

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

-----o0o-----

**NGUYỄN VIỆT HUẤN**

**GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HUY  
ĐỘNG VỐN VÀ HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN  
CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

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

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**Người hướng dẫn khoa học : TS NGUYỄN TẤN HOÀNG**

**TP.HỒ CHÍ MINH – NĂM 2006**

# MỤC LỤC

## MỞ ĐẦU

## **CHƯƠNG 1: LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN, HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN**

<b>1.1 CÔNG TY CỔ PHẦN</b> .....	1
1.1.1 Định nghĩa công ty cổ phần .....	1
1.1.2 Đặc điểm về tổ chức .....	1
1.1.3 Đặc điểm về nguồn vốn.....	2
<b>1.2 HUY ĐỘNG VỐN CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN</b> .....	3
1.2.1 Khái niệm về huy động vốn .....	3
1.2.2 Các công cụ huy động vốn chủ yếu.....	4
1.2.3 Các phương thức huy động vốn.....	5
1.2.4 Các hình thức huy động vốn .....	6
1.2.5 Thị trường tài chính.....	7
<b>1.3 CẤU TRÚC VỐN</b> .....	9
1.3.1 Khái niệm cấu trúc vốn .....	9
1.3.2 Khái niệm cấu trúc vốn tối ưu .....	9
1.3.3 Sự tác động của chính sách nợ đến giá trị doanh nghiệp .....	10
1.3.4 Các giả định trong phân tích cấu trúc vốn.....	12
1.3.5 Tính năng động của cấu trúc vốn .....	12
1.3.6 Xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT- EPS.....	15

<b>1.4 KINH NGHIỆM HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN Ở MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI</b> .....	17
1.4.1 Huy động vốn .....	17
1.4.2 Cấu trúc vốn .....	19
<b><u>CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM</u></b>	
<b>2.1 THỰC TRẠNG HUY ĐỘNG VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM</b> .....	22
2.1.1 Huy động vốn trên thị trường tập trung.....	22
2.1.2 Huy động vốn trên thị trường tự do .....	24
<b>2.2 THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM</b> .....	25
2.2.1 Đánh giá tính năng động của cấu trúc vốn .....	25
2.2.2 Sự tác động của lợi nhuận, tài sản cố định, khấu hao và quy mô tài sản công ty lên tỷ số nợ.....	27
2.2.3 Đánh giá tính chất tối ưu của cấu trúc vốn .....	29
<b>2.3 NHỮNG RÀO CẢN TRONG VIỆC HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM</b> .....	35
2.3.1 Những rào cản trong việc huy động vốn.....	36
2.3.2 Những rào cản trong việc hoạch định cấu trúc vốn .....	43
<b><u>CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HUY ĐỘNG VỐN VÀ HOÀN THIÊN CẤU TRÚC VỐN CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM</u></b>	

<b>3.1 GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HUY ĐỘNG VỐN CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM.....</b>	<b>48</b>
3.1.1 Đối với việc điều hành quản lý vĩ mô.....	48
3.1.2 Đối với thị trường .....	52
3.1.3 Đối với các công ty cổ phần .....	57
<b>3.2. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN CHO CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM.....</b>	<b>60</b>
3.2.1 Đối với điều hành quản lý vĩ mô .....	60
3.2.2 Đối với thị trường .....	62
3.2.3 Đối với các công ty cổ phần.....	63

## **KẾT LUẬN**

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

## **PHỤ LỤC**

## DANH MỤC CÁC CHỦ VIẾT TẮT

<b>Từ viết tắt</b>	<b>Viết đầy đủ</b>
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
EBIT	Earning Before Interest and Tax ( <i>Lãi trước lãi vay và thuế</i> )
EPS	Earning Per Share ( <i>Thu nhập trên mỗi cổ phần</i> )
OTC	Over – The – Counter Market ( <i>Thị trường không tập trung</i> )
PM	Processing Manager ( <i>Trung tâm xử lý thông tin</i> )
P/E	Price/ Earning ( <i>Chỉ số giá/ thu nhập</i> )
TTGDCK	Trung tâm giao dịch chứng khoán
TTCK	Thị trường chứng khoán
UBCKNN	Ủy ban chứng khoán nhà nước
WACC	Weighted Average Capital Cost ( <i>Chi phí sử dụng vốn bình quân</i> )

## DANH MỤC CÁC BẢNG

BẢNG 2.1 : SỰ TÁC ĐỘNG CỦA KHOẢNG CÁCH, TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG, VÀ QUY MÔ CÔNG TY LÊN TỐC ĐỘ ĐIỀU CHỈNH.....	25
BẢNG 2.2 : SỰ TÁC ĐỘNG CỦA KHẤU HAO, TÀI SẢN CỐ ĐỊNH, QUY MÔ VÀ LỢI NHUẬN CÔNG TY LÊN TỶ SỐ NỢ.. .....	28
BẢNG 2.3 : CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH.....	30
BẢNG 2.4 : THỐNG KÊ CÔNG TY CÓ CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN CỔ PHẦN > CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN VAY SAU THUẾ .....	32
BẢNG 2.5 : THỐNG KÊ CÔNG TY ÍT THÂM DỤNG NỢ VAY .....	32
BẢNG 2.6 : PHÂN TÍCH EBIT – EPS .....	33

# MỞ ĐẦU

## 1. SỰ CẦN THIẾT CỦA ĐỀ TÀI

Huy động vốn hiệu quả sẽ góp phần đưa đến thành công của các quyết định đầu tư. Quản trị năng động cấu trúc vốn sẽ đạt được các lợi ích qua việc tối ưu hóa dòng tiền. Tối ưu hóa cấu trúc vốn sẽ góp phần cải thiện tỷ suất sinh lợi, gia tăng giá trị doanh nghiệp qua việc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn bình quân.

Trong nền kinh tế thị trường, để tồn tại và phát triển bền vững đòi hỏi các doanh nghiệp phải không ngừng nâng cao khả năng cạnh tranh, trong đó vấn đề nâng cao năng lực tài chính và trình độ quản trị vốn trở nên đặc biệt quan trọng. Để thực hiện thành công sứ mệnh trên, yêu cầu cấp thiết đặt ra cho các doanh nghiệp là phải huy động được vốn một cách hiệu quả, đồng thời phải quản trị cấu trúc vốn một cách năng động và xây dựng được cấu trúc vốn tối ưu. Đặc biệt trong tiến trình hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng hiện nay, các doanh nghiệp nói chung và các công ty cổ phần Việt Nam nói riêng đã và đang đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn bao giờ hết. Do vậy, vấn đề hiệu quả huy động vốn, năng động hóa và tối ưu hóa cấu trúc vốn nhằm mang lại sự phát triển bền vững đối với các công ty cổ phần Việt Nam ngày càng trở nên cấp thiết. Vì những lý do trên tôi chọn “ ***Giải pháp nâng cao hiệu quả huy động vốn và hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam***” làm luận văn thạc sỹ kinh tế nhằm đóng góp một phần công sức vào công cuộc phát triển các công ty cổ phần Việt Nam trong tình hình mới.

## **2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU**

Trên cơ sở nghiên cứu những lý luận cơ bản về công ty cổ phần, huy động vốn, cấu trúc vốn của công ty cổ phần. Luận văn tập trung nghiên cứu, phân tích, đánh giá thực trạng huy động vốn và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần Việt Nam, qua đó, đề ra một số giải pháp mới nhằm góp phần vào việc nâng cao hiệu quả huy động vốn và hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam trong thời gian tới.

## **3. ĐỐI TƯỢNG NGHIÊN CỨU**

Là tình hình sử dụng các công cụ huy động vốn như : Phát hành cổ phiếu, trái phiếu, vay nợ từ các ngân hàng, các tổ chức tín dụng của các công ty cổ phần. Khảo sát và đánh giá tính năng động và tính tối ưu trong cấu trúc vốn của các công ty này trong thời gian qua.

## **4. PHẠM VI NGHIÊN CỨU**

Luận văn nghiên cứu vấn đề huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam tính đến 31/12/2006, trong đó nhấn mạnh đến khía cạnh huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu và cổ phiếu công ty. Những nghiên cứu về cấu trúc vốn được chọn mẫu từ 36 công ty cổ phần Việt Nam được niêm yết trên thị trường chứng khoán với số liệu báo cáo tài chính tính đến 31/12/2005.

## **5. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

Bằng phương pháp phân tích thống kê kết hợp với phân tích hồi quy, luận văn sẽ khắc họa những khía cạnh chính trong bức tranh huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam. Đồng thời đánh giá tính năng động và tính tối ưu trong cấu trúc vốn của 36 công ty cổ phần Việt Nam đang niêm yết trên thị trường chứng khoán, qua đó đề ra giải pháp đã nêu trong mục đích nghiên cứu.



## **5. KẾT CẤU CỦA LUẬN VĂN**

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

Chương 1 : Lý luận cơ bản công ty cổ phần, huy động vốn và cấu trúc vốn của công ty cổ phần.

Chương 2 : Thực trạng huy động vốn và cấu trúc vốn của các công ty cổ phần Việt Nam.

Chương 3 : Giải pháp nâng cao hiệu quả huy động vốn và hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam

## **CHƯƠNG 1**

# **LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN, HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN**

### **1.1 CÔNG TY CỔ PHẦN**

#### **1.1.1 Định nghĩa công ty cổ phần**

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

#### **1.1.2 Đặc điểm về tổ chức**

- ✓ Một công ty nếu được thành lập dưới dạng công ty cổ phần sẽ có khả năng thu hút được rất nhiều các nhà đầu tư mà trong đó có thể có những nhà đầu tư chỉ nắm giữ một cổ phần trị giá rất thấp.
- ✓ Mặc dù cổ đông là những người đang nắm giữ quyền sở hữu công ty cổ phần nhưng họ không hẳn sẽ là người trực tiếp quản lý nó. Thay vì tham gia quản lý trực tiếp thì những cổ đông này sẽ bỏ phiếu để chọn một hội đồng quản trị. Một trong số thành viên hội đồng quản trị có thể kiêm nhiệm chức danh quản lý cao nhất là Tổng Giám Đốc hoặc chức danh Tổng Giám Đốc có thể do hội đồng quản trị lựa chọn từ một người bên ngoài không phải là cổ đông của công ty.
- ✓ Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý đã mang lại cho loại hình công ty cổ phần một thời gian hoạt động được xem như là vĩnh viễn. Thậm chí ngay cả khi các nhà quản lý từ nhiệm hoặc bị bãi nhiệm và bị thay thế thì công ty cổ phần vẫn tồn tại.

- ✓ Các cổ đông góp vốn chỉ chịu trách nhiệm hữu hạn trên phần vốn góp, nghĩa là các cổ đông sẽ không chịu trách nhiệm cá nhân trước các nghĩa vụ tài chính của công ty. Trong trường hợp công ty cổ phần phá sản thì các cổ đông chỉ mất phần vốn góp ban đầu của mình mà thôi.
- ✓ Mặc dù công ty cổ phần được sở hữu bởi các cổ đông của nó nhưng bản thân công ty sẽ được tách biệt hoàn toàn về mặt pháp lý đối với các cổ đông này. Điều này được dựa trên các điều khoản của bản điều lệ công ty. Bản điều lệ sẽ được thiết lập lúc công ty mới bắt đầu thành lập nhằm mục đích tổ chức hoạt động của công ty mà theo đó sẽ có bao nhiêu cổ phần được phát hành, số lượng các thành viên hội đồng quản trị cần thiết...

### **1.1.3 Đặc điểm về nguồn vốn**

Theo quyết định 15/2006/QĐ – BTC ngày 20/03/2006 của Bộ trưởng bộ tài chính nguồn vốn của công ty cổ phần có những đặc điểm sau :

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

- Nợ ngắn hạn : Là các khoản nợ mà thời gian trả nợ trong vòng một năm bao gồm các khoản : Vay ngắn hạn; nợ dài hạn đến hạn trả; phải trả người bán; thuế và các khoản phải nộp Nhà nước; phải trả người lao động; chi phí phải trả; phải trả nội bộ; thanh toán theo tiến độ hợp đồng xây dựng; phải trả phải nộp khác...
- Nợ dài hạn : Là các khoản nợ mà thời gian trả nợ trên một năm bao gồm các khoản : Vay dài hạn; nợ dài hạn; trái phiếu phát hành; nhận ký quỹ, ký cược dài hạn; thuế thu nhập hoãn lại phải trả; dự phòng trợ cấp mất việc làm; dự phòng phải trả...

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

- Nguồn vốn kinh doanh, bao gồm : Vốn đầu tư của chủ sở hữu : Là số tiền hoặc tài sản do các cổ đông góp cổ phần tính theo mệnh giá của cổ phiếu đã phát hành; thặng dư vốn cổ phần : Là số chênh lệch giữa mệnh giá và giá phát hành; vốn khác : Là số vốn bổ sung từ lợi nhuận sau thuế hoặc được tặng biếu, viện trợ.
- Cổ phiếu quỹ : Là cổ phiếu do công ty phát hành và được mua lại bởi chính công ty phát hành, nhưng nó không bị huỷ bỏ và sẽ được tái phát hành trở lại. Các cổ phiếu quỹ do công ty nắm giữ không được nhận cổ tức, không có quyền bầu cử hay tham gia chia phần tài sản khi công ty giải thể. Khi chia cổ tức cho các cổ phần, các cổ phiếu quỹ đang do công ty nắm giữ được coi là cổ phiếu chưa bán.
- Chênh lệch đánh giá lại tài sản; chênh lệch tỷ giá hối đoái; quỹ đầu tư phát triển; quỹ dự phòng tài chính; các quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu; lợi nhuận sau thuế chưa phân phối; quỹ khen thưởng, phúc lợi; nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản...

## **1.2 HUY ĐỘNG VỐN CỦA CÔNG TY CỔ PHẦN**

### **1.2.1 Khái niệm về huy động vốn**

Huy động vốn của công ty cổ phần là hoạt động tạo vốn bằng cách phát hành các loại giấy tờ có giá được gọi là tài sản tài chính ( financial assets) hay các chứng khoán ( securities) để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư của công ty. Các tài sản tài chính không chỉ bao gồm các khoản vay nợ ngân hàng mà còn bao gồm các cổ phiếu, trái phiếu và các loại chứng khoán khác.

### **1.2.2 Công cụ huy động vốn chủ yếu**

Công cụ huy động vốn chủ yếu mà luận văn đề cập đến bao gồm : Trái phiếu, cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi.

#### **Trái phiếu (Bonds)**

- **Khái niệm :** Trái phiếu là một hợp đồng nợ dài hạn được ký kết giữa chủ thể phát hành và người cho vay, đảm bảo một sự chi trả lợi tức định kỳ và hoàn lại vốn gốc cho người cầm trái phiếu ở thời điểm đáo hạn.

#### **- Đặc điểm :**

- + Được hưởng lãi cố định.
- + Được thu hồi vốn gốc bằng mệnh giá trái phiếu ở thời điểm đáo hạn.
- + Khi công ty bị giải thể, người cầm trái phiếu được ưu tiên trả nợ trước cổ đông.

#### **Cổ phiếu thường (Common stock)**

- **Khái niệm :** Là giấy xác nhận quyền sở hữu của cổ đông, đối với công ty cổ phần căn cứ vào phần vốn góp qua việc mua cổ phần. Người mua cổ phiếu được gọi là cổ đông, nhận giấy chứng nhận cổ phần được gọi là cổ phiếu.

#### **- Đặc điểm :**

- + Rủi ro nhiều : Đặc điểm này gắn với rủi ro trong kinh doanh của công ty.
- + Lợi nhuận cao : Khi công ty làm ăn phát đạt cổ đông cũng được hưởng lợi nhuận cao hơn nhiều so với các loại chứng khoán có lãi suất cố định.
- + Giá cả biến động : Giá cổ phiếu biến động rất nhanh nhạy trên thị trường do nhiều nhân tố nhưng nhân tố cơ bản là cổ tức và giá trị thị trường của công ty.

### **Cổ phiếu ưu đãi (Preferred stocks)**

- **Khái niệm :** Là loại cổ phiếu có quyền nhận thu nhập cố định theo lãi suất nhất định, lợi tức của nó không biến động theo lợi nhuận công ty. Lợi nhuận công ty, dù nhiều hay ít, trước hết phải trích ra để trả lợi tức cố định cho các cổ phiếu ưu đãi, còn lại bao nhiêu mới đem chia theo cổ phần cho những người có cổ phiếu thường.

- **Đặc điểm :**

+ Cổ tức cổ phiếu ưu đãi khác với cổ phiếu thường : Nếu như cổ tức của cổ phiếu thường phụ thuộc vào kết quả sản xuất kinh doanh thì cổ tức cổ phiếu ưu đãi được ấn định theo một tỷ lệ cố định trên mệnh giá. ( Giống trái phiếu)

+ Vốn góp vĩnh viễn: Người mua cổ phiếu ưu đãi được xem là cổ đông của công ty. Do đó, phần vốn góp qua việc mua cổ phiếu là vĩnh viễn không được hoàn trả. ( Giống cổ phiếu)

### **1.2.3 Các phương thức huy động vốn**

Nói chung, trong nền kinh tế thị trường, có hai phương thức huy động vốn là : huy động vốn gián tiếp và huy động vốn trực tiếp

- **Phương thức huy động vốn gián tiếp :** Phương thức này được thực hiện thông qua các định chế tài chính trung gian. Bởi vậy, sự xuất hiện của ngân hàng là một bước tiến quan trọng trong quá trình giao lưu vốn. Ngân hàng làm vai trò trung gian giữa người có vốn và người cần vốn bằng cách huy động tiền gửi rồi cho vay. Ngân hàng cùng các tổ chức tín dụng khác đã làm cho quá trình giao lưu vốn được phát triển nhanh chóng. Nhưng với tốc độ phát triển của nền kinh tế thị trường, phương thức huy động vốn gián tiếp thông qua ngân hàng bộc lộ nhiều hạn chế về điều kiện, thủ tục, thời hạn, hạn mức tín dụng và hơn thế nữa là sự đơn điệu trong phương thức đầu tư và huy động vốn.

- **Phương thức huy động vốn trực tiếp** : Kết quả của quá trình huy động vốn đã hình thành một phương thức huy động vốn được ưa chuộng hơn trong thời đại ngày nay, đó là phương thức huy động vốn trực tiếp. Nguyên tắc cơ bản của phương thức này là người cần vốn ( chính phủ hoặc doanh nghiệp) sẽ phát hành các loại giấy tờ có giá chứng nhận chủ quyền về các khoản vốn được sử dụng gắn liền với những đặc quyền mà người mua nó thụ hưởng.

#### **1.2.4 Các hình thức huy động vốn**

- **Phát hành cổ phiếu lần đầu** : Việc huy động vốn cho một công ty cổ phần bằng cách phát hành cổ phiếu bán cổ phần cho các cổ đông là biện pháp huy động vốn dễ dàng và thuận lợi hơn so với việc vay vốn ngân hàng và vay mượn của dân chúng. Phát hành cổ phiếu lần đầu là đợt phát hành cổ phiếu huy động vốn đầu tiên của công ty kể từ khi thành lập. Lúc này, các công ty thường phát hành cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.

- **Vay vốn từ các các ngân hàng,tổ chức tín dụng, hay các cá nhân** :Trong quá trình kinh doanh, các công ty cổ phần có thể vay vốn tại các ngân hàng, các tổ chức tín dụng hay các cá nhân, tuy nhiên, đơn vị phải đảm bảo được điều kiện, thủ tục, thời hạn và hạn mức tín dụng của ngân hàng, các tổ chức tín dụng.

- **Phát hành cổ phiếu bổ sung** : Sau khi đã huy động vốn kinh doanh bằng đợt phát hành cổ phiếu đầu tiên, nếu công ty hoạt động có hiệu quả, cần mở rộng sản xuất, đổi mới công nghệ, thiết bị thì công ty có thể tăng nguồn vốn bằng cách huy động cổ đông đóng góp thông qua việc phát hành cổ phiếu mới.

- **Phát hành trái phiếu công ty** : Thông thường các công ty thực hiện đợt vay vốn bằng cách phát hành trái phiếu công ty để phục vụ cho các dự án đầu tư trung và dài hạn.

Huy động vốn của công ty cổ phần dù dưới phương thức hay hình thức nào chủ yếu đều được thực hiện trên thị trường tài chính.

### **1.2.5 Thị trường tài chính**

#### **Khái niệm thị trường tài chính**

Thị trường tài chính là thị trường trong đó các loại vốn ngắn hạn, trung hạn, dài hạn, với cơ chế hoạt động của thị trường, được chuyển từ nơi “thừa” sang nơi “thiếu” để đáp ứng các nhu cầu phát triển nền kinh tế – xã hội, là nơi gặp gỡ giữa những bên có nguồn vốn dư thừa với những bên có nhu cầu sử dụng chúng

#### **Cấu trúc của thị trường tài chính**

Căn cứ vào phương thức tài trợ thị trường tài chính chia thành 2 bộ phận đó là : thị trường tiền tệ và thị trường vốn

- **Thị trường tiền tệ** : Là một bộ phận của thị trường tài chính, thị trường này chỉ mua bán các giấy nợ ngắn hạn có thời hạn dưới một năm. Các công cụ của thị trường tiền tệ bao gồm tín phiếu kho bạc, các loại thương phiếu, kỳ phiếu, chứng chỉ tiền gửi, các kế ước cho vay...

- **Thị trường vốn** : Có chức năng cung cấp vốn đầu tư trung và dài hạn cho các chủ thể trong nền kinh tế từ chính quyền trung ương, chính quyền địa phương cho đến các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế sử dụng cho mục tiêu phát triển kinh tế xã hội, mở rộng sản xuất kinh doanh.

Thị trường vốn tại các quốc gia phát triển thường bao gồm :

+ **Thị trường thuê mua tài chính** : Là thị trường cung cấp tín dụng trung và dài hạn cho các doanh nghiệp qua hình thức tài trợ cho thuê tài sản

+ **Thị trường thế chấp** : Cung cấp tín dụng dài hạn cho doanh nghiệp với điều kiện phải có thế chấp.



+ **Thị trường chứng khoán(TTCK):** Theo nghĩa rộng được gọi là thị trường vốn. Ở đây các giấy nợ trung hạn, dài hạn, và các cổ phiếu được mua bán.

+ **Thị trường hối đoái :** Là thị trường diễn ra các hoạt động giao dịch mua bán các loại ngoại tệ, các phương tiện thanh toán có giá trị ngoại tệ, đồng thời là nơi hình thành tỷ giá hối đoái theo quan hệ cung cầu.

### **Phân loại thị trường chứng khoán**

Căn cứ vào tính chất phát hành hay lưu hành chứng khoán, thị trường chứng khoán được chia làm 2 cấp :

- **Thị trường sơ cấp hay thị trường phát hành :** Là thị trường diễn ra hoạt động chào bán ra công chúng lần đầu tiên một loại chứng khoán của chính phủ hay doanh nghiệp. Thông thường việc phát hành chứng khoán ra công chúng được sự trợ giúp của các tổ chức tài chính trung gian như công ty chứng khoán, công ty tài chính, ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư.

- **Thị trường thứ cấp hay thị trường lưu hành :** Là thị trường diễn ra hoạt động chuyển nhượng quyền sở hữu chứng khoán từ tay nhà đầu tư này sang nhà đầu tư khác, trên thị trường này các nhà đầu tư có thể mua và bán chứng khoán rất nhiều lần.

Căn cứ vào tính chất pháp lý của hình thức tổ chức thị trường chia ra : thị trường chứng khoán tập trung và thị trường chứng khoán không tập trung.

-**Thị trường chứng khoán tập trung (Organized Market) :** Là thị trường có địa điểm cụ thể, thời gian làm việc xác định, có trụ sở riêng, có các thành viên được chỉ định, thành viên phải có vị trí thành viên hay chỗ ngồi thành viên. Chỗ ngồi thành viên đại diện cho quyền thương mại của thành viên trên thương trường. Là nơi các nhà môi giới kinh doanh chứng khoán gặp gỡ để

đấu giá, thương lượng mua bán chứng khoán trên theo nguyên tắc và quy chế giao dịch được đề ra trên cơ sở của luật chứng khoán.

**-Thị trường không tập trung – OTC ( Over – The – Counter Market) :** Là thị trường diễn ra các hoạt động giao dịch chứng khoán không qua các sàn giao dịch chứng khoán chính thức, các hoạt động mua bán chứng khoán được thực hiện bởi các công ty chứng khoán thành viên, các nhà môi giới với nhau. Phương thức giao dịch chủ yếu thông qua mạng điện thoại và vi tính.

### **1.3 CẤU TRÚC VỐN**

#### **1.3.1 Khái niệm về cấu trúc vốn**

Cấu trúc vốn được định nghĩa là sự kết hợp của nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi, và cổ phần thường được sử dụng để tài trợ cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

#### **1.3.2 Khái niệm về cấu trúc vốn tối ưu**

Trước khi làm rõ khái niệm về cấu trúc vốn tối ưu luận văn xin đề cập đến khái niệm chi phí sử dụng vốn bình quân

**- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) :** Chi phí sử dụng vốn bình quân là chi phí bình quân gia quyền của tất cả các nguồn tài trợ dài hạn mà một doanh nghiệp đang sử dụng. Chi phí sử dụng vốn bình quân được tính theo công thức sau :

$$\text{WACC} = (W_D \times r^*_D) + (W_P \times r_P) + (W_E \times r_E \text{ hoặc } r_{NE})$$

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

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

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

+  $r^*_D$  : Chi phí sử dụng vốn vay dài hạn sau thuế

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

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

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

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

- **Cấu trúc vốn tối ưu** : Là một hỗn hợp nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi và cổ phần thường cho phép tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Với một cấu trúc vốn có chi phí sử dụng vốn bình quân được tối thiểu hóa, tổng giá trị chứng khoán của doanh nghiệp được tối đa hóa. Do đó, cấu trúc vốn có chi phí sử dụng vốn tối thiểu được gọi là cấu trúc vốn tối ưu.

### **1.3.3 Sự tác động của chính sách nợ đến giá trị doanh nghiệp**

**Khái niệm về thị trường vốn bất hoàn hảo** : Thị trường vốn bất hoàn hảo là thị trường không thỏa mãn được các điều kiện của thị trường vốn hoàn hảo.

#### **Các điều kiện về thị trường vốn hoàn hảo** :

- Không có các chi phí giao dịch khi mua và bán chứng khoán.
- Có đủ số người mua và người bán trong thị trường, vì vậy không có một nhà đầu tư riêng lẻ nào có một ảnh hưởng lớn đối với giá cả chứng khoán.
- Có sẵn thông tin liên quan cho tất cả các nhà đầu tư và không phải mất tiền.
- Tất cả các nhà đầu tư có thể vay hay cho vay với cùng lãi suất.
- Tất cả các nhà đầu tư đều hợp lý và có các kỳ vọng đồng nhất về lợi nhuận của một doanh nghiệp.
- Các doanh nghiệp hoạt động dưới các điều kiện tương tự sẽ có cùng mức độ rủi ro kinh doanh.

#### **Quan điểm truyền thống về cấu trúc vốn tối ưu** :

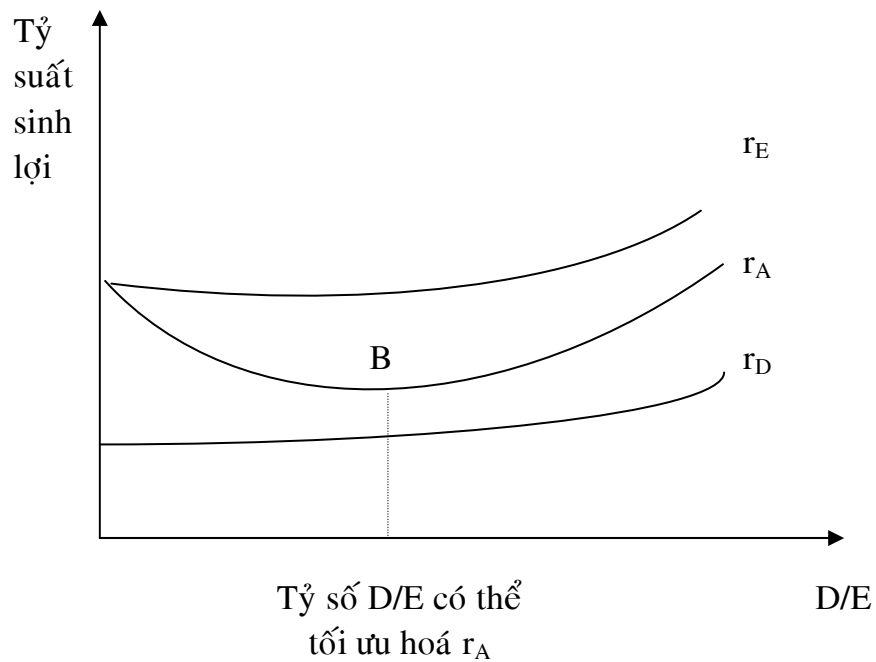
Quan điểm truyền thống cho rằng việc vay nợ sẽ tối đa hóa lợi nhuận của ông chủ nên tỷ suất sinh lợi dự kiến từ tài sản  $r_A$  thay đổi hay tỷ suất sinh

lợi dự kiến từ một danh mục tất cả các chứng khoán của công ty thay đổi, mà tỷ suất này thường được gọi là chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền.

$$r_A = [D/(D + E) \times r_D] + [E/(D + E) \times r_E]$$

(*D* : Nợ ; *E* : Vốn cổ phần)

Quan điểm truyền thống cho rằng : tối thiểu hóa  $r_A$  tương đương với tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, và như vậy sẽ tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu.



Tỷ lệ nợ cao hay thấp có thể đạt được nếu quy mô đủ mức và nợ đó là nợ phi rủi ro, nếu vượt quá tỷ lệ nợ nào đó lúc đó  $r_D$  không thẳng mà sẽ cong lên, vì rủi ro tăng có phần phí rủi ro cộng vào lãi suất ban đầu sẽ làm gia tăng lãi suất vay và tại đó  $r_A$  cũng tăng lên. Tại điểm B trên đồ thị sẽ tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân tương đương với tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Như vậy trong thị trường bất hoàn hảo thì chính sách vay nợ có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Chính các bất hoàn hảo đã làm cho việc vay nợ tốn kém hơn và do đó có tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu mà tại đó chi phí sử dụng vốn được tối thiểu hóa.

### **1.3.4 Các giả định trong phân tích cấu trúc vốn**

- Chính sách của doanh nghiệp được giữ nguyên không đổi khi xem xét tác động của các thay đổi trong cấu trúc vốn đối với giá trị doanh nghiệp và giá trị của cổ phần thường.

- Việc đầu tư do doanh nghiệp thực hiện không làm thay đổi khả năng trả nợ thế chấp của doanh nghiệp.

### **1.3.5 Tính năng động của cấu trúc vốn**

#### **1.3.5.1 Tốc độ điều chỉnh ( $\mu_{it}$ )**

Tính năng động của cấu trúc vốn thể hiện qua tốc độ điều chỉnh tỷ số nợ sổ sách về tỷ số nợ thị trường. Tốc độ điều chỉnh được định nghĩa theo các công thức sau :

$$L_{it} - L_{it-1} = \mu_{it} (L_{it}^* - L_{it-1})$$

$$\mu_{it} = C + C1x \text{Distan}_t + C2x \text{Growth}_t + C3 x \text{Size}_t$$

-  $\mu_{it}$  : Tốc độ điều chỉnh từ tỷ số nợ sổ sách đến tỷ số nợ thị trường nó thể hiện tính năng động của cấu trúc vốn.  $|\mu_{it}|$  trong khoảng  $[0;1]$ . Nếu tốc  $\mu_{it} = 1$  điều chỉnh tối ưu, điều này nói lên rằng trong thị trường bất hoàn hảo sự thay đổi của cấu trúc vốn quan sát giữa hai thời kỳ đã đạt được cấu trúc vốn mong đợi. Sự bất hoàn hảo của thị trường đã tạo ra giá trị cho các công ty khi điều chỉnh cấu trúc vốn về mức tối ưu. Khi giá chứng khoán tăng, giảm trên thị trường thì các công ty phải bán hoặc mua lại cổ phần để tối ưu hóa dòng tiền. Hiệu quả của điều chỉnh được đại diện bởi giới hạn  $\mu_{it} < 1$  , đó là điều kiện để  $L_{it}$  tiến đến  $L_{it}^*$ . Cuối cùng khi  $\mu_{it} > 1$  thể hiện một sự điều chỉnh quá mức cần thiết. Sự điều chỉnh quá này phản ánh những thay đổi thiếu tiên đoán trong nền kinh tế.

*Trong đó :*

- $L_{it}$  = Nợ cuối năm t / Tổng nguồn vốn cuối năm t : Tỷ số nợ sổ sách năm t.
- $L_{it-1}$  = Nợ cuối năm t - 1 / Tổng nguồn vốn cuối năm t - 1: Tỷ số nợ sổ sách t-1.
- $L_{it}^*$  = Nợ theo sổ sách cuối năm t / ( Vốn chủ sở hữu cuối năm t – Vốn kinh doanh theo sổ sách cuối năm t + Vốn kinh doanh theo giá thị trường cuối năm t) : Tỷ số nợ thị trường.
- $Distan_t = I L_{it}^* - L_{it-1} I$  : Khoảng cách từ tỷ số nợ thị trường năm t và tỷ số nợ sổ sách năm t -1.
- $Growth_t = (Tổng tài sản năm t - Tổng tài sản năm t - 1) / Tổng tài sản năm t - 1$  : Tốc độ tăng trưởng năm t.
- $Size_t = Tổng tài sản năm t$  : Quy mô công ty năm t.

*Ghi chú :*

+ **Distan** : Nếu có mối quan hệ nghịch biến giữa Distan và  $\mu_{it}$  tức là khoảng cách đến mục tiêu không đóng vai trò quan trọng và ngược lại. Mục tiêu của các công ty không giao động nhiều qua thời gian. Các công ty chậm thay đổi tỷ số nợ mục tiêu theo sự thay đổi của giá chứng khoán.

+ **Growth** : Nếu tốc độ tăng trưởng càng lớn thì tốc độ điều chỉnh đến cấu trúc vốn mục tiêu càng nhanh vì những công ty tăng trưởng có thể tìm thấy dễ dàng thay đổi cấu trúc tài chính bằng việc đa dạng hoá nguồn tài trợ.

+ **Size** : Quy mô được giả định là đồng biến với tốc độ điều chỉnh do những công ty lớn có thể dễ dàng hơn những công ty nhỏ trong việc thay đổi cấu trúc vốn bằng việc phát hành nợ hay vốn cổ phần vì những thông tin thì luôn sẵn sàng hơn về những công ty lớn, bất cân xứng thông tin ít hơn và đa dạng hóa tốt hơn công ty nhỏ.

### 1.3.5.2 Sự tác động của khấu hao, tài sản cố định, quy mô và tỷ suất lợi nhuận lên tỷ số nợ

Sự tác động được thể hiện trong công thức hồi quy sau :

$$L_{it} = C + C1x Depr_t + C2x Fix_t + C3 x Size_t + C4 x Pro_t$$

Trong đó :

- **Depr<sub>t</sub>** = Khấu hao lũy kế năm t / Tổng tài sản năm t : Khấu hao.
- **Fix<sub>t</sub>** = Tài sản cố định năm t / Tổng tài sản năm t : Tài sản cố định
- **Size<sub>t</sub>** = Tổng tài sản năm t : Quy mô công ty
- **Pro<sub>t</sub>** = Lợi nhuận ròng năm t / Tổng tài sản năm t : Lợi nhuận.

Ghi chú :

**+ Depr(khấu hao) :** Một sự khuyến khích việc vay nợ là lợi thế tấm chắn thuế lãi suất, lợi thế này sẽ bị giảm nếu có sự hiện diện của tấm chắn thuế không phải do nợ đó là khấu hao. Khấu hao được dự báo là có mối quan hệ nghịch biến với tỷ số nợ, tức là khấu hao càng tăng thì công ty có khuynh hướng sử dụng ít nợ, do họ không cần phải vay nợ mà vẫn đạt được lợi ích từ tấm chắn thuế.

**+ Fix (Tài sản cố định) :** Một tỷ lệ cao của tài sản cố định/ tổng tài sản làm gia tăng khả năng thế chấp. Tầm quan trọng của việc thế chấp gia tăng trong trường hợp những công ty mới thành lập và không có mối quan hệ mật thiết với các nhà tài trợ. Những quan điểm này đã khẳng định rằng có mối quan hệ đồng biến giữa tài sản cố định và tỷ số nợ khi mà hệ thống luật pháp hiệu quả đủ để tạo lập tính hiệu lực của các hợp đồng nợ và tính thanh khoản của thị trường bất động sản công ty tạo ra sự chắc chắn trong việc thu hồi giá trị thị trường. Cuối cùng, là sự tài trợ dài hạn trên thị trường đủ để tạo ra sự phù hợp giữa thời gian đáo hạn và tài sản được tài trợ.

+ **Size: (Quy mô công ty)** : Wanner (1977), Titman and Wessels (1988)) cho rằng những công ty lớn hơn có thể đối mặt ít hơn khả năng phá sản bởi vì họ có thể đa dạng hóa tốt hơn do đó có mối quan hệ đồng biến giữa quy mô công ty và tỷ số nợ.

+ **Pro (Lợi nhuận)** : Sự không chắc chắn về kinh tế càng cao của các nước đang chuyển đổi, có thể giảm lợi thế của nợ. Thêm vào đó lợi thế của nợ sẽ bị mất đi bởi chi phí phá sản. Giảm thấp chi phí phá sản có thể gia tăng lợi thế của nợ dẫn đến gia tăng đòn bẩy ít nhất là đối với các công ty có lợi nhuận cao.

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

Phân tích EBIT-EPS và lý thuyết cấu trúc vốn tối ưu có thể giúp cho doanh nghiệp quyết định một cấu trúc vốn thích hợp. Sau đây là quy trình 5 bước trong việc lập các quyết định cấu trúc vốn.(EBIT : Lãi trước thuế và lãi vay; EPS : Thu nhập trên mỗi cổ phần)

**Bước 1** : Tính toán mức EBIT dự kiến sau khi mở rộng hoạt động

**Bước 2** : Ước lượng tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh trong kỳ ( $\alpha$ ). Dựa trên thành quả quá khứ của công ty qua nhiều chu kỳ kinh doanh. (Giả dụ lãi trước thuế và lãi vay được phân phối chuẩn hay ít nhất vào khoản đó), Trong đó  $\alpha$  và EBIT trung bình được tính theo các công thức sau :

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

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

(  $i$  : Năm thứ  $i$ ,  $n$  : Số năm quan sát)



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

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

( *R* : Lãi vay, *N<sub>E</sub>*: Số lượng cổ phần khi không có vay nợ, *N<sub>DE</sub>*: Số lượng cổ phần khi có vay nợ )

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

$$Z1 = \frac{\text{EBIT hòa vốn} - (\alpha + \text{EBIT hòa vốn})}{\alpha} \quad Z2 = \frac{R - (\alpha + \text{EBIT hòa vốn})}{\alpha}$$

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

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

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

Trên đây là những lý luận cơ bản về cấu trúc vốn và các khái niệm có liên quan, tiếp theo luận văn xin được đề cập đến những kinh nghiệm về huy động vốn và cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần của một số nước trên thế giới.

## **1.4 KINH NGHIỆM VỀ HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN CỦA MỘT SỐ NƯỚC TRÊN THẾ GIỚI**

### **1.4.1 Huy động vốn**

Nhằm tạo điều kiện cho các công ty cổ phần huy động vốn có hiệu quả, một số nước châu Á đã chú trọng phát triển thị trường vốn, trong đó thị trường chứng khoán đóng vai trò đặc biệt quan trọng. Thực tiễn phát triển sôi động tại một số thị trường chứng khoán ở các nước châu Á đã để lại các kinh nghiệm quý báu như sau:

Môi trường pháp lý là nhân tố đặc biệt quan trọng có ý nghĩa quyết định đến sự phát triển. Điển hình như Hàn Quốc, luật pháp nước này đã đẩy mạnh phát triển thị trường vốn, trong đó đặc biệt chú ý đến các chính sách khuyến khích của Nhà nước đến các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Với quan điểm điều hành thị trường chứng khoán thật linh hoạt theo sự thay đổi của xã hội thực tại, căn cứ vào đó để điều chỉnh những khuôn khổ pháp lý nhằm giải quyết những yêu cầu đặt ra của thị trường chứng khoán và tránh được những khuôn khổ cứng nhắc, bị động không phù hợp với thực tiễn.

Tại Trung Quốc, một nước láng giềng với Việt Nam, từ những năm 1990, 1991 Chính phủ nước này đã soạn thảo Luật về chứng khoán và thành lập cơ quan nhà nước về thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, Trung Quốc còn đề ra nhiều chính sách khác nhau tác động trực tiếp đến thị trường chứng khoán như chính sách ưu đãi, tư nhân hóa doanh nghiệp, khuyến khích các

nhà đầu tư nước ngoài cũng như các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Kinh nghiệm tổ chức sở giao dịch chứng khoán và thị trường giao dịch mở cửa của Thái Lan, Hàn Quốc, Trung Quốc là rất quý báu. Sở giao dịch chứng khoán của Hàn Quốc là công ty cổ phần với sự tham gia của Nhà nước. Sở giao dịch chứng khoán Thái Lan là công ty cổ phần niêm yết chính cổ phiếu của mình. Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải là tổ chức kinh tế 100% vốn Nhà nước với mục tiêu là hỗ trợ ban đầu của Sở giao dịch hoạt động phục vụ dịch vụ thị trường. Kinh nghiệm của các nước này cũng chỉ ra rằng, ngay từ đầu việc giao dịch các chứng khoán chưa niêm yết là nhu cầu thực tế. Tuy nhiên, chỉ đạt đến trình độ kinh tế nhất định thị trường giao dịch chứng khoán mới được hình thành. Vì vậy, có thể thành lập một khu giao dịch thứ hai ở thị trường giao dịch chứng khoán cho các công ty chưa đủ điều kiện niêm yết với các tiêu chuẩn giảm nhẹ.

Quá trình mở cửa thị trường chứng khoán được áp dụng ở các nước châu Á cũng là kinh nghiệm tốt mang lại hai lợi ích : Sở giao dịch chứng khoán thu được nhiều phí giao dịch hơn, nhờ tăng hoạt động giao dịch của các đối tác nước ngoài. Việc lưu thông nguồn vốn, có tác dụng tốt trong việc tận dụng tiềm năng vốn trong và ngoài nước.

Các nước có thị trường chứng khoán phát triển ở châu Á như Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Trung Quốc... đều đã áp dụng hàng loạt các chính sách khuyến khích các công ty niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán. Như cho phép sử dụng chứng khoán của công ty niêm yết làm phương tiện đặt cọc hay bảo lãnh thanh toán với doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước. Có chế độ ưu đãi công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán tiếp cận dễ dàng với ngân hàng. Giảm thuế hành chính liên quan đến việc phát hành mua bán chứng

khoán. Hiện đại hóa các sổ giao dịch chứng khoán qua việc phổ biến và áp dụng công nghệ thông tin tiên tiến.

### **1.4.2 Cấu trúc vốn**

Thực tiễn hoạch định cấu trúc vốn của các quốc gia trên thế giới đã để lại các bài học kinh nghiệm như sau :

Hoạch định cấu trúc vốn phải gắn kết với các dự báo về triển vọng kinh tế. Khi nền kinh tế tăng trưởng, một dự báo về lãi vay tăng cao sẽ làm gia tăng việc sử dụng nợ so với các loại vốn khác xét từ quan điểm lợi nhuận. Hiểu theo một nghĩa nào đó, lợi ích từ thuế thu nhập doanh nghiệp đã cho phép các doanh nghiệp ở một số quốc gia như Mỹ, Đức.... Có một tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần thường cao hơn so với các nước khác. Có thể chấp nhận đòn bẩy tài chính lớn hơn miễn là nền kinh tế duy trì được tính ổn định để các doanh nghiệp kinh doanh đáp ứng được các khoản chi trả nợ vay.

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

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

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

Những nghiên cứu của Kester tìm thấy rằng các doanh nghiệp càng sinh lợi cao, càng có khuynh hướng sử dụng ít nợ. Nghiên cứu của Eugene Nivorozhkin trong luận án mang tên Cấu trúc vốn năng động của những nền kinh tế đang chuyển đổi đã chứng minh rằng khi Tài sản cố định/Tổng tài sản tăng lên 1% thì Tỷ số nợ giảm 0.334% ở Cộng hòa Czech và Tỷ số nợ giảm 1.026% ở Bulgaria. Và khi Lợi nhuận/Tổng tài sản tăng lên 1% thì Tỷ số nợ giảm 3.487% ở Cộng hòa Czech và Tỷ số này giảm 1.684% ở Bulgaria. Như vậy các doanh nghiệp càng có nhiều tài sản cố định hữu hình thì càng có khuynh hướng sử dụng ít nợ ở những nền kinh tế đang chuyển đổi.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

Chương này tập trung vào việc khái quát những lý luận cơ bản về công ty cổ phần, huy động vốn và cấu trúc vốn của công ty cổ phần. Trong đó nhấn mạnh đến các khái niệm liên quan đến huy động vốn của công ty cổ phần như : Nguồn vốn của công ty cổ phần, khái niệm về huy động vốn và các công cụ huy động vốn chủ yếu như : Trái phiếu, cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi.

Khái niệm về phương thức huy động vốn trực tiếp và phương thức huy động vốn gián tiếp. Khái niệm về các hình thức huy động vốn như : Phát hành cổ phiếu lần đầu; Vay vốn từ các ngân hàng, tổ chức tín dụng hay các cá nhân; phát hành cổ phiếu bổ sung; phát hành trái phiếu công ty. Thêm vào đó, là các khái niệm thị trường tài chính và cấu trúc của thị trường tài chính – nơi

chủ yếu diễn ra hoạt động huy động vốn ,trong đó đặc biệt nhấn mạnh đến thị trường chứng khoán.

Phần quan trọng tiếp theo cần được nhấn mạnh đó là cấu trúc vốn, ở phần này, luận văn tập trung vào việc làm rõ các khái niệm về cấu trúc vốn; cấu trúc vốn tối ưu; sự tác động của chính sách nợ đến giá trị doanh nghiệp. Đề cập đến các giả định trong phân tích cấu trúc vốn. Các khái niệm về tính năng động của cấu trúc vốn. Tiếp theo là, quy trình 5 bước trong việc xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua phân tích EBIT – EPS.

Phần cuối cùng trong chương này mà luận văn đề cập đến đó là kinh nghiệm về huy động vốn và cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần của một số nước trên thế giới mà điển hình là Thái Lan, Hàn Quốc, Trung Quốc, Nhật Bản, Ba Lan, Mỹ..., Đó là những kinh nghiệm mà luận văn đánh giá là có giá trị tham khảo cao cho Việt Nam trong thời gian tới.

## **CHƯƠNG 2**

# **THỰC TRẠNG HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

## **2.1. THỰC TRẠNG HUY ĐỘNG VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

### **2.1.1 Huy động vốn trên thị trường tập trung**

#### **2.1.1.1 Hoạt động phát hành trái phiếu**

Huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu công ty còn rất nhiều hạn chế. Hầu hết các doanh nghiệp đều thấy việc huy động trái phiếu có lợi hơn rất nhiều so với vay vốn ngân hàng. Thế nhưng, tính đến cuối tháng 11/2006, tổng giá trị trái phiếu công ty phát hành trên thị trường mới đạt khoảng 2.000 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là trái phiếu của khối doanh nghiệp nhà nước như : Tổng Công ty Dầu khí (300 tỷ đồng), Tổng Công ty Sông đà(200 tỷ đồng), Tổng Công ty Điện lực Việt Nam (200 tỷ đồng), Tổng Công ty Công nghiệp tàu thủy (1.000 tỷ đồng).

Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam còn quá nhỏ, với dư nợ trái phiếu chỉ bằng 7% GDP, con số này ở các nước lân cận như Trung Quốc là 21%, Malaysia là 62%. Dư nợ nhỏ lại kéo theo cơ cấu bất hợp lý với 93% là trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty chỉ chiếm 2%, trong khi mặt hàng này mới là nền tảng của thị trường trái phiếu. Bên cạnh đó thời hạn trái phiếu lại ngắn, có đến 50% trái phiếu phát hành có thời hạn 5 năm.

#### **2.1.1.2 Hoạt động giao dịch trái phiếu**

Sự nhỏ bé về quy mô của hoạt động phát hành dẫn tới sự trầm lắng của hoạt động giao dịch. Hoạt động giao dịch chủ yếu tập trung vào trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên ngay cả chính các giao dịch này cũng còn rất trì trệ. Theo số liệu thống kê năm 2002, khối lượng giao dịch bình quân chỉ là 160

trái phiếu/ phiên và giá trị giao dịch là 15.057.000 đồng/phiên. Tính đến 30/6/2003 tổng giá trị trái phiếu chính phủ niêm yết là 5.561 tỷ đồng, nhưng tổng giá trị giao dịch chỉ là 336,523 tỷ đồng chiếm 6,5% so với tổng giá trị trái phiếu niêm yết.

Tóm lại, việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu của các công ty cổ phần Việt Nam là rất hạn chế. Vậy có thể nói rằng công cụ trái phiếu vẫn chưa được tận dụng một cách có hiệu quả trong việc huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam.

#### **2.1.1.3 Hoạt động phát hành cổ phiếu**

Mặc dù có những tiến bộ vượt bậc so với năm trước, tuy nhiên tình hình phát hành cổ phiếu để huy động vốn cũng còn rất hạn chế về quy mô: Tính đến 29/12/2006 tổng giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên sàn chỉ đạt chừng 13,75 tỷ USD, trong khi đó giá trị các công ty niêm yết của nước láng giềng Thái Lan lên đến 138 tỷ USD. Hiện chỉ mới có 193 công ty được quản lý giao dịch chính thức trong số hơn 5000 công ty cổ phần của cả nước tham gia vào thị trường chứng khoán là một con số rất nhỏ so với khả năng của nền kinh tế.

#### **2.1.1.4 Hoạt động giao dịch cổ phiếu**

Tình hình giao dịch cổ phiếu mặc dù đã được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp. Tổng giá trị giao dịch cổ phiếu trong năm 2001 là 1.013,56 tỷ đồng, trong khi tổng giá trị giao dịch năm 2002 là 961,82 tỷ đồng. Trong năm 2003, khối lượng giao dịch vẫn chưa được cải thiện. Tính đến hết tháng 6/2003 khối lượng giao dịch cổ phiếu trong từng phiên vẫn khá nhỏ, giá trị giao dịch cổ phiếu trong nhiều phiên ở mức dưới 1 tỷ đồng. Trong 3 tháng (10/2006 – 12/2006) trở lại đây tổng giá trị cổ phiếu Việt Nam giao dịch trong ngày chỉ



đạt 8,7 triệu USD, quá nhỏ bé so với 18 tỷ USD trong phiên giao dịch đầu tiên của sàn Tokyo.

## **2.1.2 Huy động vốn trên thị trường tự do**

### **2.1.2.1 Hoạt động phát hành**

Hoạt động phát hành trái phiếu còn rất sơ khai, chỉ có một số tổ chức tài chính, tín dụng thực hiện phát hành trái phiếu ra công chúng như Công ty tài chính quốc tế Việt Nam (VILC) thông qua ngân hàng Công thương Việt Nam đã phát hành 20 tỷ đồng trái phiếu thời hạn 2 năm vào năm 2000, song kỹ thuật phát hành còn nhiều hạn chế nên các trái phiếu này không được chuẩn hóa và không được giao dịch trên thị trường chứng khoán. Mặc dù một số doanh nghiệp nhà nước như Tổng Công ty điện lực, Tổng Công ty hàng không ... Có ý định huy động vốn cho các dự án lớn thông qua phát hành trái phiếu, song chỉ mới dừng lại ở mức nghiên cứu.

Hoạt động phát hành cổ phiếu, chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa. Tuy nhiên, quá trình bán cổ phần của nhà nước cho các nhà đầu tư cũng còn có một số điểm hạn chế, đặc biệt là khía cạnh phát hành chứng khoán ra công chúng. Việc bán cổ phần nhiều khi chưa được công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng mà chủ yếu công bố trong nội bộ doanh nghiệp hoặc tại trụ sở doanh nghiệp hay chỉ công bố trên báo chuyên ngành nên ít đối tượng tiếp nhận được thông tin. Điều này dẫn đến tỷ lệ cổ phần sở hữu bởi các nhà đầu tư công chúng thấp.

### **2.1.2.2 Hoạt động giao dịch**

Hiện nay, chứng khoán của các công ty chưa tham gia niêm yết và giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh thì được chuyển nhượng, mua bán trên thị trường “tự do”. Đây là thị trường chưa được tổ chức, hình thức hoạt động của thị trường tự do thông thường là qua các nhà

môi giới “ tự do”, chưa được cấp phép hành nghề của cơ quan quản lý, sử dụng các phương tiện yết giá trên mạng internet hoặc mua bán rải rác tại các địa điểm khác nhau. Hầu hết chứng khoán của hàng ngàn doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa và công ty cổ phần đã và đang được phát hành và lưu hành chủ yếu trên thị trường tự do. Hoạt động giao dịch như trên thị trường tự do ở Việt Nam như vậy là chưa được minh bạch về thông tin, rủi ro phần lớn thuộc về các nhà đầu tư .

Tóm lại, việc huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam trên thị trường tự do vẫn còn gặp rất nhiều khó khăn. Và do vậy việc hoàn thiện thị trường tự do nhằm tạo điều kiện huy động vốn hiệu quả cho các công ty trong thời gian tới là rất cần thiết.

## **2.2 THỰC TRẠNG CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

### **2.2.1 Đánh giá tính năng động của cấu trúc vốn**

Tính năng động trong cấu trúc vốn thể hiện qua tốc độ điều chỉnh từ tỷ số nợ sổ sách đến tỷ số nợ thị trường. Tuy nhiên số liệu khảo sát từ 10 công ty cổ phần tiêu biểu có ảnh hưởng lớn trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời qua cho thấy cấu trúc tài chính của họ là rất bị động. Tức là tốc độ điều chỉnh tỷ số nợ sổ sách tiến đến tỷ số nợ thị trường rất thấp.

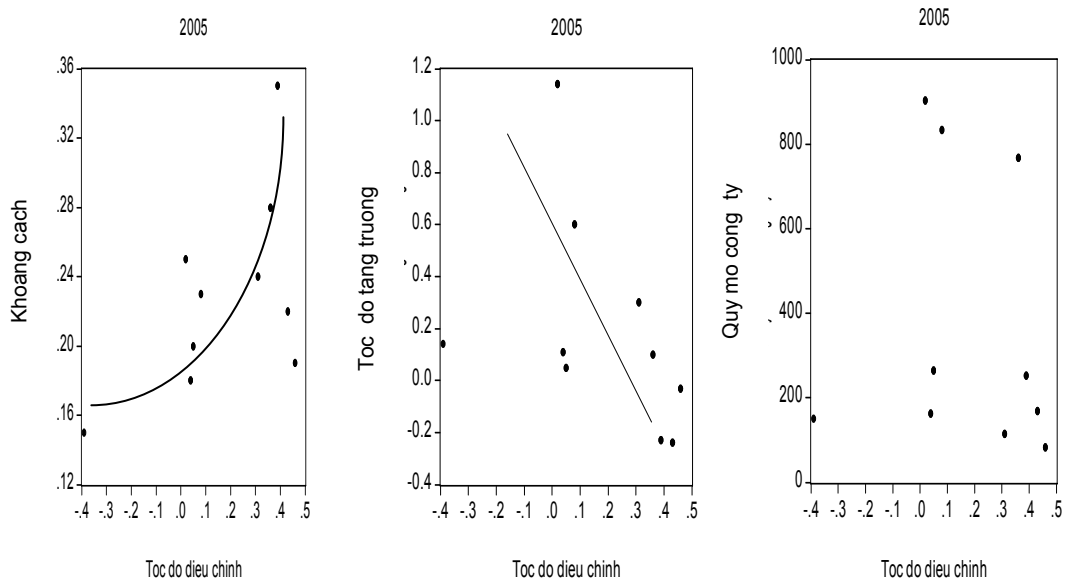
**BẢNG 2.1 : SỰ TÁC ĐỘNG CỦA KHOẢNG CÁCH, TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG VÀ QUY MÔ CÔNG TY LÊN TỐC ĐỘ ĐIỀU CHỈNH**

<b>2003</b>			<b>2004</b>			<b>2005</b>		
Variable	Coefficient	Standard erro	Variable	Coefficient	Standar erro	Variable	Coefficient	Standar erro
Tốc độ điều chỉnh (Trung bình : (0,49))			Tốc độ điều chỉnh (Trung bình : (0,58))			Tốc độ điều chỉnh (Trung bình: 0,175)		
Intercept	0,896	1,176	Intercept	(1,419)	1,395	Intercept	(0,367)	0,353
Distan	7,909	6,009	Distan	7,834	4,989	Distan	2,633	1,697
Growth	(3,179)	2,808	Growth	(0,314)	1,187	Growth	(0,212)	0,316
Size	(0,001)	0,003	Size	(0,000)	0,002	Size	(0,000)	0,000
R <sup>2</sup> = 43,6%			R <sup>2</sup> = 55,3%			R <sup>2</sup> = 45,2%		

( Nguồn : Số liệu tính toán từ các báo cáo tài chính của 10 công ty cổ phần Việt

Nam theo danh sách đính kèm ở phụ lục 1)

## ĐỒ THỊ 2.1



Thật vậy, Với mức ý nghĩa (R) theo từng năm và cố định các nhân tố khác, Bảng 2.1 cho thấy : Tốc độ điều chỉnh trung bình của các năm rất thấp cụ thể là giai đoạn 2003 – 2005 tốc độ điều chỉnh trung bình chỉ là : Năm 2003 : (0,49); năm 2004 : (0,58); năm 2005 : 0,175 là rất thấp. Thể hiện sự chậm thay đổi cấu trúc vốn nhằm tận dụng dòng tiền để tái đầu tư.

Mặt tích cực của các công ty phân tích là khi khoảng cách từ tỷ số nợ tính theo giá trị thị trường và tỷ số nợ tính theo giá trị sổ sách càng tăng thì tốc độ điều chỉnh càng tăng, cụ thể là : Khi khoảng cách tăng 1% thì tốc độ điều chỉnh tăng 7,909% năm 2003; 7,834% năm 2004; 2,633% năm 2005. Điều này nói lên rằng các công ty cổ phần có sự điều chỉnh tỷ số nợ khi mất cân đối lớn xảy ra.

Tuy nhiên, Mặt hạn chế thể hiện qua việc tốc độ tăng trưởng của các công ty càng tăng thì tốc độ điều chỉnh lại càng giảm, cụ thể là khi tốc độ tăng trưởng tăng 1% thì tốc độ điều chỉnh giảm 3,179% năm 2003, giảm 0,314 năm 2004 và giảm 0,212 năm 2005. Các số liệu này cho thấy các công ty chưa

tận dụng được lợi thế của tốc độ tăng trưởng trong việc nâng cao hiệu quả của cấu trúc tài chính. Nếu tốc độ tăng trưởng càng lớn thì tốc độ điều chỉnh đến cấu trúc vốn mục tiêu càng nhanh vì những công ty tăng trưởng có thể tìm thấy dễ dàng thay đổi cấu trúc vốn bằng việc đa dạng hóa nguồn tài trợ, qua đó cho thấy việc đa dạng hóa nguồn tài trợ của các công ty này còn rất nhiều hạn chế.

Quy mô công ty hầu như không ảnh hưởng gì đến tốc độ điều chỉnh của tỷ số nợ trong giai đoạn 2003 – 2005. Cụ thể là, nếu quy mô tăng bao nhiêu đi nữa thì tốc độ điều chỉnh vẫn là (0,00\*\*). Điều này thể hiện rằng các công ty cổ phần Việt Nam chưa tận dụng lợi thế nhờ quy mô trong việc điều chỉnh tỷ số nợ nhằm nắm bắt các cơ hội đầu tư. Vì quy mô được giả định là đồng biến với tốc độ điều chỉnh do những công ty lớn có thể dễ dàng hơn những công ty nhỏ trong việc thay đổi cấu trúc vốn bằng việc phát hành nợ hay vốn cổ phần bởi những thông tin thì luôn sẵn sàng hơn hay bất cân xứng thông tin ít hơn, đa dạng hóa tốt hơn công ty nhỏ.

Nhìn chung, cấu trúc vốn của các công ty cổ phần được phân tích là rất bị động, các công ty chưa tận dụng được các lợi thế về quy mô tài sản, tốc độ tăng trưởng để điều chỉnh cấu trúc vốn sát với cấu trúc vốn của thị trường, nhằm tận dụng các cơ hội đầu tư có hiệu quả do giá chứng khoán biến động mang lại.

### **2.2.2 Sự tác động của lợi nhuận, tài sản cố định, khấu hao, và quy mô tài sản công ty lên tỷ số nợ**

Cấu trúc vốn chưa tận dụng được lợi thế về quy mô công ty, tài sản cố định, và tỷ suất sinh lợi. Nếu quy mô tài sản càng tăng, tài sản cố định càng tăng, tỷ suất sinh lợi càng tăng thì các công ty có nhiều lợi thế hơn trong đàm

phần nợ. Điều này hàm ý rằng việc vay nợ của các công ty này sẽ dễ dàng hơn. Tuy nhiên các phân tích lại cho thấy có khuynh hướng ngược lại.

**BẢNG 2.2 – SỰ TÁC ĐỘNG CỦA KHẤU HAO, TÀI SẢN CỐ ĐỊNH, QUY MÔ VÀ LỢI NHUẬN CÔNG TY LÊN TỶ SỐ NỢ**

2003			2004			2005		
Variable	Coefficient	Standard error	Variable	Coefficient	Standard error	Variable	Coefficient	Standard error
Tỷ số nợ (Lit)			Tỷ số nợ (Lit)			Tỷ số nợ (Lit)		
C	0,795	0,066	C	0,916	0,042	C	0,724	0,057
Depr	(0,429)	0,120	Depr	(0,354)	0,077	Depr	(0,111)	0,122
Fix	(0,140)	0,173	Fix	(0,527)	0,114	Fix	(0,199)	0,177
Size	(0,000)	(0,000)	Size	(0,000)	0,000	Size	(0,000)	(0,000)
Pro	(1,673)	(0,300)	Pro	(1,950)	0,236	Pro	(1,920)	0,333
R <sup>2</sup> = 59%			R <sup>2</sup> = 79%			R <sup>2</sup> = 54%		

(Nguồn : Số liệu được tính toán từ các báo cáo tài chính của 36 công ty cổ phần Việt Nam theo danh sách đính kèm ở phụ lục 1)

Thật vậy, với mức ý nghĩa (R) từng năm, và cố định các nhân tố khác, Bảng 2.2 cho thấy : Nếu Khấu hao lũy kế / Tổng tài sản ( Dep) tăng 1% thì tỷ số nợ (Lit) giảm 0,429% năm 2003; 0,354 năm 2004; 0,111 năm 2005. Điều này cho thấy tấm chắn thuế (khấu hao) càng tăng thì các công ty có khuynh hướng giảm thiểu tỷ số nợ, các công ty thiên về sử dụng tấm chắn thuế khấu hao hơn là tấm chắn thuế lãi suất do vay nợ - cấu trúc vốn khá thận trọng.

Bên cạnh đó, nếu Tài sản cố định/ Tổng tài sản (Fix) tăng 1% thì Tỷ số nợ (Lit) giảm 0,140% năm 2003; 0,527% năm 2004; 0,199% năm 2005. Như vậy các công ty vẫn chưa tận dụng hết khả năng thế chấp tài sản trong vay nợ.

Mặt khác, nếu Quy mô (size) tăng 1% thì tỷ số nợ vẫn là (0,000)% qua các năm 2003; 2004; 2005 như vậy hầu như quy mô tài sản vẫn không ảnh hưởng gì đến tỷ số nợ.

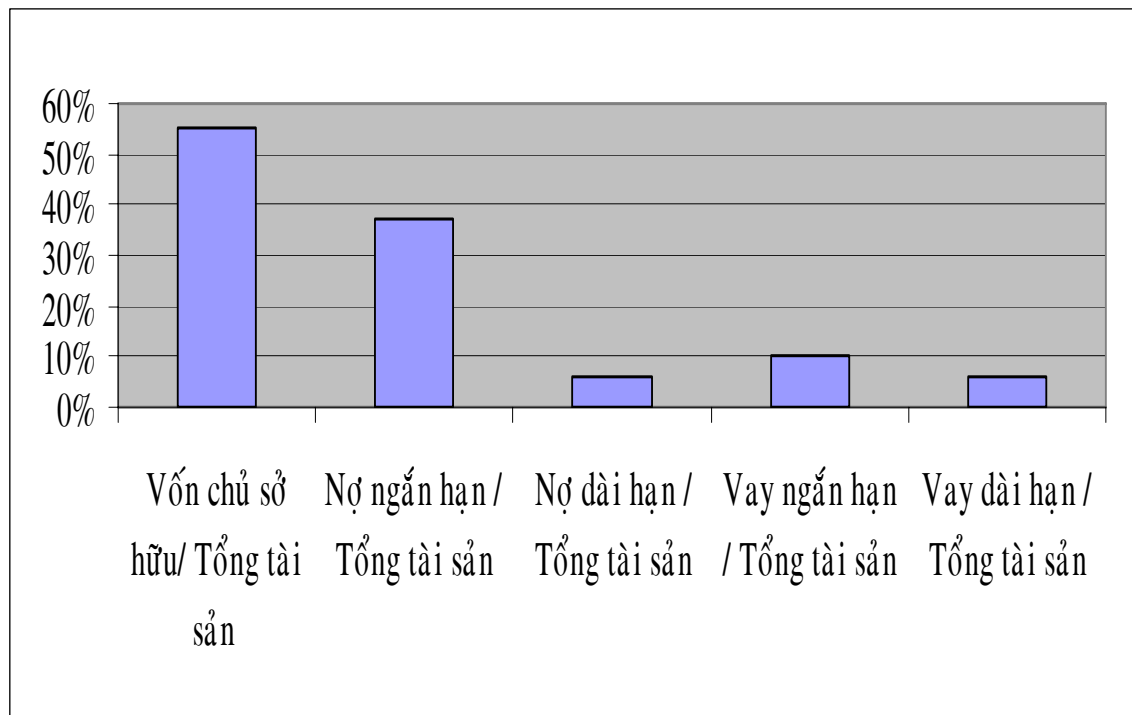
Cuối cùng, nếu Lợi nhuận ròng/ Tổng tài sản (Pro) tăng 1% thì tỷ số nợ (Lit) giảm 1,673% năm 2003; 1,950% năm 2004; 1,920% năm 2005. Điều này minh chứng rằng khi lợi nhuận ròng càng tăng thì các công ty có khuynh hướng sử dụng ít nợ.

Tóm lại, khi lợi nhuận tăng thì dễ dàng tạo được niềm tin đối với nhà tài trợ, tài sản cố định tăng thì gia tăng khả năng thế chấp, quy mô tăng làm gia tăng khả năng đa dạng hóa nguồn tài trợ qua đó giảm thiểu chi phí phá sản, đó là các lợi thế để gia tăng quy mô nợ. Tuy nhiên, qua phân tích cho thấy các công ty cổ phần Việt Nam chưa tận dụng hết các lợi thế này.

### **2.2.3 Đánh giá tính chất tối ưu của cấu trúc vốn**

Các công ty cổ phần Việt Nam được khảo sát khá thận trọng qua việc sử dụng một cấu trúc vốn có ít nợ hơn vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó nguồn tài trợ chưa được đa dạng hóa về cơ cấu. Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng còn cao so với nợ dài hạn.

**ĐỒ THỊ 2.2**



**BẢNG 2.3 : CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH**

Chỉ tiêu	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
Nợ ngắn hạn / tổng tài sản	17%	53%	20%	27%	65%	28%	32%	7%	38%	32%	23%	30%	73%	26%	66%	75%	20%
Vay ngắn hạn/ tổng tài sản	0%	25%	5%	1%	18%	3%	23%	2%	0%	13%	0%	4%	3%	9%	7%	54%	0%
Nợ dài hạn / tổng tài sản	0%	4%	15%	4%	9%	12%	7%	0%	4%	0%	0%	27%	3%	8%	6%	0%	15%
Vay dài hạn / tổng tài sản	0%	4%	15%	4%	9%	12%	7%	0%	0%	0%	0%	27%	3%	5%	6%	0%	14%
Vốn chủ sở hữu / tổng tài sản	83%	40%	64%	69%	25%	60%	60%	90%	57%	67%	75%	43%	22%	66%	28%	24%	49%
Nợ/ tổng tài sản	17%	60%	36%	31%	75%	40%	40%	10%	43%	32%	25%	57%	78%	34%	72%	76%	51%
Vay / vốn cổ phần	0%	171%	36%	13%	196%	30%	74%	5%	0%	30%	0%	91%	56%	30%	69%	321%	45%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần ( $r_E$ )	15%	18%	24%	17%	15%	10%	17%	20%	13%	16%	24%	20%	15%	20%	24%	16%	12%
Chi phí sử dụng vốn vay ( $r_D$ )	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Chi phí sử dụng vốn vay sau thuế ( $r^*_D = r_D \times (1 - 28\%)$ )	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

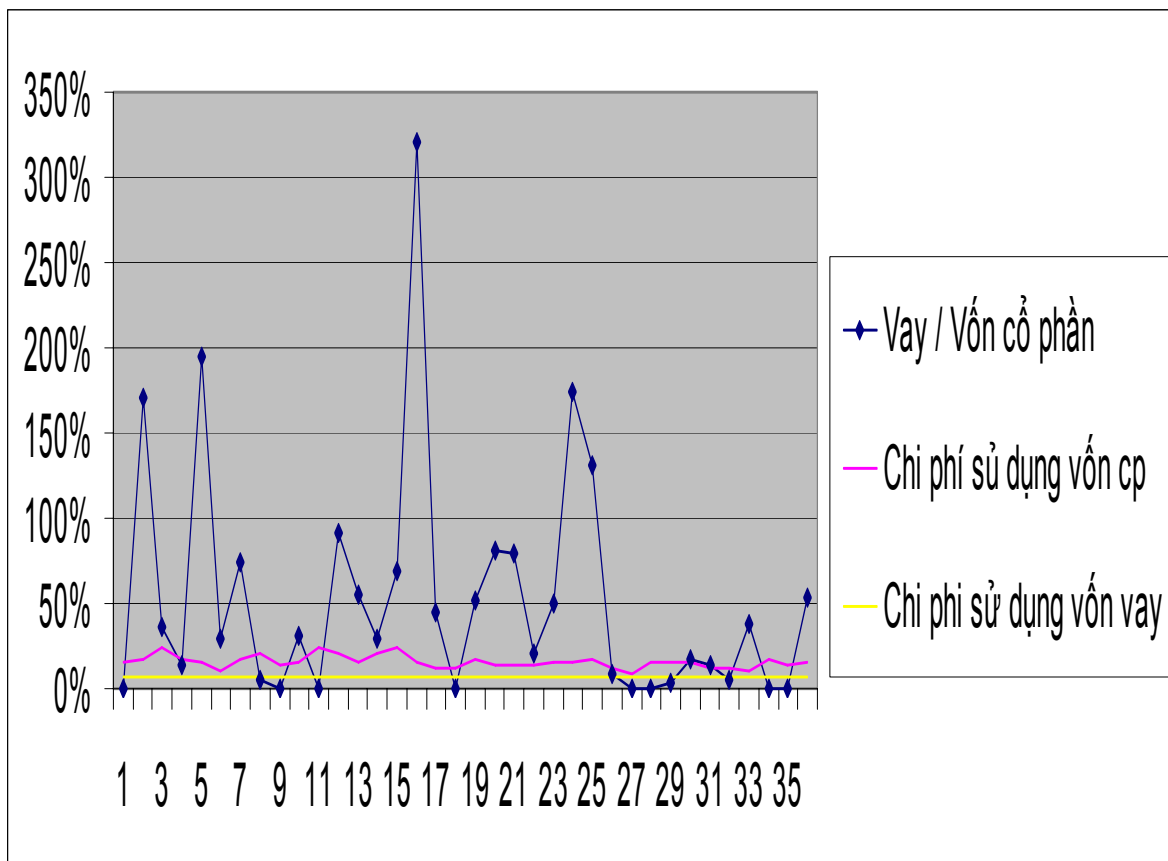
18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Trung bình
15%	22%	47%	71%	30%	36%	63%	44%	19%	6%	14%	26%	53%	52%	55%	58%	37%	35%	15%	37%
0%	4%	29%	18%	5%	23%	29%	21%	0%	0%	0%	0%	18%	13%	3%	26%	0%	0%	10%	10%
0%	20%	0%	2%	8%	0%	4%	10%	5%	0%	0%	2%	1%	0%	3%	13%	2%	3%	44%	6%
0%	18%	0%	2%	5%	0%	4%	10%	5%	0%	0%	2%	0%	0%	3%	12%	0%	0%	44%	6%
84%	55%	42%	27%	61%	61%	33%	46%	76%	93%	84%	72%	41%	48%	41%	29%	58%	62%	42%	55%
16%	45%	58%	73%	39%	39%	67%	54%	24%	7%	16%	28%	59%	52%	59%	71%	42%	38%	58%	45%
0%	51%	81%	79%	21%	50%	173%	130%	9%	0%	0%	3%	18%	13%	5%	38%	0%	0%	54%	53%
12%	18%	13%	13%	14%	16%	16%	17%	12%	9%	15%	15%	15%	12%	12%	10%	17%	14%	15%	16%
12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

( Nguồn : Số liệu tính toán từ các báo cáo tài chính của 36 công ty cổ phần Việt Nam theo danh sách đính kèm ở phụ lục 2)

Thật vậy, Đồ thị 2.2 và Bảng 2.3 cho thấy : Nợ / Tổng tài sản trung bình của các công ty là 45% trong khi Vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản trung bình tới 55%. Nợ ngắn hạn / Tổng tài sản trung bình là 37% trong khi Nợ dài hạn/ Tổng tài sản trung bình chỉ có 6%. Vay ngắn hạn/ Tổng tài sản trung bình là 10% trong khi Vay dài hạn/ Tổng tài sản trung bình chỉ có 6%.

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

**ĐỒ THỊ 2.3**



+ Đồ thị 2.3 và Bảng 2.3 cho thấy : Chi phí sử dụng vốn cổ phần trung bình là 16% cao hơn Chi phí sử dụng vốn vay sau thuế trung bình là 7,4% (16%-8,6%).



Số lượng công ty có chi phí sử dụng vốn cổ phần lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay được thể hiện trong Bảng 2.4.

**BẢNG 2.4 : THỐNG KÊ CÔNG TY CÓ CHI PHÍ DÙNG VỐN CỔ PHẦN > CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN VAY SAU THUẾ**

Chỉ tiêu	Tổng số	$r_E > r^*_D$	
		Số lượng ( công ty)	Tỷ lệ(%)
Số lượng công ty	36	36	100%

( Nguồn : Số liệu trong bảng này được tính toán từ Bảng 2.3)

+ Bảng 2.4, cho thấy : 100% các công ty được khảo sát ngẫu nhiên đều có chi phí sử dụng vốn cổ phần lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sau thuế.

+ Bảng 2.3, chỉ ra rằng : Tỷ lệ Vay/ Vốn cổ phần trung bình là 53% tuy nhiên con số này không phản ảnh được thực chất vấn đề vì một số công ty có tỷ lệ vay cao đã bình quân hóa thị trường.

**BẢNG 2.5 : THỐNG KÊ CÔNG TY ÍT THÂM DỤNG NỢ VAY**

Chỉ tiêu	Tổng số	Vay < Vốn cổ phần	
		Số lượng ( công ty)	Tỷ lệ(%)
Số lượng công ty	36	23	64

( Nguồn : Số liệu trong bảng này được tính toán từ Bảng 2.3)

+ Thực vậy, Bảng 2.5 đã chứng tỏ rằng : có đến 64% (23/36) các công ty được quan sát có nợ vay thấp hơn vốn cổ phần.

**Tóm lại :** Trong điều kiện chi phí sử dụng vốn cổ phần lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay, việc các công ty thâm dụng vốn cổ phần sẽ không tối ưu hóa được cấu trúc vốn, vì chưa tối thiểu hóa được chi phí sử dụng vốn bình quân.

Tuy nhiên, liệu các công ty có nên mở rộng quy mô vay nợ, luận văn xin làm rõ trong phần phân tích EBIT – EPS :



**BẢNG 2.6 : PHÂN TÍCH EBIT - EPS**

<b>CHỈ TIÊU</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
<b>EBIT (lãi trước thuế và lãi vay)</b>	9,42	32,54	0,98	70,79	30,83	10,29	14,53	36,79	2,42	23,57	164,71	17,20	10,16	112,03	15,72
<b>E(vốn cổ phần)</b>	38	43,67	68,40	107,18	58,83	40,85	50,40	40,39	15,87	84,69	310,59	54,86	21,06	373,85	31,38
<b>D( vốn vay)</b>	0	74,63	24,36	14,45	115,02	12,27	37,45	2,00	-	25,66	-	50,15	11,69	111,70	21,53
<b>R(lãi vay)</b>	0	8,96	2,92	1,73	13,80	1,47	4,49	0,24	-	3,08	-	6,02	1,40	13,40	2,58
<b>Ne(số lượng cp toàn bộ vốn cp)</b>	3.800	11.829	9.276	12.163	17.384	5.312	8.784	4.239	1.587	11.034	31.059	10.502	3.275	48.554	5.291
<b>Nde(số lượng cp có vay vốn)</b>	3.800	4.367	6.840	10.718	5.883	4.085	5.040	4.039	1.587	8.469	31.059	5.486	2.106	37.385	3.138
<b>EBIT(hoavon)=(RxNe/(Ne-Nde))</b>	0	14,20	11,13	14,60	20,86	6,37	10,54	5,09	-	13,24	-	12,60	3,93	58,26	6,35
<b>EBIT TB (EBIT trung bình)</b>	9,272	27,99	12,29	53,52	22,34	6,91	12,60	26,68	1,75	18,13	138,73	12,13	6,45	92,58	8,72
<b>(EBIT - EBIT TB) 2</b>	0,0219	20,67	127,90	298,44	72,05	11,45	3,71	102,24	0,44	29,52	674,96	25,63	13,70	378,29	48,91
<b><math>\alpha</math> (phương sai của EBIT)</b>	0,9978	5,92	13,13	24,43	7,48	5,30	4,35	6,10	1,02	4,82	21,11	3,63	2,44	17,86	4,19
<b>z1</b>	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)
<b>xất suất Ebit &lt; Ebit trung bình</b>	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,159	0,1587	0,1587
<b>z2</b>	(10,293)	(1,89)	(1,63)	(1,53)	(1,94)	(1,93)	(2,39)	(1,79)	(1,00)	(3,11)	(1,00)	(2,81)	(2,04)	(3,51)	(1,90)
<b>xác suất Ebit &lt; chi trả lãi đòi hỏi</b>	0,000	0,0294	0,0516	0,063	0,0262	0,0268	0,0082	0,0367	0,1587	0,0010	0,1587	0,0025	0,0207	0,002	0,0287

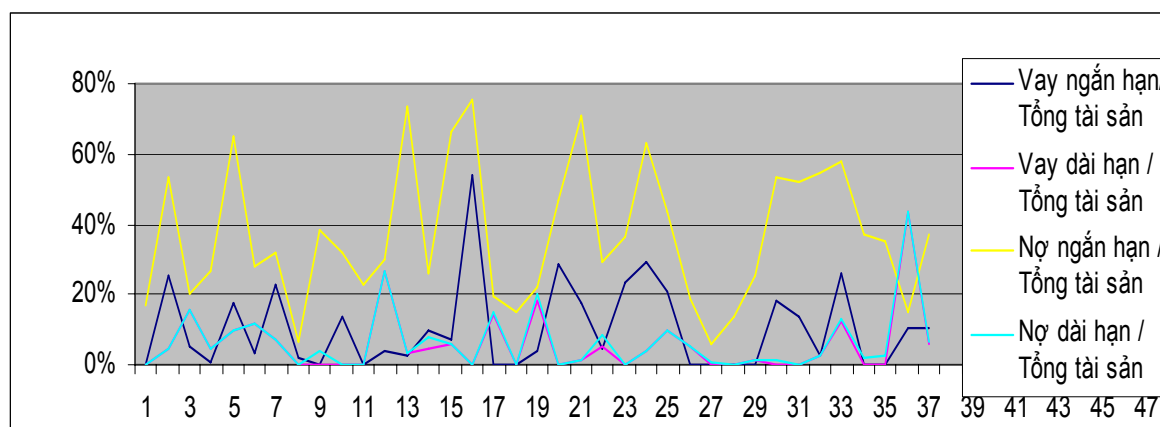
<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>36</b>
30,79	18,08	6,88	44,28	8,42	7,86	12,97	120,78	20,34	8,76	15,85	3,59	30,08	20,52	8,95	3,593	3,559	22,258	602,6	12,533	70,129
38,99	67,06	13,36	125,77	32,00	36,41	397,90	418,14	50,24	17,00	40,89	19,09	60,53	52,90	46,36	15,136	10,15	51,223	1644,22	17,977	300
125,34	29,90	-	64,16	25,98	28,59	83,90	210,62	87,15	22,16	3,77	-	-	1,74	27,00	6,19	1,753	84,103	10,41	0	469,394
15,04	3,59	-	7,70	3,12	3,43	10,07	25,27	10,46	2,66	0,45	-	-	0,21	3,24	0,7428	0,2104	10,092	1,2492	0	56,3273
16,433	9,696	1,336	18,992	5,798	6,500	48,180	62,876	13,740	3,916	4,466	1,909	6,053	5,463	7,337	2,133	1,190	13,533	165,463	1,798	76,939
3,899	6,706	1,336	12,577	3,200	3,641	39,790	41,814	5,024	1,700	4,089	1,909	6,053	5,290	4,636	1,514	1,015	5,122	164,422	1,798	30,000
19,72	11,63	-	22,79	6,96	7,80	57,82	75,45	16,49	4,70	5,36	-	-	6,56	8,80	2,5591	1,4284	16,239	198,555	0	92,3273
16,66	14,13	4,60	19,66	6,59	6,06	9,57	72,55	16,33	6,36	14,63	2,92	27,92	15,17	9,59	4,0686	2,493	19,319	664,835	10,557	61,4147
199,53	15,54	5,22	606,03	3,34	3,23	11,55	2,325,65	16,08	5,74	1,50	0,45	4,66	28,58	0,41	0,2262	1,1364	8,6377	3873,2	3,9038	75,9396
13,12	5,30	1,62	16,70	1,31	1,46	5,92	31,68	4,77	1,83	1,73	0,59	2,50	4,75	7,65	0,8912	0,9317	3,2342	125,026	3,0691	11,2547
(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)	(1,00)
0,1587	0,159	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587	0,1587
(1,36)	(2,52)	(1,00)	(1,90)	(3,93)	(3,99)	(9,07)	(2,58)	(2,26)	(2,11)	(3,84)	(1,00)	(1,00)	(2,34)	(1,73)	(-3,038)	(2,3072)	(2,901)	(2,5781)	(1)	(4,1987)
0,0869	0,0064	0,1587	0,0287	0,0000	0,000	0,000	0,0047	0,0119	0,0183	0,000	0,1587	0,1587	0,0082	0,0418	0,0012	0,0110	0,0013	0,0047	0,1587	0,000

( Nguồn : Số liệu tính toán từ các báo cáo tài chính của 36 công ty cổ phần Việt Nam theo danh sách đính kèm ở phụ lục 2)

Trong Bảng 2.6, Số liệu khảo sát 36 công ty cổ phần đều cho thấy  $Z1 = (1)$ , tức xác suất để  $EBIT < EBIT$  hoà vốn là 15,87% (dưới mức trung bình). Thêm vào đó các số liệu  $Z2$  ở hầu hết các công ty đều cho thấy xác suất để  $EBIT < Lãi$  vay đều tiến đến 0,0\*\*\*. (theo Bảng phân phối chuẩn đính kèm ở phụ lục 3). Vậy, các kết quả trên đã chứng minh rằng, việc các công ty trên vay nợ thêm là rất có lợi trong việc giảm thiểu chi phí sử dụng bình quân, tối đa hoá giá trị doanh nghiệp với rủi ro là hoàn toàn có thể chấp nhận được.

Nguồn vốn tài trợ ở hầu hết các công ty cổ phần khảo sát cho thấy, vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn vay dài hạn, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn nợ dài hạn. Điều này nói lên phần nào tính kém bền vững trong cấu trúc tài chính và các công ty chưa tập trung nhiều vào kế hoạch kinh doanh dài hạn. “Theo kết quả điều tra của Ủy ban chứng khoán nhà nước (UBCKNN), các doanh nghiệp đều mong muốn có một phương thức huy động vốn mới để cải thiện tình hình tài chính và đáp ứng được các hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp chưa xác định rõ phương án kinh doanh cũng như nhu cầu vốn ngắn hạn vẫn là chủ yếu. “

### ĐỒ THỊ 2.2



Đồ thị 2.2 cho thấy : Tỷ lệ nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản > Nợ dài hạn/ Tổng tài sản, Vay ngắn hạn/ Tổng tài sản > Vay dài hạn/ Tổng tài sản . Như

vậy có thể nói hầu hết các công ty chưa chú trọng đầu tư vốn vào chiến lược kinh doanh dài hạn.

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

### **2.3 NHỮNG RÀO CẢN TRONG VIỆC HUY ĐỘNG VỐN VÀ CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

**Những rào cản tác động đến việc huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam mà luận văn đề cập, được mô tả theo hình vẽ sau :**



### **2.3.1 Những rào cản trong việc huy động vốn**

#### **2.3.1.1 Những rào cản xuất phát từ việc điều hành, quản lý vĩ mô**

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

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

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

- Chính sách quản lý vĩ mô về phát triển thị trường tài chính là chưa rõ ràng, mặc dù đã có những chuyển biến mang tính tích cực nhưng hiệu quả mang lại chưa cao. Những vướng mắc từ cơ chế chính sách của Nhà nước đối với việc phát hành chứng khoán ra công chúng, điều kiện phát hành còn cao chẵn hạn như : Điều kiện để doanh nghiệp được phát hành trái phiếu trên TTCK, công ty phải có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên và làm ăn có lãi

trong vòng 2 năm gần nhất, đồng thời ít nhất phải có 50 trái chủ. Điều kiện để doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên TTCK, là doanh nghiệp phải hội tụ đầy đủ 3 điều kiện chính : Vốn điều lệ phải đạt mức 5 tỷ đồng trở lên; Làm ăn có lãi trong 2 năm gần nhất và có tối thiểu 50 cổ đông bên ngoài sở hữu tối thiểu 20% cổ phiếu; Đồng thời, các thành viên HĐQT, ban giám đốc, ban kiểm soát phải nắm giữ 50% số cổ phiếu trong thời gian 3 năm kể từ khi niêm yết.( Điều 8, nghị định 144/2003/ NĐ – CP, 28/11/2003). Và như vậy, có thể khẳng định rằng với những điều kiện đó, thì hầu như các công ty không có đủ điều kiện để phát hành trái phiếu và tham gia niêm yết cổ phiếu trên TTCK để huy động vốn một cách dễ dàng.

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

- Hiện nay, văn bản khống chế cổ phần nước ngoài theo Điều 1, Quyết định 238/2005/QĐ – TTg của Thủ tướng chính phủ quy định trần tỉ lệ cổ phần của các công ty trong nước mà các nhà đầu tư nước ngoài được sở hữu chỉ ở mức 30 – 49, đã và đang hạn chế nguồn vốn đầu tư gián tiếp, hạn chế cầu

chứng khoán đối với các công ty cổ phần Việt Nam. Đi ngược lại với chủ trương kêu gọi đầu tư, xúc tiến đầu tư nước ngoài vào Việt Nam. Quan trọng hơn là mất đi cơ hội thay đổi cách điều hành doanh nghiệp. Điều này làm hạn chế khả năng huy động vốn của các công ty.

- Cơ chế, chính sách để tạo môi trường kinh doanh bình đẳng và minh bạch cho tất cả các doanh nghiệp vẫn còn có những hạn chế. Trong bối cảnh hệ thống kế toán còn nhiều bất cập, kỷ luật tài chính lỏng lẻo, các doanh nghiệp nói chung không bắt buộc phải kiểm toán và công khai thông tin. Nếu môi trường kinh doanh không sớm được cải tạo đồng bộ thì việc thu hút nhà đầu tư vào chứng khoán là rất khó khăn. Do vậy, việc huy động vốn càng gặp nhiều khó khăn hơn.

### **2.3.1.2 Những rào cản xuất phát từ thị trường**

Huy động vốn của các Công ty cổ phần kém hiệu quả có những nguyên nhân từ phía thị trường, điển hình là :

- Thị trường tài chính chưa phát triển đồng bộ về cơ cấu, chưa đồng đều về trình độ giữa các bộ phận hợp thành. Các hoạt động trên thị trường tài chính ở nước ta mới chỉ tập trung vào thị trường vốn ngắn hạn chủ yếu ở một số hoạt động huy động và cho vay tín dụng thông thường qua các ngân hàng. Chưa nhiều ở các hoạt động trên thị trường vốn dài hạn. Thị trường chứng khoán còn trong giai đoạn khởi động. Sau 6 năm hoạt động thế nhưng thị trường chứng khoán chưa thực sự là kênh huy động vốn hữu hiệu cho các công ty nói chung. Thị trường thứ cấp chưa phát triển kéo theo sự trì trệ của thị trường sơ cấp. Mặt bằng lãi suất hiện nay khoảng 10,8%/ năm, lợi tức kỳ vọng của các cổ đông hiện tại khoảng 16% năm, đó là số kỳ vọng quá cao. Do đó, huy động vốn trên thị trường chứng khoán là “ khá đắt” và khó thực hiện.



- Thị trường thứ cấp hoạt động trầm lắng, kém sôi động, tính thanh khoản của thị trường không cao là nguyên nhân sâu xa dẫn đến hoạt động yếu kém của thị trường sơ cấp trong thời gian gần đây. Thêm vào đó, việc công bố thông tin của các doanh nghiệp niêm yết trong một số trường hợp không trung thực, đánh mất lòng tin của công chúng đầu tư đối với thị trường, (mà điển hình là khoản lỗ bất ngờ của Công ty Cơ điện lạnh REE và báo cáo tài chính năm 2001 của Công ty Bánh kẹo Biên Hoà đến nay còn treo lơ lửng, các nhà đầu tư còn hoài nghi về tính chính xác của các báo cáo tài chính và cả kết quả kinh doanh của công ty niêm yết). Phạm vi hoạt động của thị trường thứ cấp còn nhỏ hẹp, tạo ra sự hạn chế về tính thanh khoản cho chứng khoán, làm bàn đạp cho thị trường sơ cấp phát triển. Một khi thị trường sơ cấp phát triển sẽ cung cấp hàng hóa cho thị trường thứ cấp, mặt khác thị trường thứ cấp phát triển sẽ tạo điều kiện cho việc huy động vốn thuận lợi và hiệu quả hơn.

- Thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán có mối liên hệ mật thiết với nhau. Khi lãi suất trên thị trường tiền tệ tăng lên, khi thị trường tiền tệ nóng lên, thì thị trường chứng khoán cũng sôi động. Tuy nhiên, về tổng thể mức độ tác động qua lại giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán ở Việt Nam còn chưa rõ nét do thị trường tiền tệ vẫn đang còn ở mức thấp và quy mô TTCK còn khá nhỏ ( Tổng giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu chỉ chiếm khoảng 0,83% tổng vốn huy động và khoảng 0,80% tổng vốn cho vay của hệ thống ngân hàng). Năm 2004, mặc dù giá trị giao dịch trái phiếu tăng cao nhưng tổng giá trị tham gia trái phiếu của các ngân hàng thương mại ( bao gồm cả bảo lãnh và đấu thầu) chiếm 1,28% tổng vốn huy động và 1,23% tổng vốn cho vay của hệ thống ngân hàng nên tác động của TTCK đến hoạt động ngân hàng còn rất hạn chế.

- Những hạn chế nội tại của nền kinh tế, TTCK Việt Nam được xây dựng trên nền tảng của một nền kinh tế đang phát triển; tuổi đời của TTCK cũng còn quá non trẻ là nguyên nhân tạo ra những bước đi chậm chạp của TTCK Việt Nam. Những hạn chế về sự hiểu biết của công chúng đối với chứng khoán công ty, trình độ tác nghiệp của các công ty chứng khoán, về vấn đề niêm yết, bảo lãnh phát hành, tư vấn, môi giới chứng khoán, thống kê....là những rào cản đối với việc huy động vốn của các công ty.

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

- Thiếu vắng sự tham gia tích cực của những nhà đầu tư tổ chức trên thị trường, những nhà đầu tư cổ phiếu trên TTCK Việt Nam hầu hết là cá nhân

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

- Còn rất nhiều vấn đề bất cập trên thị trường trái phiếu Việt Nam, như chưa tạo được lãi suất chuẩn do lãi suất trên thị trường tiền tệ chưa phản ánh đúng quan hệ cung cầu vốn, số thành viên tham gia đấu thầu ít, nên vẫn phải điều hành lãi suất trúng thầu theo lãi suất chỉ đạo. Đồng thời, thị trường thứ cấp có hệ thống cơ sở hạ tầng, lưu ký, thanh toán bù trừ chưa phát triển, các công ty chứng khoán có tiềm lực tài chính yếu, nên khả năng hỗ trợ thị trường trái phiếu là rất hạn chế, chưa thiết lập được thị trường giao dịch thỏa thuận riêng cho trái phiếu.... Tính đồng bộ của thị trường trái phiếu còn thấp, thể hiện khả năng tập trung và phân bổ nguồn lực tài chính qua thị trường này chưa hiệu quả, còn có sự khập khiễng giữa cơ cấu và kỳ hạn huy động vốn với sử dụng vốn. Sự phối hợp giữa các kênh huy động vốn chưa đồng bộ.

### **2.3.1.3 Những rào cản xuất phát từ chính các công ty**

- Rào cản lớn gây khó khăn trong huy động vốn là, hầu hết quy mô các công ty cổ phần Việt Nam còn nhỏ ( Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư : Doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm 96% trong tổng số gần 250.000 doanh nghiệp đăng

ký hoạt động theo luật doanh nghiệp). Điều quan trọng hơn nữa là trình độ quản trị công ty còn yếu, chưa tạo ra được độ tin cậy cần thiết và tạo dựng được hình ảnh tốt đối với nhà đầu tư. Báo cáo của kiểm toán nhà nước công bố lần đầu vào 17/08/2006, đã tiết lộ những yếu kém trầm trọng và có tính hệ thống tại các doanh nghiệp ngoài quốc doanh như : cách “ quản trị công ty “ theo kiểu “ công ty gia đình” hay theo “ thuận tiện” vẫn là mô hình chiếm tỷ trọng lớn . Đây là mô hình được cho là phù hợp với thói quen và tâm lý của người Việt Nam. Gây khó khăn trong việc tiếp cận các nguyên tắc quản trị cấp cao của các nước kinh tế phát triển.

- Số lượng và chất lượng chứng khoán niêm yết còn nhiều hạn chế. Sau hơn 6 năm hoạt động của thị trường chứng khoán, với 193 Công ty niêm yết và thời điểm hiện tại, tất cả các công ty niêm yết hầu hết đều là các công ty có quy mô vừa và nhỏ với số vốn khoảng vài chục tỷ đồng, chưa đủ gây sức hút đối với các nhà đầu tư. Bản thân các công ty cũng có nhiều hạn chế về uy tín trên thương trường, nên chưa tạo dựng được lòng tin đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư chiến lược.

- Bên cạnh đó, nhận thức của các công ty cổ phần về lợi ích huy động vốn qua thị trường vốn còn mơ hồ. Huy động vốn bằng cổ phiếu chưa phải là ưu tiên hàng đầu của họ. Phần lớn các công ty vẫn còn tập trung nhiều vào nhu cầu vốn ngắn hạn do chưa tập trung vào các phương án kinh doanh dài hạn. Theo kết quả điều tra của UBCKNN, hầu như không có doanh nghiệp nào phát hành trái phiếu và liên quan với nước ngoài 60,9% số doanh nghiệp được hỏi hiện huy động vốn cho sản xuất kinh doanh chủ yếu bằng vốn vay từ ngân hàng. Trong khi đó, số doanh nghiệp có huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu chiếm 54,8% số doanh nghiệp được điều tra, chủ yếu là các công ty cổ phần nhà nước. Ngoài ra, có 38,3% số doanh nghiệp có huy động vốn từ

công nhân viên. 38,3% số doanh nghiệp huy động từ các nguồn khác như mua bán chịu, sử dụng vốn của đối tác....

- Tâm lý lo ngại về minh bạch tài chính, sợ công khai thông tin , xem minh bạch tài chính và công khai thông tin như là một gánh nặng quá lớn cho các công ty niêm yết. Bên cạnh đó một số công ty còn e ngại kiểm toán và công bố thông tin khi niêm yết trên thị trường chứng khoán. Bộ máy lãnh đạo sợ mất quyền kiểm soát, một số lượng lớn các công ty chưa đáp ứng được tiêu chuẩn về vốn để niêm yết chứng khoán. Một khía cạnh khác là tâm lý sợ bị “thâu tóm” cũng là rào cản trong huy động vốn của các công ty cổ phần.

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

### **2.3.2 Những rào cản trong việc hoạch định cấu trúc vốn**

#### **2.3.2.1 Những rào cản xuất phát từ quản lý vĩ mô**

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

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

- Một số quy định về quản lý thị trường bất động sản trong thời gian gần đây mà nổi bật là nghị định 181 – cấm phân lô bán nền, đã và đang làm cho thị trường này trầm lắng. Từ năm 2003 đến nay thị trường bất động sản của Việt Nam năm sau “ lạnh” hơn năm trước . Theo số liệu thống kê : Năm 2003 giao dịch địa ốc thành công giảm 28%, năm 2004 giảm 56%, năm 2005 giảm 78% tính mõng và kém thanh khoản của thị trường thứ cấp về bất động sản công ty tạo ra sự không chắc chắn sự thu hồi giá trị thị trường. Điều này không khuyến khích các công ty cũng như các nhà tài trợ vốn gặp nhau.

- Các điều kiện niêm yết trái phiếu còn quá cao, hầu hết các công ty cổ phần có quy mô vừa và nhỏ, không đủ khả năng phát hành trái phiếu để huy động nguồn vốn vay dài hạn trên thị trường chứng khoán. Việc kiểm soát thị trường đối với các công ty còn nhiều bất cập, vấn đề bất cân xứng thông tin còn rất lớn, khiến các công ty có khuynh hướng tài trợ nguồn vốn nội bộ hơn khi có lợi nhuận ngày càng cao. Hay không có mối quan hệ đồng biến giữa lợi nhuận và tỷ số nợ.

### **2.3.2.2 Những rào cản xuất phát từ thị trường**

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

- Tính mõng và kém thanh khoản của thị trường thứ cấp về bất động sản công ty tạo ra sự không chắc chắn sự thu hồi giá trị thị trường. Thị trường

bất động sản đóng băng làm giá trị tài sản cố định có xu hướng giảm thấp, hạn chế khả năng tiếp nhận được các khoản vay với giá trị hợp lý.

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

- Sự không chắc chắn của nền kinh tế đang chuyển đổi do tính chất cạnh tranh ngày càng khốc liệt đã làm giảm khả năng duy trì tỷ suất lợi nhuận dẫn đến chi phí phá sản sẽ gia tăng đã làm giảm lợi thế của vay nợ.

- Các nghiệp vụ và công cụ huy động vốn hiện đại của thị trường chứng khoán phái sinh còn rất nhiều hạn chế, vì vậy việc điều chỉnh cấu trúc vốn bằng cách đa dạng hóa các nguồn tài trợ là rất khó khăn.

### **2.3.2.3 Những rào cản xuất phát từ chính các công ty**

- Cấu trúc vốn khá đơn điệu trong cơ cấu một phần do trình độ quản trị cấu trúc vốn còn nhiều hạn chế. Hầu hết các doanh nghiệp chưa tạo ra được các chứng khoán ngoại lai, để huy động vốn. Mất cân đối trong cơ cấu tài trợ, điển hình là nợ ngắn hạn lớn hơn so với nợ dài hạn.

- Các bất cập trong việc quản lý vốn lưu động, hàng tồn kho chưa được lưu chuyển nhanh, các khoản phải thu còn ứ đọng, phải trả người bán tăng cao, trong khi các công ty phải duy trì tỷ số nợ mục tiêu thì việc gia tăng nợ vay có trả lãi suất nhằm tối ưu hóa cấu trúc vốn là điều khó thực hiện được.

- Các công ty chưa thực sự gây ấn tượng về độ tin cậy, năng lực quản lý đối với nhà tài trợ vốn. Bên cạnh đó việc xây dựng định mức tín nhiệm của các công ty còn là khái niệm quá mới mẻ. Chính những điều này là những rào cản giảm thiểu khả năng đàm phán nguồn tài trợ của các công ty.

- Những công ty lớn hơn có thể đối mặt ít hơn khả năng phá sản bởi vì họ có thể đa dạng hóa tốt hơn ( Wanner (1977), Titman and Wessels (1988)), do vậy quy mô càng lớn càng có khuynh hướng vay nợ nhiều hơn. Tuy nhiên ở Việt Nam thì quy mô càng lớn thì tỷ số nợ có xu hướng giảm, điều này do khả năng đa dạng hóa của các công ty còn nhiều bất cập.

Trên đây là những rào cản làm cho các công ty chưa tận dụng các lợi thế về quy mô, tài sản cố định, tỷ suất sinh lợi đồng thời chưa tối ưu hóa được cấu trúc vốn.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

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

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

Cấu trúc vốn của các công ty được khảo sát nổi lên những mặt hạn chế như : Cấu trúc vốn khá bị động và chưa tận dụng được các lợi thế do quy mô,



tài sản cố định, tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận mang lại trong việc mở rộng nguồn tài trợ. Điều này xuất phát từ những hạn chế trong hệ thống luật không tạo ra tính hiệu lực trong các hợp đồng nợ. Do thị trường bất động sản chưa tạo ra vai trò thanh khoản cho các tài sản thế chấp. Thị trường trái phiếu công ty còn khá sơ khai...

Các công ty được quan sát chưa tối ưu hóa được cấu trúc vốn, mục tiêu của công ty vẫn là thâm dụng vốn cổ phần để tạo được một hình ảnh tài chính tốt đối với nhà đầu tư. Cấu trúc vốn do vậy là còn rất bảo thủ và khá thận trọng, trong khi việc mở rộng quy mô nợ vay để tối ưu hóa cấu trúc vốn hiện còn bỏ ngõ. Tính mất cân đối trong cơ cấu tài trợ mà cụ thể là vay dài hạn chiếm tỷ trọng thấp xuất phát từ chỗ yếu về chiến lược kinh doanh dài hạn, thêm vào đó là các công ty chưa thể tiếp cận được việc huy động vốn bằng trái phiếu do hạn chế về quy mô và sự khắt khe trong điều kiện niêm yết...

## CHƯƠNG 3

# **GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HUY ĐỘNG VỐN VÀ HOÀN THIỆN CẤU TRÚC VỐN CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

## **3.1 GIẢI PHÁP NÂNG CAO HIỆU QUẢ HUY ĐỘNG VỐN CHO CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM**

### **3.1.1 Đối với việc điều hành quản lý vĩ mô**

#### **➤ Tự động hóa quy trình xét duyệt văn bản**

Nên thay đổi quy trình xét duyệt văn bản thủ công hiện nay bằng quy trình xét duyệt điện tử. Nhằm đảm bảo điều hành thị trường chứng khoán thật linh hoạt theo sự thay đổi của xã hội thực tại, và giải quyết những yêu cầu đặt ra của thị trường chứng khoán một cách mềm dẻo, năng động cập nhật với thực tiễn hơn.

#### **➤ Gia tăng sự phối hợp và điều chỉnh chiến lược phát triển thị trường tài chính**

Cần phải có sự thống nhất giữa các bộ ngành trong việc xây dựng chiến lược phát triển thị trường tài chính với những cam kết và lộ trình cụ thể nhằm tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho các công ty huy động vốn. Không nên thu hẹp thị trường tự do như những gì ghi trong Quyết định 898/QĐ – BTC ngày 20/02/2006 – “*Mở rộng TTCK có tổ chức, thu hẹp thị trường tự do; phấn đấu đến năm 2010 tổng giá trị vốn hóa TTCK có tổ chức đạt 10 – 15%GDP*” mà cần phải phát triển song song thị trường tự do OTC và TTCK trong khuôn khổ của một hệ thống pháp lý được hoàn thiện, nhằm đa dạng hóa kênh huy động vốn cho các công ty. Vì hầu hết các công ty cổ phần Việt Nam đều có quy mô vừa và nhỏ không hội đủ những điều kiện niêm yết trên thị trường tập trung, vì vậy nếu thu hẹp thị trường OTC sẽ không phát huy được nội lực của nền

kinh tế. Mặt khác khi tạo điều kiện cho thị trường OTC phát triển cần đề ra quy chế tạo bước đệm để chuyển các doanh nghiệp phát triển từ thị trường OTC lên thị trường tập trung. Và nên coi đây là nguồn quan trọng tạo hàng cho thị trường chứng khoán tập trung. Cần ban hành các quy định mở rộng và kiểm soát được việc sử dụng chứng khoán làm vật thế chấp vay vốn ngắn hạn tại Ngân hàng nhằm biến các dòng vốn nhỏ, lẻ trôi nổi trong công chúng có thể sẵn sàng tham gia TTCK với tư cách vốn trung và dài hạn, nhưng khi cần thiết có thể hoặc là bán lại qua OTC hoặc là thế chấp vay ngắn hạn tại NHTM

➤ **Xây dựng các văn bản hướng dẫn thi hành luật chứng khoán**

Luật chứng khoán đã được Quốc hội thông qua và có hiệu lực từ ngày 01/01/2007. Do vậy các cơ quan Chính phủ cần khẩn trương xây dựng các văn bản hướng dẫn thi hành nhằm đưa luật sớm đi vào thực tiễn cuộc sống. Thực hiện rà soát, bổ sung các văn bản pháp luật, phối hợp chặt chẽ với các cơ quan hữu quan trong việc hoàn thiện các văn bản pháp luật để giảm thiểu sự mâu thuẫn và chồng chéo. Ưu tiên tạo lập cơ sở pháp lý cho việc hoàn thiện các chuẩn mực quản lý, giám sát và tổ chức hệ thống giám sát mạnh, phù hợp với thông lệ quốc tế, đồng thời chú trọng các quy định về sự tham gia của các bên nước ngoài vào TTCK cần sớm được hoàn chỉnh.

➤ **Hình thành thị trường chứng khoán loại 2**

Để tạo điều kiện cho các công ty cổ phần huy động vốn cần xem xét nới lỏng các điều kiện để được niêm yết trái phiếu và cổ phiếu hiện tại. Hoặc cho hình thành thị trường chứng khoán loại 2, qua việc thành lập một khu giao dịch thứ hai ở thị trường giao dịch chứng khoán cho các công ty chưa đủ điều kiện niêm yết với các tiêu chuẩn giảm nhẹ. Tức là cho phép các loại chứng khoán ở các công ty không đủ điều kiện nêu trên ( vốn điều lệ dưới 5tỷ đồng)

được giao dịch qua hệ thống thỏa thuận với các điều kiện đơn giản hơn chứng khoán niêm yết nhằm đa dạng hóa các kênh huy động vốn.

➤ **Đánh giá tính khả thi của dự án theo chuẩn mực quốc tế như một tiêu chuẩn niêm yết**

Trong thời gian tới cần chú trọng vào việc đánh giá hiệu quả sử dụng vốn, thẩm định tính khả thi của các dự án trong tương lai được tài trợ bằng các nguồn vốn huy động này bằng những tiêu chuẩn, chuẩn mực và thông lệ mang tính quốc tế. Những tiêu chuẩn, chuẩn mực và thông lệ này cần sớm được ban hành nhằm giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư, đảm bảo nguồn vốn huy động được sử dụng hiệu quả. Thiết nghĩ, các điều kiện như vốn điều lệ, kinh doanh có lãi, số lượng trái chủ khống chế hiện tại nên được xem như là thủ tục ban đầu, còn tính khả thi của các dự án huy động vốn cũng như hiệu quả sử dụng vốn nên được xem như điều kiện tiên quyết để được thông qua việc chấp nhận niêm yết chứng khoán.

➤ **Điều chỉnh lại quyết định khống chế tỷ lệ hạn chế cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài tiến tới ban hành quy chế mới về bán cổ phần và xác lập tỷ lệ cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài**

Luật doanh nghiệp và Luật đầu tư đã xóa bỏ tỷ lệ hạn chế cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong doanh nghiệp Việt Nam, chỉ trừ những ngành nghề kinh doanh có điều kiện là hạn chế tỷ lệ góp vốn, tuy nhiên chưa có văn bản nào sẽ quy định danh mục ngành nghề kinh doanh có điều kiện và tỷ lệ sở hữu cổ phần áp dụng cho nhà đầu tư nước ngoài, chưa có danh mục này thì chưa thể xác định những ngành nghề còn lại là không hạn chế tỷ lệ cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, quy chế bán cổ phần và xác lập tỷ lệ cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong các ngành nghề kinh doanh có điều kiện cho doanh nghiệp được thành lập theo Luật doanh nghiệp thì nên là một

văn bản do Thủ tướng Chính phủ ban hành. Điều này hoàn toàn phù hợp với luật doanh nghiệp và Luật đầu tư, phù hợp với cam kết quốc tế về mở cửa thị trường và hội nhập. Trong khi chờ đợi quy chế mới thì cần sửa đổi lại Điều 1, Quyết định 238/2005/QĐ – TTg của Thủ tướng chính phủ “ Tổ chức, cá nhân nước ngoài mua, bán chứng khoán trên TTCK Việt Nam được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu niêm yết, đăng ký giao dịch của một tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTGDCK.” Cần được sửa đổi lại là “ *Tối đa 100% ... trừ những ngành nghề kinh doanh có điều kiện.*” Nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam, mở rộng cơ hội huy động vốn cho các công ty cổ phần.

➤ **Nâng cao chất lượng thông tin kế toán, kiểm toán và tạo lập quy trình kiểm soát**

Trong thời gian tới cần tiếp tục nâng cao chất lượng thông tin qua việc áp dụng các chuẩn mực kế toán, kiểm toán phù hợp với thông lệ quốc tế. Nâng cao chất lượng kiểm toán độc lập nên cho phép các công ty nước ngoài tham gia kiểm toán các công ty niêm yết. Bên cạnh đó cần phải có người kiểm toán lại các công ty kiểm toán, thông qua quy trình giám sát lẫn nhau trong thị trường tài chính theo mô hình : Cơ quan kiểm soát thứ 1 giám sát các công ty kiểm toán, cơ quan kiểm soát thứ 2 giám sát cơ quan thứ 1, cơ quan kiểm soát thứ 3 giám sát cơ quan thứ 2 và cuối cùng cơ quan kiểm soát quốc hội có chức năng giám sát tất cả các nhà kiểm toán lớn. Các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán bắt buộc phải được kiểm toán định kỳ. Cần quy định rõ các yêu cầu công bố thông tin, các tiêu chuẩn về trình độ năng lực của người lập báo cáo. Có các quy định xử phạt cụ thể, rõ ràng nghiêm khắc hơn đối với các vi phạm trong hoạt động công bố thông tin, trách nhiệm bồi thường thiệt hại cho nhà đầu tư trong trường hợp vi phạm công bố thông tin...

➤ **Chế độ ưu đãi đối với công ty niêm yết, nhà đầu tư có tổ chức**

Để khuyến khích các công ty cổ phần niêm yết chứng khoán cần cho phép sử dụng chứng khoán của công ty niêm yết làm phương tiện đặt cọc hay bảo lãnh thanh toán. Có chế độ ưu đãi công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán tiếp cận dễ dàng với ngân hàng. Giảm thuế hành chính liên quan đến việc phát hành mua bán chứng khoán. Đồng thời giảm thuế thu nhập doanh nghiệp 5% đối với các nhà đầu tư có tổ chức để thu hút đầu tư vào các công ty nhiều hơn.

**3.1.2 Đối với thị trường**

Phát triển thị trường tài chính một cách đồng bộ, với một cơ cấu cân đối giữa thị trường vốn ngắn hạn, và thị trường vốn trung dài hạn. Thời gian tới cần tiếp tục phát triển thị trường chứng khoán nhằm tạo điều kiện huy động vốn một cách tốt nhất cho các công ty cổ phần qua các giải pháp sau :

➤ **Quốc tế hoá hoạt động phát hành chứng khoán**

Thực hiện nguyên tắc của tổ chức các ủy ban chứng khoán quốc tế (IOSCO) trong hoạt động phát hành chứng khoán ( tổ chức phát hành phải công bố đầy đủ các thông tin quan trọng đối với việc ra quyết định của nhà đầu tư). Về điều kiện chào bán chứng khoán, ngoài việc phải đáp ứng các điều kiện về mức vốn và số năm kinh doanh có lãi, tổ chức đó phải cung cấp đầy đủ thông tin, phải có bản cáo bạch, báo cáo tài chính được kiểm toán theo chuẩn mực và thông lệ quốc tế.

➤ **Tạo tính thanh khoản cho thị trường thứ cấp theo chuẩn mực quốc tế**

Nhằm tạo tính thanh khoản cao trong thị trường thứ cấp cần thực hiện những biện pháp nhằm tăng tính thanh khoản theo các nguyên tắc và chuẩn mực quốc tế như : Quy định tỷ lệ ký quỹ và ký quỹ bằng chứng khoán; áp

dụng giao dịch liên tục và giao dịch trong ngày.... Bên cạnh đó cần đẩy mạnh công tác đào tạo, tuyên truyền phổ cập và nâng cao kiến thức cho công chúng cũng như các đối tượng tham gia TTCK nhằm tăng cường sự hiểu biết và quảng bá về hình ảnh TTCK ra công chúng. Đồng thời đẩy mạnh công tác phát triển nguồn nhân lực cho TTCK, bao gồm cả các chuyên gia về quản lý danh mục đầu tư, phân tích đầu tư chứng khoán. Trong công tác đào tạo cần chú ý tới việc xây dựng và thực thi bộ tiêu chuẩn đạo đức nghề nghiệp, tiêu chuẩn về điều kiện hành nghề.

➤ **Điều tiết đầu tư của dân chúng qua việc nâng cao hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ**

Nâng cao hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng trung ương nhằm điều tiết đầu tư của dân chúng. Vì thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán như hai bình thông nhau trong sự luân chuyển vốn, làm thế nào để hai thị trường này chịu sự tác động của công cụ lãi suất. Tức là khi lãi suất ngân hàng tăng hoặc giảm sẽ ảnh hưởng đến giá chứng khoán giảm hoặc tăng, từ đó điều tiết dòng luân chuyển vốn từ thị trường chứng khoán sang thị trường tiền tệ và ngược lại. Thời gian tới cần duy trì chính sách lãi suất tiền tệ ổn định mới có thể phát triển được thị trường chứng khoán, tạo nhiều cơ hội huy động vốn một cách dễ dàng cho các công ty.

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

Cần thu hút các nhà đầu tư có tổ chức, các nhà đầu tư chuyên nghiệp đặc biệt là các quỹ đầu tư vì sự hiện diện của các nhà đầu tư này sẽ ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển của cả thị trường. Sự góp mặt của các nhà đầu tư có tổ chức không chỉ góp phần tăng cầu và tính thanh khoản cho thị trường, mà quan trọng hơn, các tổ chức này sẽ định hướng và xác lập giá trị thị trường của các cổ phiếu niêm yết một cách chuyên nghiệp. Bằng cách này

sẽ giảm thiểu những dao động “ phi thị trường” tạo ra bởi những giao dịch mang tính đầu cơ, tăng tính ổn định cho thị trường. Với vai trò là các cổ đông có kinh nghiệm, các nhà đầu tư có tổ chức còn góp phần cải thiện thực tiễn quản trị công ty tại các công ty niêm yết, ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận kinh doanh. Để có thể thu hút được các nhà đầu tư có tổ chức thời gian tới cần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ổn định chính trị, tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp lý, khuôn khổ quản lý thị trường, phát triển quy mô thị trường, xây dựng và triển khai áp dụng các chuẩn mực quốc tế về quản trị và điều hành doanh nghiệp, quản lý nhà nước. Tăng tính minh bạch của thị trường chứng khoán và tại các doanh nghiệp cổ phần tư nhân; ban hành các chính sách khuyến khích hoạt động lâu dài của các quỹ đầu tư nước ngoài...

➤ **Xây dựng chiến lược phát triển các tổ chức dịch vụ chứng khoán**

Phát triển các tổ chức dịch vụ chứng khoán, làm thế nào để các tổ chức này có thể cung cấp cho khách hàng những dịch vụ có tính cạnh tranh cao. Trong thời gian tới cần mở rộng quy mô của các tổ chức dịch vụ chứng khoán trên cơ sở chủ động xây dựng chiến lược phát triển các dịch vụ thích hợp, mở rộng mạng lưới khách hàng. Từng bước tự do hóa cơ chế thu phí dịch vụ, nới lỏng, tiến tới tự do hoá hoàn toàn theo cơ chế thị trường, loại bỏ các khoản phí bất hợp lý nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh và chất lượng dịch vụ. Khuyến khích tham gia của các tổ chức dịch vụ chứng khoán nước ngoài góp phần nâng cao chất lượng dịch vụ.

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

Cần phải tạo dựng độ tin cậy của công ty vì trước mỗi quyết định tài trợ vốn, các nhà tài trợ thường chú ý đến độ tin cậy và uy tín của công ty. Bên cạnh việc nâng cao hiệu quả của công tác kế toán, kiểm toán thì việc xây



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

➤ **Tạo lập xu hướng kết nối chứng khoán khu vực**

Tạo lập một xu hướng kết nối chứng khoán thống nhất có khả năng liên kết giữa các sàn giao dịch chứng khoán trong nước với nhau và các sàn giao dịch chứng khoán trong khu vực. Sắp tới cần có đề án xây dựng hạ tầng công nghệ chung cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Các công ty chứng khoán có thể giao dịch trực tuyến với các sàn giao dịch và thống nhất theo 2 đầu mối trung tâm giao dịch chứng khoán ở TP.HCM và Hà Nội.

➤ **Thiết lập thị trường vốn ASEAN**

Hiện thực hóa mục tiêu của hợp tác phát triển thị trường vốn ASEAN là thu hẹp khoảng cách phát triển thị trường vốn giữa các thành viên và đạt được sự phát triển thị trường có trật tự trong khu vực. Thiết lập được một thị trường vốn ASEAN sâu rộng nhờ đạt được sự hợp tác và kết nối qua biên giới giữa các thị trường vốn của các nước thành viên ASEAN. Nhằm thực hiện

mục tiêu hợp tác kết nối qua biên giới giữa các TTCK của các nước thành viên ASEAN, các lĩnh vực hợp tác cần phải được thực hiện qua các giải pháp : Thiết lập hệ thống đào tạo về phát triển thị trường vốn giữa các nước ASEAN. Hình thành các thoả thuận chung về thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu. Liên kết các hệ thống thanh toán và giao dịch chứng khoán. hài hòa các chuẩn mực, tiêu chuẩn thị trường vốn giữa các nước trong khu vực.

➤ **Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh, thị trường trái phiếu chuyên biệt**

Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh, trong đó tập trung vào phát triển các công cụ quyền chọn, hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng hoán đổi...tiến tới hội nhập với các thị trường chứng khoán tiên tiến. Mở rộng mô hình các công ty chuyên kinh doanh về quyền chọn, hợp đồng kỳ hạn.....Tạo dựng một thị trường trái phiếu chuyên biệt, mở rộng kênh huy động vốn cho các công ty vừa và nhỏ. Cần tạo ra được mức lãi suất chuẩn, tác động đến cung cầu trái phiếu. Tiếp tục nâng cao tiềm lực tài chính của các công ty chứng khoán cho phép hỗ trợ thị trường trái phiếu. Phát triển đồng bộ thị trường trái phiếu chính phủ và thị trường trái phiếu công ty.

➤ **Thu hút nguồn vốn nhàn rỗi vào thị trường chứng khoán**

Để thu hút nguồn vốn tiết kiệm trong dân chúng đầu tư vào chứng khoán, cần có những quy định cho phép các cá nhân, tổ chức được thế chấp tài sản để vay vốn đầu tư vào chứng khoán. Bộ tài chính cần thành lập các trung tâm đào tạo nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán với sự quy tụ của các chuyên gia trong và ngoài nước cùng kết hợp với công nghệ thực tế, qua đó giúp phổ cập kiến thức chứng khoán đến với công chúng.

➤ **Tạo nhiều cơ hội mở rộng thị trường kinh doanh cho các công ty**

Bộ thương mại, Bộ kế hoạch và đầu tư cần đẩy mạnh hoạt động xúc tiến thương mại, xúc tiến đầu tư, chính phủ cần đẩy mạnh các diễn đàn hợp tác song phương và đa phương về kinh tế thương mại nhằm tạo nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các công ty cổ phần Việt Nam nói riêng mở rộng thị trường nước ngoài, mở rộng thị phần. Qua đó, tận dụng được nhiều cơ hội làm ăn mới, nâng cao khả năng cạnh tranh và vị thế của các công ty trên trường quốc tế, tạo ra các triển vọng phát triển, phát huy nội lực thông qua các dự án đầu tư mới.

**3.1.3 Đối với các công ty cổ phần**

➤ **Nâng cao trình độ quản trị công ty, đẩy mạnh hoạt động thôn tín – sát nhập công ty**

Nâng cao trình độ quản trị công ty thông qua việc tham gia quản lý của các nhà đầu tư chuyên nghiệp, quỹ đầu tư, các nhà đầu tư nước ngoài. Nếu các công ty nhỏ, công ty làm ăn thua lỗ, sức cạnh tranh kém có thể cho phép thôn tín bởi các công ty nước ngoài qua đó nâng cao được giá cổ phiếu, và tận dụng được công nghệ và trình độ quản lý tiên tiến. Bên cạnh đó các công ty có thể sát nhập lại tạo ra các tổng công ty có quy mô lớn nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh và chất lượng chứng khoán.

➤ **Làm mới hình ảnh công ty trên thương trường**

Cần tạo dựng hình ảnh về năng lực công ty thông qua việc chứng minh cho nhà đầu tư về khả năng quản lý, kỹ năng hoạt động, năng lực tài chính cũng như sự nhạy bén trong kinh doanh. Bên cạnh cải thiện các hệ số chuẩn mực về tài chính cần áp dụng các tiêu chuẩn quản lý chất lượng (chứng nhận tiêu chuẩn ISO, TQM,...) bởi chúng là những biểu hiện rõ ràng nhất khả năng kinh doanh của công ty trong con mắt của các nhà đầu tư. Tập trung vào

nâng cao giá trị tài sản đảm bảo khi vay vốn, bên cạnh việc chứng minh tính hợp pháp của tài sản cố định hữu hình, thời gian tới cần tập trung vào việc xác định tính hợp pháp của tài sản cố định vô hình, như giá trị thương hiệu, thị phần, kênh phân phối....thông qua một tổ chức chuyên nghiệp nhằm tăng khả năng huy động vốn trong công ty.

➤ **Thay đổi tư duy và nhận thức về thị trường chứng khoán**

Thay đổi nhận thức của các công ty cổ phần về tính tất yếu của việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán là một xu hướng khách quan. Là quy luật tất yếu của các công ty cổ phần trong quá trình toàn cầu hóa và tự do hóa tài chính. Là yêu cầu khách quan để các công ty tồn tại và phát triển trong một nền kinh tế thị trường cạnh tranh. Vì TTCK tạo điều kiện cho các công ty cổ phần có cơ hội huy động vốn cho đầu tư và nâng cao uy tín, thương hiệu và vị thế của công ty. Trong thời gian tới, cần có chiến lược cải thiện trình độ quản trị các công ty cổ phần Việt Nam trong đó bao gồm cả việc thay đổi các nhận thức sai lầm về thị trường chứng khoán, xóa bỏ tâm lý sợ sệt khi niêm yết chứng khoán của một số công ty cổ phần hiện nay, thay đổi tư duy quản lý theo hướng năng động, can đảm đối đầu với thách thức. Có như vậy các công ty cổ phần mới hy vọng giành lấy các cơ hội do hội nhập kinh tế quốc tế tạo ra và tận dụng chúng một cách có hiệu quả.

➤ **Thành lập các tập đoàn mang tính toàn cầu**

Việt Nam với phần lớn các công ty cổ phần có quy mô nhỏ, không có chiến lược kinh doanh dài hạn, việc đảm bảo tỷ suất sinh lợi là rất khó khăn trong cuộc cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn do hội nhập kinh tế quốc tế. Trong xu thế đó giải pháp hợp tác đoàn kết tạo nên các tập đoàn kinh tế, trở thành các doanh nghiệp toàn cầu là rất quan trọng vì đó là quy luật tất yếu để nâng cao khả năng cạnh tranh qua việc chia sẻ thị trường, nâng cao giá trị

thương hiệu, đặc biệt là khả năng tài chính. Tạo ra vị thế mới trong việc tiếp nhận các nguồn vốn mới.

➤ **Học cách làm ăn quốc tế**

Trong xu thế hội nhập kinh tế, các công ty cần phải thay đổi tư duy quản lý, thay đổi tập quán kinh doanh theo kiểu gia đình, học cách làm ăn quốc tế trong quá trình hội nhập qua việc tham gia các hội chợ thương mại, học cách tiếp thị, tiếp thu hệ thống kế toán, luật pháp, tài chính ngân hàng của quốc tế mới có thể hợp tác tốt trong kinh doanh. Trong tình hình mới, các công ty cổ phần đang chịu sức ép phải cấu trúc lại, phải thu hút thêm những nguồn lực mới, năng lực chuyên mới vào hệ thống mình. Quan hệ giữa Hội đồng quản trị với các cổ đông và các bên liên quan chỉ thành công khi hệ thống “ quản trị công ty” được lành mạnh và minh bạch. Việc áp dụng các quy tắc và thông lệ quốc tế về quản trị công ty là một yêu cầu cần phải tính đến.

➤ **Tập trung đầu tư vào các chiến lược kinh doanh dài hạn**

Nếu các công ty cổ phần có chiến lược kinh doanh dài hạn, có dự án hay, có kế hoạch tài trợ cho các chiến lược kinh doanh, các dự án đó một cách minh bạch, rõ ràng thì việc huy động vốn trở nên dễ dàng hơn rất nhiều. Do đó, trong thời gian tới các công ty cổ phần Việt Nam cần tập trung đầu tư vào các chiến lược kinh doanh dài hạn, trong đó chú trọng vào việc phát triển nguồn nhân lực, đổi mới công nghệ và tìm kiếm các dự án đầu tư mới.

Trên đây là các giải pháp để nâng cao hiệu quả huy động vốn của các công ty cổ phần Việt Nam, tiếp theo luận văn sẽ đề cập đến các giải pháp nhằm hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam trong thời gian tới.

## **3.2 GIẢI PHÁP HOÀN THIÊN CẤU TRÚC VỐN CHO CÔNG TY CỔ PHẦN VIỆT NAM.**

### **3.2.1 Đối với việc điều hành quản lý vĩ mô**

#### **➤ Ban hành luật thế chấp tài sản**

Trong thời gian tới Việt Nam cần ban hành luật thế chấp tài sản, nhằm đảm bảo việc thu hồi nợ của các chủ nợ, đảm bảo sự thu hồi tài sản thế chấp của những người đi vay một cách có hiệu quả. Qua đó, các công ty cổ phần có thể tận dụng lợi thế nhờ quy mô tài sản trong việc gia tăng khả năng vay nợ.

#### **➤ Thành lập tổ chức định giá tài sản thống nhất**

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

#### **➤ Hoàn thiện hệ thống luật bất động sản**

Hoàn thiện hệ thống luật liên quan đến bất động sản nhằm tạo điều kiện phát triển năng động thị trường bất động sản đặc biệt là thị trường máy móc thiết bị, nhà xưởng nhằm tạo tính thanh khoản cho bất động sản, qua đó tạo ra sự chắc chắn trong việc thu hồi các bất động sản theo giá thị trường. Có như vậy mới tạo nên tảng vững chắc cho các công ty gia tăng quy mô vốn từ bên ngoài.

#### **➤ Phát triển mô hình các công ty mua bán nợ, công ty bảo hiểm chứng khoán**

Tạo ra nhiều mức độ cho phép huy động vốn bằng trái phiếu công ty bằng các quy định cụ thể. Thiết lập hệ thống luật tạo điều kiện cho việc phát

triển các công ty mua bán nợ, các công ty bảo hiểm rủi ro chứng khoán, qua đó, mở ra viễn cảnh sáng lạng hơn cho các công ty cổ phần điều chỉnh tỷ số nợ sổ sách đến tỷ số nợ thị trường một cách dễ dàng.

➤ **Phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa**

Cần có những quy định phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa : Chủ thể phát hành không còn là nhân tố quyết định chất lượng chứng khoán, mà khả năng sinh lời của các tài sản dùng làm tài sản đảm bảo sẽ quyết định thu nhập và độ an toàn của chứng khoán phát hành. Kết quả của quá trình chứng khoán hóa là các tài sản có tính thanh khoản kém thành chứng khoán – một loại hàng hoá được giao dịch trên thị trường vốn. Tạo điều kiện cho các công ty huy động vốn tốt hơn.

➤ **Nâng cao vai trò của hội nghề nghiệp trong việc hỗ trợ vay vốn**

Nâng cao vai trò của hội nghề nghiệp mà cụ thể là hiệp hội doanh nghiệp nên thành lập hội đồng cùng với ngân hàng thẩm định dự án, hỗ trợ doanh nghiệp vay vốn. Các ngân hàng nên cho doanh nghiệp vay vốn nếu dự án khả thi với điều kiện doanh nghiệp phải có 50% tài sản thế chấp, 50% còn lại sẽ là vốn của ngân hàng. Trường hợp doanh nghiệp vừa và nhỏ chưa có đủ 50% vốn vay mà dự án có triển vọng thì hiệp hội doanh nghiệp sẽ “ rót “ vốn tham gia đầu tư cho đủ yêu cầu để hỗ trợ doanh nghiệp vay được vốn ngân hàng để thực hiện dự án.

➤ **Cho phép xây dựng hệ số tính đối giữa thị giá và mệnh giá trong báo cáo tài chính.**

Hệ thống kế toán cần cho phép xây dựng một hệ số tính đối trong báo cáo tài chính nhất là bảng cân đối kế toán. Hệ số tính đối giữa thị giá và mệnh giá cổ phiếu nhằm đánh giá đúng giá trị tài sản công ty qua đó có thể nâng cao khả năng duy trì một quy mô nợ cao hơn gấp nhiều lần như hiện nay.

Vì thực tế tỷ số nợ hiện nay trên thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ là Tổng nợ / Tổng giá trị sổ sách của tổng tài sản, thế nhưng Tổng giá trị sổ sách của tổng tài sản thì nhỏ hơn rất nhiều lần so với Tổng giá trị tài sản theo giá trị thị trường.

### **3.2.2 Đối với thị trường**

#### **➤ Thay đổi nhận thức của thị trường về tình hình tài chính của công ty**

Thời gian tới cần có các chương trình nhằm thay đổi nhận thức của thị trường về tình hình tài chính của các công ty. Đánh giá tình hình tài chính đúng không thể chỉ qua các tỷ số tài chính mà phải có cái nhìn toàn diện hơn về quá trình hoạt động, về thương hiệu, về khả năng và triển vọng kinh doanh trong tương lai, quy mô công ty và đặc biệt là định mức tín nhiệm, qua đó, gia tăng khả năng huy động vốn của các công ty trong thời gian tới.

#### **➤ Tạo môi trường tốt cho việc quản trị năng động cấu trúc vốn**

Đa dạng hóa các công cụ nợ, phát triển thị trường trái phiếu chuyên biệt trên thị trường tài chính, tạo thuận lợi hơn cho việc đa dạng hóa nguồn tài trợ của công ty. Tạo lập một thị trường tài chính năng động tiến tới việc sử dụng các quyền chọn chứng khoán, thực hiện các nghiệp vụ Arbitrage cấu trúc tài chính. Nâng cao tính năng động của cấu trúc tài chính công ty.

#### **➤ Phát triển thị trường bất động sản**

Phát triển thị trường bất động sản công ty tạo ra sự chắc chắn sự thu hồi giá trị thị trường. Thị trường bất động sản sôi động làm giá trị tài sản cố định có xu hướng gia tăng, nâng cao khả năng tiếp nhận được các khoản vay với giá trị tương ứng. Kinh nghiệm các nước cho thấy sự phát triển của thị trường chứng khoán có sự hỗ trợ của thị trường bất động sản.



➤ **Phát triển thị trường bảo hiểm**

Phát triển thị trường bảo hiểm, đặc biệt là bảo hiểm rủi ro chứng khoán nhằm gia tăng độ tin cậy cho các công ty cổ phần. Bên cạnh đó việc phát triển thị trường bảo hiểm sẽ tạo vốn cho thị trường chứng khoán do sự tái đầu tư của các tổ chức bảo hiểm vào thị trường vốn.

➤ **Mở rộng quy mô thị trường chứng khoán**

Tạo ra tính hiệu quả của thị trường chứng khoán bằng cách gia tăng quy mô thị trường, tự do hóa thị trường. Phát triển thị trường chứng khoán phải sinh nói chung và thị trường quyền chọn nói riêng, qua đó tạo ra tính linh hoạt trong việc duy trì một cấu trúc vốn năng động cho các công ty bằng cách thực hiện các nghiệp vụ mua bán quyền chọn chứng khoán, đa dạng hóa nguồn tài trợ, thực hiện Arbitrage chứng khoán một cách hiệu quả.

➤ **Phát triển các ngành nghề**

Gia tăng lợi thế vay nợ qua việc giảm thiểu chi phí phá sản bằng việc phát triển các ngành nghề, gia tăng tỷ suất lợi nhuận theo ngành. Tạo mọi điều kiện hợp tác cho các công ty trong ngành nghề, qua đó giảm thiểu chi phí phá sản của các công ty. Thực tế cho thấy nếu ngành nghề suy thoái thì các công ty trong ngành sẽ gặp rất nhiều khó khăn về đa dạng hóa nguồn tài trợ do tâm lý thị trường.

**3.2.3 Đối với các công ty cổ phần**

➤ **Nâng cao trình độ quản trị cấu trúc vốn**

Nâng cao trình độ quản trị cấu trúc vốn bằng cách xây dựng mô hình dự báo cấu trúc vốn gắn với triển vọng kinh tế trong mô hình đó cấu trúc vốn phải phản ánh được các đặc điểm của nền kinh tế, bao gồm mức độ hoạt động kinh doanh, triển vọng phát triển của thị trường vốn, thuế suất... Các đặc tính của ngành kinh doanh bao gồm các biến động thời vụ, các biến động theo chu

kỳ, tính chất cạnh tranh, giai đoạn chu kỳ tuổi thọ, điều tiết của chính phủ và các thông lệ... Các đặc tính của doanh nghiệp bao gồm quy mô, xếp hạng tín nhiệm, bảo đảm quyền kiểm soát... Các công ty cố gắng tạo ra những chứng khoán ngoại lai, gia tăng thừa thãi tài chính nhằm tạo áp lực làm việc tốt hơn đối với các giám đốc điều hành, đồng thời phải đa dạng hóa cơ cấu tài trợ, về thời gian đáo hạn, về chủng loại qua đó gia tăng tính linh hoạt của cấu trúc vốn và nâng cao vị thế đàm phán với các nhà tài trợ trong tương lai.

➤ **Quản trị vốn lưu động toàn diện**

Áp dụng mô hình quản trị vốn lưu động toàn diện (Total working capital management) vì việc quản trị vốn lưu động tốt có tác động tích cực đến cân bằng tài chính và gia tăng hiệu quả của việc mở rộng quy mô nợ vay. Cụ thể là các công ty tiếp tục gia tăng số vòng quay hàng tồn kho, áp dụng mô hình tồn kho đúng lúc (Just in time) ; tạo lập các chuỗi cung ứng khép kín nhằm duy trì được mức tồn kho tối thiểu qua đó giảm thiểu được khoản phải trả người bán. Nếu giảm thiểu được khoản này thì khả năng gia tăng quy mô nợ vay có lãi suất sẽ được nâng cao qua đó tối ưu hóa được cấu trúc vốn, nâng cao giá trị thị trường của công ty.

➤ **Tận dụng các lợi thế về quy mô, tài sản cố định, tỷ suất sinh lợi trong việc quản trị năng động cấu trúc vốn**

Cấu trúc vốn luôn luôn phải được điều chỉnh khi các tỷ số P/E, EPS thay đổi, nhằm duy trì và ổn định được mức hòa vốn mục tiêu. Mức độ điều chỉnh này phụ thuộc vào việc đa dạng hóa các nguồn tài trợ. Nghĩa là đa dạng hóa càng nhiều thì khả năng điều chỉnh càng lớn. Bên cạnh đó tài sản cố định, khấu hao, tỷ suất lợi nhuận, quy mô công ty cũng tác động đến mức độ điều chỉnh này. Mức độ điều chỉnh phản ánh tính năng động và trình độ quản trị cấu trúc vốn của công ty cổ phần. Trong thời gian tới, các công ty cổ phần

Việt Nam cần tận dụng các lợi thế về quy mô, tài sản cố định, tỷ suất sinh lợi để nâng động hóa cấu trúc vốn.

➤ **Chuyển đổi cơ cấu tài trợ**

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

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

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

➤ **Đa dạng hóa trong kinh doanh**

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

➤ **Tăng quy mô nợ vay**

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

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

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

Nâng cao hiệu quả huy động vốn cho các công ty không thể phủ nhận vai trò của các chính sách, luật pháp trong việc tạo môi trường thông thoáng, thuận lợi và tạo nhiều cơ hội trong việc huy động vốn. Từ khâu tự động hóa quy trình xét duyệt văn bản hành chính, cho đến tính khả thi của các văn bản, các chế độ ưu đãi và tạo lập ra các tiêu chuẩn và quy trình kiểm soát...tất cả

cần phải được hoàn thiện. Bên cạnh đó, một thị trường tài chính phát triển một cách đồng bộ sẽ tạo cơ hội huy động vốn tốt hơn, với mục tiêu đó, Việt Nam cần phát triển thị trường chứng khoán trong đó chú trọng đến việc minh bạch hóa thị trường, hiệu quả tác động giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán. Tạo tính thanh khoản cho thị trường, phát triển các tổ chức dịch vụ chứng khoán, phát triển thị trường vốn ASEAN...Để huy động vốn tốt đòi mỗi công ty phải phát huy nội lực nhằm nâng cao năng lực huy động vốn. Bên cạnh việc nâng cao trình độ quản trị theo chuẩn mực và thông lệ quốc tế cần phải tập trung nhiều vào các chiến lược kinh doanh dài hạn...

Để hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam trong thời gian tới cần tạo môi trường để việc quản trị cấu trúc vốn được hiệu quả hơn. Qua việc ban hành luật thế chấp tài sản, hoàn thiện luật bất động sản cho đến việc phát triển mô hình các công ty mua bán nợ, hay việc hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt, thị trường chứng khoán phái sinh, thanh khoản hóa thị trường bất động sản, phát triển thị trường bảo hiểm.....sẽ tạo điều kiện cho các công ty quản trị cấu trúc vốn một cách năng động và gia tăng quy mô tài trợ. Phát huy nội lực công ty thông qua việc nâng cao hiệu quả quản trị cấu trúc vốn; quản trị vốn lưu động toàn diện; tận dụng các lợi thế về quy mô, tài sản cố định và tỷ suất sinh lợi ; đa dạng hóa kinh doanh; đa dạng hóa nguồn và công cụ tài trợ; chuyển đổi cơ cấu tài trợ và cần tính đến gia tăng quy mô nợ vay để tối ưu hóa cấu trúc vốn.

## **KẾT LUẬN**

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

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

Qua phân tích thực trạng và những rào cản xuất phát từ việc điều hành quản lý vĩ mô, từ thị trường và chính các công ty, luận văn đã đề ra giải pháp, hy vọng sẽ đóng góp một phần công sức vào việc nâng cao hiệu quả huy động vốn và hoàn thiện cấu trúc vốn cho các công ty cổ phần Việt Nam trong thời gian tới.

# TÀI LIỆU THAM KHẢO

## Tiếng Việt

1. Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Phan Thị Bích Nguyệt, Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Thị Uyên Uyên, *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Đại Học Kinh Tế TP.HCM, Khoa Tài Chính Doanh Nghiệp, Nhà xuất bản thống kê(2005)
2. Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Ngọc Định, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Nguyễn Thị Liên Hoa, Nguyễn Khắc Quốc Bảo, *Tài chính quốc tế*, Đại Học Kinh Tế TP.HCM, Khoa Tài Chính Doanh Nghiệp, Nhà xuất bản thống kê (2005).
3. Nguyễn Thanh Tuyên, Nguyễn Đăng Dờn, Bùi Kim Yến, Trần Thị Thu Thủy, Vũ Thị Minh Hằng, *Thị trường chứng khoán*, Trường Đại Học Kinh Tế, Khoa Tài Chính Doanh Nghiệp và Kinh Doanh Tiền Tệ, Nhà xuất bản thống kê (2005).
4. Dương Hữu Hạnh, *Quản trị tài chính doanh nghiệp hiện đại*, Nhà xuất bản thống kê.
5. Cơ quan của Bộ kế hoạch và đầu tư, *Đầu tư chứng khoán số 1(369)* ngày 1/1/2007; số 2(370) ngày 4/1/2007.

## Tiếng Anh

1. Eugene Nivorozhkin, *The Dynamic of Capital Structure in Transition Economies*, Department of Economics, Gothenburg University.
2. Hans Loof, *Dynamic Optimal Capital Structure and Technological Change*, Institute for studier, Stockhom.
3. Tim Blackshall, *Capital structure Arbitrage – Aprimer*, Credit Derivatives Research LLC.
4. Malcolm Barker, Jeffrey Wurgler, *Maket timing and capital structure*, Harvard Business school, Yale school of Management.

# PHỤ LỤC 1

**Danh sách các công ty dùng trong phân tích tính năng động của cấu trúc vốn  
( Số liệu phân tích được lấy từ báo cáo tài chính các năm 2003, 2004, 2005)**

TÊN CÔNG TY	MÃ CK	2003	2004	2005
CTY CP XNK THỦY SẢN AN GIANG	AGF	x	x	x
CTY CP BÁNH KẸO BIÊN HÒA	BBC	x	x	
CTY CP ĐỒ HỘP HẠ LONG	CAN	x		x
CTY CP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN	GMD	x	x	x
CTY CP GIẤY HẢI PHÒNG	HAP	x		x
CTY CP XNK KHÁNH HỘI	KHA	x	x	x
CTY CP CHẾ BIẾN HÀNG XUẤT KHẨU LONG AN	LAF		x	
CTY CP CƠ ĐIỆN LẠNH	REE	x	x	x
CTY CP CÁP VÀ VẬT LIỆU VIỄN THÔNG	SAM	x	x	x
CTY CP HỢP TÁC KINH TẾ VÀ XNK SAVIMEX	SAV		x	x
CTY CP KHO VẬN VÀ GIAO NHẬN NGOẠI THƯƠNG SÀI GÒN	TMS	x	x	x
CTY CP NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN	TRI	x	x	x

*Ghi chú :*

1/ *x : Là có lấy số liệu*

2/ *Báo cáo tài chính bao gồm : Bảng cân đối kế toán;*

*Báo cáo kết quả kinh doanh*

3/ *Phần mềm phân tích : EVIEWS 4.1*



## PHỤ LỤC 2

Danh sách các công ty dùng trong phân tích tính tối ưu của cấu trúc vốn

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

STT	TÊN CÔNG TY
1	CTY CP BAO BÌ BÌM SƠN
2	CTY CP XNK THỦY SẢN AN GIANG
3	CTY CP BÔNG BẠCH TUYẾT
4	CTY CP NHỰA BÌNH MINH
5	CTY CP BÊ TÔNG CHÂU THỜI
6	CTY CP ĐỒ HỘP HẠ LONG
7	CTY CP VẬT TƯ XĂNG DẦU
8	CTY CP HÓA AN
9	CTY CP NHỰA ĐÀ NẴNG
10	CTY CP SXKD&XNK BÌNH THẠNH
11	CTY CP ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN
12	CTY CỔ PHẦN GIẤY HẢI PHÒNG
13	CTY CP XÂY LẬP BƯU ĐIỆN HÀ NỘI
14	CTY CP KINH ĐÔ
15	CTY CP XNK KHÁNH HỘI
16	CTY CP CHẾ BIẾN HÀNG XUẤT KHẨU LONG AN
17	CTY CP HÀNG HẢI HÀ NỘI
18	CTY CP GHẠCH NGÓI NHỊ HIỆP
19	CTY CP CHẾ BIẾN THỰC PHẨM KINH ĐÔ MIỀN BẮC
20	CTY CP CƠ KHÍ XĂNG DẦU
21	CTY CP VĂN HÓA PHƯƠNG NAM
22	CTY CP CƠ ĐIỆN LẠNH
23	CTY CP CÁP VÀ VẬT LIỆU VIỄN THÔNG
24	CTY CP HỢP TÁC KINH TẾ VÀ XNK SAVIMEX
25	CTY CP NHIÊN LIỆU SÀI GÒN
26	CTY CP XNK SA GIANG
27	CTY CP KHÁCH SẠN SÀI GÒN
28	CTY CP VẬT TƯ GIỐNG CÂY TRỒNG MIỀN NAM
29	CTY CỔ PHẦN KHO VẬN VÀ GIAO NHẬN NGOẠI THƯƠNG SÀI GÒN
30	CTY CP NƯỚC GIẢI KHÁT SÀI GÒN
31	CTY CP THỦY SẢN SỐ 4
32	CTY CP VIỄN LIÊN
33	CTY CP VINA FICO
34	CTY CP SỮA VIỆT NAM
35	CTY CP VIỄN THÔNG VTC
36	CTY CP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG KỸ THUẬT TP.HCM

*Ghi chú : 1/ Báo cáo tài chính bao gồm : Bảng cân đối kế toán;*

*Báo cáo kết quả kinh doanh*

*2/ Phần mềm phân tích : EVIEWS 4.1*

## PHỤ LỤC 3

**Bảng phân phối chuẩn**

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

*Ghi chú :* Z\* : Là giá trị tuyệt đối của Z