được quy luật này, Đảng và Nhà nước ta đã đề ra chủ trương đúng đắn về việc cổ phần hóa các doanh nghiệp quốc doanh như một xu thế tất yếu để có thể tồn tại, hòa nhập và phát triển cùng với kinh tế khu vực và thế giới. Quá trình cổ phần hóa một bộ phận doanh nghiệp Nhà nước ở nước ta trong thời gian qua đã thúc đẩy quá trình hình thành và gia tăng số lượng công ty cổ phần trong nền kinh tế, một loại hình doanh nghiệp tiên tiến thích hợp với đặc điểm của nền kinh tế hàng hóa nhiều thành phần định hướng xã hội chủ nghĩa.

1.1.2. Khái niệm, đặc điểm, các loại hình công ty cổ phần

1.1.2.1. Khái niệm

Công ty cổ phần là một thực thể trong nền kinh tế được hình thành theo luật định, một doanh nghiệp đa chủ, trách nhiệm hữu hạn với các đặc điểm như để

chuyển đổi quyền sở hữu, có quyền sở hữu và quyền quản lý tách rời nhau, và có đời sống vô hạn.

Theo luật doanh nghiệp Việt Nam thì công ty cổ phần là loại hình doanh nghiệp, trong đó:

- Vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần;
- Cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp;
- Cổ đông có quyền chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác, trừ trường hợp quy định tại Khoản 3 Điều 55 và Khoản 1 Điều 58 của Luật doanh nghiệp;
- Cổ đông có thể là tổ chức, cá nhân, số lượng cổ đông tối thiểu là ba và không hạn chế số lượng tối đa;
- Công ty cổ phần có quyền phát hành chứng khoán ra công chúng theo quy định của pháp luật về chứng khoán, có tư cách pháp nhân kể từ ngày được cấp giấy đăng ký kinh doanh.

1.1.2.2. Đặc điểm

Công ty cổ phần là một tổ chức kinh tế do nhiều thành viên thỏa thuận lập nên một cách tự nguyện, góp vốn tùy theo khả năng của mình để tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh và có những đặc điểm như sau:

- Công ty cổ phần có tư cách pháp nhân, là một chủ thể kinh doanh hoàn toàn độc lập. Nó là loại hình công ty đối vốn nên không đòi hỏi nhân thân của các cổ đông, chỉ đòi hỏi góp cổ phần;
- Công ty cổ phần có thể phát hành chứng khoán động sản (trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu phổ thông), có thể mua bán chứng khoán tại Sở Giao dịch chứng khoán, các ngân hàng thương mại, hay các công ty tài chính;
- Công ty cổ phần loại trừ trách nhiệm của cổ đông đối với các chủ sự của công ty. Trong trường hợp bị thua lỗ, cổ đông, cổ đông chỉ chịu trách nhiệm tài chính trong phạm vi số vốn đã góp vào công ty (trách nhiệm hữu hạn);

- Công ty cổ phần có khả năng huy động vốn nhàn rỗi tạm thời trong xã hội. Quy mô kinh doanh của công ty được mở rộng không hạn chế vì họ có nhiều vốn – có điều kiện tạo thời cơ và chớp thời cơ đầu tư vào các ngành mới có trình độ kỹ thuật – công nghệ tiên tiến, tạo ra những sản phẩm có tính cạnh tranh cao;
- Cổ đông được giải phóng khỏi chức năng quản lý công ty. Công việc quản lý được các nhà quản lý chuyên nghiệp, có trình độ chuyên môn cao đảm nhận;
- Công ty cổ phần được tổ chức rất chặt chẽ. Trong cơ cấu tổ chức và điều lệ hoạt động có Đại hội cổ đông, Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát và Ban Quản lý công ty, mỗi bộ phận đều có những chức năng và quyền hạn khác nhau;
- Vốn hoạt động của công ty cổ phần gồm 3 nguồn: Vốn cổ phần phổ thông thường được gọi tắt là vốn cổ phần hay vốn tự có của chủ sở hữu, vốn cổ phần ưu đãi và vốn nợ.

1.1.2.3. Các loại hình công ty cổ phần

- ***Công ty cổ phần nội bộ (Private company)***

Là loại hình công ty cổ phần chỉ phát hành cổ phiếu trong nội bộ những người sáng lập ra công ty, những cán bộ, công nhân viên trong công ty và các pháp nhân là những đơn vị trực thuộc, những đơn vị trong cùng tập đoàn với đơn vị sáng lập. Vì vậy, công ty này thuộc sở hữu riêng của một nhóm người, một nhóm tổ chức và ít nhiều mang tính đối nhân trong quan hệ sở hữu của các cổ đông.

Đối với loại hình công ty cổ phần này, cổ phiếu của công ty không được chuyển nhượng cho người bên ngoài khi chưa có sự đồng ý của hội đồng quản trị. Và loại hình công ty này được thành lập khi chưa được phép hoặc chưa muốn bán rộng rãi cổ phiếu mình ra công chúng.

- ***Công ty cổ phần đại chúng (Public company)***

Là công ty cổ phần có phát hành rộng rãi cổ phiếu ra công chúng ngoài những đối tượng “nội bộ” đã nêu trong công ty cổ phần nội bộ. Các loại cổ phần của công ty này được chuyển nhượng tự do trên thị trường. Một công ty cổ phần có số cổ phiếu bán ra công chúng nếu vượt một mức quy định nào đó, do mỗi quốc gia

quy định (ví dụ trên 30% vốn điều lệ) có thể được xem là công ty cổ phần đại chúng và bị buộc phải tuân thủ những nghĩa vụ về công khai hóa thông tin.

- ***Công ty cổ phần đại chúng đã niêm yết (Listed Company)***

Là loại hình công ty cổ phần đại chúng mà chứng khoán của công ty đã được niêm yết vào danh sách các chứng khoán được phát hành và mua bán tại sở giao dịch chứng khoán. Thông thường đó là những công ty có quy mô lớn, có nhiều cổ đông đại chúng, hoạt động kinh doanh có hiệu quả trong nhiều năm liên tục. Và khi đã niêm yết chứng khoán tại sở giao dịch chứng khoán công ty phải chịu sự giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý Nhà nước về thị trường chứng khoán.

1.1.3. Một số ưu điểm và hạn chế của công ty cổ phần

1.1.3.1. Ưu điểm

- Công ty cổ phần có một cơ chế huy động vốn từ mọi thành phần kinh tế, từ mọi người dân có tiền nhàn rỗi, thu hút vốn từ nước ngoài qua việc bán cổ phiếu.
- Do quan hệ sở hữu trong công ty cổ phần là thuộc về các cổ đông nên quy mô sản xuất có khả năng được mở rộng to lớn và nhanh chóng.
- Công ty cổ phần có thời gian tồn tại là vô hạn vì vốn góp cổ phần có sự độc lập nhất định đối với các cổ đông. Vì vậy khác với loại công ty khác, vốn cổ phiếu đã được góp tồn tại với quá trình “sống” của công ty, còn chủ sở hữu có thể thay đổi.
- Chức năng của vốn tách rời quyền sở hữu trong công ty cổ phần cho phép công ty cổ phần sử dụng các nhà quản lý chuyên nghiệp.
- Công ty cổ phần tạo ra một cơ chế phân bổ rủi ro đặc thù: vốn tự có của công ty hoạt động là vốn của nhiều cổ đông khác nhau, do đó san sẻ rủi ro cho nhiều cổ đông.
- Việc ra đời của các công ty cổ phần với việc phát hành các loại chứng khoán và cùng với việc chuyển nhượng, mua bán chứng khoán đến một mức độ nhất định sẽ tạo điều kiện cho sự ra đời của thị trường chứng khoán.

- Công ty cổ phần tạo điều kiện tập hợp nhiều phương pháp khác nhau vào hoạt động chung nhưng vẫn tôn trọng sở hữu riêng cả về quyền, trách nhiệm và lợi ích của các cổ đông theo mức góp vốn. Mở rộng sự tham gia của các cổ đông vào công ty cổ phần đặc biệt là người lao động là cách để họ tham gia vào hoạt động của công ty với tư cách là người chủ sở hữu đích thực chứ không phải với tư cách là người làm thuê. Đây là vấn đề có ý nghĩa quan trọng trong công tác quản lý.

1.1.3.2. Hạn chế của công ty cổ phần

- Công ty cổ phần với chế độ trách nhiệm hữu hạn đã đem lại những thuận lợi cho công ty nhưng lại chuyển bớt rủi ro cho các chủ nợ.
- Công ty cổ phần gồm đông đảo các cổ đông tham gia nhưng đa số các chủ nhân không biết nhau và nhiều người trong họ không hiểu kinh doanh, mức độ tham gia góp vốn vào công ty có sự khác nhau, do đó mức độ ảnh hưởng của các cổ đông đối với công ty không giống nhau, điều đó có thể dẫn đến việc lợi dụng và lạm dụng hoặc nảy sinh tranh chấp và phân hóa lợi ích giữa các nhóm cổ đông khác nhau.
- Công ty cổ phần tuy có tổ chức chặt chẽ nhưng việc phân công về quyền lực và chức năng của từng bộ phận cho hoạt động của công ty có hiệu quả lại rất phức tạp.
- Công ty cổ phần là tổ chức có tính dân chủ cao trong kinh tế phụ thuộc vào tỷ lệ góp vốn, do đó quyền kiểm soát công ty trên thực tế vẫn ở trong tay các cổ đông lớn.

1.2. Hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần

1.2.1. Khái quát về tài chính- hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần

1.2.1.1. Khái niệm tài chính doanh nghiệp, hoạt động quản trị tài chính

- Tài chính công ty cổ phần hay tài chính doanh nghiệp là khâu cơ sở của hệ thống tài chính trong nền kinh tế, chính là quá trình tạo lập và sử dụng các quỹ tiền tệ phát sinh trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp, các hoạt động có liên

quan đến việc tạo lập, phân phối và sử dụng các quỹ bằng tiền trong doanh nghiệp chính là hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

- Công ty cổ phần cũng như bất kỳ một tổ chức nào khác đều có các loại hoạt động sau: Hoạt động chức năng; Hoạt động đầu tư; Hoạt động tài trợ. Hoạt động chức năng của công ty chính là việc sản xuất kinh doanh hàng hóa, dịch vụ. Để có thể thực hiện được những việc này công ty phải mua sắm máy móc, thiết bị, nhà xưởng, vật liệu... đó chính là hoạt động đầu tư của công ty. Và cuối cùng để có thể tiến hành hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh công ty phải huy động các nguồn tài chính từ các chủ nợ hoặc từ các nhà đầu tư, đây chính là hoạt động tài trợ.
- Quản trị tài chính trong công ty cổ phần là một quá trình quản lý trong đó nhà quản trị tài chính xử lý các thông tin liên quan đến môi trường tài chính và môi trường nội bộ của công ty, giải quyết một cách đúng đắn các mối quan hệ tài chính phát sinh trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đưa ra các quyết định tài chính nhằm tối đa hóa giá trị công ty. Một nhà quản trị tài chính trong công ty cổ phần phải đưa ra các quyết định sau:
 - **Quyết định đầu tư:** đây là quyết định quan trọng nhất, nó liên quan đến việc xác định các khoản đầu tư trong dài hạn mà công ty sẽ thực hiện, công ty nên đầu tư vào lĩnh vực hoạt động, sản phẩm nào, nên xây dựng nhà xưởng, mua sắm máy móc thiết bị như thế nào... Để đưa ra quyết định đầu tư nhà quản trị tài chính phải đưa ra các dự tính về dòng tiền vào và ra khi thực hiện dự án, đánh giá, xếp hạng các dự án đầu tư và chỉ chọn những cơ hội đầu tư mang lại thu nhập lớn hơn chi phí bỏ ra. Khi đánh giá dòng tiền phát sinh từ dự án đầu tư không chỉ đơn thuần đánh giá về mặt giá trị mà còn phải chú ý đến thời gian phát sinh dòng tiền và độ rủi ro của nó.
 - **Quyết định tài trợ:** liên quan đến việc huy động các nguồn vốn dài hạn cho công ty, các cuộc đầu tư của công ty sẽ được tài trợ như thế nào? Từ vốn chủ sở hữu hay từ nợ? kết hợp các nguồn tài trợ như thế nào là vấn đề cốt yếu trong vấn đề tài trợ, kết hợp giữa hai nguồn vốn này như thế nào để tạo ra cơ cấu vốn tối ưu – là cấu trúc vốn làm cho chi phí sử dụng vốn của công ty là thấp nhất. Để chọn

lựa các nguồn vốn và xây dựng được cơ cấu tối ưu, công ty phải đánh giá chi phí sử dụng các nguồn vốn, mỗi một lựa chọn về cơ cấu vốn đều ảnh hưởng đến lợi nhuận và rủi ro của công ty. Bên cạnh việc quyết định cấu trúc vốn, nhà quản trị tài chính còn phải quyết định chính xác huy động các nguồn vốn ở đâu và bằng cách nào, các chi phí gắn liền với việc huy động vốn phải được xem xét, các khả năng xảy ra về việc huy động vốn phải được đánh giá cẩn thận.

- **Quyết định phân phối:** kết thúc kỳ hoạt động sản xuất kinh doanh công ty thu được lợi nhuận, sau khi đã nộp đầy đủ các nghĩa vụ thuế cho Nhà nước, phần lợi nhuận ròng còn lại sẽ được phân phối. Thông thường các quỹ sẽ được thiết lập trước theo quy định của Nhà nước đối với từng loại thành phần kinh tế. Phần lợi nhuận còn lại sẽ được Hội đồng quản trị công ty quyết định phân phối như thế nào. Tỷ lệ chia trả cổ tức sẽ quyết định mức lợi nhuận được giữ lại công ty. Giữ lại lợi nhuận nhiều có nghĩa là số tiền để chi trả cổ tức ít đi và nguồn tài trợ nội sinh của công ty sẽ tăng lên, và ngược lại chi nhiều cổ tức sẽ làm nguồn tài trợ nội sinh giảm, có thể là tăng rủi ro cho công ty. Khi đưa ra quyết định về chính sách phân phối, nhà quản trị tài chính phải cân nhắc giữa lợi ích của việc chia cổ tức với lợi ích của việc giữ lại lợi nhuận. Giá trị đạt được từ cổ tức chi trả cho cổ đông phải cân xứng với chi phí cơ hội của việc mất đi lợi nhuận giữ lại như là một phương tiện tài trợ từ vốn chủ sở hữu.

Ngoài ra sự kết hợp và tương tác giữa các quyết định tài chính trên còn được thể hiện ở cách thức mà các giám đốc tài chính phân tích và lập kế hoạch tài chính nhằm quản lý và sử dụng có hiệu quả tài sản hiện hữu của công ty. Tài sản hiện hữu của công ty là các tài sản lưu động như tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, các khoản phải thu, hàng tồn kho... và tài sản cố định như nhà xưởng, máy móc thiết bị... Các tài sản này được hình thành từ nhiều nguồn khác nhau như vay nợ ngắn hạn, dài hạn, chiếm dụng vốn khách hàng, nguồn vốn góp cổ đông. Việc phân tích đánh giá hiệu quả quản lý và sử dụng những tài sản hiện hữu thông qua hệ thống các chỉ tiêu tài chính, các kế hoạch tài chính... Quản trị vốn luân chuyển cũng là một nội dung quan trọng trong công việc của giám đốc tài chính. Quản trị vốn luân chuyển là hoạt động hàng ngày nhằm đảm bảo rằng công ty có đủ các nguồn lực để

tiếp tục hoạt động liên tục, tránh bị gián đoạn. Loại quyết định này liên quan đến hàng loạt hoạt động gắn liền với việc thu chi tiền. Các vấn đề về quản trị vốn luân chuyển phải được giải quyết như: công ty nên giữ bao nhiêu hàng tồn kho và tiền mặt, có nên bán chịu không, bán cho ai và điều khoản như thế nào? Công ty sẽ đạt được các nguồn tài trợ ngắn hạn cần thiết như thế nào, nên mua chịu hay vay ngân hàng, vay theo hình thức nào?

1.2.1.2. Đặc điểm hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần

Đặc điểm của công ty cổ phần đã mang lại cho hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần một số điểm khác biệt so với hoạt động quản trị tài chính trong các doanh nghiệp khác như:

- *Tồn tại sự mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý trong hoạt động quản trị tài chính công ty cổ phần.*

Mâu thuẫn về quyền lợi giữa cổ đông và Ban Quản lý sẽ nảy sinh và tồn tại khi mà tỷ lệ vốn cổ phần được sở hữu bởi các nhà quản lý công ty dưới 100%

Một vài tình huống có thể được xem xét như khi các nhà quản lý sở hữu một tỷ lệ cổ phần khiêm tốn trong doanh nghiệp mà họ quản lý, họ có thể không làm việc hết mình vì lợi ích của cổ đông bởi vì chỉ một phần nhỏ lượng thu nhập kiếm được từ cổ phiếu trở thành của cải của họ. Họ có thể muốn có lương và bổng lộc cao bởi vì phần lớn chi phí này sẽ do cổ đông bên ngoài gánh chịu. Một mâu thuẫn quyền lợi tiềm ẩn nữa giữa cổ đông và các nhà quản lý công ty có thể nảy sinh là khi các nhà quản lý thu xếp các khoản vay để mua lại hết cổ phiếu của công ty khi họ nắm chắc tiềm năng phát triển của công ty trong tương lai và muốn giành quyền kinh doanh công ty, biến công ty cổ phần công cộng thành công ty cổ phần nội bộ hay công ty tư nhân thuộc sở hữu của một vài các nhân trong Ban Quản lý.

Một câu hỏi được đặt ra là có động lực nào thúc đẩy nhà quản lý hành động vì quyền lợi của cổ đông? Cổ đông, chủ sở hữu công ty bầu chọn Hội đồng quản trị và đến lượt Hội đồng quản trị chỉ định Ban Quản lý doanh nghiệp. Do đó, mọi nỗ lực của Ban Quản lý là nhằm làm thỏa mãn lợi ích kỳ vọng của cổ đông. Tuy nhiên, trong các công ty cổ phần công cộng, quyền sở hữu phân tán rộng rãi trong công chúng trong và ngoài nước thì các nhà quản lý có quyền tự chủ cao và họ có thể sẽ không gắn bó với lợi ích của cổ đông công chúng. Trong thực tế hầu như không thể

xác định được Ban Quản lý của một công ty nào đó có đang theo đuổi mục tiêu tối đa hóa lợi ích của cổ đông hay không, hay họ đang cố gắng thực hiện các hoạt động vì lợi ích cá nhân. Tuy nhiên, chúng ta biết rằng mọi hoạt động của họ phải kiên định theo đuổi mục tiêu tối đa hóa lợi ích của cổ đông, vì nếu không họ sẽ bị sa thải và bồi thường những tổn thất tài chính họ đã gây ra cho cổ đông.

- *Công khai hóa thông tin tài chính - kế toán là một nguyên tắc quản lý bắt buộc trong hoạt động quản trị tài chính của công ty cổ phần.*

Công ty cổ phần là một loại hình tổ chức doanh nghiệp trong đó quyền sở hữu và quyền quản lý tách rời nhau cho nên để bảo đảm quyền lợi chính đáng của công chúng đầu tư, luật pháp quy định cổ đông có quyền được thông báo về tình hình tài chính của công ty thường xuyên và khi có nhu cầu. Các thông tin tài chính ảnh hưởng quan trọng đến quyết định giải tư hay đầu tư của cổ đông và do đó ảnh hưởng đến việc xác lập giá trị của công ty trên thị trường chứng khoán. Vì vậy, công khai hóa thông tin tài chính là một nguyên tắc quản lý tài chính quan trọng trong công ty cổ phần, đặc biệt đối với các công ty cổ phần công cộng niêm yết. Xuất phát từ đặc điểm của công ty cổ phần vừa nêu, nếu thông tin về tình hình hoạt động của công ty nói chung và tình hình tài chính của công ty nói riêng bị bung bít, bóp méo sẽ dễ dàng dẫn đến những bê bối tài chính, và lúc đó không chỉ riêng các nhà đầu tư bị thiệt hại mà còn ảnh hưởng xấu đến sự phát triển chung của cả nền kinh tế quốc dân.

1.2.1.3. Mục tiêu của hoạt động quản trị tài chính và vai trò của nhà quản trị tài chính trong công ty cổ phần

Mục tiêu

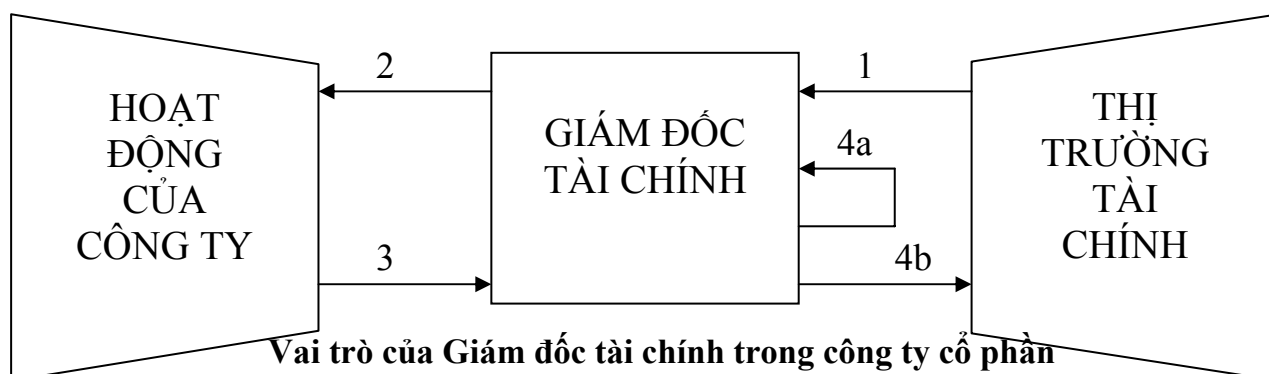
Mô hình cơ cấu tổ chức bộ máy quản lý tiêu biểu của công ty cổ phần đã cho thấy quyền lợi của cổ đông chi phối các mục tiêu quản lý doanh nghiệp. Mục tiêu cơ bản của hoạt động quản lý được xác định bởi Hội đồng quản trị, những người đại diện cho quyền lợi của chủ sở hữu công ty, cho nên chẳng có gì phải bàn cãi nếu họ cho rằng nhiệm vụ của Ban Quản lý công ty là tối đa hóa sự giàu có của cổ đông. Trong lý thuyết quản trị công ty hiện đại, *việc gia tăng giá trị thị trường của cổ phần đầu tư là thước đo tính hiệu quả của hoạt động quản lý và là mục tiêu*

hàng đầu của hoạt động quản trị tài chính bởi sự giàu có của một cá nhân hay một tổ chức trong nền kinh tế được xác định dựa trên giá trị thị trường của những tài sản mà họ sở hữu tại thời điểm xem xét.

Vai trò của nhà quản trị tài chính

Để thực hiện quá trình hoạt động kinh doanh, một công ty cổ phần luôn có những nhu cầu đa dạng và không giới hạn về các loại tài sản thực (Real assets). Phần lớn những tài sản thực này là tài sản hữu hình như máy móc thiết bị, nhà xưởng và văn phòng làm việc. Một số tài sản khác là các tài sản vô hình như độc quyền về kỹ thuật, uy tín thương hiệu, và bằng phát minh sáng chế v.v.. tất cả các tài sản này đều có những giá trị tương ứng của nó. Để tạo vốn khi cần thiết, công ty cổ phần có thể phát hành các loại giấy tờ có giá được gọi là các tài sản tài chính hay các chứng khoán. Các giấy tờ có giá này bản thân nó có một giá trị nhất định bởi vì nó được đảm bảo trên các tài sản thực của công ty và dòng thu nhập tương lai mà nó mang lại. Ví dụ nếu công ty vay tiền ngân hàng thì ngân hàng sẽ nhận được một tờ giấy theo đó công ty sẽ cam kết hứa hoàn trả đầy đủ nợ gốc và lãi vay. Do đó, ngân hàng có thể giao dịch và hoán chuyển thành tiền mặt từ những tài sản tài chính này khi cần thiết các tài sản tài chính không chỉ bao gồm các khoản nợ vay ngân hàng mà còn bao gồm các cổ phần, trái phiếu và các loại chứng khoán đặc biệt khác.

Nhiệm vụ tổng quát của quản trị tài chính trong công ty cổ phần là tìm kiếm các nguồn vốn rẻ để tài trợ một cách hữu hiệu cho các hoạt động của công ty, đồng thời giám sát tính hiệu quả của việc sử dụng các tài sản hiện hữu của doanh nghiệp nhằm tối đa hóa giá trị của nó. Để thực hiện được nhiệm vụ trên giám đốc tài chính trong công ty cổ phần đóng vai trò là cầu nối giữa công ty và thị trường tài chính như được mô tả trong hình dưới đây:



Ghi chú:

- 1- Giám đốc tài chính huy động vốn trên thị trường tài chính
- 2- Giám đốc tài chính phân bổ vốn hay đầu tư vốn vào hoạt động của công ty
- 3- Quản lý dòng tiền tệ thu được từ hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty
- 4a- Tái đầu tư tiền mặt kiếm được vào hoạt động của công ty
- 4b- Thực hiện việc chi trả tiền lãi cho ngân hàng hay chia cổ tức cho cổ đông

Vai trò của giám đốc tài chính được thể hiện trong hình trên cho thấy dòng chảy của tiền mặt đi từ nhà đầu tư đến công ty và sau đó quy trở lại nhà đầu tư như thế nào. Dòng chảy bắt đầu khi công ty bán chứng khoán để huy động vốn (mũi tên 1). Và sau đó tiền được chi tiêu để mua sắm các tài sản thực sử dụng cho hoạt động kinh doanh (mũi tên 2). Sau đó, nếu công ty kinh doanh hiệu quả thì các tài sản thực này sẽ tạo nên dòng tiền gia tăng để hoàn trả vốn đầu tư ban đầu (mũi tên 3). Cuối cùng tiền hoặc được tái đầu tư trở lại (mũi tên 4a) hoặc được hoàn trả cho các nhà đầu tư, những người đã mua các chứng khoán mà công ty phát hành lúc ban đầu (mũi tên 4b). Dĩ nhiên, sự lựa chọn giữa 4a và 4b là không hoàn toàn tự do. Ví dụ nếu ngân hàng cho vay ở giai đoạn 1 thì sau đó ngân hàng phải được hoàn trả đầy đủ cả vốn gốc cộng lãi vay ở giai đoạn 4b.

Từ hình vẽ đưa chúng ta quay trở lại 3 câu hỏi căn bản đối với một giám đốc tài chính:

- Thứ nhất, những tài sản thực nào sẽ được công ty đầu tư? Trả lời cho câu hỏi thứ nhất đó là quyết định đầu tư hay quyết định ngân sách vốn của công ty.
- Thứ hai, công ty nên sử dụng nguồn tài trợ nào cho dự án đầu tư đã được lựa chọn đó? Trả lời cho câu hỏi thứ hai đó là quyết định tài trợ của công ty.
- Thứ ba, kết hợp cả hai quyết định trên sẽ tạo thành chính sách phân phối. Nghĩa là công ty sẽ đưa ra quyết định về chính sách cổ tức như thế nào. Ngoài ra, sự kết hợp giữa các quyết định tài chính với nhau chứ không phải xem xét một cách riêng lẻ là cho các giám đốc tài chính “mệt”. Hơn nữa, với việc phân tích và lập kế hoạch tài chính.

1.2.2. Các mô hình định giá cổ phiếu công ty cổ phần

Nhà đầu tư khi quyết định đầu tư vào một loại cổ phiếu luôn phải cân nhắc giữa tính chất sinh lợi và rủi ro của cổ phiếu đó. Chính vì vậy, họ rất quan tâm đến việc dự báo diễn biến giá cổ phiếu, điều này sẽ quyết định sự thành công hay thất bại của chiến lược đầu tư. Để hạn chế rủi ro khi ra các quyết định, nhà đầu tư cần phải sử dụng các phương pháp phân tích khác nhau trên cả hai mặt định tính và định lượng.

Về mặt phân tích định tính, nhà đầu tư thường dựa vào các kiến thức và tri thức kinh nghiệm của họ để ra quyết định. Chẳng hạn, một nhà đầu tư có thể nghĩ rằng giá cổ phiếu đang cao hơn giá trị của cổ phiếu, lúc đó họ sẽ quyết định bán nó. Nếu có nhiều người đều nghĩ và làm như vậy thì họ sẽ làm cho giá cổ phiếu giảm cho đến khi họ nghĩ rằng giá cổ phiếu đã bằng với giá trị. Quyết định này có đúng đắn hay không sẽ tùy thuộc vào việc họ dự đoán giá trị cổ phiếu có chính xác hay không. Để nâng cao tính chính xác của dự báo thì vấn đề sử dụng phương pháp định lượng thường mang lại hiệu quả hơn.

Để định giá cổ phiếu, nhà đầu tư thường sử dụng các mô hình sau:

1.2.2.1. Mô hình chiết khấu dòng tiền tệ - DCF

Cổ phiếu là chứng khoán vốn hay tích sản tài chính không kỳ hạn mang lại dòng thu nhập cổ tức cho bất kỳ ai sở hữu hay cầm giữ nó. Giá trị của nó phụ thuộc vào độ lớn và tính ổn định của dòng thu nhập cổ tức mà nó mang lại cho nhà đầu tư. Mức giá mà nhà đầu tư chấp nhận trả ngày hôm nay để sở hữu một cổ phiếu nào đó chính là hiện giá của dòng thu nhập cổ tức mà cổ phiếu đó có thể mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai. Mô hình định giá này có tên gọi là mô hình chiết khấu dòng tiền tệ (DCF – Discounted Cash Flows). Giá trị cổ phiếu của một công ty cổ phần được xác định theo mô hình DCF như công thức dưới đây:

$$P_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_i)^t}$$

Trong đó, P_i là giá trị của cổ phiếu i , D_t là cổ tức mà cổ đông sở hữu một cổ phiếu i nhận được vào cuối năm t , k_i là tỉ suất thu nhập kỳ vọng của nhà đầu tư khi mua cổ phiếu i . D_t càng lớn thì P_i càng cao tương ứng với một k_i nhất định, ngược lại k_i càng lớn thì P_i càng thấp tương ứng với một dòng D_t nhất định. Nói cách khác với một cổ phiếu nào đó nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao nếu tỉ suất thu nhập kỳ vọng của họ thấp và sẽ trả giá thấp nếu tỉ suất thu nhập kỳ vọng của họ cao.

Bất kỳ cổ phiếu công ty này giá trị thị trường của chúng cũng phải dựa trên dòng tiền ước tính lưu chuyển từ công ty sang nhà đầu tư. Vậy giá trị thị trường của một cổ phiếu thường được xác định dựa trên giá trị chiết khấu của cổ tức ước tính trong tương lai. Nếu chúng ta ước tính thu nhập đúng thì chúng ta sẽ thu được cái mà ta đã dự đoán và mong muốn.

- Với một công ty không có tăng trưởng và mức cổ tức hàng năm (D) là cố định, giá cổ phiếu được xác định như sau:

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

- Đối với công ty có mức tăng trưởng đều đặn hàng năm, giá cả và cổ tức trên một cổ phiếu đều tăng theo tỷ lệ thời gian. Lúc đó giá của cổ phiếu được xác định theo công thức:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (1)$$

Với:

$$g = \frac{(EPS_0 - D_0)}{EPS_0} \times ROE$$

Điều kiện để có thể áp dụng được công thức (1) là $g < k$, bởi vì $k = D_1/D_0 + g$, nghĩa là giá vốn bỏ ra bằng thu nhập từ vốn. Nếu tỷ lệ trả cổ tức là bất biến thì thu nhập, lãi cổ phiếu và giá cổ phiếu sẽ tăng theo cùng tỷ lệ g .

Bây giờ ta giả sử $g > k$, lúc đó tỷ lệ tăng trưởng của công ty cao hơn chi phí về vốn của nó, điều này sẽ dẫn đến sự gia nhập ngành của các đối thủ cạnh tranh mà điều này sẽ làm cho cung hàng hóa tăng lên, giá cả có xu hướng giảm xuống và ảnh

hưởng đến lợi nhuận, tỷ lệ tăng chi phí vốn sẽ giảm nên công thức (1) không thể áp dụng được.

- Đối với công ty có tốc độ tăng trưởng không đều qua các năm:

Một công ty khó có thể giữ mãi tốc độ tăng trưởng đều đặn của nó được, mà thường là phải trải qua các giai đoạn tăng trưởng khác nhau. Người ta đã chia chu kỳ “sống” của một công ty ra làm hai giai đoạn: giai đoạn phát triển và giai đoạn trưởng thành. Giả sử trong giai đoạn phát triển, mức tăng trưởng của công ty là g_1 , trong giai đoạn trưởng thành mức tăng trưởng là g_2 . Lúc đó, giá cổ phiếu sẽ được xác định theo công thức:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Trong đó:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{(k-g_2)}$$

Hay:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \frac{\frac{D_{n+1}}{(k-g_2)}}{(1+k)^n}$$

Với:

$$D_{n+1} = D_0(1+g_1)^n(1+g_2)$$

P_n : giá trị hiện tại của cổ phiếu trong giai đoạn phát triển.

D_{n+1} : cổ tức trong giai đoạn trưởng thành

1.2.2.2. Mô hình định giá cổ phiếu bằng tỷ số giá thu nhập – P/E

- Tỷ số giá thu nhập là một trong những thuật ngữ tài chính được các nhà đầu tư sử dụng hàng ngày trên thị trường chứng khoán. Với một cổ phần đang có giá trên thị trường đồng nghĩa với việc nó “đang được bán với mức P/E cao”. Điều này có nghĩa các nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao hơn trên cùng một đồng thu nhập EPS để mua được cổ phần đó. Chúng ta có thể tham khảo tỷ số P/E trên các bảng yết giá cổ phần trong các nhật báo hàng ngày. Tuy nhiên những thông

tin này chỉ bao gồm tỷ số P/E ở hiện tại trong khi đó nhà đầu tư lại quan tâm đến những thông tin về P/E trong tương lai.

- Các nhà quản trị tài chính liệu có nên vui mừng khi cổ phần của công ty đang được bán ở mức P/E cao. Câu trả lời: thường là có. Tỷ số P/E cao cho thấy các nhà đầu tư đang nghĩ rằng công ty có các cơ hội tăng trưởng tốt (PVGO cao), những thu nhập tiềm năng của công ty là tương đối an toàn và xứng đáng được chiết khấu ở mức tỷ suất vốn hóa thấp hoặc bao gồm cả hai. Tuy nhiên, các công ty có thể có tỷ số P/E cao không phải là vì giá thị trường của cổ phần ở hiện tại cao mà là do thu nhập EPS của công ty đang ở mức thấp. Một công ty có thể không có thu nhập ($EPS = 0$) trong một thời kỳ cá biệt nào đó thì tỷ số P/E sẽ không thể xác định được chừng nào mà cổ phần của nó vẫn còn giá trị.
- Tỷ số P/E đôi khi cũng có hữu ích trong việc định giá cổ phần. Giả định rằng bạn sở hữu một cổ phần của một công ty cổ phần nội bộ mà những cổ phần của nó hiện không được chào bán rộng rãi trên thị trường. Vậy thì giá trị của những cổ phần này sẽ được định giá bằng cách dựa vào tỷ suất P/E của những công ty cổ phần đại chúng có cùng mức sinh lợi, cùng mức rủi ro, cùng các cơ hội tăng trưởng như công ty cổ phần nội bộ của bạn và sau đó bạn sẽ nhận thu nhập trên mỗi cổ phần EPS của công ty bạn với tỷ số P/E có được thì bạn sẽ có kết quả giá thị trường cho cổ phần của công ty mình.

1.2.2.3. *Mô hình định giá tài sản vốn - CAPM*

Một câu hỏi được đặt ra khi ra quyết định đầu tư là: “Nếu đầu tư vào chứng khoán i thì tỷ suất thu nhập kỳ vọng k_i nên là bao nhiêu thì thỏa đáng?”. Đây là một câu hỏi mà các nhà quản trị tài chính trong công ty cũng như các nhà đầu tư trên thị trường vốn đều muốn có câu trả lời xác đáng. Nếu k_i là lợi tức của nhà đầu tư trên thị trường thì đối với các nhà quản lý công ty k_i là phí tổn sử dụng vốn (bỏ qua chi phí giao dịch như chi phí phát hành chứng khoán chẳng hạn). Như vậy k_i trở thành mức sinh lợi tối thiểu của một đồng vốn đầu tư mà các nhà quản lý phải kiếm được để thỏa mãn lợi ích kỳ vọng của các nhà đầu tư đã tài trợ vốn cho hoạt động sản xuất

kinh doanh của công ty mà họ điều hành. Nói cách khác k_i là phí tổn sử dụng vốn cổ phần hay vốn chủ sở hữu của công ty cổ phần.

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM – Capital Asset Pricing Model) đã đưa ra câu trả lời thỏa đáng cho vấn đề nêu trên, và nó đã đánh dấu một bước phát triển mới trong lý thuyết quản trị tài chính, từ đó đã thúc đẩy sự phát triển của các giao dịch chứng khoán góp phần hoàn thiện thị trường tài chính toàn cầu. Theo CAPM, tỷ suất sinh lợi của vốn đầu tư vào cổ phần phụ thuộc vào rủi ro thị trường vốn tại thời điểm đầu tư. Cụ thể, nếu một khoản đầu tư cho vay không rủi ro (mua trái phiếu của Chính phủ chẳng hạn) mang lại cho nhà đầu tư mức lãi suất danh nghĩa không rủi ro là k_{rf} , và tỷ suất thu nhập trung bình trên thị trường chứng khoán là k_m thì khi đầu tư vào chứng khoán i có mức rủi ro thị trường là β thì nhà đầu tư phải kiếm được ít nhất là k_i , với k_i được xác định như công thức dưới đây:

$$k_i = k_{rf} + (k_m - k_{rf})\beta_i$$

và β_i được xác định như sau:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Trong công thức trên, σ_{im} là hiệp phương sai của chứng khoán i và bộ chứng khoán thị trường, σ_m^2 biểu thị độ biến thiên của bộ chứng khoán thị trường. Thông số β biểu thị sự dao động của chứng khoán i so với sự dao động chung của thị trường chứng khoán. Nếu $\beta_i = 1$ có nghĩa là chứng khoán i dao động cùng nhịp với thị trường chứng khoán và chứng khoán i được cho là có độ rủi ro trung bình. Nếu $\beta_i > 1$ thì chứng khoán i có rủi ro cao hơn mức rủi ro trung bình của thị trường, và β_i càng lớn thì rủi ro càng cao và ngược lại. Nếu β_i cao thì tỷ suất thu nhập kỳ vọng của nhà đầu tư mong muốn cũng cao tương ứng để bù đắp cho sự gánh chịu mức rủi ro cao. Nếu công ty không mang lại mức sinh lợi kỳ vọng thỏa đáng cho nhà đầu tư thì họ sẽ thoát khỏi chứng khoán của công ty bằng cách bán chứng khoán ra thị trường thức cấp và kết quả là giá chứng khoán sẽ giảm xuống do cung cao hơn cầu, kéo theo sự sụt giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp và sự gia tăng của tỷ suất sinh lợi cho nhà đầu tư.

1.2.3. Quyết định tài trợ trong công ty cổ phần

Quyết định tài trợ là trong ba quyết định lớn của mọi doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp có thể huy động được những nguồn vốn đáp ứng nhu cầu của mình với chi phí thấp nhất. Chiến lược tài trợ bao gồm:

- Tài trợ ngắn hạn
- Tài trợ dài hạn

1.2.3.1. Tài trợ ngắn hạn

Tài trợ ngắn hạn là những khoản tài trợ có thời hạn dưới một năm, các quyết định tài trợ ngắn hạn thường liên quan đến những tài sản ngắn hạn hay những khoản nợ ngắn hạn, thường thì những quyết định này được thay đổi dễ dàng. Tài trợ ngắn hạn bao gồm những khoản tài trợ do vay mượn và những khoản tài trợ không do vay mượn.

a. Tài trợ ngắn hạn do vay mượn

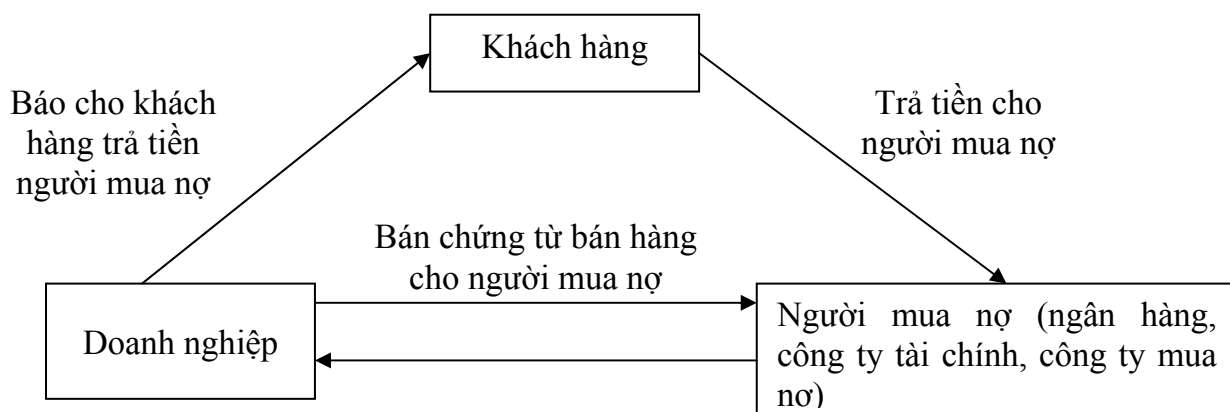
Tài trợ do vay mượn có thể được chia làm hai loại như sau: vay mượn có đảm bảo và vay mượn không có đảm bảo.

- **Tài trợ ngắn hạn có đảm bảo**

Một công ty dễ dàng nhận được các khoản tiền vay cần thiết từ một nhà tài trợ nào đó nếu có tài sản đảm bảo, tài sản thế chấp cho hình thức vay ngắn hạn thường bao gồm các khoản phải thu, giấy hẹn nợ, các loại hàng hóa, các loại chứng khoán. Chúng có thể là các loại cổ phần, những giấy tờ có khả năng chuyển đổi nhanh, các khoản ký quỹ định kỳ, máy móc thiết bị hoặc là sự bảo lãnh của một cá nhân nào đó. Vay thế chấp bằng các khoản phải thu là khoản vay được thế chấp bằng thương phiếu hoặc hối phiếu, ngoài ra công ty cũng có thể mang bán những khoản phải thu này cho ngân hàng, một công ty tài chính hay một công ty mua nợ để tăng nguồn vốn ngắn hạn gọi là “mua nợ”.

Mua nợ là hình thức đã có từ lâu đời và khá phổ biến trên thế giới, tuy nhiên ở Việt Nam hình thức này vẫn chưa được phổ biến lắm. Đây là một cách thức

giúp doanh nghiệp có thể bán những khoản nợ để gia tăng nguồn tài trợ ngắn hạn. Quy trình mua nợ có thể được thể hiện qua sơ đồ sau:



Nhìn chung, tài trợ ngắn hạn có đảm bảo gồm một số hình thức sau:

- Vay có thể chấp bằng các khoản phải thu
- Mua nợ
- Vay thế chấp bằng hàng hóa
- Thẻ chấp thương phiếu
 - *Tài trợ ngắn hạn không đảm bảo*

Các doanh nghiệp có thể nhận được những khoản tiền vay ngắn hạn từ các định chế tài chính mà không cần bất kỳ một điều kiện đảm bảo nào. Các hình thức cho vay ngắn hạn không có đảm bảo chủ yếu là:

- Hạn mức tín dụng
- Hợp đồng tín dụng tuần hoàn
- Tín dụng thư
- Cho vay theo hợp đồng

Hạn mức tín dụng: là một thỏa thuận giữa công ty và ngân hàng mà theo đó, ngân hàng đồng ý tạo sẵn một khoản tín dụng nào đó cho công ty, lãi suất của hình thức cho vay này tính trên tổng giá trị tín dụng mà công ty đã sử dụng và công ty được phép tính khoản lãi này vào chi phí hoạt động.

Hợp đồng tín dụng tuần hoàn: là một công cụ tín dụng do ngân hàng sáng tạo ra để phục vụ cho doanh nghiệp. Nó tương tự như hạn mức tín dụng ngoại trừ những cam kết chính thức và mang tính pháp lý do ngân hàng đưa ra để tài trợ cho doanh nghiệp theo tổng mức tín dụng tối đa đã thỏa thuận. Theo hình thức này công ty có nghĩa vụ trả cho ngân hàng một khoản chi phí sử dụng nguồn quỹ trên toàn bộ hạn mức tín dụng đã thỏa thuận.

Tín dụng thư: đây là hình thức tín dụng do nhà nhập khẩu yêu cầu ngân hàng phục vụ mình lập để cam kết trả tiền cho nhà xuất khẩu. Ngân hàng của nhà nhập khẩu sau khi xem xét đề nghị mở tín dụng thư, nếu chấp thuận sẽ phát hành thư tín dụng cho ngân hàng phục vụ nhà xuất khẩu. Ngân hàng phục vụ nhà xuất khẩu thông báo cho nhà xuất khẩu. Nhà xuất khẩu sau khi xem xét các điều kiện trong tín dụng thư, nếu đồng ý sẽ tiến hành giao hàng và tập hợp chứng từ xuất trình cho ngân hàng phục vụ mình. Ngân hàng phục vụ nhà xuất khẩu sẽ gửi bộ chứng từ cho ngân hàng phục vụ nhà nhập khẩu và yêu cầu thanh toán. Ngân hàng phục vụ nhà nhập khẩu xem xét và gửi chứng từ cho nhà nhập khẩu đòi lấy việc thanh toán hoặc cấp tín dụng.

Tài trợ theo hợp đồng: Theo hình thức này, khi nhận được đơn đặt hàng của khách hàng, doanh nghiệp có thể tiếp xúc với ngân hàng và yêu cầu một khoản tiền để tài trợ cho việc thực hiện hợp đồng. Tỷ lệ lãi suất của các khoản vay không có đảm bảo thường hay thay đổi tùy theo từng công ty và tùy theo ngân hàng, một công ty có uy tín cao sẽ phải trả lãi suất thấp hơn công ty không có danh tiếng. Hình thức này chủ yếu sử dụng cho các công ty nhỏ hoặc các nhà thầu.

b. Tài trợ ngắn hạn không do vay mượn

Nguồn tài trợ ngắn hạn không do vay mượn là những nguồn ngân quỹ phát sinh trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Các nguồn ngân quỹ này bao gồm: các khoản nợ tích lũy, tín dụng thương mại và tiền đặt cọc của khách hàng.

Nợ tích lũy

Các khoản nợ tích lũy bao gồm: lương của công nhân, nợ thuế của chính phủ... Lương của công nhân thường được trả hàng tháng theo chế độ tạm ứng vào giữa mỗi tháng và thanh toán vào đầu tháng sau. giữa hai kỳ trả lương, sổ sách kế toán của doanh nghiệp cho thấy những khoản nợ lương trong kỳ, các khoản nợ tích lũy này tự phát thay đổi cùng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tiền đặt cọc của khách hàng cũng được coi là nguồn tài trợ miễn phí bởi lẽ doanh nghiệp có thể sử dụng mà không phải trả lãi cho đến ngày thanh toán.

Tuy nhiên, các khoản nợ tích lũy là có giới hạn. Bởi vì doanh nghiệp chỉ có thể trì hoãn nộp thuế trong những điều kiện cực kỳ khó khăn về tài chính và phải chịu phạt, hoặc nếu doanh nghiệp chậm trả lương sẽ làm giảm tinh thần làm việc của công nhân.

Tín dụng thương mại

Là hình thức tài trợ thông qua hình thức bán trả chậm của các nhà cung cấp hàng hóa, nguyên liệu để phục vụ cho sản xuất, đây là một nguồn tài trợ quan trọng đối với hầu hết các doanh nghiệp và các công ty thương mại, nó là nguồn tài trợ lớn nhất. Tín dụng thương mại rất linh động về thời hạn thanh toán cũng như điều kiện chiết khấu hay quy mô tài trợ.

Nhu cầu về tài trợ của doanh nghiệp luôn thay đổi theo thời gian mà các nguồn tài trợ dài hạn thì cố định theo thời gian, do đó để đáp ứng nhu cầu về nguồn vốn theo thời gian và sử dụng nguồn vốn có hiệu quả thì các nguồn tài trợ ngắn hạn là tối cần thiết.

1.2.3.2. Tài trợ dài hạn

Tài trợ dài hạn là nguồn cung cấp vốn chủ yếu cho doanh nghiệp hoạt động và đầu tư. Tài trợ dài hạn bao gồm một số nguồn chủ yếu sau: vốn cổ phần thường, cổ phần ưu đãi, lợi nhuận giữ lại, thuê tài chính.

a. Trật tự phân hạn trong tài trợ dài hạn

Theo lý thuyết trật tự phân hạn, Myers cho rằng các doanh nghiệp thích tài trợ nội bộ hơn là tài trợ từ bên ngoài, vì tài trợ nội bộ không phải chịu chi phí phát

hành, các giám đốc sẽ điều chỉnh tỷ lệ chi trả cổ tức để tránh phải bán cổ phần thường ra bên ngoài, tránh việc thay đổi số lượng cổ phần. Nếu cần tài trợ từ bên ngoài thì Myers cho rằng chứng khoán an toàn nhất nên được phát hành trước mà ở đây là trái phiếu, sau đó vốn cổ phần được bán ra bên ngoài là giải pháp cuối cùng.

Khi một thông tin về phát hành cổ phần mới được công bố thì có một sự sụt giảm trong giá cổ phần thường. Bởi vì có sự bất tương xứng về thông tin giữa các giám đốc và các nhà đầu tư, các giám đốc thường hiểu biết về công ty hơn là các nhà đầu tư, họ thường phát hành cổ phiếu khi có giá cao và như vậy các nhà đầu tư cũng hiểu được điều này nên khi có thông tin về phát hành chứng khoán mới thì nhà đầu tư nghĩ ngay đến trường hợp xấu của công ty.

b. Vốn cổ phần thường

Cổ phần thường là một chứng khoán thể hiện quyền sở hữu vĩnh viễn của sở hữu đối với công ty, bởi không có sự dự liệu trước thời gian đáo hạn của nó, ngay cả khi người nắm giữ cổ phần thường mà họ nắm giữ thì họ đã chuyển quyền sở hữu của cá nhân họ đối với công ty, song trái quyền của cổ phần đối với công ty thì không thay đổi. Các cổ đông hưởng cổ tức tùy theo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và quyết định của Hội đồng quản trị về mức trả cổ tức hàng năm.

Nếu một cổ phiếu được phát hành và bán ra công chúng, nó có thể được giao dịch trên thị trường chứng khoán. Nhưng đôi khi các nhà đầu tư có ý định nắm giữ chứng khoán của mình và không quan tâm đến việc liệu họ có bán chúng hay không, trường hợp này việc bán ra công chúng ít có lợi thế và doanh nghiệp thích phương án bán chứng khoán trực tiếp cho các định chế tài chính. Đối với những chứng khoán mới phát hành ra thị trường lần đầu thì rất khó thuyết phục các nhà đầu tư chấp nhận chứng khoán của mình, chính vì thế họ thường tiêu thụ thông qua các đại lý bao tiêu hoặc các cuộc đấu thầu và thường thì các nhà kinh doanh mạo hiểm thích đầu tư vào các loại chứng khoán này.

Khi công ty phát hành bổ sung chứng khoán để huy động thêm vốn thì doanh nghiệp có thể bán trực tiếp trên thị trường chứng khoán hoặc bán cho cổ

đông cũ và thông thường các công ty đều ưu tiên bán chứng khoán bổ sung cho các cổ đông cũ, sự ưu tiên này giúp họ duy trì và giữ vững phần sở hữu của họ đối với công ty theo tỷ lệ hiện hành. Tuy nhiên giá trị cổ phần của cổ đông hiện tại có thể bị giảm xuống nếu công ty phát hành cổ phiếu mới và bán với giá ưu đãi. Quyền ưu tiên mua cổ phần là quyền mà doanh nghiệp cho phép cổ đông có quyền đăng ký mua cổ phần với giá thấp hơn giá trên thị trường theo tỷ lệ phần trăm số cổ phần mà họ đang sở hữu.

Việc phát hành thêm cổ phần sẽ làm gia tăng số lượng cổ phần, dẫn đến cổ tức trên mỗi cổ phần giảm và như vậy làm giảm giá trị doanh nghiệp, do đó cần tính toán cân nhắc trước khi ra quyết định phát hành thêm cổ phần mới.

c. Cổ phần ưu đãi

Cổ phần ưu đãi là loại chứng khoán hợp pháp. Nó vừa có điểm giống cổ phần thường lại vừa có điểm giống trái phiếu. Cụ thể:

Giống cổ phần thường: cổ phần ưu đãi không có kỳ hạn thanh toán cuối cùng, nhưng trong nhiều trường hợp doanh nghiệp đồng ý dành ra khoản tiền mỗi năm để mua lại cổ phần. Nếu doanh nghiệp bị phá sản các cổ đông ưu đãi sẽ xếp hàng sau trái chủ nhưng trước các cổ đông thường.

Giống trái phiếu: hầu hết các cổ phần ưu đãi đều ghi rõ tỷ lệ phần trăm cổ tức cổ phần tính theo mệnh giá trên mỗi cổ phần. Lợi tức cổ phần mang tính lũy kế, nếu năm trước chưa trả thì sẽ được bảo lưu và chuyển sang năm sau. Các thành viên của Hội đồng quản trị cũng biết rằng việc không chi trả cổ tức sẽ làm cho công ty mang tiếng xấu đối với nhà đầu tư.

Các cổ đông ưu đãi có quyền biểu quyết rất hạn chế. Tuy nhiên phải có sự chấp thuận của các cổ đông ưu đãi đối với bất kỳ vấn đề nào ảnh hưởng đến sự an toàn của trái quyền của họ và hầu hết các phát hành cũng cung cấp cho các cổ đông một quyền biểu quyết nào đó nếu cổ tức ưu đãi bị bỏ qua.

Cổ phần ưu đãi có lợi thế thuế quan trọng. Nếu một doanh nghiệp cổ phần mua cổ phần của một doanh nghiệp khác chỉ có 30% cổ tức nhận được bị coi là thu nhập chịu thuế. Quy định này áp dụng cho cổ tức thường, cũng như cổ tức ưu đãi

nhưng cổ phần ưu đãi có lãi suất cổ tức cao hơn hầu hết cổ phần thường và trái phiếu. Một bất lợi về thuế đối với cổ phần ưu đãi là cổ tức của cổ phần ưu đãi được tính sau thuế và không được hưởng tầm lá chắn thuế như lãi trái phiếu. Đây là trở ngại cho doanh nghiệp trong việc phát hành cổ phần ưu đãi.

Có những doanh nghiệp sử dụng cách sao để được hưởng lợi ích từ tầm lá chắn thuế trong việc phát hành cổ phần ưu đãi, doanh nghiệp lập một công ty con chuyên về phát hành cổ phần ưu đãi ở những nước có ưu đãi về thuế, sau đó công ty con này dùng số tiền thu được mua trái phiếu của công ty mẹ và lúc này công ty mẹ được khấu trừ thuế từ khoản vốn vay.

Cổ phần ưu đãi có thể được thu hồi theo những cách sau: Mua lại cổ phần ưu đãi, điều khoản hoàn trái, chuyển đổi thành cổ phần thường.

d. Lợi nhuận giữ lại

Lợi nhuận giữ lại là nguồn tài trợ quan trọng cho quá trình đầu tư và phát triển của doanh nghiệp vì sử dụng nguồn này doanh nghiệp không mất chi phí phát hành như trong trường hợp phát hành chứng khoán mới, phần lớn nguồn này được sử dụng để tái đầu tư.

Vấn đề đặt ra cho các giám đốc tài chính nên giữ lại lợi nhuận là bao nhiêu cho hợp lý để duy trì tốc độ tăng trưởng của công ty. Hầu hết các công ty đều rất quan tâm đến chính sách cổ tức mà họ đưa ra vì nó ảnh hưởng đến sự tín nhiệm của cổ đông dành cho họ, vì thế họ thường duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tương đối ổn định qua các năm. Đây cũng là lý do tại sao các doanh nghiệp phát triển thường duy trì mức chi trả cổ tức tương đối thấp hơn so với các doanh nghiệp khác, và những doanh nghiệp này cũng thường ít sử dụng nợ vay vì họ giữ phần lớn lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư. Việc duy trì cổ tức có thể được thực hiện theo 2 cách:

Trước tiên, doanh nghiệp có thể giữ lại lợi nhuận với tỷ lệ khá cao trong những năm có nhu cầu vốn cao. Nếu công ty tiếp tục tăng trưởng, thì các giám đốc có thể thực hiện tiếp chiến lược này mà không cần phải giảm cổ tức.

Thứ hai, doanh nghiệp có thể vay vốn cho nhu cầu vốn mà mình cần và do đó tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần lên một cách tạm thời để tránh trường hợp giảm cổ tức.

Do chi phí sử dụng vốn vay dài hạn thấp hơn một số lượng lớn các nguồn vay dài hạn nên vốn vay dài hạn có khuynh hướng được huy động với số lượng đáng kể. Nếu doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư trong suốt năm nào đó thì chính sách vay nợ sẽ thích hợp hơn so cách giảm cổ tức. Doanh nghiệp cũng cần phải giữ lại lợi nhuận trong những năm sắp tới để đẩy tỷ số nợ trên vốn cổ phần lại về mức thích hợp. Cuối cùng, một doanh nghiệp có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng trong nhiều năm có thể bị buộc phải cắt giảm cổ tức hoặc bán cổ phần mới nhằm thỏa mãn nhu cầu tài trợ và duy trì cấu trúc vốn tối ưu.

e. Thuê tài chính

Là hình thức huy động vốn mà ở đó doanh nghiệp sẽ ký kết hợp đồng với công ty cho thuê tài chính về việc thuê một loại tài sản mà doanh nghiệp chọn. Khi đó, công ty cho thuê tài chính sẽ mua tài sản từ các nhà sản xuất và chuyển giao cho doanh nghiệp, các doanh nghiệp không được phép huỷ ngang hợp đồng và phải trả nợ gốc và lãi định kỳ cho công ty thuê tài chính. Các doanh nghiệp phải tự bảo trì máy móc nếu có hư hỏng, khi hết hạn hợp đồng, các doanh nghiệp có thể trả lại tài sản hoặc mua lại để tiếp tục sử dụng (thông thường thì họ được ưu tiên tiếp tục mua hoặc thuê lại).

1.2.4. Các chỉ tiêu tài chính – đánh giá tình hình tài chính và hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty cổ phần

1.2.4.1. Tỷ số thanh toán

a. Tỷ số thanh toán hiện hành

Một trong những thước đo khả năng thanh toán của một công ty được sử dụng rộng rãi nhất là khả năng thanh toán hiện hành.

$$\text{Tỷ số thanh toán hiện hành } R_c = \frac{\text{Tài sản lưu động}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

- Tài sản lưu động bao gồm các khoản vốn bằng tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn, các khoản phải thu, hàng tồn kho và tài sản lưu động khác.

- Nợ ngắn hạn là các khoản nợ phải trả trong năm bao gồm: vay ngắn hạn, vay dài hạn đến hạn trả và các khoản phải trả khác.

Tỷ suất R_c cho thấy công ty có bao nhiêu tài sản có thể chuyển đổi thành tiền mặt để đảm bảo thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Tỷ số này đo lường khả năng trả nợ của công ty.

Nếu tỷ số thanh toán hiện hành giảm cho thấy khả năng thanh toán giảm và cũng là dấu hiệu báo trước những khó khăn về tài chính sẽ xảy ra.

Nếu tỷ số thanh toán hiện hành cao điều đó có nghĩa là công ty luôn sẵn sàng thanh toán các khoản nợ. Tuy nhiên nếu tỷ số thanh toán hiện hành quá cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động vì công ty đã đầu tư quá nhiều vào tài sản lưu động hay nói cách khác việc quản lý tài sản lưu động không hiệu quả (ví dụ: có quá nhiều tiền mặt nhàn rỗi, nợ phải đòi, hàng tồn kho ứ đọng). Một công ty nếu dự trữ quá nhiều hàng tồn kho thì sẽ có tỷ số thanh toán hiện hành cao, mà ta đã biết là hàng tồn kho là tài sản khó hoán chuyển thành tiền, nhất là hàng tồn kho ứ đọng, kém phẩm chất. Vì thế, trong nhiều trường hợp, tỷ suất thanh toán hiện hành không phản ánh chính xác khả năng thanh toán của công ty.

b. Tỷ số thanh toán nhanh

Tỷ số thanh toán nhanh được tính toán dựa trên những tài sản lưu động có thể nhanh chóng chuyển đổi thành tiền, đôi khi chúng được gọi là “Tài sản có tính thanh khoản”, “Tài sản có tính thanh khoản” bao gồm tất cả tài sản lưu động trừ hàng tồn kho.

$$\text{Tỷ số thanh toán hiện hành } R_q = \frac{\text{Tài sản lưu động} - \text{hàng tồn kho}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Tỷ số này cho thấy khả năng thanh toán thực sự của một công ty.

1.2.4.2. Tỷ số hoạt động

Các tỷ số hoạt động đo lường hoạt động kinh doanh của một công ty. Để nâng cao tỷ số hoạt động, các nhà quản trị phải biết là những tài sản chưa dùng hoặc không dùng không tạo ra thu nhập vì thế công ty cần phải biết cách sử dụng chúng

nó hiệu quả hoặc loại bỏ chúng đi. Tỷ số hoạt động đôi khi còn gọi là tỷ số hiệu quả hoặc tỷ số luân chuyển.

a. Số vòng quay các khoản phải thu

Các khoản phải thu là những hóa đơn bán hàng chưa thu tiền về do công ty thực hiện chính sách bán chịu và các khoản tạm ứng chưa thanh toán, khoản trả trước cho người bán...

Số vòng quay các khoản phải thu được sử dụng để xem xét cẩn thận việc thanh toán các khoản phải thu v.v.. Khi khách hàng thanh toán tất cả các hóa đơn của họ, lúc đó các khoản phải thu quay được một vòng.

$$\text{Vòng quay các khoản phải thu} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Số dư các khoản phải thu}}$$

Số vòng quay các khoản phải thu hoặc kỳ thu tiền bình quân cao hay thấp phụ thuộc vào chính sách bán chịu của công ty. Nếu số vòng quay thấp thì hiệu quả sử dụng vốn kém do vốn bị chiếm dụng nhiều. Nhưng nếu số vòng quay các khoản phải thu cao quá thì sẽ giảm sức cạnh tranh dẫn đến giảm doanh thu.

Khi phân tích tỷ số này, ngoài việc so sánh giữa các năm, so sánh với các công ty cùng ngành, công ty cần xem xét kỹ lưỡng từng khoản phải thu để phát hiện những khoản nợ đã quá hạn trả và có biện pháp xử lý.

b. Số vòng quay hàng tồn kho

Số vòng quay hàng tồn kho là một tiêu chuẩn đánh giá công ty sử dụng hàng tồn kho của mình hiệu quả như thế nào.

$$\text{Vòng quay hàng tồn kho} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Hàng tồn kho bình quân}}$$

Số vòng luân chuyển hàng tồn kho cao hay thấp tùy thuộc vào đặc điểm ngành kinh doanh.

c. Hiệu suất sử dụng tài sản cố định

Tỷ số này nói lên một đồng tài sản cố định tạo ra được bao nhiêu đồng doanh thu. Qua đó đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản cố định ở công ty.

$$\text{Hiệu suất sử dụng tài sản cố định} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Nguyên giá tài sản cố định bình quân}}$$

d. Hiệu suất sử dụng toàn bộ tài sản

Hiệu suất sử dụng toàn bộ tài sản đo lường một đồng tài sản tham gia vào quá trình sản xuất kinh doanh sẽ tạo ra bao nhiêu đồng doanh thu.

$$\text{Hiệu suất sử dụng toàn bộ tài sản cố định} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Toàn bộ tài sản}}$$

e. Hiệu suất sử dụng vốn cổ phần

Hiệu suất sử dụng vốn cổ phần là chỉ tiêu rất hữu ích trong việc phân tích khía cạnh tài chính của công ty. Hiệu suất sử dụng vốn cổ phần đo lường mối quan hệ giữa doanh thu và vốn cổ phần.

$$\text{Hiệu suất sử dụng vốn cổ phần} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Vốn cổ phần}}$$

Kết luận: Các tỷ số hoạt động vừa nêu chỉ phản ánh tình hình hoạt động của công ty trong một kỳ như thế nào, không thể hiện hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty bởi vì các tỷ số hoạt động được tính dựa trên doanh thu bán hàng mà doanh thu thì chứa đựng hi phí mà công ty đã chi ra để sản xuất và cung cấp hàng hóa và dịch vụ cho khách hàng và đôi khi công ty chưa thu đủ lượng chi phí đã chi ra tức là công ty chưa đạt điểm hòa vốn hay bị lỗ. Do đó, để nhận thức về hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty nhất thiết các tỷ số sinh lợi phải được quan sát.

1.2.4.3. Tỷ số đòn bẩy tài chính

Tỷ số đòn bẩy tài chính đánh giá mức độ mà một công ty tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình bằng vốn vay. Khi một công ty vay tiền, công ty luôn phải thực hiện một chuỗi thanh toán cố định. Vì các cổ đông chỉ nhận được những gì còn lại sau khi chi trả cho chủ nợ, nợ vay được xem như là tạo ra đòn bẩy. Trong thời kỳ khó khăn, các công ty có đòn bẩy tài chính cao có khả năng không trả được nợ. Vì thế khi công ty muốn vay tiền, ngân hàng sẽ đánh giá tình hình vay nợ, việc duy trì hạn mức tín dụng của công ty.

Các nhà cung cấp tín dụng căn cứ vào tỷ số đòn bẩy tài chính để ấn định mức lãi suất cho vay đối với công ty (vì công ty càng có nhiều nợ vay, rủi ro về mặt tài chính càng lớn). Ở các nước phát triển, người ta đánh giá được rủi ro này (β) và tính vào lãi suất cho vay. Điều đó có nghĩa là công ty càng vay nhiều thì lãi suất càng cao.

Đối với công ty, tỷ số đòn bẩy tài chính sẽ giúp nhà quản trị tài chính lựa chọn cấu trúc vốn hợp lý nhất cho công ty mình. Qua tỷ số đòn bẩy tài chính nhà đầu tư thấy được rủi ro về tài chính của công ty từ đó dẫn đến quyết định đầu tư của mình.

a. Tỷ số nợ trên tài sản

Tỷ số này cho thấy bao nhiêu phần trăm tài sản của công ty được tài trợ bằng vốn vay.

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

- Tổng nợ bao gồm toàn bộ khoản nợ ngắn hạn và dài hạn tại thời điểm lập báo cáo tài chính gồm: các khoản phải trả vay ngắn hạn, nợ dài hạn do đi vay hay phát hành trái phiếu dài hạn.
- Tổng tài sản: toàn bộ tài sản của công ty tại thời điểm lập báo cáo.

b. Tỷ số nợ trên vốn cổ phần

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

c. Tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần

Một tỷ số khác cũng được sử dụng đến để tính toán mức độ đi vay (rủi ro về tài chính) mà công ty đang gánh chịu đó là tỷ số tổng tài sản trên vốn cổ phần.

$$\text{Tổng tài sản trên vốn cổ phần} = \frac{\text{Toàn bộ tài sản}}{\text{Vốn cổ phần}}$$

d. Khả năng thanh toán lãi vay

Lãi vay hàng năm là chi phí tài chính cố định và chúng ta muốn biết công ty sẵn sàng trả lãi đến mức nào. Cụ thể hơn chúng ta muốn biết rằng liệu số vốn đi vay có thể sử dụng tốt đến mức nào, có thể đem lại khoản lợi nhuận bao nhiêu và đủ bù đắp lãi vay hay không. Tỷ số này dùng để đo mức độ mà lợi nhuận phát sinh do sử dụng vốn để đảm bảo trả lãi vay hàng năm như thế nào. Nếu công ty quá yếu về mặt này, các chủ nợ có thể đi đến kiện tụng và tuyên bố phá sản.

$$\text{Khả năng thanh toán lãi vay} = \frac{\text{Lãi trước thuế và lãi vay}}{\text{Lãi vay}}$$

Trong công thức trên, phân tử số phản ánh số tiền mà công ty có thể được sử dụng để trả lãi vay trong năm. Ở đây phải lấy tổng số lợi nhuận trước thuế và lãi vay vì lãi vay được tính vào chi phí trước khi tính thuế thu nhập. Phần mẫu số là lãi vay, bao gồm tiền lãi trả cho các khoản vay ngắn và dài hạn kể cả lãi do phát hành trái phiếu.

1.2.4.4. Tỷ số sinh lợi

Tỷ số sinh lợi đo lường thu nhập của công ty với các nhân tố khác tạo ra lợi nhuận như doanh thu, tổng tài sản, vốn cổ phần.

a. Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (PM)

Chỉ tiêu này nói lên một đồng doanh thu tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận.

$$\text{Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

b. Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản

Chỉ tiêu này đo lường khả năng sinh lợi trên một đồng vốn đầu tư vào công ty.

$$\text{Tổng tài sản trên vốn cổ phần} = \frac{\text{Toàn bộ tài sản}}{\text{Vốn cổ phần}} \times 100$$

c. Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần (ROE)

Đây là chỉ tiêu mà nhà đầu tư rất quan tâm vì nó cho thấy khả năng tạo lãi của một đồng vốn họ bỏ ra để đầu tư vào công ty.

$$\text{Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn cổ phần}} \times 100$$

Sự khác nhau giữa tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần là do công ty sử dụng vốn vay. Nếu công ty không có vốn vay thì hai tỷ số này sẽ bằng nhau.

1.2.4.5. Tỷ số giá thị trường

Các nhà đầu tư cổ phần đặc biệt quan tâm đến vài giá trị mà có ảnh hưởng mạnh đến giá thị trường của cổ phần như:

a. Thu nhập mỗi cổ phần

Thu nhập mỗi cổ phần là một yếu tố quan trọng nhất, quyết định giá trị của cổ phần bởi vì nó đo lường sức thu nhập chứa đựng trong một cổ phần hay nói cách khác nó thể hiện thu nhập mà nhà đầu tư có được do mua cổ phần.

$$\text{Thu nhập mỗi cổ phần} = \frac{\text{Thu nhập ròng của cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phần thường}}$$

Thu nhập ròng của cổ đông thường được tính bằng cách lấy lãi ròng trừ đi tiền lãi của cổ phần ưu đãi.

b. Tỷ lệ chi trả cổ tức

$$\text{Tỷ lệ chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần}}$$

$$\text{Thu nhập mỗi cổ phần} = \frac{\text{Tổng cổ tức}}{\text{Số lượng cổ phần thường}}$$

Chỉ tiêu tỷ lệ chi trả cổ tức nói lên công ty chi trả phần lớn thu nhập cho cổ đông hay giữ lại để tái đầu tư. Đây là một nhân tố quyết định đến giá trị thị trường của cổ phần.

c. Tỷ số giá thị trường trên thu nhập

$$\text{Tỷ số giá thị trường trên thu nhập} = \frac{\text{Giá thị trường mỗi cổ phần}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần}}$$

Đây cũng là chỉ tiêu mà nhà đầu tư rất quan tâm vì nó thể hiện giá cổ phần đắt hay rẻ so với thu nhập.

d. Tỷ suất cổ tức

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức mỗi cổ phần}}{\text{Giá thị trường mỗi cổ phần}}$$

Như ta đã biết, thu nhập của nhà đầu tư gồm hai phần: cổ tức và chênh lệch giá do chuyển nhượng cổ phần. Nếu tỷ suất cổ tức của một cổ phần thấp điều đó chưa hẳn là xấu bởi vì nhà đầu tư có thể chấp nhận tỷ lệ chi trả cổ tức thấp để dành phần lớn lợi nhuận để tái đầu tư. Họ mong đợi một tăng trưởng nhanh trong cổ tức và hưởng được sự chênh lệch lớn của giá cổ phần.

e. Tỷ số giá thị trường/giá trị kế toán

$$\text{Tỷ số giá thị trường/giá trị kế toán} = \frac{\text{Giá trị thị trường mỗi cổ phần}}{\text{Giá trị kế toán mỗi cổ phần}}$$

Giá trị của tỷ số này càng cao thể hiện uy tín và danh tiếng của công ty trên thị trường càng cao.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Tổng kết chương 1, luận văn đã đi sâu nghiên cứu những vấn đề lý luận về công ty cổ phần, hoạt động quản trị tài chính trên các giác độ về định giá cổ phiếu công ty, hoạt động tài trợ, vấn đề quản lý, khai thác và sử dụng vốn, các chỉ tiêu đánh giá kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh... Từ đó làm cơ sở và tiền đề cho việc phân tích và đánh giá thực tiễn hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong chương tiếp theo.

CHƯƠNG 2

THỰC TIỄN HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

2.1. Thực tiễn hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

2.1.1. *Quá trình hình thành và phát triển các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam nói chung và tại thành phố Hồ Chí Minh nói riêng*

Sự ra đời và phát triển các công ty cổ phần tại Việt Nam là một quá trình phát triển tất yếu khách quan trong quá trình phát triển kinh tế - xã hội của Việt Nam, với chủ trương cải cách kinh tế của Đảng và Nhà nước là phát triển kinh tế hàng hóa nhiều thành phần.

Để tạo tiền đề, hành lang pháp lý cho các thành phần kinh tế hoạt động, năm 1990 Luật công ty, Luật doanh nghiệp tư nhân đã được ban hành. Với luật công ty trong đó lần đầu tiên loại hình doanh nghiệp dưới hình thức công ty cổ phần với việc phát hành cổ phiếu, trái phiếu được đề cập đến đã đánh dấu một bước ngoặt quan trọng trong quá trình đổi mới nền kinh tế, chuyển sang nền kinh tế nhiều thành phần vận hành theo cơ chế thị trường. Cùng với thời gian, Luật doanh nghiệp ra đời và có hiệu lực thi hành ngày 01/01/2000, thay thế Luật công ty và Luật doanh nghiệp tư nhân, đã đưa ra những quy định thông thoáng hơn tạo điều kiện thuận lợi cho việc thành lập và hoạt động của các loại hình công ty nói chung, công ty cổ phần nói riêng.

Bên cạnh đó, chủ trương của Đảng và Nhà nước là quá trình chuyển đổi cơ cấu sở hữu trong nền kinh tế một thành phần - kinh tế bao cấp sang kinh tế nhiều thành phần - kinh tế thị trường thì quá trình cổ phần hóa một bộ phận doanh nghiệp Nhà nước là một xu hướng tất yếu.

So với thế giới các công ty cổ phần ở Việt Nam ra đời muộn hơn và còn rất non trẻ, công ty cổ phần ở Việt Nam mới chỉ ra đời trong vòng hơn 10 năm trở lại đây

cùng với chủ trương cổ phần hóa và việc ban hành Luật công ty, sau này là Luật doanh nghiệp. Đến cuối năm 1998, cả nước chỉ có vài trăm công ty cổ phần đi vào hoạt động với số vốn chưa đáng kể, trong đó phần lớn là các công ty cổ phần được thành lập mới theo Luật công ty, còn lại một số ít là công ty cổ phần được hình thành từ quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước. Nhìn chung đến thời điểm đó, hoạt động của công ty cổ phần trong nền kinh tế Việt Nam chưa có gì nổi bật. Thị trường chứng khoán chưa ra đời nên cũng chưa xuất hiện công ty cổ phần niêm yết.

Thực tế, số lượng công ty cổ phần Việt Nam tăng lên đáng kể từ sau khi Luật doanh nghiệp được ban hành ngày 26/06/1999 với nhiều sửa đổi bổ sung, và Nghị định 44/1998/NĐ-CP về việc chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần nhằm tháo gỡ những vướng mắc, đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa. Theo số liệu thống kê, số lượng công ty cổ phần tại Việt Nam tính đến ngày 01/07/2002 là 1989 công ty, chiếm 4% số doanh nghiệp ở Việt Nam, trong đó công ty cổ phần có vốn Nhà nước là 714 công ty và công ty cổ phần không có vốn Nhà nước là 1275 công ty.

Cùng với quá trình phát triển của các công ty cổ phần, thị trường chứng khoán Việt Nam ra đời vào tháng 07/2000 đã tạo cơ hội phát triển cho công ty cổ phần. Các văn bản pháp quy liên quan đến hoạt động của thị trường chứng khoán, hoạt động niêm yết chứng khoán, công bố thông tin, phát hành, mua bán cổ phần, trái phiếu... đã tạo nền tảng pháp lý cho việc vận hành thị trường chứng khoán và cho các công ty cổ phần nội bộ, doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa phát triển thành công ty cổ phần niêm yết.

2.1.2. Tình hình kết quả hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

Tình hình kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua được thể hiện trên một số mặt sau:

- **Doanh thu, lợi nhuận**

Bảng 1: Doanh thu của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh qua các năm

Đơn vị tính: Triệu đồng

STT	Tên công ty	Ký hiệu công ty	2001	2002	2003
1	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	BBT	79.072	71.264	60.844
2	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	41.842	59.170	35.858
3	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	236.239	241.505	312.925
4	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD	418.965	500.435	553.334
5	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	104.698	152.815	169.534
6	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	311.848	411.808	372.227
7	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu Savimex	SAV	163.457	200.088	288.205
8	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	10.509	12.151	10.880
9	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	68.261	77.984	118.614
10	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	166.849	185.867	217.675
11	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	75.423	84.495	97.397
12	Công ty cổ phần viễn thông VTC	VTC	26.573	51.319	59.977
13	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	PMS	69.994	67.212	85.598

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn*

Bảng 2: Lợi nhuận của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh qua các năm

Đơn vị tính: Triệu đồng

STT	Tên công ty	Ký hiệu	2001	2002	2003
1	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	BBT	17.867	14.715	11.874
2	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	1.839	525	(1.782)
3	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	13.529	14.338	14.496
4	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD	85.909	96.631	74.005
5	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	4.178	6.020	7.186
6	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	44.934	34.302	39.021
7	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu Savimex	SAV	8.778	14.673	16.481
8	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	1.557	2.513	1.939
9	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	9.398	10.991	11.846
10	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	10.991	8.672	19.088
11	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	3.625	5.241	4.373
12	Công ty cổ phần viễn thông VTC	VTC	4.624	7.944	10.454
13	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	PMS	5.290	5.268	4.470

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmcstc.org.vn*

Bảng 3: Tốc độ tăng doanh thu, lợi nhuận của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

STT	Tên công ty	Ký hiệu	Doanh thu		Lợi nhuận	
			02/01	03/02	02/01	03/02
1	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	BBT	(9,87)%	(14,62)%	(17,64)%	(19,31)%
2	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	41,41 %	(39,40)%	(71,45)%	(439,43)%
3	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	2,23 %	29,57 %	5,98 %	1,10 %
4	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD	19,45 %	10,57 %	12,48 %	(23,41)%
5	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	45,96 %	10,94 %	44,09 %	19,37 %
6	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	32,05 %	(9,61)%	(23,66)%	13,76 %
7	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế - xuất nhập khẩu Savimex	SAV	22,41 %	44,04 %	67,16 %	12,32 %
8	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	15,62 %	(10,46)%	61,40 %	(22,84)%
9	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	14,24 %	52,10 %	16,95 %	7,78 %
10	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	11,40 %	17,11 %	(21,10)%	120,11 %
11	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	12,03 %	15,27 %	44,58 %	(16,56)%
12	Công ty cổ phần viễn thông VTC	VTC	93,12 %	16,87 %	71,80 %	31,60 %
13	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	PMS	-3,97%	27,36%	-0,42%	-15,15%

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn*

Đánh giá

- Nhìn chung kết quả kinh doanh của các công ty từ năm 2001 đến năm 2003 rất khả quan, trừ công ty cơ khí và xây dựng Bình Triệu bị lỗ 1.782 triệu đồng trong năm 2003, tất cả các công ty còn lại đều có lãi cao. Năm 2002 doanh thu của các công ty phần lớn đều tăng so với năm 2001. Tuy nhiên sang năm 2003 doanh thu của một số công ty lại giảm so với năm 2002 (4 công ty), bên cạnh đó một số công ty lại có tốc độ tăng doanh số rất cao như GIL tăng 29,57%, SAV tăng 44,04%, TMS tăng 52,10%.
- Năm 2002, các công ty đa số đều có doanh thu tăng so với năm 2001 với tỷ trọng cao nhưng số lượng công ty có lợi nhuận giảm lại khá nhiều, chứng tỏ tình hình quản lý chi phí sản xuất kinh doanh của các công ty gặp khó khăn, một số công ty có doanh thu tăng đáng kể nhưng lợi nhuận giảm là REE, TRI, BTC. Các công ty có lợi nhuận tăng cao trong năm 2002 là KHA, SAV, SGH, TS4, VTC.
- Năm 2003, số lượng công ty có lợi nhuận giảm so với 2002 tăng lên khá nhiều, các công ty có lợi nhuận giảm xuống như BBT, GMD, SGH, TS4, BTC, PMS trong đó TS4, SGH vốn là những công ty có lợi nhuận tăng cao trong năm 2002. Một số công ty lợi nhuận có khuynh hướng biến động ngược chiều với doanh thu. Điển hình là các công ty GMD, TS4, PMS. Năm 2003 doanh thu của các công ty này tăng so với 2002 nhưng lợi nhuận lại giảm. Có công ty có tỷ lệ doanh thu giảm nhưng lợi nhuận lại tăng như REE. Đối với trường hợp doanh thu tăng, lợi nhuận giảm của các công ty có thể lý giải tình trạng này là do các công ty sau cổ phần hóa đã tăng cường mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh hay đổi mới lĩnh vực hoạt động. Do các dự án mới đi vào hoạt động, công suất huy động còn thấp nên hiệu quả sử dụng vốn giảm. Còn đối với trường hợp doanh thu giảm nhưng lợi nhuận vẫn tăng chứng tỏ công tác quản lý chi phí của công ty rất hiệu quả.

2.2. Phân tích tình hình tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

Báo cáo tài chính là thông tin quan trọng kịp thời về những hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Các báo cáo tài chính có thể giúp các nhà quản trị tài chính giữ được các định hướng quản lý có tính liên tục và đồng thời cũng giúp họ vượt qua những khó khăn để đạt đến sự thành công trên thương trường. Phân tích báo cáo tài chính không phải là sự đưa ra thông tin sẵn có từ các báo cáo gốc, trái lại, nó truyền đạt thông tin một cách dễ hiểu và rất hữu ích đối với việc đề ra quyết định đầu tư.

2.2.1. Khả năng thanh toán

Tỷ số thanh toán hiện hành và tỷ số thanh toán nhanh đo lường khả năng thanh toán của một công ty trong kỳ. Tỷ số này nếu được duy trì ở một mức độ hợp lý (không quá cao hoặc quá thấp) sẽ giúp công ty luôn giữ vững vị thế thanh toán của mình đối với các khoản nợ ngắn hạn.

Bảng 4: Các tỷ số thanh toán

STT	Tên công ty	Ký hiệu	2001		2002		2003	
			R _C	R _Q	R _C	R _Q	R _C	R _Q
1	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	BBT	5,11	4,76	4,76	4,16	2,17	1,11
2	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	1,40	0,76	1,40	0,50	1,38	0,63
3	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	1,68	1,23	1,11	0,88	0,95	0,66
4	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD	1,98	1,98	2,32	2,32	2,83	2,83
5	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	0,85	0,45	1,07	0,56	1,07	0,38
6	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	2,62	1,58	1,67	0,80	1,78	1,16
7	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế - XNK Savimex	SAV	1,22	0,61	1,31	0,63	1,21	0,51
8	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	4,53	4,44	4,69	4,64	5,09	5,01
9	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	0,77	0,77	0,87	0,87	0,91	0,90
10	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	2,04	1,59	1,89	1,43	1,77	1,47
11	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	2,68	2,45	1,69	1,51	1,51	1,25
12	Công ty cổ phần viễn thông VTC	VTC	2,32	1,44	2,87	1,90	2,23	1,56
13	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	PMS	2,20	1,72	2,11	1,58	2,32	1,48

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmcstc.org.vn

Ghi chú: R_C : tỷ số thanh toán hiện hành

R_Q : tỷ số thanh toán nhanh

Nhận xét

Theo đánh giá của các chuyên gia tài chính, tỷ số thanh toán hiện hành R_C của doanh nghiệp tối thiểu phải bằng 2 và tỷ số thanh toán nhanh nên là 1. Tuy nhiên, để đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp, tỷ số này cần được so sánh với số trung bình ngành. Trong một số ngành, R_C có thể thấp hơn 2, ngược lại một số ngành khác R_C cần thiết phải lớn hơn 2 vì do chu kỳ hoạt động của các ngành khác nhau thì dài ngắn khác nhau (chu kỳ hoạt động ngắn thì R_C càng thấp). Nhìn vào bảng số liệu ta thấy rằng các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh duy trì khả năng thanh toán ở mức tương đối an toàn, một số công ty duy trì tỷ số thanh toán cao như công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết – BBT, công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn – SGH. Bên cạnh đó cũng có công ty có tỷ số thanh toán tương đối thấp như công ty cổ phần kinh doanh XNK Bình Thanh – GIL, công ty cổ phần XNK Khánh Hội – KHA, công ty cổ phần Transimex Sài Gòn – TMS,... Thông thường các tỷ số thanh toán càng cao thì khả năng thanh toán nợ lưu động của công ty càng cao nhưng nếu các tỷ số thanh toán quá cao sẽ làm giảm hiệu quả sử dụng vốn lưu động nói riêng và vốn sản xuất kinh doanh nói chung.

2.2.2. Tình hình quản lý và sử dụng tài sản

Các tỷ số hoạt động đo lường hoạt động kinh doanh của một công ty. Biết cách sử dụng có hiệu quả các loại tài sản hiện hữu của công ty (chẳng hạn loại bỏ hay thay thế những tài sản khi sử dụng không có hiệu quả kinh tế cao, hoặc không còn hữu dụng) sẽ nâng cao tỷ số hoạt động này trong công tác quản trị tài chính.

Bảng 5: Các tỷ số hoạt động

STT	Tên công ty	2001				2002				2003			
		IT	ACP	FAT	TAT	IT	ACP	FAT	TAT	IT	ACP	FAT	TAT
1	Cty CP Bông Bạch Tuyết	13,9	73,2	22,36	0,90	11,0	78,48	1,39	0,70	4,25	43,64	0,66	0,50
2	Cty CP Ckhí & XD Bình Triệu	2,4	163,5	7,74	0,95	2,6	43,60	11,81	1,45	2,25	100,06	9,13	1,08
3	Cty CP SX KD XNK BThạnh	18,8	37,2	18,05	3,96	17,8	64,62	8,62	2,59	14,69	51,41	6,61	2,68
4	Cty CP Đly liên hiệp vận chuyển	-	117,4	3,32	0,98		94,75	3,49	1,12	-	87,69	2,49	1,08
5	Cty CP XNK Khánh Hội	9,8	37,1	2,79	1,74	8,4	43,40	3,97	1,99	3,54	103,10	4,69	1,54
6	Cty CP cơ điện lạnh	3,9	81,1	2,23	0,92	4,0	58,25	1,55	0,89	5,70	87,50	1,28	0,78
7	Cty CP hợp tác KT-XNK Savimex	4,1	61,2	4,62	1,43	2,8	78,41	5,92	1,15	2,48	86,47	6,40	1,18
8	Cty CP khách sạn Sài Gòn	87,6	61,1	0,63	0,46	115,7	74,26	0,80	0,50	85,00	103,60	0,66	0,45
9	Cty CP Transimex-Saigon	910,1	19,3	1,51	1,03	672,3	56,69	1,25	0,79	344,81	14,60	1,89	1,22
10	Cty CP nước giải khát Sài Gòn	12,9	83,7	5,85	1,92	11,9	87,48	11,32	2,31	13,93	74,25	5,99	1,71
11	Cty CP thủy sản số 4	43,7	8,3	15,33	2,98	23,8	15,34	12,15	2,12	14,82	24,64	12,67	2,12
12	Cty CP viễn thông VTC	2,4	181,2	5,65	0,79	4,0	50,21	2,78	5,95	5,26	39,18	3,33	5,04
13	Cty CP cơ khí xăng dầu	9,0	99,9	4,50	1,37	6,3	142,29	5,12	1,21	5,86	96,90	6,93	1,62

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmcstc.org.vn*

*Ghi chú: IT: Số vòng quay hàng tồn kho
ACP: Độ dài kỳ thu nợ trung bình
FAT: Hiệu suất sử dụng tài sản cố định
TAT: Hiệu suất sử dụng toàn bộ tài sản*

Nhận xét

Nhìn chung các tỷ số hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian từ năm 2001 đến 2003 biến động theo chiều hướng xấu, số vòng quay hàng tồn kho các công ty trung bình giảm qua các năm. Trong khi đó độ dài kỳ thu nợ trung bình lại có xu hướng tăng, hoặc không được cải thiện đáng kể. Điều này thể hiện các công ty chưa sử dụng hiệu quả hàng tồn kho, làm cho số vòng luân chuyển hàng tồn kho giảm, kỳ thu nợ vẫn chưa được rút ngắn chứng tỏ tình trạng nợ dây dưa, bị chiếm dụng vốn vẫn chưa được giải quyết triệt để.

Bên cạnh đó hiệu suất sử dụng tài sản cố định trung bình cũng giảm đều qua các năm. Năm 2003 có đến 9 công ty có hiệu suất sử dụng toàn bộ tài sản giảm so với năm 2001. Điều này thể hiện các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh tăng cường đầu tư vào tài sản cố định nhưng chưa quan tâm đến hiệu quả sử dụng vốn.

Các tỷ số hoạt động biến động theo chiều hướng xấu cho thấy tình hình quản lý và sử dụng các loại tài sản của các công ty chưa tốt và điều đó có nghĩa là khi đầu tư mới các công ty chưa quan tâm đến việc khai thác sử dụng triệt để các loại tài sản hiện có. Hiệu quả sử dụng các loại tài sản của các công ty giảm chắc chắn sẽ ảnh hưởng xấu đến hiệu quả sản xuất kinh doanh (chẳng hạn tăng chi phí khấu hao, chi phí vay nợ để đầu tư vào tài sản làm tăng chi phí sản xuất kinh doanh, nếu doanh thu không tăng lên đáng kể sẽ làm cho lợi nhuận của công ty giảm xuống).

2.2.3. Mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu vốn

Các tỷ số đòn bẩy tài chính đánh giá mức độ công ty tài trợ cho hoạt động của mình bằng vốn vay. Sử dụng đòn bẩy này một cách hợp lý sẽ đem lại những lợi ích kinh tế lớn cho công ty. Nhà đầu tư nhìn vào tỷ số đòn bẩy tài chính có thể thấy được rủi ro về tài chính của công ty để thận trọng hơn trong những quyết định đầu tư của mình.

Bảng 6: Các Tỷ số nợ

STT	Công ty	2001			2002			2003		
		Tỷ số nợ /Tài sản	Tỷ số nợ /Vốn CP	Tỷ số Tổng TS /Vốn CP	Tỷ số nợ /Tài sản	Tỷ số nợ /Vốn CP	Tỷ số Tổng TS /Vốn CP	Tỷ số nợ /Tài sản	Tỷ số nợ /Vốn CP	Tỷ số Tổng TS /Vốn CP
1	BBT	0,20	0,25	1,25	0,21	0,27	1,27	0,32	0,47	1,47
2	BTC	0,65	1,82	2,82	0,64	1,76	2,75	0,64	1,79	2,78
3	GIL	0,46	0,87	1,87	0,63	1,73	2,73	0,63	1,67	2,67
4	GMD	0,39	0,65	1,65	0,31	0,45	1,45	0,22	0,29	1,29
5	KHA	0,64	1,78	2,78	0,69	2,18	3,18	0,76	3,25	4,25
6	REE	0,24	0,32	1,32	0,41	0,71	1,71	0,40	0,67	1,67
7	SAV	0,56	1,29	2,29	0,62	1,61	2,61	0,71	2,40	3,40
8	SGH	0,06	0,07	1,07	0,08	0,09	1,09	0,07	0,07	1,07
9	TMS	0,48	0,93	1,93	0,59	1,46	2,46	0,50	1,02	2,02
10	TRI	0,37	0,59	1,59	0,49	0,73	1,48	0,50	1,02	2,02
11	TS4	0,31	0,46	1,46	0,49	0,98	1,98	0,56	1,25	2,25
12	VTC	0,37	0,59	1,59	0,30	0,44	1,44	0,39	0,65	1,65
13	PMS	0,32	0,46	1,46	0,36	0,57	1,57	0,34	0,51	1,51

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmcstc.org.vn

Nhận xét

Kết quả khảo sát trên các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh cho thấy trong cấu trúc vốn của mình các công ty đều có sử dụng vốn nợ với tỷ trọng khá cao. Năm 2001 có 5 công ty có tỷ số nợ trên tổng tài sản $\geq 40\%$, sang năm 2003 có đến 8 công ty có tỷ số nợ trên tổng tài sản $\geq 40\%$ trong tổng số 13 công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh. Tỷ trọng nợ trên vốn cổ phần cũng tăng qua các năm. Vốn nợ hay đòn cân nợ có thể bẫy tỷ suất sinh lợi của vốn chủ sở hữu nhưng đổi lại nó sẽ làm gia tăng mức độ rủi ro tài chính của các công ty. Nếu các công ty lạm dụng vốn nợ mà không cải thiện thu nhập hoạt động thì khả năng trả lãi sẽ giảm và tăng xác suất phá sản, làm giảm giá trị của công ty vì mức rủi ro của công ty sẽ tăng cao. Sự tồn tại của vốn nợ trong cấu trúc vốn sẽ làm phát sinh chi phí trả lãi cố định hàng kỳ và chi phí trả lãi sẽ làm gia tăng mức độ dao động của thu nhập sau thuế (lá chắn thuế). Vì vậy sử dụng vốn nợ với một tỷ trọng hợp lý sẽ góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

Đây thật sự là một thực tế đáng lo ngại mà các công ty cần quan tâm và có biện pháp điều chỉnh tỷ lệ vốn nợ xuống mức hợp lý hơn trong thời gian tới, vì duy trì một tỷ lệ vốn nợ quá cao sẽ ảnh hưởng không tốt đến rủi ro tài chính và giá trị công ty trên thị trường.

2.2.4. Khả năng sinh lợi

Tỷ suất này cho thấy 1 đồng vốn bỏ ra sẽ đem lại bao nhiêu đồng lợi nhuận trong kỳ. Tỷ suất này đo lường thu nhập của công ty với các nhân tố tạo ra lợi nhuận như doanh thu, tổng tài sản, vốn cổ phần.

Bảng 7: Các tỷ số sinh lợi

STT	Tên công ty	2001			2002			2003		
		PM	ROA	ROE	PM	ROA	ROE	PM	ROA	ROE
1.	Cty CP Bông Bạch Tuyết	0,23	0,20	0,25	0,21	0,14	0,18	0,20	0,10	0,14
2.	Cty CP cơ khí và xây dựng Bình Triệu	0,04	0,04	0,12	0,01	0,01	0,04	(0,05)	(0,05)	(0,15)
3.	Cty CP SX KD XNK Bình Thạnh	0,06	0,23	0,42	0,06	0,15	0,42	0,05	0,12	0,33
4.	Cty CP Đại lý liên hiệp vận chuyển	0,21	0,20	0,33	0,19	0,22	0,31	0,13	0,14	0,19
5.	Cty CP xuất nhập khẩu Khánh Hội	0,04	0,07	0,19	0,04	0,08	0,25	0,04	0,07	0,28
6.	Cty CP cơ điện lạnh	0,14	0,13	0,17	0,08	0,07	0,13	0,10	0,08	0,14
7.	Cty CP hợp tác kinh tế - XNK Savimex	0,05	0,08	0,18	0,07	0,08	0,22	0,06	0,07	0,23
8.	Cty CP khách sạn Sài Gòn	0,15	0,07	0,07	0,21	0,10	0,11	0,18	0,08	0,09
9.	Cty CP Transimex-Saigon	0,14	0,14	0,27	0,14	0,11	0,27	0,10	0,12	0,25
10.	Cty CP nước giải khát Sài Gòn	0,07	0,13	0,20	0,05	0,11	0,16	0,09	0,15	0,30
11.	Cty CP thủy sản số 4	0,05	0,14	0,21	0,06	0,13	0,26	0,04	0,10	0,21
12.	Cty CP viễn thông VTC	0,17	0,14	0,22	0,15	0,22	0,32	0,17	0,21	0,35
13.	Cty CP cơ khí xăng dầu	0,08	0,10	0,15	0,08	0,10	0,15	0,05	0,08	0,13

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM

Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn

Ghi chú: PM: Tỷ số sinh lợi trên doanh thu

ROA: Tỷ số sinh lợi trên Tổng tài sản

ROE: Tỷ số sinh lợi trên vốn cổ phần

Nhận xét

Các tỷ số hoạt động chỉ phản ánh tình hình hoạt động của công ty trong 1 kỳ như thế nào, không thể hiện hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty bởi vì tỷ số hoạt động được tính dựa trên doanh thu bán hàng mà doanh thu thì chứa đựng chi phí mà công ty đã chi ra để sản xuất và cung cấp hàng hóa dịch vụ cho khách hàng và đôi khi công ty chưa thu đủ lượng chi phí đã chi ra tức là công ty chưa đạt điểm hòa vốn hay bị lỗ. Do đó, để nhận thức về hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh nhất thiết các tỷ số sinh lợi phải được xem xét.

Quan sát tỷ số sinh lợi của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua, ta thấy rằng các tỷ số này có xu hướng giảm. Tỷ số thu nhập ròng / doanh thu không biến động nhiều qua các năm thể hiện các công ty chưa thực hiện tốt việc kiểm soát chi phí do đó tốc độ tăng của lợi nhuận không chênh lệch nhiều so với tốc độ tăng của doanh thu. Điều này sẽ làm cho khả năng cạnh tranh của các công ty trên thương trường sẽ không được hiệu quả do các biện pháp tiết kiệm chi phí và hạ giá thành chưa được thực hiện. Các tỷ số ROA, ROE cũng giảm đều qua các năm cho thấy các công ty đều tăng qui mô hoạt động, tuy nhiên thu nhập mang lại do tăng đầu tư vào tài sản, tăng cường vốn chủ sở hữu chưa hiệu quả, các công ty chưa tận dụng hết công suất sử dụng của tài sản, nguồn vốn hiện hữu, nên chưa tiết kiệm được chi phí.

2.2.5. Xếp hạng tài chính các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

Dựa vào công trình nghiên cứu của phòng nghiệp vụ tổng hợp công ty cổ phần chứng khoán Đệ Nhất về xếp hạng tài chính các công ty, cùng với các số liệu tổng hợp được từ các báo cáo tài chính, tác giả đã xây dựng nên bảng xếp hạng tài chính các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh như sau:

Bảng 8: Xếp hạng tài chính các Cty CP niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

STT	Công Ty	Ký hiệu công ty	Năm 2002		Năm 2003	
			Điểm	Xếp loại	Điểm	Xếp loại
1	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	BBT	141	A	150	A
2	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	53	C	43	C
3	Công ty cổ phần SX KD XNK Bình Thạnh	GIL	131	A	129	BB
4	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển	GMD	126	BB	126	BB
5	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	92	B	87	B
6	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	136	A	139	A
7	Công ty cổ phần hợp tác KT và XNK Savimex	SAV	106	BB	84	B
8	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	143	A	121	BB
9	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	110	BB	128	BB
10	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	132	A	128	BB
11	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	146	A	123	BB
12	Công ty cổ phần viễn thông VTC	VTC	144	A	144	A
13	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	PMS	132	A	116	BB

Nhận xét

- Các công ty xếp hạng tài chính ở mức A: nằm trong loại này là công ty hoạt động có hiệu quả, tình hình tài chính lành mạnh, có tiềm năng phát triển, rủi ro thấp.
- Các công ty xếp hạng tài chính ở mức B: công ty loại này hoạt động chưa hiệu quả, khả năng tự chủ tài chính thấp, có nguy cơ tiềm ẩn, rủi ro trung bình.
- Các công ty xếp hạng tài chính ở mức C: nằm trong loại này là công ty có tình hình kinh doanh thua lỗ kéo dài, tình hình tài chính yếu kém, không có khả năng tự chủ tài chính, đang đứng trước nguy cơ phá sản, rủi ro rất cao.
- Các công ty xếp hạng tài chính ở mức BB: đây là công ty hoạt động hiệu quả, có tiềm năng phát triển. Tuy nhiên còn một số hạn chế về tiềm lực tài chính và tồn tại những nguy cơ tiềm ẩn, rủi ro trung bình.

2.3. Cơ cấu tài chính, hoạt động tài trợ và chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua

2.3.1. Cơ cấu tài chính và hoạt động tài trợ

Chính sách cổ tức là một bộ phận quan trọng của quyết định tài trợ nên nó sẽ chịu ảnh hưởng và có liên hệ mật thiết với cấu trúc tài chính hiện tại và chiến lược tài trợ trong tương lai của doanh nghiệp. Công ty cổ phần có tỷ lệ nợ hiện tại cao có thể sẽ hạn chế việc chi trả cổ tức cho cổ đông. Để đánh giá một cách chính xác chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh, cần thiết phải xem xét đến cơ cấu nguồn vốn và hoạt động tài trợ trong thời gian qua của các công ty cổ phần này.

Bảng 9: Tỷ lệ nợ của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

STT	Tên công ty	Ký hiệu	2001	2002	2003
1.	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết	BBT	0,20	0,21	0,32
2.	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	0,65	0,64	0,64
3.	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	0,46	0,63	0,63
4.	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyên	GMD	0,39	0,31	0,22
5.	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	0,64	0,69	0,76
6.	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	0,24	0,41	0,40
7.	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế và XNK Savimex	SAV	0,56	0,62	0,71
8.	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	0,06	0,08	0,07
9.	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	0,48	0,59	0,50
10.	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	0,37	0,49	0,50
11.	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	0,31	0,49	0,56
12.	Công ty cổ phần viễn thông VTC	VTC	0,37	0,30	0,39
13.	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu	PMS	0,32	0,36	0,34

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn*

Nhận xét

Xét trong Tổng nguồn vốn, phần lớn các công ty niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh có tỷ trọng nợ khá cao (trên 40%), chỉ có một số công ty có tỷ trọng nợ phải trả thấp là: GMD, SGH, VTC, PMS. Phân tích theo chiều hướng này ta thấy chính sách tài trợ của các công ty niêm yết nghiêng về nợ là chủ yếu. Tuy nhiên, hiện nay phần lớn nợ mà các công ty sử dụng là nợ ngắn hạn phát sinh tự nhiên trong quá trình hoạt động (các khoản phải trả). Để đánh giá toàn diện chính sách tài trợ của các công ty, ta sẽ đi vào phân tích tỷ trọng các nguồn vốn huy động cho đầu tư của các công ty này. Vốn đầu tư hay tài sản ròng của công ty = tài sản cố định và đầu tư dài hạn + vốn luân chuyển (vốn luân chuyển trong tính toán là chênh lệch giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn tự nhiên). Nguồn vốn này được chia ra: vốn cổ đông (vốn cổ đông = vốn chủ sở hữu – các quỹ không dùng cho kinh doanh), nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, nguồn khác.

Bảng 10: Cơ cấu vốn đầu tư

Đơn vị tính: Triệu đồng

STT	Công ty	Mã Cty	2001				2002				2003			
			Đầu tư	Vốn cổ đông và nguồn khác	Vay		Đầu tư	Vốn cổ đông và nguồn khác	Vay		Đầu tư	Vốn cổ đông và nguồn khác	Vay	
					Ng.hạn	Dài hạn			Ng.hạn	Dài hạn			Ng.hạn	Dài hạn
1.	Cty CP Bông Bạch Tuyết	BBT	71.301	71.301	-	-	91.636	81.145	-	10.491	112.402	83.086	2.816	26.500
2.	Cty CP cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	29.453	15.691	13.045	717	31.574	14.701	16.454	419	24.232	11.815	12.238	179
3.	Cty CP SX KD XNK Bình Thạnh	GIL	38.840	31.938	6.902	-	60.778	34.298	26.480	-	89.798	43.662	46.136	-
4.	Cty CP Đại lý liên hiệp vận chuyên	GMD	289.343	274.962	-	14.381	328.226	316.301	-	11.925	411.419	403.347	-	8.072
5.	Cty CP xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	40.677	21.912	3.020	15.745	47.815	24.335	4.868	18.612	71.161	26.580	22.175	22.406
6.	Cty CP cơ điện lạnh	REE	263.820	256.820	-	7.000	363.872	273.849	18.824	71.199	392.296	288.436	3.860	100.000
7.	Cty CP htác kinh tế - XNK Savimex	SAV	73.892	49.837	24.055	-	128.002	66.939	61.063	-	194.847	72.353	114.668	7.826
8.	Cty CP khách sạn Sài Gòn	SGH	21.454	21.454	-	-	22.226	22.226	-	-	22.815	22.815	-	-
9.	Cty CP Transimex-Saigon	TMS	40.336	34.387	-	5.949	62.308	40.462	-	21.846	64.839	48.113	-	16.726
10.	Cty CP nước giải khát Sài Gòn	TRI	59.853	58.353	1.500	-	54.118	46.618	7.500	-	75.947	75.947	-	-
11.	Cty CP thủy sản số 4	TS4	17.689	17.689	-	-	27.332	20.392	6.940	-	25.406	20.508	4.898	-
12.	Cty CP viễn thông VTC	VTC	21.231	21.165	66	-	26.202	24.953	-	1.249	34.806	30.115	4.024	667
13.	Cty CP cơ khí xăng dầu	PMS	35026	35026,00	0,00	0,00	35365	35365	0	0	35316	35316	0	0

STT	Công ty	Mã Cty	2001			2002			2003		
			Vốn cổ đông và nguồn khác	Vay		Vốn cổ đông và nguồn khác	Vay		Vốn cổ đông và nguồn khác	Vay	
				Ng.hạn	Dài hạn		Ng.hạn	Dài hạn		Ng.hạn	Dài hạn
1.	Cty CP Bông Bạch Tuyết	BBT	100%	0%	0%	89%	0%	11%	74%	3%	24%
2.	Cty CP cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	53%	44%	2%	47%	52%	1%	49%	51%	1%
3.	Cty CP SX KD XNK Bình Thạnh	GIL	82%	18%	0%	56%	44%	0%	49%	51%	0%
4.	Cty CP Đại lý liên hiệp vận chuyên	GMD	95%	0%	5%	96%	0%	4%	98%	0%	2%
5.	Cty CP xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	54%	7%	39%	51%	10%	39%	37%	31%	31%
6.	Cty CP cơ điện lạnh	REE	97%	0%	3%	75%	5%	20%	74%	1%	25%
7.	Cty CP hợp tác kinh tế - XNK Savimex	SAV	67%	33%	0%	52%	48%	0%	37%	59%	4%
8.	Cty CP khách sạn Sài Gòn	SGH	100%	0%	0%	100%	0%	0%	100%	0%	0%
9.	Cty CP Transimex-Saigon	TMS	85%	0%	15%	65%	0%	35%	74%	0%	26%
10.	Cty CP nước giải khát Sài Gòn	TRI	97%	3%	0%	86%	14%	0%	100%	0%	0%
11.	Cty CP thủy sản số 4	TS4	100%	0%	0%	75%	25%	0%	81%	19%	0%
12.	Cty CP viễn thông VTC	VTC	100%	0%	0%	95%	0%	5%	87%	12%	2%
13.	Cty CP cơ khí xăng dầu	PMS	100%	0%	0%	100%	0%	0%	100%	0%	0%

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmcstc.org.vn

Nhận xét

Từ bảng số liệu trên cho thấy, các công ty niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh tài trợ cho các đầu tư của mình chủ yếu từ vốn cổ đông. Vốn cổ đông chiếm tỷ trọng rất cao, hầu như các công ty không sử dụng nguồn nợ vay, đặc biệt là nguồn nợ vay dài hạn hoặc có sử dụng với tỷ lệ rất thấp. Một số công ty có sử dụng nợ vay thì chủ yếu là vay ngắn hạn như công ty BTC, GIL, SAV,... Như vậy các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh chưa sử dụng triệt để lợi thế của đòn cân nợ. Trong điều kiện sản xuất kinh doanh có sự tăng trưởng ổn định, tỷ lệ sinh lời trên vốn đầu tư cao thì việc sử dụng nợ vay với tỷ lệ cao có thể làm tăng lợi nhuận cho cổ đông, tăng giá trị doanh nghiệp. Qua phân phân tích hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty, ta thấy phần lớn các công ty có ROA, ROE khá cao, do đó trong điều kiện hiện nay việc sử dụng nợ vay đối với các công ty niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh có tác dụng rất tích cực. Với tỷ lệ nợ vay rất thấp trong cơ cấu nguồn vốn như hiện nay, các công ty này có thể dễ dàng và chủ động tăng tỷ lệ nợ vay và giảm bớt vốn cổ đông thông qua việc mua lại cổ phiếu, hay chia lợi tức cổ phần với tỷ lệ cao.

2.3.2. Chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua

2.3.2.1. Các quy định pháp lý về phân phối lợi nhuận, chia cổ tức trong công ty cổ phần

Việc phân phối lợi nhuận sau thuế của các công ty cổ phần nói chung, công ty cổ phần niêm yết nói riêng đều chịu ảnh hưởng của các quy định về phân phối lợi nhuận và trích lập quỹ của luật doanh nghiệp, cũng như điều lệ công ty.

Điều 67 Luật doanh nghiệp có hiệu lực từ ngày 01/01/2000 quy định:

Công ty cổ phần chỉ được chi trả cổ tức cho cổ đông khi công ty kinh doanh có lãi, đã hoàn thành nghĩa vụ nộp thuế và các nghĩa vụ tài chính khác theo quy định của pháp luật và ngay khi trả hết số cổ tức đã định, công ty vẫn đảm bảo thanh

toán đủ các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác đến hạn trả. Trong trường hợp trả cổ tức trái với quy định này thì “Tất cả cổ đông phải hoàn trả cho công ty số tiền hoặc tài sản khác đã nhận; trường hợp cổ đông không hoàn trả được cho công ty thì cổ đông đó và thành viên Hội đồng quản trị phải cùng liên đới chịu trách nhiệm về nợ của công ty” (Điều 68 - Luật doanh nghiệp).

Hội đồng quản trị phải lập danh sách cổ đông được nhận cổ tức, xác định mức cổ tức được trả đối với từng cổ phần, hình thức và thời hạn trả chậm nhất là 30 ngày trước mỗi lần trả cổ tức. thông báo về trả cổ tức phải được gửi đến tất cả cổ đông chậm nhất là 15 ngày trước khi thực hiện trả cổ tức...

Cổ đông chuyển nhượng cổ phần của mình trong thời gian giữa thời điểm kết thúc lập danh sách cổ đông và thời điểm trả cổ tức, thì người chuyển nhượng là người nhận cổ tức từ công ty.

Hầu hết trong điều lệ của công ty cổ phần đều quy định lợi nhuận sau thuế của công ty trước hết phải trích lập các quỹ như:

- Quỹ dự trữ bắt buộc: ít nhất bằng 5% lợi nhuận để bổ sung vào vốn điều lệ và dự trữ tài chính cho năm sau cho đến mức bằng 10% vốn điều lệ.
- Trích lập các quỹ khác: quỹ đầu tư phát triển, quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi, quỹ dự phòng trợ cấp mất việc làm. mức trích và sử dụng các quỹ này do Hội đồng quản trị trình Đại hội cổ đông quyết định cho từng năm. Nhìn chung, điều lệ các công ty không quy định tỷ lệ trích cụ thể đối với các khoản này, riêng công ty TRI có quy định cụ thể mức trích các quỹ, mức trích vào mỗi quỹ khoản 5% lợi nhuận sau thuế.

Phần lợi nhuận có thể dùng để chia cổ tức là phần còn lại sau khi trích lập các quỹ. Như vậy nếu các công ty trích lập đầy đủ các quỹ theo quy định của Nhà nước và điều lệ công ty thì phần lợi nhuận có sẵn để chia cổ tức chỉ khoảng từ 70% đến 80% lợi nhuận sau thuế. Tùy vào tình hình cụ thể của từng năm và kế hoạch phát triển sản xuất kinh doanh mà Hội đồng quản trị quyết định chia bao nhiêu lợi nhuận cho cổ đông dưới dạng cổ tức từ lợi nhuận này. Hội đồng quản trị có thể tạm ứng cổ tức cho cổ đông theo quý hoặc 6 tháng.

2.3.2.2. Mức cổ tức - tỷ lệ DPS/EPS

Trong thời gian qua các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh đều chia cổ tức ở mức cao. Khi công bố các thông tin về cổ tức, các công ty cổ phần thường đưa ra tỷ lệ cổ tức so với mệnh giá, trả cổ tức 20% nghĩa là công ty sẽ trả 2.000 đồng cổ tức cho một cổ phiếu có mệnh giá 10.000 đồng. Thực ra con số tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá không mang nhiều ý nghĩa. Tỷ lệ này cũng không nói lên được khả năng sinh lời của vốn cổ đông. Trong phân tích của luận văn, khi nói đến tỷ lệ chia cổ tức có nghĩa là tỷ lệ cổ tức/lợi nhuận, công ty chia cổ tức từ phần lợi nhuận đạt được trong năm là bao nhiêu %. Mức cổ tức và tỷ lệ chia cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua được tổng hợp ở bảng sau:

Bảng 11: Tỷ lệ chia cổ tức của các công ty niêm yết

STT	Tên công ty	Cổ tức - DPS (đồng)			Lợi nhuận mỗi cổ phiếu - EPS (đồng)			Tỷ lệ chia cổ tức			
		2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	Tbình
1.	Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết-BBT	2.400	2.400	1.000	15.673	12.908	1.736	15%	19%	58%	31%
2.	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu-BTC	1.200	1.200	-	1.458	416	-	82%	288%	0%	124%
3.	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh-GIL	3.208	3.200	2.400	7.958	8.434	8.527	40%	38%	28%	35%
4.	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyên-GMD	3.255	3.200	3.200	5.001	5.625	4.939	65%	57%	65%	62%
5.	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội-KHA	1.200	1.600	2.000	2.199	3.168	3.438	55%	51%	58%	54%
6.	Công ty cổ phần cơ điện lạnh-REE	1.500	1.200	1.200	2.996	1.525	1.734	50%	79%	69%	66%
7.	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu Savimex-SAV	900	1.600	1.600	1.951	3.611	3.789	46%	44%	42%	44%
8.	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn-SGH	600	900	600	881	1.423	1.098	68%	63%	55%	62%
9.	Công ty cổ phần Transimex-Saigon-TMS	1.800	2.200	2.200	4.272	4.996	5.384	42%	44%	41%	42%
10.	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn-TRI	1.800	1.800	1.800	2.978	2.318	5.055	60%	78%	36%	58%
11.	Công ty cổ phần thủy sản số 4-TS4	1.200	1.600	1.200	2.417	3.494	2.915	50%	46%	41%	46%
12.	Công ty cổ phần viễn thông VTC-VTC	1.350	1.350	1.350	3.083	4.413	5.808	44%	31%	23%	33%
13.	Công ty cổ phần cơ khí xăng dầu-PMS	1.200	1.200	1.200	1.653	1.646	1.397	73%	73%	86%	77%

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn

Từ bảng số liệu trên cho thấy hầu hết các công ty niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh đều chi trả cổ tức ở mức cao, chỉ có 3 công ty có tỷ lệ chia cổ tức dưới 40% trong năm 2003 là GIL, TRI, VTC. Các công ty còn lại có tỷ lệ chi trả cổ tức trên 40%, trong đó có 3 công ty trả cổ tức trên 60% lợi nhuận là GMD, REE, PMS. Thậm chí có công ty còn chia cổ tức ở mức cao hơn cả lợi nhuận như: BTC. Năm 2002 BTC trả cổ tức cao gấp gần 3 lần lợi nhuận.

Mặt khác, các công ty cổ phần niêm yết hiện nay đều phát triển từ công ty Nhà nước cổ phần hóa, nên các chế độ đãi ngộ công nhân viên còn phần nào giống doanh nghiệp Nhà nước trước đây. Thể hiện rõ nhất là: theo điều lệ của các công ty, phần lợi nhuận sau thuế trước khi chia cổ tức được trích lập các quỹ khen thưởng, phúc lợi, dự phòng trợ cấp mất việc làm, các quỹ này về mặt sổ sách kế toán thuộc về nguồn vốn chủ sở hữu, nhưng về bản chất đây không phải là vốn của cổ đông mà là một khoản phải chi trả cho người lao động. Trong thực tế, một số công ty đã lạm dụng quỹ này bằng cách trích vào các quỹ ở mức thật cao như SAV, GMD. Theo quy định của luật doanh nghiệp và trong điều lệ của các công ty, đại hội cổ đông là tổ chức cao nhất trong công ty cổ phần có quyền quyết định mức phân chia này, nhưng thực tế các khoản khen thưởng, phúc lợi, trợ cấp... trả cho người lao động trong công ty đều được chia trước khi được đem ra thảo luận tại đại hội cổ đông. Với việc trích các quỹ cho người lao động và chia cổ tức cao như hiện nay, phần lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư của các công ty rất thấp, thậm chí âm, như trường hợp công ty BTC, lợi nhuận giữ lại năm 2002 là -133 tỷ đồng.

Về sự ổn định của cổ tức, hầu hết các công ty niêm yết theo chính sách ổn định lợi tức cổ phần ở mức cao. Các công ty có mức cổ tức không thay đổi hoặc thay đổi rất ít như: GMD, TRI, PMS, VTC. Lợi nhuận của các công ty biến động qua các năm nhưng cổ tức ổn định hơn.

Khi lập kế hoạch chia cổ tức, các công ty không dựa trên lợi nhuận dự kiến đạt được và kế hoạch đầu tư mà thường thiết lập một tỷ lệ % trên mệnh giá, và cố gắng thực hiện mức cổ tức như kế hoạch đã đề ra dù lợi nhuận không cao.

2.3.2.3. Tỷ suất cổ tức

Bảng 12: Tỷ lệ cổ tức trên giá thị trường của một số công ty niêm yết tại TP.HCM

STT	Tên công ty	Mã Cty	Cổ tức - DPS (đồng)			Thị giá cổ phiếu - Market value (đồng)			Tỷ suất cổ tức- Dividend yield (%)		
			2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
1.	Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu	BTC	1.200	1.200	-	21.000	20.200	16.400	6%	6%	0%
2.	Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh XNK Bình Thạnh	GIL	3.208	3.200	2.400	46.990	43.100	23.400	7%	7%	10%
3.	Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyên	GMD	3.255	3.200	3.200	38.000	38.100	37.300	9%	8%	9%
4.	Công ty cổ phần xuất nhập khẩu Khánh Hội	KHA	1.200	1.600	2.000	23.500	23.200	16.200	5%	7%	12%
5.	Công ty cổ phần cơ điện lạnh	REE	1.500	1.200	1.200	33.500	19.900	15.700	4%	6%	8%
6.	Công ty cổ phần hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu Savimex	SAV	900	1.600	1.600	17.600	16.500	16.500	5%	10%	10%
7.	Công ty cổ phần khách sạn Sài Gòn	SGH	600	900	600	24.700	14.200	14.100	2%	6%	4%
8.	Công ty cổ phần Transimex-Saigon	TMS	1.800	2.200	2.200	45.900	36.600	32.900	4%	6%	7%
9.	Công ty cổ phần nước giải khát Sài Gòn	TRI	1.800	1.800	1.800	29.000	23.500	32.900	6%	8%	5%
10.	Công ty cổ phần thủy sản số 4	TS4	1.200	1.600	1.200	19.200	18.500	17.000	6%	9%	7%

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn*

Bảng số liệu cho thấy, tỷ suất cổ tức của các công ty khá cao và biến động mạnh qua 3 năm 2001, 2002, 2003. Năm 2003 tỷ suất này cao hơn năm 2001, 2002 rất nhiều vì giá tất cả các cổ phần đều giảm với tỷ lệ lớn trong năm 2003.

Mức cổ tức cao mà các công ty trả cho cổ đông trong thời gian vừa qua là yếu tố chính để thu hút các nhà đầu tư dài hạn. Nếu các nhà đầu tư dài hạn mua cổ phiếu nhằm mục đích hưởng cổ tức thì mức tỷ suất cổ tức hiện nay rất hấp dẫn. Nếu mua cổ phiếu ở giai đoạn này, mỗi năm có thể hưởng mức lời khoảng 9%. Mặt khác, thị giá cổ phiếu hiện nay được các nhà chuyên môn đánh giá là thấp hơn nội giá, trong tương lai khi thị trường chứng khoán phát triển, nhà đầu tư được “chuyên nghiệp hóa”, đầu tư dựa trên những phân tích cơ bản thì giá cổ phiếu sẽ tăng lên, khi đó nhà đầu tư còn được hưởng phần lãi vốn do giá tăng.

Tuy nhiên, nếu nhìn ở góc độ khác thì không hẳn suất cổ tức hiện nay là hấp dẫn. Nhà đầu tư dài hạn không chỉ đối mặt với biến động giá toàn thị trường mà còn đặt cược vào hoạt động đầu tư tài sản, và kết quả hoạt động kinh doanh của một công ty niêm yết cụ thể trong tương lai. So với lãi suất tiền gửi, hoặc lãi suất kỳ phiếu, trái phiếu khá cao hiện nay 8%/năm thì suất cổ tức không cao hơn là bao, trong khi rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu cao hơn rất nhiều so với mua trái phiếu hay gửi tiết kiệm. Tất nhiên khi đầu tư vào cổ phiếu, tỷ suất lợi nhuận bao gồm tỷ suất cổ tức và tỷ lệ tăng giá cổ phiếu, ngoài phần lợi nhuận nhận được, nhà đầu tư còn có phần lợi nhuận được giữ lại công ty. Nhưng trong tương lai, giá cổ phiếu có tăng hay không, lại phụ thuộc vào việc Ban quản lý công ty có sử dụng tốt lợi nhuận giữ lại hay không, phụ thuộc vào chiến lược đầu tư và năng lực triển khai các dự án đầu tư của công ty, nhằm tạo ra mức sinh lời cao hơn mức các nhà đầu tư mới đòi hỏi.

Nhận xét

Nhìn lại chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua, điểm nổi bật là các công ty chia cổ tức ở mức rất cao và ổn định. Các công ty niêm yết hầu như chưa thiết lập một chính sách cổ tức một cách “căn cơ” trên cơ sở dài hạn, mà chỉ cố gắng trước mắt đưa ra mức cổ tức thật hấp dẫn để làm “vừa lòng” các nhà đầu tư, và đôi khi công ty phải “gồng mình” để chi trả mức cổ tức đã cam kết dù lợi nhuận và dòng tiền trong năm không thuận lợi. Các công ty niêm yết chia gần hết những gì đạt được trong năm và thậm chí chia cả phần “để dành” ở những năm trước cho cổ đông và cán bộ, công nhân viên (qua quỹ khen thưởng, phúc lợi), có người đã ví von hiện tượng này là “rắn ăn đuôi”.

Hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết những năm vừa qua nhìn chung là đạt hiệu quả cao, và nhiều công ty đang tiếp tục mở rộng hoạt động trên cả lĩnh vực chính và các lĩnh vực khác.

Cơ cấu nguồn vốn của các công ty vẫn mang đặc điểm truyền thống của doanh nghiệp Việt Nam là các khoản nợ tự nhiên chiếm tỷ trọng cao. Do đó, trong

cơ cấu nguồn vốn cho đầu tư ròng tỷ lệ nợ vay rất thấp. Một điều ngạc nhiên là các công ty chia cổ tức ở mức cao, phần lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư thấp, lại tài trợ cho các đầu tư của mình chủ yếu bằng vốn chủ sở hữu. Đa phần các công ty sử dụng vốn từ nguồn tích lũy ở các năm trước, ít công ty phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn, các công ty phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn vẫn chia cổ tức ở mức cao, cho thấy các công ty không dám thay đổi chỉ tiêu vô cùng nhạy cảm đối với nhà đầu tư là “cổ tức”.

Kết hợp chính sách cổ tức, hoạt động sản xuất kinh doanh, đầu tư và cơ cấu vốn của các công ty trong thời gian qua có thể nói:

- Dù các công ty chia cổ tức cao vẫn không ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư và năng lực thanh khoản. Vì trong những năm qua và thời gian trước khi niêm yết, hoạt động kinh doanh của các công ty rất có hiệu quả, lợi nhuận tích lũy dồi dào. Mặt khác, trong cơ cấu nguồn vốn cho đầu tư thì tỷ lệ nợ vay thấp, các công ty có thể làm giàu lượng tiền mặt của mình và sử dụng để trả cổ tức thông qua vay nợ. Các công ty niêm yết đang có xu hướng thay đổi cấu trúc nguồn vốn của mình theo hướng tăng tỷ lệ nợ, thể hiện thông qua việc các công ty không phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn cổ đông cho đầu tư mà tìm đến nguồn vốn tín dụng ngân hàng.
- Tuy nhiên, trong thời gian tới, việc đạt được nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng không phải dễ dàng, vì hiện nay tỷ lệ nợ của các công ty niêm yết đều ở mức cao (trên 40%) và lại chủ yếu là nợ ngắn hạn, các tổ chức tín dụng sẽ lưu tâm đến vấn đề này, và sẽ xem xét kỹ hơn trước khi cho vay. Mặt khác, nếu công ty vay nợ nhiều thì sẽ chịu các ràng buộc về các chỉ tiêu tiền mặt, vốn luân chuyển, và các ràng buộc này sẽ ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của công ty. Trong thời gian tới, có thể nói việc duy trì mức cổ tức cao như hiện nay là một gánh nặng đối với các nhà quản lý, và chính sách này sẽ ảnh hưởng đến năng lực thanh toán và khả năng mở rộng sản xuất kinh doanh của các công ty.

2.4. Một số vấn đề giá cổ phiếu các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua nói riêng và trên thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung

Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (TTGDCK) bắt đầu hoạt động từ tháng 07 năm 2000 với buổi ban đầu chỉ có hai loại chứng khoán. Đó là REE và SAM. Đến cuối tháng 6 năm 2004, đã có 24 doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hóa đăng ký giao dịch chứng khoán trên TTGDCK. Trong giai đoạn đầu, do tình trạng cung luôn thấp hơn cầu nên giá cả chứng khoán luôn biến động tăng kịch trần và đã tạo ra hai hệ quả: (1) tỷ suất sinh lợi của đầu tư chứng khoán quá cao, hấp dẫn nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán và gây ra sự mất cân đối cung cầu tiếp tục đẩy giá chứng khoán lên cao; (2) sự tăng giá liên tục và nhanh chóng qua từng phiên giao dịch suốt thời kỳ tháng 07/2000 đến tháng 06/2001 đã làm cho giá chứng khoán tách rời giá trị thực chất của nó, vì vậy sự tăng trưởng của các công ty cổ phần niêm yết tại thời điểm tháng 06 năm 2001 được đánh giá là sự tăng trưởng bong bóng. Cuối năm 2001, giá các chứng khoán niêm yết, mặc dù đã giảm, nhưng vẫn còn ở mức cao thể hiện qua tỷ số giá thị trường trên giá kế toán (P/BV) bình quân của các công ty niêm yết phần lớn đều cao hơn 2. Điều này không có nghĩa giá trị của các công ty cổ phần niêm yết tăng lên mà chủ yếu do sự mất cân đối cung cầu quá lớn cho nên sự tăng giá là tạm thời, về lâu dài thị trường sẽ biến động theo hướng kéo giá cả chứng khoán lại gần giá trị thực của nó.

Bảng 13: Tỷ số giá thị trường của một số công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

S T T	Tên công ty	Mã Cty	Lợi nhuận mỗi cổ phiếu-EPS (đồng)			Thư giá			Thị giá			P/E			P/BV		
						28/12/ 2001	31/12/ 2002	31/12/ 2003	28/12/ 2001	31/12/ 2002	31/12/ 2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
1.	Cty CP CK&XD Bình Triệu	BTC	1.458	416	-	12.359	11.711	9.492	21.000	20.200	16.400	14,40	48,56	0,00	1,70	1,72	1,73
2.	Cty CP SX KD XNK BThạnh	GIL	7.958	8.434	8.527	18.787	20.122	17.115	46.990	43.100	23.400	5,90	5,11	2,74	2,50	2,14	1,37
3.	Cty CP Đlý liên hiệp vận chuyên	GMD	5.001	5.625	4.939	15.202	17.942	23.276	38.000	38.100	37.300	7,60	6,77	7,55	2,50	2,12	1,60
4.	Cty CP XNK Khánh Hội	KHA	2.199	3.168	3.438	11.421	12.693	13.655	23.500	23.200	16.200	10,69	7,32	4,71	2,06	1,83	1,19
5.	Cty CP cơ điện lạnh	REE	2.996	1.525	1.734	11.414	12.078	12.745	33.500	19.900	15.700	11,18	13,05	9,05	2,93	1,65	1,23
6.	Cty CP hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu Savimex	SAV	1.951	3.611	3.789	11.075	14.855	16.007	17.600	16.500	16.500	9,02	4,57	4,35	1,59	1,11	1,03
7.	Cty CP khách sạn Sài Gòn	SGH	881	1.423	1.098	12.084	12.514	12.832	24.700	14.200	14.100	28,04	9,98	12,84	2,04	1,13	1,10
8.	Cty CP Transimex- Saigon	TMS	4.272	4.996	5.384	15.623	18.375	21.865	45.900	36.600	32.900	10,74	7,33	6,11	2,94	1,99	1,50
9.	Cty CP nước giải khát Sài Gòn	TRI	2.978	2.318	5.055	14.410	14.322	16.644	29.000	23.500	32.900	9,74	10,14	6,51	2,01	1,64	1,98
10.	Cty CP thủy sản số 4	TS4	2.417	3.494	2.915	11.557	13.439	13.587	19.200	18.500	17.000	7,94	5,29	5,83	1,66	1,38	1,25

Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmstc.org.vn

Bảng 14: Sự biến động giá thị trường của một số công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

STT	Tên công ty	Mã Cty	Thị giá			Tăng giảm		Tỷ lệ	
			28/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	02/01	03/02	02/01	03/02
1.	Cty CP CK&XD Bình Triệu	BTC	21.000	20.200	16.400	(800)	(3.800)	-3,81%	-18,81%
2.	Cty CP SX KD XNK BThạnh	GIL	46.990	43.100	23.400	(3.890)	(19.700)	-8,28%	-45,71%
3.	Cty CP Đ lý liên hiệp vận chuyển	GMD	38.000	38.100	37.300	100	(800)	0,26%	-2,10%
4.	Cty CP XNK Khánh Hội	KHA	23.500	23.200	16.200	(300)	(7.000)	-1,28%	-30,17%
5.	Cty CP cơ điện lạnh	REE	33.500	19.900	15.700	(13.600)	(4.200)	-40,60%	-21,11%
6.	Cty CP hợp tác kinh tế và XNK Savimex	SAV	17.600	16.500	16.500	(1.100)	-	-6,25%	0,00%
7.	Cty CP khách sạn Sài Gòn	SGH	24.700	14.200	14.100	(10.500)	(100)	-42,51%	-0,70%
8.	Cty CP Transimex-Saigon	TMS	45.900	36.600	32.900	(9.300)	(3.700)	-20,26%	-10,11%
9.	Cty CP nước giải khát Sài Gòn	TRI	29.000	23.500	32.900	(5.500)	9.400	-18,97%	40,00%
10.	Cty CP thủy sản số 4	TS4	19.200	18.500	17.000	(700)	(1.500)	-3,65%	-8,11%

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo tài chính của các Cty CP niêm yết tại TP.HCM
Website: www.bsc.com.vn, www.vietcombank.com.vn, www.hcmcstc.org.vn*

Thực tế đã chứng minh, qua tỷ số P/BV liên tục giảm ở các năm (xem xét bảng số liệu tỷ số giá thị trường của một số công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh).

Có rất nhiều nguyên nhân dẫn đến tình trạng thị trường giao dịch ảm đạm trong thời gian qua. Các nguyên nhân thường được đề cập đến bao gồm chất lượng và số lượng các chứng khoán niêm yết chưa được cao, khung pháp lý chưa hoàn chỉnh và bảo vệ được các nhà đầu tư, tính chất của thông tin trên thị trường chưa đáp ứng được nhu cầu của thị trường, hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết vẫn còn có những vấn đề khúc mắc... các yếu tố này làm cho sức hấp dẫn của chứng khoán đối với nhà đầu tư ngày càng giảm, số lượng nhà đầu tư giảm xuống dẫn đến cung chứng khoán lớn hơn cầu đẩy giá chứng khoán liên tục giảm xuống thời gian qua. ***Hai nguyên nhân trực tiếp lý giải cho sự giảm giá liên tục của các chứng khoán niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian qua:***

Một là: giá chứng khoán từ đầu đã bị đẩy lên quá cao, lớn hơn giá trị hợp lý ban đầu. Do vậy, quá trình giảm giá là quá trình tìm lại giá trị đích thực, hợp lý của các cổ phần. Khi đã đạt giá trị hợp lý, giá cổ phiếu lại biến động tăng theo xu hướng bình thường đã lý giải về mặt lâu dài. Lý giải này hợp lý với giả định là chúng ta có một thị trường hiệu quả, tức là thị trường bao gồm những người có kiến thức, có đầy đủ thông tin cần thiết về hoạt động của các công ty để đánh giá hoạt động của các công ty, từ đó có thể định giá chứng khoán được hợp lý.

Tuy nhiên, giả định này có vẻ không thuyết phục lắm do cả hai yếu tố là kiến thức thị trường và sự sẵn có của thông tin về hoạt động của các doanh nghiệp. Kiến thức các nhà đầu tư ở thị trường Việt Nam chưa thể nói là cao khi thị trường mới được phát triển hơn ba năm, hầu hết các vấn đề về quản trị công ty cổ phần, thị trường chứng khoán và quản lý tài chính còn mới mẻ. Còn về thông tin, rõ ràng là nhiều doanh nghiệp chưa đáp ứng được đầy đủ nhu cầu về thông tin cho nhà đầu tư, nhiều thông tin còn bị bung bít, bóp méo.

Hai là, thị trường hoạt động theo cảm tính, chịu tác động nặng nề của yếu tố tâm lý dẫn đến ứng xử của giá chứng khoán không hợp lý. Điều này có thể được nhìn thấy rõ qua đặc điểm một số lớn các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Mặc dù số lượng nhà đầu tư ít, nhưng một tỷ lệ lớn của nhà đầu tư chứng khoán Việt Nam chỉ nhìn vào ngắn hạn, tức là chỉ mua cổ phiếu đợi tăng giá để bán lại kiếm lời. Điều này đã tạo nên xu hướng của thị trường, khi giá đang lên thì mọi người đổ xô đi mua để hy vọng giá tiếp tục tăng làm cho giá lại càng tăng hơn nữa. Ngược lại, khi giá giảm, khả năng tăng giá là thấp thì mọi người đua nhau bán và số lượng mua vào giảm hẳn xuống tạo thêm sức ép cho việc giảm giá. Điều này được chứng minh qua hai chu kỳ giá chứng khoán của thị trường chứng khoán Việt Nam: chu kỳ tăng từ khi thành lập 07/2000 đến giữa 2001 và chu kỳ giảm từ đó trở đi đến cuối 2003.

Xu hướng này chỉ chấm dứt khi trên thị trường có đa số những nhà đầu tư chuyên nghiệp, đầu tư vốn dài hạn, nhìn vào sự tăng giá dài hạn của cổ phiếu và cổ tức trong các kỳ đầu tư. Muốn vậy, cần phải có biện pháp đào tạo và thu hút các nhà đầu tư đến với thị trường.

Các nhà đầu tư phải thấy rõ rằng mức giá của các cổ phiếu hiện nay đang ở mức thấp và cơ hội đầu tư đang tốt cho những người có chiến lược đầu tư lâu dài. Có thể thấy được điều đó qua các dấu hiệu sau đây:

- Các công ty niêm yết hầu hết ở trạng thái làm ăn có lãi và xu hướng này đang tiếp diễn. Điều đó cho thấy sự tăng lên đáng kể của giá trị cổ phiếu (theo mệnh giá ban đầu) kể từ khi các công ty được cổ phần hóa.
- Hầu hết các công ty niêm yết đều gặp thuận lợi trong cổ phần hóa. Theo đánh giá của nhiều chuyên gia, việc định giá các công ty cổ phần là hợp lý (hoặc thấp hơn giá trị hợp lý) nên có lợi cho người lao động của công ty, thu hút được người lao động tham gia và quá trình cổ phần hóa. Bên cạnh đó, có một số yếu tố tài sản vô hình có giá trị tương đối lớn mà nhiều công ty lại không đánh giá được khi cổ phần hóa.

Nếu lập luận này hợp lý thì có thể đưa ra kết luận là ngay khi cổ phần hóa, giá trị của cổ phiếu đã cao hơn mệnh giá tương đối nhiều.

Hai yếu tố trên kết hợp với nhau làm cho giá trị hợp lý của cổ phiếu các công ty đã thoát ly tương đối xa so với mệnh giá. Trong khi giá trị giao dịch của cổ phiếu của một số lớn công ty nằm rất gần mệnh giá, thậm chí có vài công ty giá trị cổ phiếu còn thấp hơn mệnh giá. Đây rõ ràng là cơ hội cho các nhà đầu tư với mục tiêu lâu dài.

Sau một số các sai phạm bị phát hiện, quản lý của các công ty đang ngày càng được cải thiện, vấn đề cung cấp thông tin cũng ngày càng kịp thời và chính xác hơn phục vụ cho việc ra quyết định của các nhà đầu tư. Các cơ quan quản lý Nhà nước đối với chứng khoán và thị trường chứng khoán đã và đang có những điều chỉnh hợp lý để đảm bảo sự hoạt động ngày càng lành mạnh của thị trường.

2.5. Các vấn đề khác về hoạt động nói chung và hoạt động quản trị tài chính nói riêng của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua

❖ Hiệu quả của việc cổ phần hóa

- Cho đến thời điểm 01/07/2004, cả nước có 24 công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán, trong đó số công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh là 13 công ty. Các công ty này đều là các doanh nghiệp Nhà nước hoạt động kinh doanh có lãi trong nhiều năm liền, tình hình tài chính rõ ràng nên tiến hành cổ phần hóa và đăng ký niêm yết trên thị trường chứng khoán. Sau một thời gian hoạt động, các công ty cổ phần niêm yết đều thừa nhận rằng chính việc niêm yết đã tạo ra nhiều cơ hội thuận tiện cho sự phát triển của công ty như: vị thế và uy tín của công ty được thị trường trong và ngoài nước biết đến nhiều hơn, đặt công ty vào tình thế phải nâng cao hiệu quả quản trị, doanh thu tăng, lợi nhuận tăng, nộp ngân sách tăng, lao động tăng, thu nhập tăng...

- Việc cổ phần hóa các loại hình doanh nghiệp trên lãnh thổ Việt Nam nói chung và trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh nói riêng sẽ góp phần thúc đẩy quá trình xã hội hoá sản xuất và việc xã hội hóa sản xuất sẽ đem lại những tác động như:
 - Huy động và sử dụng có hiệu quả mọi nguồn vốn cả nội và ngoại lực để đầu tư và phát triển kinh tế xã hội.
 - Nâng cao năng lực tổ chức quản lý điều hành của các loại hình doanh nghiệp.
 - Nâng cao trình độ tay nghề cho người lao động, từ đó đạt hiệu quả cao trong sản xuất kinh doanh.
 - Góp phần quan trọng vào việc cấu trúc lại nền kinh tế theo hướng hiện đại phù hợp với qui luật khách quan chứ không phải theo ý muốn chủ quan.
 - Việc cổ phần hóa các loại hình doanh nghiệp trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh không những thúc đẩy quá trình xã hội hóa sản xuất của thành phố mà còn xây dựng thành phố thật sự trở thành một trung tâm kinh tế văn hóa khoa học công nghệ là động lực cho sự phát triển kinh tế xã hội trong khu vực và trong phạm vi cả nước.
- Nhìn lại trong những năm qua, việc cổ phần hóa các loại hình doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh bước đầu đã đem lại một số kết quả đáng khích lệ.
 - Tốc độ cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước đang dần dần được đẩy lên, nếu như từ năm 1992-1998 mới có 10 doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hóa, thì từ 1999 – tháng 07/2003 đã có 109 doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hóa (gấp hơn 10 lần giai đoạn 1992 – 1998) đưa số doanh nghiệp Nhà nước được cổ phần hóa lên 119 doanh nghiệp đó là chưa kể 16 doanh nghiệp mới được cổ phần hóa và 92 doanh nghiệp đang bán cổ phần, chuẩn bị đại hội cổ đông, hoàn tất thủ tục đăng lý hoạt động theo luật doanh nghiệp (trong đó có 87 doanh nghiệp Nhà nước độc lập, 5 doanh nghiệp có vốn Nhà nước chiếm một phần).

- Việc cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh bước đầu đã đem lại một số kết quả như: tạo động lực mới trong quản lý kinh doanh của doanh nghiệp và cấu trúc lại nền kinh tế thành phố Hồ Chí Minh theo hướng tiến bộ, đem lại lợi ích cho Nhà nước, cho người lao động và cho bản thân doanh nghiệp.

❖ ***Các bất cập còn tồn tại trong hoạt động quản trị tài chính***

Bên cạnh những kết quả nêu trên, vẫn còn tồn tại nhiều bất cập trong hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết Việt Nam vốn là các doanh nghiệp Nhà nước sau cổ phần hóa, trong đó các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh cũng không phải là những ngoại lệ. Cụ thể:

- ***Về quản trị và điều hành công ty cổ phần***

Thực tế cho thấy một số công ty cổ phần (tức doanh nghiệp Nhà nước sau cổ phần hóa) chưa được tổ chức, quản lý, hoạt động theo đúng quy định của Luật doanh nghiệp và điều lệ của công ty. Mối quan hệ giữa Hội đồng quản trị và giám đốc điều hành thiếu rõ ràng, thậm chí có giám đốc không tuân thủ sự điều hành của Hội đồng quản trị. Hầu như các doanh nghiệp sau cổ phần hóa vẫn sử dụng toàn bộ cán bộ quản lý cũ như giám đốc cũ thành Chủ tịch Hội đồng quản trị, phó giám đốc trở thành giám đốc điều hành và kế toán trưởng vẫn giữ nguyên. Do bộ máy điều hành ít thay đổi nên dẫn đến tư duy, triết lý kinh doanh, trình độ quản lý điều hành công ty cũng ít được đổi mới. Gần như chưa có doanh nghiệp cổ phần hóa nào sử dụng cơ chế thuê giám đốc điều hành. Bởi lẽ cho đến nay, quy chế pháp lý Nhà nước về vấn đề này cũng chưa hoàn chỉnh. Hiện nay ở không ít công ty cổ phần chưa có cơ chế quản lý và cách thức điều hành phù hợp với pháp luật và điều lệ của công ty. Có trường hợp ở một vài doanh nghiệp sau cổ phần hóa, hội đồng quản trị của công ty đã phải họp thường xuyên để giải quyết các vấn đề sự vụ. Hoạt động quản trị không hiệu quả của Ban giám đốc và Hội đồng quản trị sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến quyền lợi của cổ đông và các nhà đầu tư trên thị trường. Ví dụ điển hình như trường hợp gian lận thuế của Công ty cổ phần đồ hộp Hạ Long. Những việc

làm như thế của Ban quản trị doanh nghiệp sẽ đặt các cổ đông vào tình trạng rủi ro cao.

- ***Về việc tổ chức thực hiện chức năng quản trị tài chính***

Cơ cấu tổ chức và chức năng - nhiệm vụ của phòng tài chính - kế toán của các công ty cổ phần niêm yết hiện nay ít hoặc không thay đổi so với lúc công ty còn là doanh nghiệp Nhà nước. Trong cơ cấu tổ chức này, bộ phận đảm nhận các công việc như quản lý tiền mặt và đầu tư chứng khoán, hoạch định ngân sách đầu tư, quản trị rủi ro tài chính và cơ cấu vốn của doanh nghiệp ... chưa thể hiện rõ chức năng này hoặc có thể hiện nhưng chưa được quan tâm đúng mức. Cơ cấu tổ chức đó chỉ tập trung vào việc thực hiện chức năng kế toán tài chính như ghi chép các nghiệp vụ kinh tế phát sinh, xác định kết quả sản xuất kinh doanh trong kỳ (lợi nhuận), lập báo cáo kế toán và ghi chép, theo dõi sự biến động của các loại tài sản và vốn của công ty như tài sản cố định, hàng tồn kho. Nhìn chung, hoạt động quản trị tài chính kế toán hiện nay trong các công ty cổ phần niêm yết không có sự khác biệt đáng kể so với các doanh nghiệp Nhà nước. Kế toán viên tập trung thực hiện chức năng kế toán tài chính, một hoạt động chủ yếu nằm cung cấp số liệu báo cáo cho lãnh đạo về tình hình sản xuất kinh doanh của công ty, trong khi đó các hoạt động quản trị tài chính nhằm tham mưu cho lãnh đạo trong quá trình ra các quyết định đầu tư, tài trợ vốn và đánh giá tính hiệu quả của việc sử dụng các tài sản hiện hữu hầu như không được thực hiện hoặc thực hiện không thường xuyên đúng mức.

- ***Về công khai hóa thông tin tài chính - kế toán***

Đây là một vấn đề đã được đặt ra nhiều lần, đặc biệt sau khi Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh ra đời. Tuy nhiên, cho đến bây giờ nhiều công ty cổ phần niêm yết vẫn chưa muốn công khai tình hình tài chính. Hầu hết các công ty cổ phần niêm yết chỉ đề cập đến các thông tin chung chung như doanh thu, lợi nhuận, số lượng công nhân, nộp ngân sách, thu nhập bình quân của người lao động, do đó các nhà đầu tư dài hạn trên thị trường thiếu thông tin để đánh giá và lựa chọn cơ hội đầu tư có hiệu quả. Một thực tế đáng lo ngại hơn là những qui định về công bố thông tin của các công ty cổ phần niêm yết chưa cụ thể và chặt chẽ về nội

dung, tính chính xác, tính kịp thời nhằm đảm bảo tính công bằng trong việc sở hữu thông tin giữa các nhà đầu tư ở các vùng địa lý khác nhau. Việc công bố thông tin như hiện nay rất dễ gây thiệt hại cho nhà đầu tư và góp phần gia tăng tính chủ quan, bất cập trong việc quản lý điều hành doanh nghiệp và tình hình sửa đổi, chế biến các số liệu tài chính kế toán là một hiện tượng có thật và đang tồn tại trong một vài công ty cổ phần niêm yết trên Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Một ví dụ điển hình là trường hợp Công ty cổ phần Bánh kẹo Biên Hòa (Bibica) trong việc lập các báo cáo tài chính năm 2002. Theo Trưởng ban kiểm soát Bibica, Ban kiểm soát và công ty kiểm toán đã phát hiện năm 2002 công ty này lỗ khoảng 2,7 tỷ đồng nhưng công ty đã báo cáo lãi 8,9 tỷ. Khi thông tin này được tung ra, giá cổ phần của Bibica rớt xuống mức 10.900 đồng (20/05/2003) từ mức giá 27.000 đồng (19/12/2001).

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Với hệ thống số liệu thu thập được từ các báo cáo tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua, luận văn đã cho chúng ta thấy được tình hình hoạt động quản trị tài chính của các công ty với những kết quả đạt được, những hạn chế còn tồn tại trong việc khai thác và sử dụng các nguồn tài trợ, về hoạt động phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức, các vấn đề về giá, cổ phiếu trên thị trường hiện nay... Trong chương chương 3, luận văn sẽ đưa ra một số giải pháp tài chính nhằm hoàn thiện hơn nữa hoạt động quản trị tài chính tại các công ty cổ phần niêm yết trong thời gian sắp tới.

CHƯƠNG 3

MỘT SỐ GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH HOÀN THIỆN HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Sau thời gian gần 4 năm thị trường chứng khoán Việt Nam đi vào hoạt động, đến thời điểm tháng 07/2004 cả nước đã có 24 công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán, trong số đó lượng công ty cổ phần tại thành phố Hồ Chí Minh đăng ký niêm yết là 13 công ty. Đây thật sự là một con số còn khá khiêm tốn về số lượng các công ty niêm yết, chứng tỏ công chúng đầu tư chưa thật sự quan tâm và tin tưởng để đầu tư vốn vào các chứng khoán đang được giao dịch trên thị trường, các công ty cổ phần khác trong cả nước chưa mạnh dạn (có thể vì lý do hoạt động và công tác quản trị tài chính chưa hiệu quả hay nhiều nguyên nhân chủ quan, khách quan khác) tiến hành đăng ký niêm yết hoạt động trên thị trường chứng khoán. Qua phân phân tích thực tiễn hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong chương 2, luận văn đã tiếp cận với thực tế về hiệu quả hoạt động, cơ cấu tài trợ, khai thác, sử dụng vốn, việc phân phối lợi nhuận, cũng như các vấn đề về giá cổ phiếu của các công ty niêm yết hiện nay, từ đó đã thấy được các kết quả đạt được cũng như những vấn đề còn hạn chế. Để hoàn thiện hơn nữa hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh, tôi xin đưa ra một số kiến nghị sau:

3.1. Khai thác một cách hiệu quả hơn các nguồn vốn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh

3.1.1. Căn cứ vào tình hình thực tế thị trường, tình hình hoạt động của công ty để xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu

Như chúng ta đã đề cập, cơ cấu vốn là tổng hợp các nguồn tài trợ dài hạn của công ty, bao gồm nợ dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi, vốn cổ phần thường và quan hệ tỷ lệ giữa các thành phần vốn đó trong tổng vốn dài hạn của công ty. Doanh nghiệp nói chung có thể tìm nguồn tài trợ dài hạn thông qua các thị trường vốn như thị trường tín dụng thuê mua, thị trường tín dụng thế chấp, đặc biệt công ty cổ phần

có huy động vốn dài hạn trên thị trường chứng khoán. Vốn nợ của công ty cổ phần được hình thành từ các nguồn như vốn vay dài hạn (thế chấp hoặc tín chấp) của ngân hàng, vốn thuê của các công ty cho thuê tài chính và vốn vay trực tiếp từ nhà đầu tư qua việc phát hành chứng khoán nợ (kỳ phiếu, trái phiếu) để huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Vốn cổ phần ưu đãi là do công ty phát hành cổ phiếu ưu đãi trên thị trường chứng khoán sơ cấp. Vốn cổ phần hay vốn chủ sở hữu bao gồm vốn cổ phần ban đầu do phát hành cổ phiếu phổ thông và phần lợi nhuận lưu trữ để tái đầu tư.

Do công ty cổ phần thường tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình bằng nhiều nguồn vốn khác nhau nên phí tổn sử dụng vốn của công ty là số trung bình trọng, bởi vì mỗi thành phần vốn có mức phí tổn khác nhau. Vốn nợ mang lại sự tiết kiệm thuế thu nhập cho công ty. Các nhà quản lý có thể gia tăng mức sử dụng vốn nợ để cải thiện tỷ suất sinh lợi hay hệ số hoàn vốn của chủ sở hữu. Tuy nhiên, hệ số nợ của công ty càng cao thì rủi ro tài chính của nó cũng tăng tỷ lệ với mức độ sử dụng vốn nợ của công ty. Vốn nợ có thể làm tăng giá trị của công ty do lợi thế về thuế của nó nhưng cũng có thể làm giảm giá trị công ty do nó tạo ra và làm gia tăng mức rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Như vậy, quyết định về cơ cấu vốn là một sự đánh đổi giữa mức rủi ro gánh chịu và lượng lợi nhuận tăng thêm thu được, và các công ty cần phải xác định mức độ vốn nợ tối ưu trong cơ cấu vốn của mình. Hay nói một cách đầy đủ hơn là các công ty phải xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu với các thành phần vốn hợp thành cơ cấu đó là hợp lý nhất nhằm tối đa hóa giá trị của công ty và giảm thiểu rủi ro.

Sau đây là một số trường hợp mà các công ty có thể vận dụng để xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu phù hợp với tình hình thị trường, tình hình hoạt động của công ty:

- ***Nếu căn cứ vào mức rủi ro kinh doanh của công ty:*** các công ty hoạt động có rủi ro kinh doanh càng cao nên duy trì hệ số vốn nợ tối ưu càng thấp và ngược lại, ví dụ như: Công ty cơ khí Bình Triệu hoạt động trong lĩnh vực có liên

quan đến vật liệu sắt thép, vật liệu này phải nhập khẩu giá cả không ổn định, rủi ro cao. Trong khi đó vốn tự có của công ty thì thấp, lượng tiền vay ngân hàng lớn (riêng trả lãi vay 2003 đã lên đến 1,2 tỷ đồng) dẫn đến hoạt động thua lỗ trong năm 2003. Với tình hình hoạt động kinh doanh rủi ro như vậy, công ty nên duy trì một hệ số nợ thấp hơn trong cơ cấu vốn của mình.

- ***Nếu căn cứ vào thuế suất thu nhập công ty:*** thuế suất bị áp dụng càng cao thì các công ty nên duy trì hệ số nợ tối ưu càng cao và ngược lại.
- ***Nếu căn cứ vào vị thế tài chính của công ty:*** nếu các công ty niêm yết dễ dàng huy động vốn trong những trường hợp khẩn cấp thì nên duy trì hệ số nợ tối ưu càng cao và ngược lại. Từ bảng xếp hạng tài chính trong chương 2, ta thấy các công ty BBT, REE, VTC trong năm 2003 là những công ty được xếp hạng A, vị thế tài chính của các công ty này rất tốt, các công ty nên phát huy lợi thế của đòn cân nợ.
- ***Nếu căn cứ vào thái độ của nhà quản trị đối với rủi ro:*** nhà quản trị ghét rủi ro không muốn sử dụng vốn nợ nhiều cho nên hệ số nợ tối ưu có xu hướng thấp sẽ nên được áp dụng cho những công ty này.

3.1.2. Các đề xuất nhằm tăng hiệu quả hoạt động huy động vốn của các công ty cổ phần trong thời gian tới

❖ Phát huy hiệu quả của nguồn vốn vay

Như đã phân tích trong phần thực tiễn ở chương 2, trong cơ cấu vốn của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh hiện nay, tỷ trọng nợ khá cao nhưng chủ yếu là nợ tự nhiên, rất ít công ty vay ngân hàng, nếu có chỉ là vay ngắn hạn với tỷ trọng thấp. Vay dài hạn hầu như không có hoặc có với số lượng không đáng kể.

Cũng từ phân tích thực tiễn kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh, chúng ta thấy rằng phần lớn các công ty hiện nay đang hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả, EBIT các

công ty đều khá cao. Với tình hình tài chính tương đối khả quan như vậy, *các công ty nên phát huy lợi thế của đòn cân nợ, đặc biệt là sử dụng nguồn vốn vay để được hưởng lợi từ lá chắn thuế do việc sử dụng nguồn vốn này. Vậy để việc huy động vốn của các công ty có thể dễ dàng hơn trong thời gian tới cần thiết phải xem xét đến tác động của các tổ chức sau:*

- **Về phía Nhà nước:** Nhà nước phải có biện pháp để phát triển thị trường tiền tệ, thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán và hệ thống ngân hàng thương mại, để giúp các doanh nghiệp trong nền kinh tế nói chung, các công ty cổ phần tại thành phố Hồ Chí Minh nói riêng có thể huy động vốn một cách dễ dàng. Có như vậy các công ty mới hứng khởi tìm nguồn tài trợ từ hướng này.
- **Về phía ngân hàng và các tổ chức tín dụng:** không ngừng củng cố và hoàn thiện hơn nữa các nghiệp vụ ngân hàng. Nâng cao trình độ chuyên môn của nhân viên đặc biệt là nhân viên tín dụng để công tác đánh giá, thẩm định doanh nghiệp được nhanh chóng, chính xác, kịp thời nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp nhiều hơn trong việc vay vốn (công tác thẩm định chậm chạp rườm rà hiện nay vốn là vấn đề còn gây nhiều trở ngại, khó khăn cho doanh nghiệp trong việc vay vốn qua các ngân hàng, tổ chức tín dụng).
- **Về phía các doanh nghiệp:** lành mạnh hóa công tác quản lý tài chính, sổ sách, chứng từ kế toán. Tình hình tài chính rõ ràng, kết quả hoạt động kinh doanh sáng sủa là những điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc vay vốn ngân hàng.
- ❖ **Sử dụng nguồn vốn tài trợ thông qua hình thức tín dụng thuê mua hay còn gọi là thuê tài chính để đầu tư vào những dây chuyền công nghệ hiện đại thay thế những máy móc cũ, lạc hậu**

Việc thuê mua tài chính có nhiều thuận lợi hơn so với việc đi vay ngân hàng để mua sắm tài sản cố định vì khi đi vay công ty phải có những tài sản thế chấp và trong tình hình hiện nay công tác thẩm định thường định giá những tài sản này thấp

hơn giá trị thị trường thực tế của tài sản rất nhiều, dẫn đến nguồn vốn chấp nhận cho vay cũng thấp đi tương ứng.

Các công ty có thể thuê tài chính ở trong nước và nước ngoài. Tuy nhiên việc thuê tài chính trong nước thì dễ dàng và nhanh chóng hơn so với việc tiến hành thuê ở nước ngoài. Tuy nhiên quy mô cho thuê ở trong nước chủ yếu là vừa và nhỏ, đây cũng là hạn chế của các công ty cho thuê tài chính trong nước.

❖ **Huy động vốn qua thị trường chứng khoán**

Huy động vốn qua thị trường chứng khoán cũng là một kênh huy động rất linh động và nhanh chóng nhằm lành mạnh hóa nền tài chính quốc gia, ngăn chặn tình trạng giảm phát, đóng băng nền kinh tế và gây ứ đọng vốn. Thông qua việc khai thác nguồn vốn từ thị trường chứng khoán sẽ giúp doanh nghiệp chủ động tăng nguồn vốn để đầu tư vào các dự án lớn hoặc mở rộng quy mô hoạt động kinh doanh. Thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ khi thành lập đến nay, khoảng thời gian chưa đủ dài để hoạt động mua bán chứng khoán trên thị trường này có thể diễn ra một cách sôi động, các nhà đầu tư chưa thật sự an tâm khi đầu tư vào thị trường này do tính rủi ro của nó còn nhiều. Vì vậy hoạt động huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam qua kênh thị trường chứng khoán hiện nay chưa đạt hiệu quả như mong muốn của các doanh nghiệp, thậm chí còn tốn kém và không hiệu quả bằng việc tài trợ bằng vốn vay, hoặc từ lợi nhuận giữ lại. Vì vậy, Nhà nước phải đóng vai trò tích cực hơn nữa trong thời gian tới để thị trường chứng khoán Việt Nam có thể hoạt động đúng với ý nghĩa thực sự đây là 1 thị trường vốn của nền kinh tế, là kênh huy động vốn hiệu quả của các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

❖ **Tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại**

Tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại cũng là một giải pháp thiết thực và quan trọng trong giai đoạn hiện nay, khi mà việc huy động vốn từ bên ngoài còn nhiều khó khăn. Việc phân phối hết lợi nhuận đạt được rồi đi vay để tài trợ cho sản xuất là việc làm không hiệu quả và tốn kém. Những công ty lớn và những công ty đang tăng trưởng luôn cần nhiều vốn cho đầu tư phát triển nên những công ty này nên giữ

lại phần lớn lợi nhuận đạt được để tái đầu tư. Công ty Microsoft mặc dù hoạt động rất có hiệu quả, tốc độ tăng trưởng cao nhưng kể từ khi thành lập đến năm 2003 công ty này mới chia cổ tức cho cổ đông lần đầu tiên. Tất cả lợi nhuận mà công ty đạt được đều được dùng để tái đầu tư. Qua phân tích thực trạng phân phối lợi nhuận, chia cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua, ta thấy rằng các công ty chia cổ tức ở tỷ lệ cao. Phần lớn lợi nhuận đạt được trong năm đều được phân chia cổ tức cho cổ đông, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại không cao. Vì các công ty đều đang ở trong tình trạng mới cổ phần hóa, cần nhiều vốn để tăng trưởng và phát triển trong thời gian tới, do đó các công ty nên tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tài trợ vốn cho sản xuất là hướng đi đúng đắn và phù hợp với xu hướng chung của các doanh nghiệp trong nền kinh tế Việt Nam hiện nay.

❖ Tìm nguồn tài trợ thông qua hình thức tìm đối tác đầu tư dưới hình thức liên doanh liên kết

Các công ty cũng có thể tìm nguồn tài trợ thông qua hình thức tìm đối tác đầu tư dưới hình thức liên doanh liên kết, đặc biệt các đối tác là nhà đầu tư ở nước ngoài. Bên cạnh việc khai thác nguồn vốn dồi dào từ các đối tác này, một vấn đề quan trọng hơn là các doanh nghiệp có thể tận dụng được kỹ thuật công nghệ hiện đại, học hỏi được các kinh nghiệm trong quản lý tiên tiến. Đây thực sự là một bước đi tất, đón đầu khoa học kỹ thuật công nghệ tiên tiến của nước ngoài, đẩy nhanh sự phát triển của doanh nghiệp. Hình thức này đang được nhiều nước đang phát triển trên thế giới sử dụng.

3.2. Kiến nghị về vấn đề phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức cho các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

Chính sách phân phối lợi nhuận đối với từng loại thành phần kinh tế có sự khác nhau. Đối với các doanh nghiệp Nhà nước, có một sự ràng buộc nhất định về tỷ lệ trích lập tối thiểu đối với một số quỹ như: quỹ đầu tư phát triển, quỹ dự phòng tài chính, quỹ trợ cấp mất việc làm. Còn các doanh nghiệp ngoài quốc doanh thì phân trích lập quỹ của các doanh nghiệp tùy thuộc vào tình hình thực tế của mỗi

doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp cổ phần sẽ do hội đồng quản trị quyết định. Đây cũng là một quyết định quan trọng của giám đốc tài chính công ty, nhà quản trị này phải nắm bắt được nhu cầu phát triển trong tương lai của doanh nghiệp để xây dựng một chính sách phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức hợp lý.

Từ thực tiễn phân tích chính sách phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua với những vấn đề hạn chế còn tồn tại, chúng ta có thể đưa ra một số giải pháp nhằm hoàn thiện hơn chính sách phân phối này như sau:

3.2.1. Cần có quan điểm đúng đắn, toàn diện khi xây dựng chính sách cổ tức

Chính sách cổ tức của công ty chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố bên trong và bên ngoài. **Khi thiết lập chính sách cổ tức, các công ty niêm yết phải đánh giá một cách đầy đủ và đúng đắn các yếu tố bên trong và bên ngoài.**

Các yếu tố bên trong bao gồm:

- Kế hoạch mở rộng hay mục tiêu của công ty trong dài hạn và nhu cầu tài trợ cho các kế hoạch này, bao gồm cả việc xem xét cấu trúc vốn hiện tại của công ty.
- Tỷ suất sinh lời trên các cơ hội đầu tư của công ty, so sánh với tỷ suất sinh lợi mà cổ đông kiếm được nếu họ tự đầu tư.
- Khả năng có thể duy trì trong dài hạn mức cổ tức đưa ra, tình hình thanh khoản của công ty tại thời điểm chi trả cổ tức.

Các yếu tố bên ngoài bao gồm:

- Các quy định có tính pháp lý đối với việc chia cổ tức của công ty cổ phần, và các ràng buộc của các đối tác liên quan.
- Mức độ bất cân xứng thông tin trên thị trường giữa các nhà lãnh đạo công ty và công chúng đầu tư.

- Các quy định về thuế thu nhập có liên quan đến cổ tức, thu nhập do mua bán chứng khoán. Các đối tượng đầu tư và ưu tiên của họ đối với chính sách cổ tức.
- Các điều kiện và thủ tục phát hành chứng khoán mới để huy động vốn cũng như chi phí gắn với việc phát hành. Các chi phí giao dịch trong mua bán chứng khoán...

Và khi thiết lập chính sách cổ tức các giám đốc tài chính phải luôn biết rằng:

- Mục tiêu của chính sách cổ tức cũng như bất kỳ quyết định tài chính nào là tối đa hóa giá trị cổ đông (một thực tế là các giám đốc điều hành hiện nay đều quan niệm rằng mục tiêu quan trọng nhất của công ty là tối đa hóa lợi nhuận).
- Dòng tiền tạo ra trong doanh nghiệp thật sự là của chủ sở hữu, do đó công ty chỉ giữ lại thu nhập khi có thể đầu tư thu nhập đó với tỷ suất sinh lời cao hơn mức mà cổ đông kiếm được nếu họ được chia cổ tức và đem tự đầu tư vào các cơ hội đầu tư có cùng mức độ rủi ro.

Trên cơ sở các yếu tố tác động và quan điểm về chính sách cổ tức trên, phương hướng xây dựng chính sách cổ tức cho công ty cổ phần niêm yết nói riêng, công ty cổ phần nói chung cũng sẽ được đưa ra phù hợp với các yếu tố bên trong công ty ứng với mỗi thời kỳ phát triển, và các yếu tố bên ngoài trong điều kiện cụ thể ở Việt Nam, với mục tiêu là có thể tối đa hóa giá trị doanh nghiệp – giá trị cổ đông.

3.2.2. Xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp

Mỗi một giai đoạn trong chu kỳ sống, công ty có những cơ hội đầu tư, khả năng huy động vốn và dòng tiền khác nhau. Do đó, ứng với mỗi một giai đoạn phát triển, công ty nên thiết lập một chính sách cổ tức phù hợp. Và để thiết lập một chính

sách hợp lý thì công ty phải tự đánh giá xem mình đang ở giai đoạn nào. Sau đây là các căn cứ để xác định giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống.

3.2.2.1. Các căn cứ để xác định giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống

- ***Căn cứ vào dòng tiền***

Doanh nghiệp trong giai đoạn khởi sự và tăng trưởng có dòng tiền thường bị âm rất lớn và ngược lại dòng tiền của các doanh nghiệp trong giai đoạn bảo hòa và suy thoái thì lại rất dồi dào.

- ***Căn cứ vào doanh thu và thị phần***

- Các doanh nghiệp có doanh thu cao qua các năm, chứng tỏ hàng hóa bán ra rất nhiều, dự báo trong tương lai doanh thu tiếp tục tăng thì có nghĩa doanh nghiệp đó đang trong giai đoạn tăng trưởng. Theo dõi trên bảng số liệu 3 năm 2001, 2002, 2003 thì các công ty GIL, GMD, KHA, SAV, TMS, VTC đều có doanh thu tăng qua các năm, trong đó GIL, SAV, TMS có tốc độ tăng rất cao chứng tỏ các công ty này đang ở giai đoạn tăng trưởng rất mạnh.
- Các doanh nghiệp có doanh thu tăng chậm hoặc không đổi thì chứng tỏ doanh nghiệp đang trong giai đoạn bảo hòa, cụ thể như công ty TRI, TS4.
- Các doanh nghiệp có doanh thu giảm có nghĩa là doanh nghiệp đang trong giai đoạn suy thoái, ví dụ như công ty BBT, SGH nhưng chúng ta chưa thể khẳng định các công ty trên đã ở giai đoạn này vì thời gian 3 năm đánh giá chưa đủ dài, sự sụt giảm doanh thu có thể là tạm thời, nhưng ban giám đốc công ty cần phải lưu ý vì dấu hiệu suy thoái đã xuất hiện.

- ***Căn cứ vào tài sản***

- Các doanh nghiệp có tài sản liên tục tăng, và trong tương lai dự báo tiếp tục tăng là doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng.

- Doanh nghiệp có tài sản tăng chậm hay không đổi và không có nhu cầu tăng trong tương lai gần, hoặc việc tăng tài sản không còn mang lại hiệu quả là doanh nghiệp đang trong giai đoạn bão hòa.
- Tài sản của doanh nghiệp có xu hướng bị bán ra thì doanh nghiệp đang trong giai đoạn suy thoái.

Qua các đặc điểm về dòng tiền, doanh thu, tài sản, các công ty có thể biết được mình đang ở giai đoạn nào để có chính sách cổ tức phù hợp.

3.2.2.2. Xây dựng chính sách cổ tức phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp

- ***Giai đoạn khởi sự***

Ở giai đoạn khởi sự kinh doanh này, doanh nghiệp còn thiếu vốn, kinh nghiệm, doanh thu từ tiêu thụ sản phẩm thấp nhưng nhu cầu chi tiêu cho đầu tư phát triển lại rất cao. Dòng tiền thuần thường âm dù công ty vẫn hoạt động có lợi nhuận, rủi ro kinh doanh giai đoạn này rất cao. Công ty rất khó huy động được vốn từ nguồn vay nợ, hoặc từ phát hành chứng khoán. Do đó, nguồn tài trợ thích hợp trong giai đoạn này là lợi nhuận giữ lại, công ty sẽ hạn chế được rủi ro tổng thể do giữ rủi ro tài chính ở mức thấp. **Vì vậy, chính sách cổ tức đề nghị là không chia cổ tức.** Hầu hết các công ty niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh hiện nay là các doanh nghiệp Nhà nước sau cổ phần hóa hoạt động có hiệu quả trong một thời gian dài, có thời gian hoạt động trên 5 năm nên hầu như không nằm trong giai đoạn này.

- ***Giai đoạn tăng trưởng***

Giai đoạn này doanh thu và tài sản tăng với tốc độ cao, công ty có rất nhiều cơ hội đầu tư với lãi suất cao đòi hỏi nhu cầu vốn đầu tư lớn. Các chi phí nghiên cứu phát triển cũng rất nhiều để tiếp tục duy trì sự phát triển, dành thị phần do đó dòng tiền vẫn âm hoặc dương rất thấp. Rủi ro kinh doanh còn cao, nếu sử dụng nợ cao sẽ đẩy công ty đến rủi ro tài chính cao dễ mất khả năng thanh toán. **Nguồn tài trợ thích hợp cho giai đoạn này là lợi nhuận giữ lại và vốn cổ phần mới. Do đó**

chính sách cổ tức đề nghị cho giai đoạn này là chia cổ tức ở mức thật thấp. Giai đoạn đầu có thể tiếp tục duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng không, và chia cổ tức cổ phần. Giai đoạn sau có thể bắt đầu chi trả cổ tức tiền mặt ở mức thấp để nhà đầu tư yên tâm là công ty đang hoạt động hiệu quả nhưng đang cần tiền để đầu tư vào các dự án sinh lời. Và việc chi trả cổ tức ở mức thấp này sẽ có những tác động tích cực đến giá cả của công ty trên thị trường. Có thể áp dụng chính sách cổ tức với các công ty đang tăng trưởng hiện nay như GIL, SAV, TMS.

- ***Giai đoạn bão hòa***

Sau thời kỳ tăng trưởng cao, công ty bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định và tiến tới bão hòa. Doanh thu vẫn tăng trưởng nhưng với tỷ lệ giảm dần, tỷ suất sinh lời trên tài sản giảm vì có nhiều đối thủ cạnh tranh xâm nhập thị trường và tìm cách chiếm thị phần của doanh nghiệp.

Trong giai đoạn này, rủi ro kinh doanh giảm xuống mức trung bình, công ty có thể sử dụng cấu trúc tài chính với rủi ro tài chính cao hơn 2 giai đoạn đầu, cụ thể là có thể sử dụng đòn cân nợ cao trong cấu trúc vốn. Dòng tiền thuần trong giai đoạn này tăng lên đáng kể vì tốc độ tăng trưởng tài sản chậm lại, công ty không còn nhiều cơ hội đầu tư có tỷ suất sinh lợi vượt mức cổ đông kỳ vọng, và công ty có thể dễ dàng huy động vốn từ bên ngoài hơn. Như vậy, trong giai đoạn này công ty cần thay đổi chiến lược tài trợ và chính sách phân phối. Từ việc tài trợ hầu như hoàn toàn bằng vốn cổ phần nên chuyển sang kết hợp với một tỷ lệ ngày càng tăng tài trợ bằng nợ. Dòng tiền dương và tài trợ bằng vốn vay có khả năng khuyếch đại tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu giúp công ty có khả năng chi trả cổ tức cao hơn cho cổ đông so với giai đoạn trước.

Trong thời kỳ tăng trưởng ổn định, cổ tức cổ phiếu vẫn nên được các công ty áp dụng và tỷ lệ chi trả cổ tức thường tăng từ 5% - 15% lên mức 25% - 40% lợi nhuận. Bước sang thời kỳ bão hòa, công ty nên gia tăng cổ tức tiền mặt, tỷ lệ chi trả cổ tức có thể từ 40% - 60% lợi nhuận.

Bên cạnh việc trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ cao, công ty có thể mua lại cổ phần nhằm hoàn trả tiền mặt thặng dư cho cổ đông và đạt đến cấu trúc vốn tối ưu. Trong giai đoạn bão hòa, chính sách mua lại cổ phần mang nhiều yếu tố tích cực, là một giải pháp hiệu quả trong việc thực hiện mô hình chiến lược tài chính thích ứng với giai đoạn này. Mua lại cổ phần có khả năng dẫn đến tác động tích cực là trong tương lai, số lượng cổ phần thấp hơn, thu nhập mỗi cổ phần sẽ cao hơn. Điều này hấp dẫn các cổ đông tiềm năng và do đó sẽ làm cho giá cổ phần tăng lên.

Đối với chính sách cổ tức cho giai đoạn này, hiện tại nên áp dụng cho các công ty TRI, TS4.

- ***Giai đoạn suy thoái***

Giai đoạn cuối cùng trong dòng đời sản phẩm là sự suy thoái, công ty chịu sự sụt giảm doanh thu nếu như sản phẩm không được cải tiến và sự đa dạng hóa đã không được thực hiện trong nhiều năm. Khi nhu cầu đối với sản phẩm giảm, các dòng tiền mặt thu vào cũng sụt giảm, và việc tiếp tục chi tiêu cho các hoạt động tiếp thị là không hợp lý nữa. Mặc dù doanh thu sụt giảm là điều không thể tránh khỏi, rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này cũng được xem là giảm so với các giai đoạn trước đây. Vì vậy, công ty có thể duy trì cấu trúc vốn mang rủi ro tài chính cao hơn.

Trong giai đoạn này, lợi nhuận mong đợi từ tái đầu tư của doanh nghiệp thường thấp hơn mức mà cổ đông đòi hỏi. Mặt khác, dòng tiền trong giai đoạn này khá nhàn rỗi do sụt giảm quy mô đầu tư và dòng tiền từ khấu hao do tái đầu tư không hiệu quả cũng được dùng phân phối cho cổ đông.

Chính sách cổ tức trong giai đoạn này là chi trả ở mức cao, tỷ lệ chi trả có thể cao hơn 100% và một phần các cổ tức này là hoàn trả vốn.

Hiện tại, các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh đều đang hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả và có xu hướng phát triển tốt trong thời gian tới nên chính sách cổ tức cho giai đoạn này chưa phù hợp với công ty nào hiện nay.

3.2.3. Xây dựng chính sách cổ tức dưới tác động của các yếu tố không hoàn hảo của thị trường Việt Nam hiện nay

Các yếu tố không hoàn hảo của thị trường có thể kể đến là: thuế, chi phí phát hành, chi phí giao dịch, bất cân xứng thông tin và tâm lý của nhà đầu tư... các yếu tố này làm cho chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của công ty. Như vậy khi xây dựng chính sách cổ tức, công ty phải xây dựng trong sự tác động của chúng sao cho giá trị của công ty tăng lên. *Có thể liệt kê một số yếu tố sau tại thị trường Việt Nam có tác động đến chính sách cổ tức cao hay thấp của các công ty niêm yết hiện nay.*

- **Thuế:** các quy định về thuế thu nhập hiện nay không đánh thuế trên cổ tức nhận được, như vậy các công ty có thể chi trả cổ tức cho nhà đầu tư mà không làm giảm giá trị cổ phiếu, vì thuế đánh trên cổ tức. Đặc biệt đối với các nhà đầu tư là tổ chức thì nhận cổ tức còn có lợi hơn so với lãi vốn, vì lãi vốn phải chịu thuế thu nhập. **Vì vậy chính sách chi trả cổ tức cao sẽ được công ty quyết định chọn.**
- **Đối tượng đầu tư:** hầu hết các nhà đầu tư vào các công ty niêm yết hiện nay là các nhà đầu tư dài hạn. Họ đầu tư vào công ty và mong nhận được cổ tức như một khoản thu nhập cố định, *do đó chính sách cổ tức ổn định sẽ được họ đánh giá cao.*
- **Vấn đề thông tin, chi phí đại diện:** Tình hình công bố và tiếp cận thông tin hiện nay còn nhiều hạn chế, niềm tin của các nhà đầu tư đối với công ty niêm yết chưa được xây dựng và cũng có thể cho thấy sự bất cân xứng thông tin rất lớn giữa các nhà đầu tư và ban quản lý. Và chi phí đại diện đối với các công ty niêm yết Việt Nam hiện nay là rất cao. *Để tạo niềm tin cho cổ đông và giảm chi phí đại diện thì cổ tức là phương tiện hữu hiệu nhất.*
- **Chi phí phát hành cổ phiếu mới:** Việc phát hành cổ phiếu để huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán hiện nay ở Việt Nam còn nhiều hạn chế. Các thủ tục, qui định làm mất nhiều thời gian, công sức của các tổ chức

phát hành chứng khoán mới. Do đó, ***nếu công ty niêm yết cần vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các đầu tư mới của mình thì sử dụng lợi nhuận giữ lại hơn là phát hành cổ phần mới. Trong trường hợp này, chính sách không chi trả cổ tức hoặc trả cổ tức ở mức thấp sẽ được ưu tiên lựa chọn.***

Ở Việt Nam hiện nay, các yếu tố thị trường tác động làm cho chính sách cổ tức cao tốt hơn, có ảnh hưởng mạnh hơn. ***Do đó, trước mắt các công ty niêm yết vẫn nên tiếp tục duy trì chính sách ổn định cổ tức tiền mặt ở mức vừa phải (thấp hơn mức hiện nay). Các công ty phải lưu ý rằng trong ngắn hạn chính sách cổ tức nên áp dụng như sau:***

- Mức cổ tức ban đầu phải được cân nhắc kỹ lưỡng.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức có thể thay đổi nếu cần thiết.
- Tránh việc giảm cổ tức tiền mặt định kỳ.
- Chỉ tăng cổ tức khi chắc chắn rằng khoản tăng này có thể duy trì tiếp tục trong tương lai.
- Công bố cổ tức phụ trội nếu đó là cổ tức tăng lên tạm thời.

Trong dài hạn thì nên xây dựng theo hướng cổ tức là lợi nhuận còn lại nhưng mục tiêu ổn định cổ tức phải được ưu tiên hơn. Đối với các công ty trong giai đoạn phát triển, nếu cần có thể phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn nhằm duy trì cổ tức ổn định.

- ❖ Như vậy, chính sách hợp lý cho các công ty niêm yết Việt Nam là: trong dài hạn cổ tức là phần lợi nhuận còn lại sau khi đã tài trợ cho các dự án có suất sinh lời cao hơn chi phí sử dụng vốn, trong ngắn hạn cổ tức tiền mặt ổn định ở mức vừa phải.

3.2.4. Xây dựng chính sách cổ tức dựa vào dòng tiền và dự án đầu tư

Để phân tích, đánh giá chính sách cổ tức hiện tại và lập kế hoạch trả cổ tức trong tương lai, các công ty niêm yết phải cân nhắc 2 vấn đề sau:

- Tiền mặt có sẵn trong năm để chi trả cổ tức là bao nhiêu sau khi các nhu cầu đầu tư mới và gia tăng vốn luân chuyển đã được đáp ứng. Và công ty chi trả bao nhiêu từ số tiền này cho cổ đông.
- Các dự án đầu tư của công ty tốt đến mức nào.

Có thể có 4 trường hợp xảy ra khi xây dựng chính sách cổ tức dựa vào dòng tiền và dự án đầu tư mà các công ty niêm yết có thể tham khảo:

- Công ty có nhiều dự án đầu tư tốt và đang chi trả cổ tức nhiều hơn dòng tiền cho chủ sở hữu. Trong trường hợp này công ty đang làm giảm giá trị cổ đông. Vì trả cổ tức cao nên công ty sẽ thiếu hụt tiền mặt và phải bù đắp lượng tiền thiếu hụt thông qua phát hành chứng khoán mới. Thứ hai là thường xuyên thiếu tiền tạo ra sự giới hạn về vốn đầu tư, và công ty phải từ bỏ các dự án tốt. ***Vì vậy công ty nên giảm cổ tức để dành tiền đầu tư vào các dự án tốt.***
- Công ty có nhiều dự án tốt và chi trả cổ tức ít hơn dòng tiền dành cho chủ sở hữu. Tiền mặt của công ty sẽ tăng lên, công ty có thể cho rằng đang có nhiều dự án tốt cùng đầu tư trong tương lai, cổ đông cũng sẽ nghi ngờ tại sao công ty không thực hiện dự án trong kỳ hiện tại. ***Tuy nhiên, công ty nên tiếp tục duy trì chính sách cổ tức và đầu tư hiện tại.***
- Có nhiều dự án xấu và chi trả cổ tức ít hơn dòng tiền cho chủ sở hữu. Công ty đang tích lũy tiền mặt và cũng chịu áp lực lớn từ phía cổ đông về chi trả cổ tức, vì họ lo sợ công ty sẽ sử dụng tiền để đầu tư vào các dự án xấu. ***Để gia tăng giá trị cho cổ đông, công ty nên trả cổ tức nhiều hơn và cắt giảm đầu tư.***

- Công ty có nhiều dự án xấu và chi trả cổ tức nhiều hơn dòng tiền dành cho chủ sở hữu. *Trong trường hợp này, công ty nên cắt giảm đầu tư và dùng tiền đó chia cổ tức.*

❖ **Một số công ty hiện tại và sắp tới sẽ có những dự án tốt, vì vậy sẽ cần một lượng tiền lớn để đầu tư:**

Công ty xuất nhập khẩu Khánh Hội (KHA)

- Dự án xây dựng xí nghiệp may da Khánh Hội – Bình Dương (dự toán đầu tư cần 20 tỷ đồng)
- Tháng 12/2004 hoàn thành chung cư Khánh Hội (dự án đã đầu tư và đang đi vào giai đoạn hoàn thành.
- Sẽ xây dựng trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê. Mở rộng xí nghiệp may da Khánh Hội và một chung cư cao tầng.

Công ty cổ phần cơ điện lạnh REE

- Dự án xây dựng cao ốc 18 tầng (Trung tâm thương mại và căn hộ để bán) trị giá 9,2 triệu USD.
- Dự án xây dựng khu nhà xưởng mới tại khu công nghiệp Tân Phú Trung (tổng vốn đầu tư 12 triệu USD)

Công ty cổ phần hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu Savimex (SAV)

- Dự án xây dựng chung cư để bán ở quận 3 và quận 7
- Xây dựng nhà máy Satimex (900 ngàn USD), nhà máy Sawiwoodtech (600 ngàn USD).
- Đầu tư máy móc thiết bị chuyên dùng sản xuất đồ gỗ với công nghệ CNC (5 tỷ đồng), hệ thống máy ép gia nhiệt, ép chân không (5 tỷ đồng).

Công ty cổ phần sản xuất kinh doanh và xuất nhập khẩu Bình Thạnh (GIL)

- Dự án xây dựng cao ốc văn phòng và thương mại tại 24C Phan Đăng Lưu.

Công ty cổ phần viễn thông VTC

- Chuẩn bị dự án truy nhập băng rộng ADSL, GSHDSL, nắm bắt các công nghệ mới về IP, ATM, ETHERNET, tích hợp truyền dẫn...
- Tiếp tục đầu tư 455.000 USD cho trung tâm sản xuất thẻ thông minh.

Công ty cổ phần nước giải khát Tribeco (TRI)

- Dự án di dời nhà máy và xây dựng khu công nghiệp chế biến thực phẩm TRI.

❖ Các đề xuất về chính sách cổ tức cho một vài công ty điển hình

- Công ty KHA, SAV tuy có nhiều dự án đầu tư tốt, nhưng tỷ lệ nợ của các công ty này hiện đang rất cao. Do đó, để có nguồn tài trợ nội sinh tài trợ cho các dự án tốt, các công ty nên giảm cổ tức tiền mặt so với mức hiện nay, sau đó giữ ổn định, có thể dùng cổ tức cổ phần thay thế cổ tức tiền mặt.
- Công ty GMD, VTC có nhiều dự án đầu tư tốt, tỷ lệ chi trả cổ tức trong thời gian qua khá cao, nhưng tỷ lệ nợ còn thấp, các công ty này có thể vay nợ để tài trợ cho các dự án đầu tư và duy trì cổ tức hiện nay.
- Công ty TRI cần giảm cổ tức so với hiện nay, để dành tiền đầu tư cho các cơ hội tăng trưởng.
- Công ty REE nên cắt giảm đầu tư vào lĩnh vực hiện tại lẫn cổ tức, nếu không sẽ bị thiếu hụt tiền mặt do tỷ lệ chi trả cổ tức cao như hiện nay, đầu tư đa dạng vào nhiều lĩnh vực sản xuất nhưng chưa đạt hiệu quả cao. Công ty cần cải thiện hoạt động kinh doanh, xác định rõ chiến lược quản lý và

phát triển hiệu quả, đúng hướng và lâu dài, đảm bảo hoạt động ổn định của công ty và khôi phục niềm tin ở công chúng đầu tư.

3.3. Kiến nghị liên quan đến vấn đề giá cả, cung cầu chứng khoán của các công ty niêm yết hiện nay

Từ phần phân tích thực tiễn ở chương 2 về cung cầu, giá cả của các chứng khoán đang được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thời gian qua, do thời gian hoạt động còn quá ngắn, thị trường hàng hóa chứng khoán nhỏ bé nên giá cả chứng khoán chưa phản ánh đúng giá trị thực sự của nó theo quan hệ cung cầu. Với rất nhiều hạn chế còn tồn tại, tôi xin đề xuất một số kiến nghị sau:

- **Để tạo ra cung cầu chứng khoán thật sự** cần phải làm phong phú hàng hóa trên thị trường chứng khoán. Để làm được điều này phải đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa các doanh nghiệp trong cả nước, đặc biệt là các doanh nghiệp Nhà nước. Để thực hiện thành công chủ trương trên, Chính phủ phải ban hành nhiều Nghị định, Quyết định nhằm tạo ra một hành lang pháp lý, tạo điều kiện thuận lợi đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp tại Việt Nam. Các công ty chứng khoán cũng đóng vai trò rất quan trọng trong việc tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty cổ phần niêm yết cổ phiếu trên thị trường này.
- **Về hoạt động của các công ty chứng khoán hiện nay:** Chính phủ phải tạo ra một khung pháp lý chặt chẽ hơn cho các hoạt động trên thị trường chứng khoán nhằm bảo vệ quyền lợi hợp pháp của nhà đầu tư, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Hiện nay có nhiều vấn đề còn bỏ ngỏ như việc mua bán thông tin nội gián sẽ bị xử lý như thế nào? Việc cung cấp thông tin giả gây ra thiệt hại hàng tỷ đồng cho nhà đầu tư thì ai chịu trách nhiệm? Trách nhiệm của các nhà môi giới chứng khoán? Nếu nhà đầu tư còn thiếu niềm tin vào tính minh bạch của các thông tin tài chính mà các công ty cổ phần niêm yết và có nghi ngờ tính hiệu lực của các quy định pháp lý về đầu tư chứng khoán thì thị trường chứng khoán ở nước ta còn tiếp tục đóng băng. Thị trường chứng khoán phải là nơi đáng tin cậy, nơi mà nhà đầu tư cho rằng

quyền lợi chân chính của họ được bảo vệ. Thị trường chứng khoán không chỉ là thị trường đầu tư mà còn là một cơ chế để các doanh nghiệp thực hiện các nghiệp vụ tài chính nhằm ngăn ngừa và phòng chống rủi ro. Sự thiếu mặt của các loại chứng khoán dẫn xuất như hợp đồng tương lai, quyền chọn, quyền tiên mai làm hạn chế việc sử dụng các công cụ tài chính để ngăn ngừa, phòng chống rủi ro của doanh nghiệp. Thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả còn là một kênh huy động vốn rất hiệu quả của doanh nghiệp.

- **Không ngừng hoàn thiện hoạt động quản trị và quản trị tài chính** trong công ty cổ phần niêm yết nhằm tối đa hóa giá trị của công ty, nâng cao chất lượng của các cổ phiếu niêm yết, điều này sẽ có tác động tích cực đến giá trị cổ phiếu của công ty cổ phần trên thị trường chứng khoán.
- **Các công ty niêm yết phải đảm bảo cung cấp thông tin đầy đủ, kịp thời, chính xác** cho Sở giao dịch chứng khoán. Tuyệt đối tránh bung bít, bóp méo thông tin, Ủy ban chứng khoán phải có những quy định xử lý nghiêm khắc đối với những trường hợp vi phạm nhằm tạo niềm tin cho các nhà đầu tư về tính trung thực của các thông tin được công bố. Ngoài ra thông tin cần thiết được công bố rộng rãi trên nhiều phương tiện truyền thông, báo chí, Internet...để công chúng dễ dàng tiếp cận.
- **Các nhà đầu tư chứng khoán không ngừng nâng cao trình độ** về lĩnh vực này để việc đầu tư chứng khoán mang đúng ý nghĩa của nó, tránh việc đầu tư theo cảm tính, chịu tác động nặng nề của yếu tố tâm lý, không dựa trên cơ sở phân tích dẫn đến các ứng xử theo số đông, theo phong trào. Những nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ nhìn vào sự tăng giá dài hạn của cổ phiếu và cổ tức trong các kỳ đầu tư.

3.4. Các biện pháp khác hoàn thiện hoạt động Quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM hiện nay

3.4.1. Xây dựng quan điểm đúng đắn về mục tiêu hoạt động quản trị tài chính trong công ty cổ phần

Hiện nay, phần lớn các nhà quản lý công ty thường đặt mục tiêu lợi nhuận lên hàng đầu, nhưng nếu mục tiêu lợi nhuận được xem xét trong sự tương quan với những rủi ro mà công ty phải đối mặt khi tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh của mình thì công ty không nên chỉ xem lợi nhuận là mục tiêu sống còn của doanh nghiệp. *Như vậy, một câu hỏi cần được nêu ra là mục tiêu công ty cần hướng đến là gì và mục tiêu nào sẽ định hướng cho các hoạt động quản trị tài chính của công ty.*

Trong nền kinh tế thị trường có tính cạnh tranh công ty phải phấn đấu sao cho có thể luôn tồn tại và phát triển trong mọi tình huống kinh tế, trong đó tồn tại là tiên đề cần và phát triển là điều kiện đủ. Muốn tồn tại trong điều kiện của nền kinh tế có cạnh tranh thì doanh nghiệp phải không ngừng phát triển và sự phát triển của doanh nghiệp là điều kiện đủ để có thể tồn tại. Các nhà đầu tư trên thị trường khi tìm kiếm cơ hội đầu tư thường hướng đến những công ty có triển vọng-nơi hứa hẹn sẽ tạo ra dòng thu nhập ổn định và tăng trưởng không ngừng trong tương lai, đảm bảo lợi ích đầu tư của họ, tức là đảm bảo khả năng tạo ra hệ số hoàn vốn hay tỷ suất sinh lợi mong đợi. Trên thị trường vốn luôn tồn tại song song những công ty phát triển tốt bên cạnh những công ty làm ăn thua lỗ, kém hiệu quả, do đó hiện tượng chuyển dịch vốn đầu tư từ nơi kém hiệu quả sang nơi có hiệu quả cao là một tiến trình tất yếu diễn ra liên tục trong cơ chế kinh tế thị trường. Các nhà đầu tư luôn đánh giá cao những công ty có tiềm năng phát triển và tình hình tài chính lành mạnh, *do đó khả năng sinh lợi của công ty là nền tảng xác lập giá trị thị trường của nó trên thị trường.* Công ty nào càng được các nhà đầu tư quan tâm chú ý đến và sẵn sàng đầu tư khi có cơ hội thì giá trị thị trường càng cao vì giá cổ phần đầu tư sẽ tăng, *như vậy đứng trên góc độ của quản trị tài chính thì công ty nên hướng đến mục tiêu không ngừng nâng cao và tối đa hóa giá trị thị trường của nó.* Nói

một cách cụ thể, nhà quản trị tài chính phải không ngừng nâng cao hiệu quả quản lý và sử dụng đồng vốn đầu tư của công ty cũng như đảm bảo sự an toàn của vốn đầu tư để thu hút vốn của các nhà đầu tư trên thị trường tài chính.

Các câu hỏi mà nhà đầu tư thường đặt ra: tiền vốn đầu tư vào một công ty nào đó có được thu hồi lại như mong đợi của nhà đầu tư trong điều kiện kinh tế bất trắc, và giá trị của công ty trên thị trường có lớn hơn tổng số vốn họ đã đầu tư vào công ty hay không? Một thực tế không thể chối cãi là các công cụ kế toán cổ điển không thể trả lời được câu hỏi vừa nêu trên, do đó cần phải thay đổi cách tiếp cận mục tiêu quản trị tài chính và hoàn thiện hoạt động quản trị tài chính trong doanh nghiệp thì mới có thể làm rõ vấn đề nêu trên.

3.4.2. Tổ chức hoạt động quản trị tài chính phù hợp với mục tiêu đã đề ra

Khi cách tiếp cận về mục tiêu quản trị tài chính trong công ty cổ phần đã thay đổi, thì tổ chức hoạt động của bộ phận Tài chính-kế toán trong công ty cũng cần được thay đổi cho phù hợp với mục tiêu đã được xác định. Như đã đề cập ở chương 2, tổ chức hoạt động của phòng tài chính- kế toán của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM (vốn là những doanh nghiệp nhà nước sau cổ phần hóa) chỉ phù hợp với việc thực hiện chức năng kế toán tài chính, chức năng kế toán quản trị và quản trị tài chính chưa được chú trọng đúng mức. Người quản lý ngân quỹ của công ty có vai trò rất mờ nhạt và chỉ đơn thuần làm nhiệm vụ giữ tù tiền cho doanh nghiệp mà quản trị tài chính là quản lý quá trình luân chuyển tiền tệ vào và ra khỏi doanh nghiệp. ***Do đó, vai trò của người quản lý ngân quỹ của công ty cần được xác định lại.***

Quản trị tài chính cổ điển thường chú trọng vào quản trị vốn luân chuyển và tìm các nguồn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp mà việc tìm các nguồn tài trợ khá lớn đòi hỏi doanh nghiệp phải tiêu tốn nhiều công sức vì phải trả giá rất đắt khi mắc phải sai lầm. Do việc tìm kiếm nguồn tài trợ chỉ thực hiện ở những khoảng thời gian cách nhau rất xa nên chỉ chiếm một phần nhỏ thời gian của nhà quản trị tài chính, phần lớn thời gian và năng lực của họ được dành vào việc quản trị vốn luân chuyển hay vốn lưu động. Do đó, có nhiều quan điểm

cho rằng quản trị tài chính nên tập trung vào việc quản trị vốn luân chuyển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, cũng không nên quên một khía cạnh mới, rất quan trọng là *vị trí của các nhà quản trị tài chính trong khung cảnh quản trị chung và vai trò của họ tham gia trong việc hoạch định và kiểm soát các loại chiến lược của công ty*. Tầm quan trọng của một lĩnh vực quản lý nào đó gia tăng không nhất thiết làm giảm đi tầm quan trọng của các lĩnh vực quản lý đang hiện hữu. ***Do đó, quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM nên tập trung vào các hoạt động dưới đây:***

- Phân tích, hoạch định và kiểm soát tài chính
- Quản trị vốn luân chuyển
- Hoạch định các kế hoạch tài trợ và tìm kiếm các nguồn tài trợ hấp dẫn
- Tìm kiếm các cơ hội đầu tư tiềm năng, đánh giá các cơ hội đầu tư và hoạch định ngân quỹ đầu tư tối ưu cho từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp.
- Xác định cơ cấu tài chính và chính sách phân chia lợi tức cổ phần tối ưu
- Quản trị các loại rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính của công ty và nguy cơ bị thâm tóm, sát nhập.

3.4.3. Nâng cao vai trò các nhân vật then chốt trong bộ phận Tài chính-kế toán theo hướng chuyên môn hóa

Các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM nên tổ chức cơ cấu bộ phận kế toán với vai trò của các nhân vật then chốt được mô tả như sau:

- **Nâng cao vai trò của người quản lý ngân quỹ của công ty**

Người quản lý ngân quỹ có các nhiệm vụ quản lý tài chính như quản trị và lập kế hoạch tiền mặt, thực hiện việc đầu tư tài chính ngắn hạn và phát triển mối quan hệ với các ngân hàng.

Chức danh cao nhất của người đảm nhận vị trí này là “Giám đốc ngân quỹ”. Giám đốc ngân quỹ chịu trách nhiệm quản lý sự lưu chuyển tiền tệ với mục tiêu tối

đa hóa lưu kim ròng (phần chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra khỏi doanh nghiệp) của doanh nghiệp. Các hoạt động quản trị tài chính như quản lý tiền mặt, phân tích và hoạch định tài chính, đầu tư tài chính ngắn hạn, quản lý công nợ, tồn kho và tài trợ do người quản lý ngân quỹ đảm trách. Giúp việc cho vị này là một số nhân viên có trình độ chuyên môn về quản trị tài chính, có khả năng phân tích, hoạch định và lượng hóa nhằm đánh giá được các ảnh hưởng của các quyết định tài chính lên giá trị của công ty.

- **Giám đốc tài chính (CFO-Chief Finance Officer)**

Giám đốc tài chính có trách nhiệm báo cáo trực tiếp cho Giám đốc hay Tổng giám đốc điều hành về sức khỏe tài chính của công ty, tham mưu cho giám đốc điều hành các vấn đề về quản lý liên quan đến tình hình tài chính và tham gia vào quá trình hoạch định kế hoạch kinh doanh, đồng thời có nhiệm vụ xây dựng các chính sách tài chính cho doanh nghiệp. Kế toán trưởng và người quản lý ngân quỹ giúp việc cho giám đốc tài chính của công ty.

- **Kế toán trưởng (Chief accountant)**

Kế toán trưởng chịu trách nhiệm về tính chính xác, kịp thời và sự rõ ràng của sổ sách kế toán công ty, chuẩn bị các báo cáo tài chính một cách kịp thời, đầy đủ đồng thời giám sát việc quản lý và sử dụng các loại tài sản hiện hữu của công ty, chịu trách nhiệm trong việc thực hiện nghĩa vụ nộp thuế cho Chính phủ. Một vài kế toán viên giúp việc cho kế toán trưởng có chuyên môn về kế toán và được trang bị các phần mềm kế toán chuyên dùng hỗ trợ trong việc nhập và quản lý dữ liệu.

3.4.4. Công khai hóa thông tin tài chính và tăng cường vai trò kiểm soát tài chính của các công ty cổ phần niêm yết

Hoạt động kiểm soát tài chính trong doanh nghiệp nhằm đảm bảo tính chính xác của các số liệu kế toán tài chính và tính minh bạch của hoạt động quản trị tài chính công ty. Vai trò và hiệu quả kiểm soát tài chính được nâng cao sẽ làm yên lòng các cổ đông bên ngoài doanh nghiệp và tạo niềm tin cho các nhà đầu tư khi

mua cổ phiếu của công ty. Ngoài ra, hoạt động kiểm soát tài chính cũng giúp công ty kịp thời điều chỉnh các hoạt động bị chệch hướng, góp phần giảm thiểu rủi ro cho doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư trên thị trường vốn và phát triển thị trường tài chính cho nền kinh tế.

Hoạt động giám sát tài chính không chỉ được thực hiện bởi ban kiểm soát công ty mà còn được thực hiện bởi các cổ đông, người mua cổ phiếu của công ty, ngân hàng, tổ chức cho công ty vay vốn và các cơ quan quản lý doanh nghiệp về mặt nhà nước. Hoạt động kiểm soát này nhằm đảm bảo các hoạt động của doanh nghiệp đi đúng hướng, không phạm luật, không gây phương hại cho những người có quyền lợi liên quan đến nó như người lao động, nhà cung cấp, khách hàng, chính phủ. Hoạt động kiểm soát tài chính chỉ được thực thi khi các thông tin kế toán tài chính được công bố rộng rãi và sẵn có cho mọi người, vì khi không có đầy đủ thông tin để phân tích đánh giá, thì hoạt động kiểm soát hay giám sát chỉ là hình thức, và tình hình đó sẽ dẫn đến các hậu quả khó lường, không chỉ đối với từng nhà đầu tư riêng lẻ mà còn ảnh hưởng đến sự phát triển của nền kinh tế đất nước trong một giai đoạn nhất định. Vì vậy nên mời các chuyên gia tài chính kế toán bên ngoài tham gia vào ban kiểm soát của công ty và xem việc công khai hóa thông tin tài chính kế toán như một nguyên tắc bắt buộc và có khung hình phạt cụ thể, thích đáng cho những trường hợp vi phạm nhằm đảm bảo sự thực thi nguyên tắc này.

3.4.5. Đào tạo cán bộ có kiến thức chuyên môn, đặc biệt là kiến thức về tài chính và thị trường chứng khoán

Chiến lược phát triển nguồn nhân lực trong công ty niêm yết là một trong những nhân tố quan trọng hàng đầu, đặc biệt trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế đang diễn ra mạnh mẽ và Việt Nam không thể đứng ngoài cuộc. Thực tế trên quan điểm của nhiều nước đã từng chịu tác động từ khủng hoảng tài chính, quản trị công ty trở thành nhân tố quan trọng trong việc phát triển thị trường chứng khoán nói riêng và nền kinh tế nói chung. Để có thể đáp ứng được các yêu cầu quản lý tài chính trong tình hình mới các công ty niêm yết cần phải:

- Phải có chương trình đào tạo, theo hướng tự tổ chức đào tạo ở công ty hoặc cử các chuyên viên, cán bộ trung cao cấp đi học tập theo các chương trình đặc biệt để nâng cao, cập nhật kiến thức quản trị nói chung, và quản trị tài chính nói riêng.
- Cán bộ quản lý trong công ty niêm yết nói chung và công ty cổ phần nói riêng phải được chuẩn hóa, bố trí các chức danh phải đúng chuyên môn và năng lực. Các chức danh trong bộ phận tài chính phải là người có năng lực thật sự, có kiến thức vững vàng về tài chính, có khả năng hoạch định trong dài hạn. Trong trường hợp cần thiết, các công ty có thể thuê các giám đốc điều hành là những chuyên gia về quản trị sản xuất, quản trị tài chính là người nước ngoài nhằm đạt mục tiêu đề ra.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trên cơ sở những hạn chế còn tồn tại từ thực tế hoạt động quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh trong thời gian qua, tác giả đã đề xuất một số giải pháp nhằm hoàn thiện hơn nữa các hoạt động khai thác nguồn tài trợ, phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức, các đề xuất để giá cả chứng khoán có thể tiệm cận với giá trị thực tế của nó hơn nữa trong thời gian tới, và một số giải pháp khác trong việc tổ chức bộ máy quản trị tài chính của các công ty trong tình hình hiện nay và trong tương lai.

KẾT LUẬN

Công ty cổ phần là một loại hình doanh nghiệp còn khá mới mẻ, xuất hiện trong thời gian gần đây và chưa thực sự phát triển mạnh mẽ tại Việt Nam, do đó chưa bộc lộ đầy đủ những nét đặc thù. Tuy nhiên với xu hướng chung tại các nước có nền kinh tế phát triển và thực tiễn tại Việt Nam-*nhà nước đang chủ trương đẩy mạnh cổ phần hóa Doanh nghiệp Nhà nước và thị trường chứng khoán đang trong quá trình hình thành và phát triển*-trong tương lai gần nhất định công ty cổ phần sẽ là loại hình doanh nghiệp chiếm vị trí quan trọng trong nền kinh tế. Do đó cần thiết phải hoàn thiện công tác quản trị nói chung và quản trị tài chính nói riêng trong công ty cổ phần, đặc biệt là các công ty cổ phần niêm yết. Đây là một công việc phức tạp và khó khăn, đòi hỏi nhà quản lý phải có kiến thức vững vàng và toàn diện. Bên cạnh đó, cơ sở pháp lý như luật, các văn bản dưới luật cũng như các cơ chế tài chính cho loại hình doanh nghiệp này cần được cụ thể hóa và đầy đủ hơn để tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty cổ phần.

Thời gian qua, những kết quả mang lại từ hoạt động của các công ty cổ phần niêm yết tại TPHCM rất khả quan, có những giá trị đóng góp to lớn cho nền kinh tế, thể hiện sự thành công trong chủ trương đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước của Đảng và Nhà nước ta. Tuy nhiên những kết quả đạt được này sẽ còn khả quan hơn nữa nếu công tác quản lý, quản trị tài chính được tổ chức dựa trên những cơ sở khoa học, vận dụng kịp thời những lý thuyết quản trị hiện đại của các nước tiên tiến trên thế giới.

Xuất phát từ những nghiên cứu thực tiễn về tình hình tài chính và công tác quản trị tài chính tại các công ty cổ phần niêm yết tại TPHCM trong thời gian qua, với rất nhiều hạn chế còn tồn tại trong việc khai thác, sử dụng vốn, xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu, chính sách phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức, và các vấn đề về giá cổ phiếu của các công ty cổ phần niêm yết, luận văn đã đưa ra một số giải pháp tài chính để hoàn thiện hơn nữa công tác quản trị tài chính với các nội dung chính như: khai thác một cách hiệu quả hơn nguồn vốn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh

doanh, các kiến nghị về vấn đề phân phối lợi nhuận, chính sách cổ tức với các chính sách cổ tức cụ thể và điều kiện áp dụng, các kiến nghị liên quan đến giá cả, cung cầu chứng khoán của các công ty niêm yết hiện nay...

Tác giả hy vọng rằng những kiến nghị được đề xuất trên sẽ có những giá trị nhất định và góp phần nâng cao hiệu quả công tác quản trị tài chính của các công ty cổ phần niêm yết tại TP HCM trong thực tiễn hiện nay và thời gian sắp tới.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. TS Nguyễn Ngọc Thơ (2003), “Tài chính doanh nghiệp hiện đại” – Trường Đại Học Kinh Tế TP.HCM, thành phố Hồ Chí Minh.
2. Nguyễn Hải Sản (2000), “Quản trị tài chính” – Nhà Xuất Bản Thống Kê , thành phố Hồ Chí Minh.
3. TS Nguyễn Văn Thuận (1996), “Quản trị tài chính” – Nhà Xuất Bản Thống Kê, thành phố Hồ Chí Minh.
4. PTS Đoàn Văn Hạnh, “Công ty cổ phần và chuyển doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần” – Nhà Xuất Bản Thống Kê, thành phố Hồ Chí Minh.
5. Bùi Nguyên Hoàn, “Thị trường chứng khoán và công ty cổ phần” – Nhà Xuất Bản Chính Trị Quốc Gia.
6. Tạp chí Kinh tế phát triển các số năm 2001,2002,2003
7. Tạp chí Chứng khoán Việt Nam các số năm 2001,2002,2003
8. Tạp chí Đầu tư chứng khoán các số năm 2001,2002,2003.
9. Luật Doanh Nghiệp – Nhà Xuất Bản Tài Chính.
10. Báo cáo tài chính của các công ty niêm yết tại TPHCM các năm 2001, 2002, 2003
11. Các website về công ty cổ phần và thị trường chứng khoán:

www.bsc.com.vn

www.hcmcstc.org.vn

www.vietstock.com.vn

www.fsc.com.vn

www.stockmarket.vnn.vn

www.vietcombank.com.vn

PHỤ LỤC 1

Bảng tính điểm để xếp hạng tài chính các công ty cổ phần niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh

Công ty cổ phần Bông Bạch Tuyết Công nghiệp - quy mô lớn

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	4.76	A	10	2.17	A	10
Khả năng thanh toán nhanh	1	4.16	A	5	1.11	A	5
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	21.00%	A	15	32.00%	A	15
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	27.00%	A	15	47.00%	A	15
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	0.7	E	3	0.5	E	3
Vòng quay tồn kho	3	11	A	15	4.25	B	12
Kỳ thu tiền bình quân	3	78.48	E	3	43.64	A	15
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	30.37%	A	25	19.51%	A	25
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	21.14%	A	25	9.75%	A	25
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	26.85%	A	25	14.36%	A	25
Tổng điểm				141			150

Công ty cổ phần cơ khí và xây dựng Bình Triệu Công nghiệp - quy mô vừa

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	1.4	C	6	1.38	C	6
Khả năng thanh toán nhanh	1	0.5	D	2	0.63	E	1
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	64.00%	D	6	64.00%	D	6
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	176.00%	D	6	179.00%	D	6
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	1.45	E	3	1.08	E	3
Vòng quay tồn kho	3	2.6	E	3	2.25	E	3

Kỳ thu tiền bình quân	3	43.6	B	12	100.06	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	0.98%	E	5	-4.97%	E	5
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	1.43%	E	5	-5.36%	E	5
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	3.93%	E	5	-14.88%	E	5
Tổng điểm				53			43

Cty CP SK KD XNK Bình Thạnh

Công nghiệp - quy mô lớn

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	1.11	C	6	0.95	D	4
Khả năng thanh toán nhanh	1	0.88	B	4	0.66	C	3
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	63.00%	D	6	63.00%	D	6
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	173.00%	C	9	167.00%	C	9
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	2.59	A	15	2.68	A	15
Vòng quay tồn kho	3	17.8	A	15	14.69	A	15
Kỳ thu tiền bình quân	3	64.62	D	6	51.41	B	12
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	5.94%	B	20	4.63%	C	15
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	15.36%	A	25	12.42%	A	25
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	41.91%	A	25	33.21%	A	25
Tổng điểm				131			129

Cty CP đại lý liên hiệp vận chuyển

Thương mại - quy mô lớn

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	2.32	A	10	2.83	A	10
Khả năng thanh toán nhanh	1	2.32	A	5	2.83	A	5
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	31.00%	A	15	22.00%	A	15
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	45.00%	A	15	29.00%	A	15
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							

Vòng quay tài sản	3	1.12	E	3	1.08	E	3
Vòng quay tồn kho	3						
Kỳ thu tiền bình quân	3	94.75	E	3	87.69	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	24.58%	A	25	19.14%	A	25
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	27.45%	A	25	20.58%	A	25
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	39.91%	A	25	26.49%	A	25
Tổng điểm				126			126

Cty CP XNK Khánh Hội

2002-quy mô vừa, 2003 quy mô lớn - công nghiệp

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	1.07	C	6	1.07	C	6
Khả năng thanh toán nhanh	1	0.56	D	2	0.38	D	2
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	69.00%	E	3	76.00%	E	3
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	218.00%	E	3	325.00%	E	3
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	1.99	D	6	1.54	D	6
Vòng quay tồn kho	3	8.4	A	15	3.54	C	9
Kỳ thu tiền bình quân	3	43.4	B	12	103.1	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	3.97%	E	5	4.24%	C	15
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	7.90%	C	15	6.52%	C	15
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	25.13%	A	25	27.70%	A	25
Tổng điểm				92			87

Cty CP Cơ điện lạnh

Công nghiệp - quy mô lớn

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	1.67	B	8	1.78	B	8
Khả năng thanh toán nhanh	1	0.8	B	4	1.16	A	5
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	41.00%	A	15	40.00%	A	15
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	71.00%	A	15	67.00%	A	15

Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	0.89	E	3	0.78	E	3
Vòng quay tồn kho	3	4	B	12	5.7	A	15
Kỳ thu tiền bình quân	3	58.25	C	9	87.5	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	8.80%	A	25	13.00%	A	25
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	7.81%	B	20	10.09%	A	25
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	13.33%	A	25	16.87%	A	25
Tổng điểm				136			139

Cty CP hợp tác KT-XNK Savimex
Công nghiệp - quy mô lớn

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	1.31	C	6	1.21	C	6
Khả năng thanh toán nhanh	1	0.63	C	3	0.51	C	3
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	62.00%	D	6	71.00%	E	3
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	161.00%	C	9	240.00%	E	3
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	1.15	E	3	1.18	E	3
Vòng quay tồn kho	3	2.8	D	6	2.48	E	3
Kỳ thu tiền bình quân	3	78.41	E	3	86.47	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	7.33%	A	25	5.72%	B	20
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	8.41%	B	20	6.72%	C	15
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	21.95%	A	25	22.88%	A	25
Tổng điểm				106			84

Cty CP Khách sạn Sài Gòn
Thương mại - quy mô vừa

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	4.69	A	10	5.09	A	10
Khả năng thanh toán nhanh	1	4.64	A	5	5.01	A	5

Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	8.00%	A	15	7.00%	A	15
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	9.00%	A	15	7.00%	A	15
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	0.5	E	3	0.45	E	3
Vòng quay tồn kho	3	115.7	A	15	85	A	15
Kỳ thu tiền bình quân	3	74.26	E	5	103.6	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	27.22%	A	25	21.21%	A	25
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	13.70%	A	25	9.47%	C	15
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	14.96%	A	25	10.18%	C	15
Tổng điểm				143			121

Cty CP Transimex Sài Gòn

Thương mại - quy mô vừa

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	0.87	D	4	0.91	E	2
Khả năng thanh toán nhanh	1	0.87	C	3	0.9	C	3
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	59.00%	D	6	50.00%	C	9
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	146.00%	D	6	102.00%	D	6
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	0.79	E	3	1.22	E	3
Vòng quay tồn kho	3	672.3	A	15	344.81	A	15
Kỳ thu tiền bình quân	3	56.69	E	3	14.6	A	15
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	14.09%	A	25	13.08%	A	25
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	11.07%	B	20	16.00%	A	25
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	27.19%	A	25	32.24%	A	25
Tổng điểm				110			128

Cty CP Nước giải khát Sài Gòn

Công nghiệp 2002 - quy mô vừa, 2003 quy mô lớn

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							

Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	2.87	A	10	2.23	B	8
Khả năng thanh toán nhanh	1	1.9	A	5	1.56	B	4
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	30.00%	A	15	39.00%	B	12
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	44.00%	A	15	65.00%	B	12
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	5.95	A	15	5.04	A	15
Vòng quay tồn kho	3	4	E	3	5.26	C	9
Kỳ thu tiền bình quân	3	50.21	D	6	39.18	C	9
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	19.55%	A	25	19.30%	A	25
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	27.96%	A	25	23.50%	A	25
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	40.20%	A	25	38.73%	A	25
Tổng điểm				144			144

Cty CP Cơ khí xăng dầu

Thương mại - quy mô vừa

Chi tiêu	Hệ số	NĂM 2002			NĂM 2003		
		Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm	Tỷ số	Mức tín nhiệm	Điểm
Các chỉ tiêu thanh khoản							
Khả năng thanh toán hiện thời	2	2.11	B	8	2.32	A	10
Khả năng thanh toán nhanh	1	1.58	B	4	1.48	B	4
Các chỉ tiêu cân nợ(%)							
Tỷ số nợ	3	36.00%	B	12	34.00%	B	12
Tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu	3	57.00%	B	12	51.00%	B	12
Nợ quá hạn/tổng dư nợ NH	3						
các chỉ tiêu hoạt động							
Vòng quay tài sản	3	1.21	E	3	1.62	E	3
Vòng quay tồn kho	3	6.3	A	15	5.86	B	12
Kỳ thu tiền bình quân	3	142.29	E	3	96.9	E	3
Các chỉ tiêu doanh lợi(%)							
LN trước thuế/doanh thu	5	9.33%	A	25	6.21%	C	15
Ln trước thuế/tổng tài sản	5	11.31%	A	25	10.08%	B	20
Ln trước thuế/ vốn chủ sở hữu	5	17.73%	A	25	15.21%	A	25
Tổng điểm				132			116

PHỤ LỤC 2

Phương pháp xếp hạng tài chính theo chương trình nghiên cứu của phòng nghiệp vụ tổng hợp công ty cổ phần Chứng khoán Đệ Nhất

Phòng Nghiệp vụ Tổng hợp - Công ty Cổ phần Chứng khoán Đệ Nhất
Phương pháp tính & Căn cứ xếp hạng tài chính
Cập nhật : 29/07/04

Để góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư của Quý khách hàng, các bộ phận chuyên môn của FSC luôn không ngừng cố gắng nghiên cứu về tình hình tài chính các doanh nghiệp đang niêm yết chứng khoán tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp Hồ Chí Minh.

Với quan điểm này, bộ phận Nghiệp vụ của FSC - qua quá trình nghiên cứu - đã xây dựng nên bảng Xếp hạng Tài chính các công ty đang niêm yết mà chúng tôi sẽ giới thiệu dưới đây để Quý khách hàng có thêm một số thông tin mang tính chất tham khảo, phục vụ cho việc đầu tư.

Xin nói rõ rằng với việc làm này chúng tôi không có tham vọng đóng vai trò như một tổ chức định mức tín nhiệm doanh nghiệp, mục đích duy nhất của chúng tôi là ít nhiều giúp cho Quý khách hàng có được những đánh giá của riêng mình một cách khái quát và cụ thể hơn về tình hình tài chính các công ty đang niêm yết chứng khoán tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM.

Bảng này là kết quả của những nghiên cứu, phân tích chủ quan của chúng tôi. Nên chắc hẳn còn nhiều thiếu sót. Do đó, việc nhận được sự quan tâm cũng như những ý kiến đóng góp quý báu từ Quý khách hàng sẽ là nguồn động viên rất lớn cho toàn thể cán bộ của FSC.

I-CĂN CỨ XẾP HẠNG:

1. Tiêu chuẩn đánh giá tín dụng doanh nghiệp của ngành Ngân hàng (tài liệu Hướng dẫn của NHNNVN) và những tiêu chuẩn quốc tế về đánh giá tín dụng doanh nghiệp sau khi được chúng tôi hiệu chỉnh nhằm phù hợp với thực tế nền kinh tế Việt Nam hiện nay. Cụ thể :

- Các chỉ tiêu thanh khoản, cân nợ và hoạt động được đánh giá dựa trên phương pháp của ngành Ngân Hàng.
- Các chỉ tiêu doanh lợi được đánh giá dựa trên những chuẩn mực quốc tế và nghiên cứu của FSC.

2. Tính chất đặc thù trong lĩnh vực hoạt động và quy mô của doanh nghiệp .Cụ thể :

- Theo ngành: Nông - Lâm - Ngư nghiệp; Thương mại - Dịch vụ; Xây dựng; Công nghiệp.
- Theo quy mô: Lớn; Vừa; Nhỏ.

3. Nguồn dữ liệu:

- Bảng cân đối kế toán;
- Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh;
- Bảng lưu chuyển tiền tệ
- Các thông tin phi tài chính khác.

Dựa trên những căn cứ này, Doanh nghiệp được xếp hạng tài chính theo 06 loại thứ hạng từ cao xuống thấp: AA; A; BB; B; CC; C.

II-PHƯƠNG PHÁP TÍNH TOÁN :

1- Chọn Bảng tính (được chúng tôi đính kèm dưới đây) có ngành nghề của doanh nghiệp mà chúng ta quan tâm.

2- Trong bảng tính đã chọn ,căn cứ quy mô về vốn của doanh nghiệp sẽ chọn bảng tính con tương ứng.

3- Tính toán các chỉ tiêu trong bảng tính dựa trên Báo Cáo tài chính của doanh nghiệp .

4- So sánh số liệu các chỉ tiêu vừa tính toán được với các số liệu của bảng tính con để xác định mức độ tín nhiệm A, B, C, D, E tương ứng. Trong đó cần chú ý cách xác định dựa trên chỉ số trong bảng tính con :

Chỉ số	Xếp loại
Từ A về bên trái	A
Sau A đến B	B
Sau B đến C	C
Sau C đến D	D
Sau D	E

5- Sau khi đã xác định được mức độ tín nhiệm của doanh nghiệp qua từng chỉ tiêu, căn cứ vào bảng Tính Điểm dưới đây để tính toán điểm số của doanh nghiệp (cột điểm số = Hệ số x Điểm số theo mức độ tín nhiệm của từng chỉ tiêu tương ứng):

Chỉ tiêu	Hệ Số	Điểm	MỨC ĐỘ TÍN NHIỆM				
			A	B	C	D	E
Các chỉ tiêu thanh khoản	-	-	-	-	-	-	-
1. Khả năng thanh toán hiện thời	2	-	5	4	3	2	1
2. Khả năng thanh toán nhanh	1	-	5	4	3	2	1
Các chỉ tiêu cân nợ	-	-	-	-	-	-	-
1. Tỷ số nợ	3	-	5	4	3	2	1
2. Tỷ số nợ / Vốn CSH	3	-	5	4	3	2	1
3. Nợ quá hạn / Tổng dư nợ N/Hàng	3	-	5	4	3	2	1
Các chỉ tiêu hoạt động	-	-	-	-	-	-	-
1. Vòng quay tài sản	3	-	5	4	3	2	1
2. Vòng quay tồn kho	3	-	5	4	3	2	1
3. Kỳ thu tiền bình quân	3	-	5	4	3	2	1
Các chỉ tiêu doanh lợi	-	-	-	-	-	-	-
1. LN trước thuế / Doanh thu	5	-	5	4	3	2	1
2. LN trước thuế / Tổng tài sản	5	-	5	4	3	2	1
3. LN trước thuế / Vốn CSH	5	-	5	4	3	2	1

6- Sau khi đã Tổng Cộng điểm số của doanh nghiệp, dựa vào bảng dưới đây để xếp hạng doanh nghiệp:

Điểm	Xếp loại	Kết luận
Từ 156 đến 180	AA	DN loại này là DN hoạt động rất tốt, đạt hiệu quả và có triển vọng phát triển cao, rủi ro thấp.
131 - 155	A	Nằm trong loại này là DN hoạt động có hiệu quả, tình hình tài chính lành mạnh, có tiềm năng phát triển, rủi ro thấp.
106 - 130	BB	Đây là DN hoạt động hiệu quả, có tiềm năng phát triển. Tuy nhiên còn một số hạn chế về tiềm lực tài chính và tồn tại những nguy cơ tiềm ẩn. Rủi ro trung bình.
81 - 105	B	DN loại này hoạt động chưa hiệu quả, khả năng tự chủ tài chính thấp, có nguy cơ tiềm ẩn. Rủi ro trung bình.
56 - 80	CC	Đây là DN có hiệu quả hoạt động thấp, tình hình tài chính yếu kém, thiếu khả năng tự chủ tài chính. Rủi ro cao.
<= 55	C	Nằm trong loại này là DN có tình hình kinh doanh thua lỗ kéo dài, tình hình tài chính yếu kém, không có khả năng tự chủ tài chính, đang đứng trước nguy cơ phá sản. Rủi ro rất cao.

III - PHỤ LỤC : Các bảng tính

BẢNG TIÊU CHUẨN ĐÁNH GIÁ CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP NGÀNH NÔNG - LÂM - NGƯ NGHIỆP

Chỉ tiêu	Quy mô lớn (TS ≥ 100 tỷ VND)				Quy mô vừa (TS ≥ 20 tỷ VND)				Quy mô nhỏ (TS < 20 tỷ VND)			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
Các chỉ tiêu thanh khoản												
1. Khả năng thanh toán hiện thời	2,1	1,6	1,1	0,8	2,3	1,7	1,2	1	2,9	2,3	1,7	1,4
2. Khả năng thanh toán nhanh	1,4	0,9	0,6	0,4	1,7	1,1	0,7	0,6	2,2	1,8	1,2	0,9
Các chỉ tiêu cân nợ (%)												
1. Tỷ số nợ	35	45	55	65	30	40	50	60	25	35	45	55
2. Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	53	69	122	185	42	66	100	150	33	54	81	122

3. Nợ quá hạn / tổng dư nợ N/Hàng	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
Các chỉ tiêu hoạt động												
1. Vòng quay tài sản	3	2,5	2	1,5	3,5	3	2,5	2	4	3,5	3	2,5
2. Vòng quay tồn kho	5	4,5	4	3,5	6	5,5	5	4,5	7	6,5	6	5,5
3. Kỳ thu tiền bình quân	39	45	55	60	34	38	44	55	32	37	43	50
Các chỉ tiêu doanh lợi (%)												
1. LN trước thuế / doanh thu	6,5	5,5	4,5	3,5	7,5	6,5	5,5	4,5	8,5	7,5	6,5	5,5
2. LN trước thuế / tổng tài sản	9,8	8,3	6,8	5,3	11,2	9,8	8,3	6,8	12,7	11,2	9,8	8,3
3. LN trước thuế / vốn chủ sở hữu	13	11	9	7	13,2	11,5	9,7	8	14,1	12,4	10,8	9,2

**BẢNG TIÊU CHUẨN ĐÁNH GIÁ CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH
DOANH NGHIỆP NGÀNH THƯƠNG MẠI DỊCH VỤ**

Chỉ tiêu	Quy mô lớn (TS ≥ 100 tỷ VND)				Quy mô vừa (TS ≥ 20 tỷ VND)				Quy mô nhỏ (TS < 20 tỷ VND)			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
Các chỉ tiêu thanh khoản												
1. Khả năng thanh toán hiện thời	2,1	1,6	1,1	0,8	2,3	1,7	1,2	1	2,9	2,3	1,7	1,4
2. Khả năng thanh toán nhanh	1,4	0,9	0,6	0,4	1,7	1,1	0,7	0,6	2,2	1,8	1,2	0,9
Các chỉ tiêu cân nợ (%)												
1. Tỷ số nợ	35	45	55	65	30	40	50	60	25	35	45	55
2. Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	53	69	122	185	42	66	100	150	33	54	81	122
3. Nợ quá hạn / tổng dư nợ N/Hàng	0	1	1,5	2	0	1,6	1,8	2	0	1,6	1,8	2
Các chỉ tiêu hoạt động												
1. Vòng quay tài sản	3	2,5	2	1,5	3,5	3	2,5	2	4	3,5	3	2,5
2. Vòng quay tồn kho	5	4,5	4	3,5	6	5,5	5	4,5	7	6,5	6	5,5
3. Kỳ thu tiền bình quân	39	45	55	60	34	38	44	55	32	37	43	50
Các chỉ tiêu doanh lợi (%)												
1. LN trước thuế / doanh thu	6,5	5,5	4,5	3,5	7,5	6,5	5,5	4,5	8,5	7,5	6,5	5,5
2. LN trước thuế / tổng tài sản	9,8	8,3	6,8	5,3	11,2	9,8	8,3	6,8	12,7	11,2	9,8	8,3
3. LN trước thuế / vốn chủ sở hữu	13	11	9	7	13,2	11,5	9,7	8	14,1	12,4	10,8	9,2

**BẢNG TIÊU CHUẨN ĐÁNH GIÁ CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH
DOANH NGHIỆP NGÀNH XÂY DỰNG**

Chỉ tiêu	Quy mô lớn (TS ≥ 100 tỷ VND)				Quy mô vừa (TS ≥ 20 tỷ VND)				Quy mô nhỏ (TS < 20 tỷ VND)			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
Các chỉ tiêu thanh khoản												
1. Khả năng thanh toán hiện thời	1,9	1	0,8	0,5	2,1	1,1	0,9	0,6	2,3	1,2	1	0,9
2. Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,7	0,4	0,1	1	0,7	0,5	0,3	1,2	1	0,8	0,4
Các chỉ tiêu cân nợ (%)												

1. Tỷ số nợ	55	60	65	70	50	55	60	65	45	50	55	60
2. Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	69	100	150	233	69	100	122	150	66	69	100	122
3. Nợ quá hạn / tổng dư nợ N/Hàng	0	1	1,5	2	0	1,6	1,8	2	0	1,6	1,8	2
Các chỉ tiêu hoạt động												
1. Vòng quay tài sản	2.5	2.3	2	1.7	4	3.5	2.8	2.2	5	4.2	3.5	2.5
2. Vòng quay tồn kho	3.5	3	2.5	2	4	3.5	3	2.5	3.5	3	2	1
3. Kỳ thu tiền bình quân	60	90	120	150	45	55	60	65	40	50	55	60
Các chỉ tiêu doanh lợi (%)												
1. LN trước thuế / doanh thu	7	6	5	4	8	7	6	5	9	8	7	6
2. LN trước thuế / tổng tài sản	11.9	10.2	8.5	6.8	13.6	11.9	10.2	8.5	15.3	13.6	11.9	10.2
3. LN trước thuế / vốn chủ sở hữu	15.8	13.6	11.3	9.1	16	14	12	10	17	15.1	13.2	11.3

**BẢNG TIÊU CHUẨN ĐÁNH GIÁ CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH
DOANH NGHIỆP NGÀNH CÔNG NGHIỆP**

Chỉ tiêu	Quy mô lớn (TS ≥ 100 tỷ VND)				Quy mô vừa (TS ≥ 20 tỷ VND)				Quy mô nhỏ (TS < 20 tỷ VND)			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
Các chỉ tiêu thanh khoản												
1. Khả năng thanh toán hiện thời	2	1.4	1	0.5	2.2	1.6	1.1	0.8	2.5	1.8	1.3	1
2. Khả năng thanh toán nhanh	1.1	0.8	0.4	0.2	1.2	0.9	0.7	0.3	1.3	1	0.8	0.6
Các chỉ tiêu cân nợ (%)												
1. Tỷ số nợ	45	50	60	70	45	50	55	65	40	45	50	55
2. Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	122	150	185	233	100	122	150	185	82	100	122	150
3. Nợ quá hạn / tổng dư nợ N/Hàng	0	1	1,5	2	0	1,6	1,8	2	0	1,6	1,8	2
Các chỉ tiêu hoạt động												
1. Vòng quay tài sản	2.3	2	1.7	1.5	3.5	2.8	2.2	1.5	4.2	3.5	2.5	1.5
2. Vòng quay tồn kho	5	4	3	2.5	6	5	4	3	4.3	4	3.7	3.4
3. Kỳ thu tiền bình quân	45	55	60	65	35	45	55	60	30	40	50	55
Các chỉ tiêu doanh lợi (%)												

1. LN trước thuế / doanh thu	6	5	4	3	7	6	5	4	8	7	6	5
2. LN trước thuế / tổng tài sản	9	7.5	6	4.5	10.5	9	7.5	6	12	10.5	9	7.5
3. LN trước thuế / vốn chủ sở hữu	12	10	8	6	12.3	10.6	8.8	7.1	13.3	11.7	10	8.3