

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**



TRẦN THỊ THANH TÚ

**ĐỔI MỚI CƠ CẤU VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
NHÀ NƯỚC VIỆT NAM HIỆN NAY**

Chuyên ngành: Tài chính - Lưu thông Tiền tệ & Tín dụng
Mã số : 5.02.09

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội - 2006

**CÔNG TRÌNH ĐƯỢC HOÀN THÀNH TẠI
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN HÀ NỘI**

Người hướng dẫn khoa học:

1. PGS. TS. Vũ Duy Hào

Phản biện 1:

GS. TS. Cao Cự Bội

Phản biện 2:

GS. TS. Ngô Thế Chi

Phản biện 3:

PGS. TS. Đinh Thị Diên Hồng

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp Nhà nước

Họp tại Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Vào hồi ... giờ ... ngày ... tháng ... năm...

Có thể tìm luận án tại:

- Thư viện Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
- Thư viện Quốc gia

DANH MỤC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ

1. **Trần Thị Thanh Tú**, “*Sử dụng đòn bẩy tài chính trong kinh doanh*”, Tạp chí Tiền tệ-Ngân hàng và Thị trường Tài chính, số 6 năm 2002
2. **Trần Thị Thanh Tú**, TS Lưu Linh Hương, “*Bàn về phương pháp xác định chi phí vốn của doanh nghiệp*”, Tạp chí Tài chính doanh nghiệp, số 6 năm 2002
3. **Trần Thị Thanh Tú**, “*Bàn về thu sử dụng vốn ngân sách nhà nước*”, Tạp chí Ngân hàng, số 1+2, năm 2004
4. **Trần Thị Thanh Tú**, “*Vốn đầu cho doanh nghiệp: Rào cản từ phía ngân hàng và doanh nghiệp?*”, và các tác giả khác, Sách” Rào cản kinh tế Việt nam 2004”, Diễn đàn phát triển Việt nam, Nhà xuất bản khoa học xã hội, năm 2005
5. **Trần Thị Thanh Tú**, “*Bàn về cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay*”, Tạp chí Thanh tra Tài chính, tháng 2 năm 2006
6. **Trần Thị Thanh Tú**, “*Kế hoạch hóa tài chính và xây dựng cơ cấu vốn tối ưu*”, Tạp chí Ngân hàng, tháng 4 năm 2006.

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của luận án

Ở Việt nam hơn 20 năm qua, cùng với công cuộc đổi mới kinh tế là quá trình đổi mới các doanh nghiệp nhà nước. Hàng ngàn doanh nghiệp nhà nước đã được chuyển đổi hình thức sở hữu, được quản lý tài chính theo một cơ chế phù hợp hơn. Nhờ đó, các doanh nghiệp nhà nước đã phần nào khẳng định được vị trí quan trọng trong việc tạo thu nhập và điều tiết vĩ mô nền kinh tế.

Song, hiệu quả của các doanh nghiệp nhà nước còn thấp là một thực tế không thể phủ nhận. Một trong những nguyên nhân cơ bản dẫn đến tình trạng trên là sự bất hợp lý trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước. Bởi vậy, nếu không tiếp tục cải cách, nếu không chú trọng thiết lập một cơ cấu vốn hợp lý, thì các doanh nghiệp nhà nước Việt nam khó có thể phát triển ổn định, càng không thể đứng vững trong cạnh tranh khi tiến trình hội nhập quốc tế và khu vực đang diễn ra.

Chính vì vậy, đề tài nghiên cứu: **"Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay"** được lựa chọn để đáp ứng yêu cầu lý luận và thực tiễn đó.

2. Tình hình nghiên cứu

Trên thế giới, có khá nhiều công trình nghiên cứu về cơ cấu vốn của doanh nghiệp đã được thực hiện. Trong đó, một số mô hình kinh tế lượng đã được xây dựng để nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp. Hầu hết các nghiên cứu về cơ cấu vốn đều được tiến hành trên giác độ của nhà quản lý. Rajan và Zingales (1995) đã nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp ở các nước OECD và phát hiện ra mối quan hệ ngược chiều chặt chẽ giữa giá trị sổ sách của cổ phiếu với đòn bẩy tài chính.

Năm 1984, thông qua mô hình CAPM và kiểm nghiệm thực tiễn, Harris đã chứng minh rằng tỷ suất lợi nhuận trung bình tăng sẽ kéo theo rủi ro tăng, hệ quả là chi phí vốn tăng. Điều này có thể giải thích cho việc doanh nghiệp ưa thích tài trợ bằng nợ hơn là vốn chủ sở hữu. Để bổ sung cho nghiên cứu trật tự phân hạng trong lựa chọn nguồn vốn (pecking order) của M.Miller, một vài lý thuyết về cơ cấu vốn đã được xây dựng dựa trên chi phí giao dịch. Ví dụ, năm 1989, Fischer đã sử dụng mô hình quyền chọn giá và phát hiện ra chỉ một thay đổi nhỏ trong chi phí vốn cũng dẫn đến một thay đổi đáng kể trong cơ cấu vốn mục tiêu.

Gentry (1994) đã so sánh mức độ đòn bẩy và tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty liên danh Mỹ trong ngành công nghiệp khai thác dầu mỏ và khí đốt. Ông phát hiện ra rằng, các công ty liên danh không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp, có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn và sử dụng nợ ít hơn các loại hình doanh nghiệp khác. Điều này cũng phù hợp với các nghiên cứu tác động của thuế đến sự lựa chọn cơ cấu vốn của các công ty Mỹ.

Baker và Wurgler (2002) đã tiến hành điều tra ảnh hưởng của tỷ lệ thu nhập trên cổ phiếu trong quá khứ đến cơ cấu vốn. Họ đặc biệt quan tâm đến ảnh hưởng của tỷ lệ thu nhập trên cổ phiếu đến quyết định phát hành chứng khoán của doanh nghiệp. Graham năm 2003 đã tiến hành một điều tra về tác động của thuế đến cơ cấu vốn. Hovakimian và các đồng sự (2004) đã phát hiện ra xu hướng của các doanh nghiệp là phát hành chứng khoán để đảm bảo tỷ lệ nợ trên vốn chủ ở hữu về mặt kế toán.

Ở Việt nam, các công trình nghiên cứu về cơ cấu vốn không nhiều. Trong luận văn thạc sỹ của tác giả Bùi Văn Thi (1999) với đề tài: "Hoàn thiện cơ cấu vốn của Công ty Shell gas Hải phòng" và tác giả Lê Thu Thủy (2004) "Hoàn thiện cơ cấu vốn của Công ty xây dựng Lũng Lô", đều nghiên cứu về cơ cấu vốn, nhưng của một doanh nghiệp điển hình. Các tác giả mới dừng lại ở các phân tích thực trạng cơ cấu vốn của doanh nghiệp nghiên cứu và đề xuất giải pháp định tính để hoàn thiện cơ cấu vốn của doanh nghiệp đó. Bài viết của TS. Đàm Văn Huệ trên tạp chí Kinh tế phát triển số tháng 10 năm 2005, "Bàn về điều kiện thiết lập cơ cấu vốn mục tiêu của doanh nghiệp Việt nam hiện nay" đã phân tích một số nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp và các điều kiện xây dựng cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp Việt nam. Các điều kiện được phân tích chủ yếu dựa trên các vấn đề lý thuyết chứ không dựa trên bộ số liệu nào để minh chứng.

3. Mục đích nghiên cứu

- Nghiên cứu những vấn đề lý luận cơ bản về cơ cấu vốn của doanh nghiệp: những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, căn cứ và mô hình thiết lập cơ cấu vốn tối ưu.
- Đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam nói chung dựa trên bộ số liệu điều tra 375 doanh nghiệp của Cục Tài chính doanh nghiệp, Bộ Tài chính.
- Đề xuất giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay.

4. Phạm vi nghiên cứu

- Nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp.
- Đánh giá, phân tích thực trạng cơ cấu vốn của 375 doanh nghiệp nhà nước (Số liệu điều tra của Cục Tài chính doanh nghiệp – Bộ Tài chính).
- Thời gian nghiên cứu: từ năm 2000 đến năm 2005.

5. Phương pháp nghiên cứu

- Phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng và duy vật lịch sử, kết hợp với các phương pháp phỏng vấn, thu thập thông tin, tổng hợp, so sánh, phân tích tình huống được sử dụng để nghiên cứu.
- Phương pháp toán kinh tế sẽ được sử dụng với mô hình kinh tế lượng để xây dựng mô hình cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước.

6. Đóng góp mới của luận án

- Luận án đã lựa chọn một phương pháp tiếp cận mới trong việc phân tích cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước là sử dụng phương pháp phân tích kinh tế lượng.
- Dựa trên bộ số liệu khá đồ sộ về điều tra tình hình vốn và tài sản của 375 doanh nghiệp nhà nước, tác giả đã có một đánh giá toàn diện, khách quan, đầy đủ về cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước.
- Tác giả đã xây dựng được một mô hình kinh tế lượng sử dụng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước nói riêng và doanh nghiệp Việt nam nói chung.
- Tác giả đã đề xuất ba hệ thống giải pháp hoàn thiện cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước: (i) hệ thống giải pháp xây dựng và hoàn thiện điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng ứng dụng nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước; (ii) hệ thống giải pháp định tính và (iii) giải pháp ứng dụng xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho một doanh nghiệp nhà nước điển hình.

CHƯƠNG 1

NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN CƠ BẢN VỀ CƠ CẤU VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp

1.1.1. Khái niệm và phân loại doanh nghiệp

1.1.1.1. Khái niệm

Doanh nghiệp được hiểu là một tổ chức kinh tế, có tư cách pháp nhân hoặc không, thực hiện các hoạt động kinh doanh theo quy định của pháp luật, nhằm đạt được những mục tiêu đã định.

1.1.1.2. Phân loại doanh nghiệp

Có nhiều cách thức phân loại doanh nghiệp, tùy thuộc vào mục tiêu nghiên cứu. Tác giả tập trung phân tích sự khác biệt về tính chất sở hữu của các doanh nghiệp. Các cách thức phân loại khác sẽ góp phần bổ trợ cho những nghiên cứu ở phần sau về những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

* Doanh nghiệp nhà nước

Có rất nhiều cách định nghĩa khác nhau về doanh nghiệp nhà nước. Theo Luật doanh nghiệp nhà nước năm 2003, chỉ có công ty nhà nước mới thực hiện đầy đủ các quy định của Luật mới này, còn các loại hình doanh nghiệp khác thì vẫn hoạt động theo Luật Doanh nghiệp hay Luật Đầu tư nước ngoài, nhà nước chỉ tham gia với tư cách là một trong những chủ sở hữu của doanh nghiệp, cũng chịu trách nhiệm như các chủ sở hữu khác trong phạm vi vốn góp của nhà nước, cùng nhận lợi nhuận tương ứng với phần vốn góp của nhà nước.

Từ đó, có thể rút ra những đặc trưng cơ bản của doanh nghiệp nhà nước là:

- Doanh nghiệp nhà nước là một pháp nhân mà nhà nước nắm giữ từ 51% vốn chủ sở hữu trở lên.
- Doanh nghiệp nhà nước có thẩm quyền kinh tế bình đẳng với các doanh nghiệp khác và hạch toán kinh tế độc lập trong phạm vi vốn của doanh nghiệp.
- Doanh nghiệp nhà nước giữ vai trò quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, được giao chức năng kinh doanh hoặc hoạt động công ích.

* Doanh nghiệp tư nhân

Trong Luận án, doanh nghiệp tư nhân được hiểu theo nghĩa rộng nhất là khu vực kinh tế tư nhân bao gồm tất cả các loại hình doanh nghiệp tư nhân là: các công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty hợp doanh và doanh nghiệp tư nhân, gọi chung là doanh nghiệp tư nhân. Nói cách khác, những doanh nghiệp không thuộc sở hữu nhà nước được hiểu là doanh nghiệp tư nhân.

1.1.2. Huy động vốn của doanh nghiệp

1.1.2.1. Huy động vốn chủ sở hữu

Các doanh nghiệp có thể huy động vốn chủ sở hữu bằng nhiều cách: phát hành cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường hay giữ lại lợi nhuận.

1.1.2.2. Huy động Nợ

Phân loại theo tính chất kỳ hạn, nợ của doanh nghiệp được chia thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

a. Nợ ngắn hạn

Nợ ngắn hạn thường bao gồm các khoản vay ngắn hạn ngân hàng, các khoản phải trả nhà cung cấp, khoản phải nộp nhà nước hay cấp trên, phải trả cán bộ công nhân viên hay phát hành trái phiếu ngắn hạn. Thông thường vốn ngắn hạn này thường được huy động để bổ sung vốn lưu động của doanh nghiệp, đầu tư vào các tài sản ngắn hạn, có chu kỳ sản xuất kinh doanh ngắn, khả năng thu hồi vốn nhanh.

b. Nợ dài hạn:

- Vay dài hạn ngân hàng

Các khoản vay dài hạn ngân hàng thường được doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các dự án dài hạn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp sẽ tìm cách phân chia rủi ro từ việc đầu tư theo dự án với các chủ sở hữu. Khi ngân hàng cho doanh nghiệp vay vốn dài hạn có nghĩa là ngân hàng đã gánh bớt rủi ro cho doanh nghiệp, bù lại, ngân hàng sẽ được hưởng lãi và phí cho vay.

- Thuê tài sản

Đây là hình thức tài trợ cho các doanh nghiệp nhưng không phải bằng tiền mà bằng tài sản. Trên cơ sở nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh hay đầu tư mua sắm máy móc thiết bị của doanh nghiệp, bên cho thuê sẽ mua tài sản cố định về cho doanh nghiệp thuê lại, thay vì việc cho doanh nghiệp vay tiền để mua tài sản. Tài sản cho thuê thuộc sở hữu của bên cho thuê, còn doanh nghiệp đi thuê phải trả tiền thuê cho cho thuê.

- Phát hành trái phiếu dài hạn

Phát hành trái phiếu dài hạn là một phương thức huy động vốn dài hạn tương đối ưu việt, nhất là đối với các doanh nghiệp uy tín trên thị trường. Các loại trái phiếu trên thị trường cũng rất đa dạng, phong phú, hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, khiến các doanh nghiệp có thể dễ dàng huy động được vốn thông qua kênh tài trợ trực tiếp này.

Phân loại theo phương thức trả lãi, có trái phiếu trả lãi một lần và trái phiếu coupon. **Phân loại theo lãi suất**, có trái phiếu có lãi suất thả nổi và trái phiếu có lãi suất cố định. Ngoài ra, để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, doanh nghiệp còn có thể phát hành trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu. Đây là loại trái phiếu có thời hạn dài và sau một khoảng thời gian nhất định được chuyển thành cổ phiếu, các trái chủ trở thành các cổ đông.

1.1.3. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp

1.1.3.1. Khái niệm

Cơ cấu vốn của doanh nghiệp là một tỷ lệ nhất định giữa Nợ dài hạn và Vốn chủ sở hữu. Như vậy, cơ cấu vốn của doanh nghiệp chỉ xem xét đến vốn dài hạn, bao gồm hai bộ phận nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu.

Do vậy, cơ cấu vốn của doanh nghiệp mang những đặc trưng cơ bản sau:

- Là những nguồn vốn dài hạn, ổn định, thường xuyên trong doanh nghiệp
- Là nguồn tài trợ chủ yếu cho các quyết định đầu tư dài hạn của doanh nghiệp, do vậy việc lựa chọn một cơ cấu vốn hợp lý ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

- Có rất nhiều yếu tố tác động đến cơ cấu vốn, do vậy, không có một cơ cấu vốn tối ưu cho mọi doanh nghiệp, cho mọi chu kỳ sản xuất kinh doanh. Nói cách khác, nghiên cứu cơ cấu vốn luôn phải đặt trong trạng thái động, chứ không thể nghiên cứu trong trạng thái tĩnh.

1.1.3.2. Thiết lập cơ cấu vốn tối ưu

a. Khái niệm cơ cấu vốn tối ưu

Cơ cấu vốn của doanh nghiệp đạt được điểm tối ưu khi mà tại đó, chi phí vốn thấp nhất. Tuy nhiên, các doanh nghiệp không thể đạt được điểm cơ cấu vốn tối ưu mà chỉ có thể tiến gần tới điểm tối ưu đó. Vì thế các mô hình kinh tế lượng thường được sử dụng để dựa trên phân tích thống kê xem xét các nhân tố tác động đến sự thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Từ đó giúp doanh nghiệp xác định được mối quan hệ và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn. Chừng nào cơ cấu vốn của doanh nghiệp chưa đạt đến mức tối ưu thì còn có thể tiếp tục sử dụng thêm Nợ. Ngược lại, khi doanh nghiệp đã vượt quá điểm tối ưu, việc sử dụng thêm nợ sẽ trở nên bất lợi.

b. Căn cứ thiết lập cơ cấu vốn tối ưu

- Chi phí vốn

Nghiên cứu chi phí vốn có ý nghĩa rất quan trọng trong việc xác định cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp. Đây là nhân tố tác động đến cơ cấu vốn có thể định tính được, vì vậy xác định chính xác chi phí vốn sẽ giúp doanh nghiệp có được căn cứ chính xác để thiết lập một cơ cấu vốn tối ưu.

Tương ứng với hai bộ phận chính của cơ cấu vốn là Nợ và Vốn chủ sở hữu, có hai loại chi phí vốn.

+ Chi phí Nợ

Chi phí Nợ được hiểu là lãi suất mà các chủ nợ yêu cầu đối với khoản vay của doanh nghiệp. Chi phí Nợ có thể được xác định tương đối dễ dàng căn cứ vào các thông tin trên thị trường tài chính. Ví dụ, nếu một doanh nghiệp phát hành thêm trái phiếu, doanh nghiệp sẽ căn cứ vào lãi suất đáo hạn của trái phiếu sẵn có trên thị trường làm cơ sở để xác định tỷ lệ lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư.

Chi phí Nợ sau thuế hay chi phí Nợ đã được điều chỉnh bởi thuế thu nhập doanh nghiệp là chi phí nợ đã được khấu trừ phần tiết kiệm thuế, do chi phí nợ đã đưa vào chi phí trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Đây chính là một trong những yếu tố quan trọng để các nhà quản lý doanh nghiệp lựa chọn sử dụng Nợ trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

+ Chi phí vốn chủ sở hữu

Vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp gồm có ba bộ phận chính, đó là: cổ phiếu ưu tiên, cổ phiếu thường và lợi nhuận giữ lại. Do vậy, từng chi phí riêng lẻ của từng nguồn vốn trên sẽ tác động đến chi phí vốn chủ sở hữu, từ đó, tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

+ Chi phí vốn trung bình

Một doanh nghiệp sẽ sử dụng kết hợp nhiều nguồn vốn khác nhau chứ không sử dụng đơn lẻ một nguồn vốn nào. Do vậy, chi phí vốn của doanh nghiệp sẽ được tính toán dựa trên chi phí bình quân gia quyền của các nguồn vốn mà doanh nghiệp sử dụng.

$$WACC = D/V \times k_d(1-t) + E/V \times k_e \quad (1.12)$$

- Sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận

Một doanh nghiệp luôn phải lựa chọn giữa việc sử dụng nguồn vốn nào để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, giữa rất nhiều cơ hội khác nhau. Dùng nguồn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn, khả năng sinh lời của doanh nghiệp tăng vì sử dụng nguồn ngắn hạn có chi phí thấp hơn nguồn dài hạn, nhưng khả năng thanh toán sẽ giảm. Trong khi đó, dùng nguồn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn sẽ có chi phí cao, ảnh hưởng đến khả năng thanh toán, nhưng bù lại, khả năng sinh lời của doanh nghiệp sẽ tăng.

Nguyên tắc trên cũng được ứng dụng rất rộng rãi khi doanh nghiệp lựa chọn cơ

cầu vốn tài trợ cho một dự án cụ thể. Việc xác định tỷ lệ tài trợ cho dự án giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay ngân hàng hay phát hành trái phiếu cũng được xác định dựa trên sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Dùng vốn chủ sở hữu thì an toàn hơn, nhưng chi phí lại cao hơn, ngược lại dùng nợ sẽ ảnh hưởng đến khả năng thanh toán nhưng chi phí thấp hơn.

c. Mô hình cơ cấu vốn tối ưu

Phần này sẽ tập trung nghiên cứu mô hình được sử dụng rộng rãi nhất do hai nhà kinh tế học được giải Nobel đưa ra là Franco Modigliani và Merton Miller, nên còn gọi là mô hình M&M, phân tích tác động của thuế và chi phí vốn đến sự thay đổi cơ cấu vốn.

M&M nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp trong hai trường hợp.

*** Mô hình M&M, tình huống 1**

Mô hình M&M tình huống 1 cho rằng giá trị của doanh nghiệp hoàn toàn độc lập với cơ cấu vốn.

*** Mô hình M&M, tình huống 2**

Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định bởi công thức sau:

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) (D/E) \quad (1.15)$$

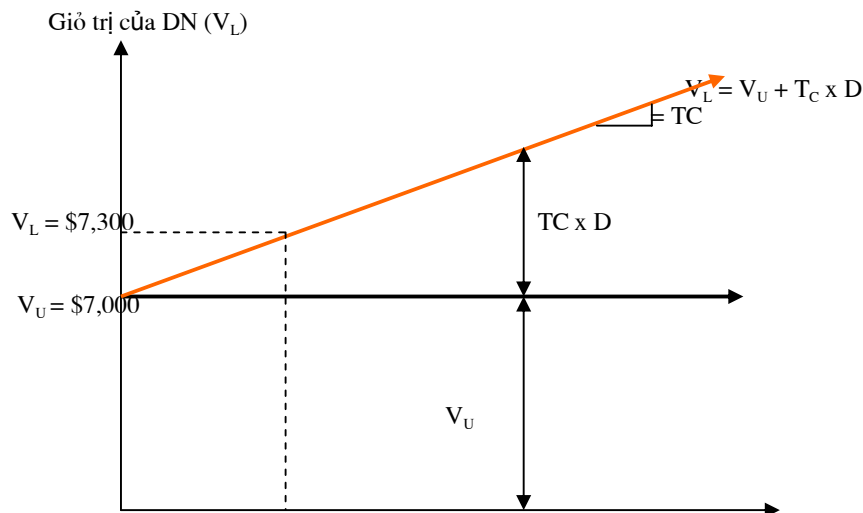
Đây chính là công thức của mô hình M&M tình huống 2. **Mô hình này cho biết, chi phí vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào ba nhân tố: tỷ lệ lãi suất yêu cầu đối với tổng tài sản của doanh nghiệp: R_A , chi phí Nợ của doanh nghiệp: R_D và tỷ lệ Nợ/ Vốn chủ sở hữu: D/E**

*** Mô hình M&M có tác động của thuế:**

a, Mô hình M&M 1 có tác động của thuế:

Việc sử dụng Nợ có cả tác động tích cực và tiêu cực. Chi phí Nợ là chi phí trước thuế, do vậy sẽ được điều chỉnh bởi thuế thu nhập doanh nghiệp, doanh nghiệp sẽ được hưởng phần tiết kiệm nhờ thuế. Tuy nhiên, nếu sử dụng nhiều Nợ sẽ có nguy cơ không thanh toán được và dẫn đến phá sản.

Giả sử có hai doanh nghiệp, U là Doanh nghiệp không sử dụng Nợ và L là doanh nghiệp có sử dụng Nợ. Để phân tích tác động của thuế đến chi phí vốn và giá trị của hai doanh nghiệp trong mô hình M&M, giả thiết rằng cả hai doanh nghiệp đều có giá trị tài sản và hoạt động sản xuất kinh doanh như nhau.



Đồ thị 1.2. Tác động của nợ đến giá trị doanh nghiệp

Giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng khi tổng Nợ tăng vì tác động của tiết kiệm nhờ thuế. Đây chính là ý tưởng cơ bản của mô hình M&M 1 dưới tác động của thuế.

b, Mô hình M&M 2 dưới tác động của thuế:

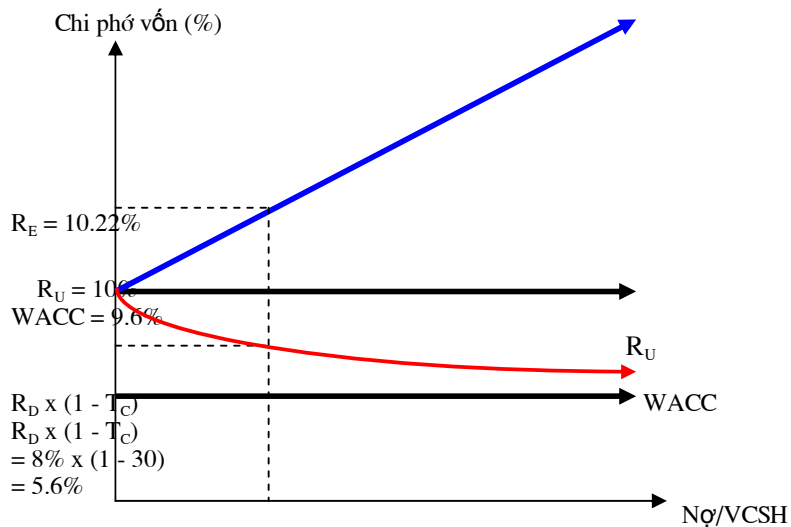
Dưới tác động của thuế, chi phí vốn trung bình của doanh nghiệp sẽ bằng:

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_C) \quad (1.16)$$

Để xác định được WACC, cần tính chi phí vốn chủ sở hữu, Mô hình M&M 2 đưa ra cách xác định chi phí vốn chủ sở hữu như sau:

$$R_E = R_U + (R_U - R_D) \times (D/E) \times (1 - T_C) \quad (1.17)$$

Như vậy, khi không sử dụng Nợ, chi phí vốn của doanh nghiệp là hơn 10%, khi sử dụng nợ giảm xuống còn 9,6%. Do vậy doanh nghiệp sẽ có lợi hơn khi sử dụng Nợ. Có thể minh họa tác động của việc sử dụng nợ đến chi phí vốn qua đồ thị sau:

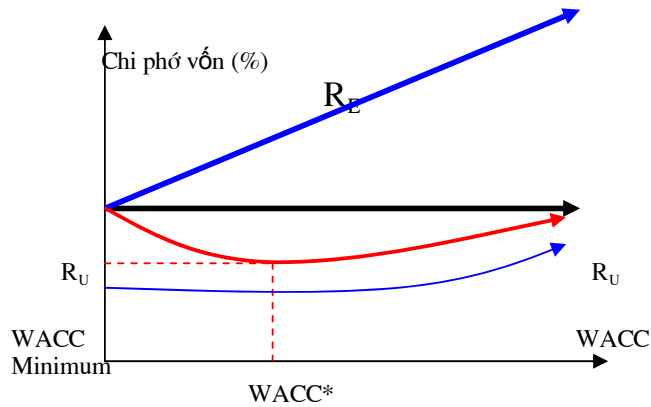


Đồ thị 1.3. Tác động của Nợ đến chi phí vốn

Qua đồ thị 1.3, có thể thấy được mối liên hệ giữa chi phí vốn chủ sở hữu, chi phí nợ sau thuế và chi phí vốn trung bình. R_U là chi phí vốn của doanh nghiệp không sử dụng nợ. WACC có xu hướng giảm khi tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu tăng.

- ***Lí thuyết tĩnh về cơ cấu vốn tối ưu:***

Lí thuyết tĩnh về cơ cấu vốn tối ưu cho rằng doanh nghiệp có thể sử dụng nợ cho đến khi phần tiết kiệm thuế từ một đồng nợ tăng thêm đúng bằng chi phí tăng lên do việc sử dụng nợ. Lí thuyết tĩnh được đưa ra với giả định doanh nghiệp giữ nguyên cơ cấu tài sản và hoạt động kinh doanh không có thay đổi, chỉ thay đổi tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu. Đồ thị 1.5 chỉ ra rằng thu nhập từ phần tiết kiệm thuế sẽ bị triệt tiêu bởi chi phí khủng hoảng tài chính tăng lên do sử dụng thêm Nợ. **Cơ cấu vốn tối ưu sẽ tồn tại khi cân bằng được thu nhập tăng thêm và chi phí khủng hoảng tài chính tăng thêm.**



Đồ thị 1.5. Lí thuyết tĩnh về cơ cấu vốn: Cơ cấu vốn tối ưu và Chi phí vốn

Lí thuyết tĩnh về cơ cấu vốn cũng chỉ ra rằng khi cơ cấu vốn của doanh nghiệp tối đa hoá giá trị của doanh nghiệp thì cũng tối thiểu hoá chi phí vốn. Trên đồ thị 1.5 có thể thấy, tại một điểm nào đó, khi chi phí nợ bắt đầu tăng, và chừng nào chi phí nợ vẫn còn thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu thì phần tăng này sẽ được triệt tiêu bởi chi phí khủng hoảng tài chính. Từ điểm này, việc sử dụng thêm nợ sẽ làm tăng WACC, chi phí vốn trung bình nhỏ nhất sẽ đạt được tại điểm D^*/E^* .

1.2. Nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn

1.2.1. Rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính

Tổng rủi ro có hệ thống của doanh nghiệp bao gồm hai bộ phận: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Rủi ro kinh doanh sẽ phụ thuộc vào việc đa dạng hoá tài sản và hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, không phụ thuộc vào cơ cấu vốn. Với mức rủi ro kinh doanh cho trước (chi phí nợ đã biết), bộ phận thứ hai là rủi ro tài chính sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào chính sách tài chính của doanh nghiệp. Chi phí vốn chủ sở hữu sẽ tăng khi doanh nghiệp sử dụng thêm nợ vì rủi ro tài chính đối với vốn chủ sở hữu sẽ tăng trong khi rủi ro kinh doanh không đổi.

1.2.2. Chi phí phá sản của doanh nghiệp

Một trong những nhân tố ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ của các doanh nghiệp là chi phí phá sản. Khi hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu tăng, và cũng có nghĩa là khả năng doanh nghiệp không thanh toán cho các trái chủ sẽ tăng. Khi điều này xảy ra thì quyền sở hữu doanh nghiệp sẽ bị chuyển từ các cổ đông sang các trái chủ.

Có hai loại chi phí phá sản: chi phí phá sản trực tiếp và chi phí phá sản gián tiếp.

Các doanh nghiệp có nguy cơ phá sản lớn hơn sẽ sử dụng ít nợ hơn.

1.2.3. Cơ cấu tài sản của doanh nghiệp và đòn bẩy hoạt động

Ảnh hưởng của cơ cấu tài sản đến cơ cấu vốn được thể hiện thông qua cơ chế đòn bẩy hoạt động. Nếu như đòn bẩy tài chính là tận dụng nợ để tạo ra sự gia tăng của thu nhập trên cổ phiếu (EPS) thì đòn bẩy hoạt động chính là tận dụng chi phí cố định để gia tăng thu nhập trước thuế và lãi cho doanh nghiệp (EBIT).

Do vậy, nếu cơ cấu đầu tư tài sản của doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định lớn

thì chắc chắn chi phí cố định sẽ tăng vì tỷ trọng chi phí khấu hao trong tổng chi phí cố định là lớn nhất. Khi đó, bằng việc gia tăng chi phí cố định, doanh nghiệp sẽ có khả năng tạo ra một tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của EBIT so với Doanh thu.

1.2.4. Yếu tố quản lý: nhận thức, năng lực, sự mạo hiểm của nhà quản lý doanh nghiệp

Năng lực quản lý của bộ phận quản lý doanh nghiệp có tác động rất lớn đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Để có thể nghiên cứu, xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu, đòi hỏi giám đốc doanh nghiệp phải am hiểu rất sâu sắc về các nhân tố sẽ tác động đến chi phí vốn của doanh nghiệp: như lãi suất thị trường, chi phí phát hành, mức độ rủi ro của ngành, sự thay đổi các chính sách kinh tế... Hơn thế, nhà quản lý doanh nghiệp phải có khả năng dự báo được sự thay đổi của các yếu tố này để lường trước được sự tác động đến chi phí vốn của doanh nghiệp, từ đó, tác động đến cơ cấu vốn.

Sự bảo thủ hay phóng khoáng của lãnh đạo doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến tính chủ quan của lãnh đạo doanh nghiệp khi cân nhắc sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu.

1.2.5. Chính sách thuế

Thuế là một công cụ điều tiết nền kinh tế rất quan trọng của nhà nước. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp hiểu và biết cách vận dụng linh hoạt thì sẽ tận dụng tác động của đòn bẩy thuế trong việc xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Do vậy, nếu thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cao, doanh nghiệp sẽ tạo ra được đòn bẩy tài chính dương, có tác động tích cực. Khi đó, sử dụng thêm nợ sẽ làm cho tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu tăng.

1.2.6. Mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường tài chính

Thị trường tài chính phát triển sẽ tạo nền tảng thuận lợi cho các doanh nghiệp trong hoạt động huy động vốn. Mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường tài chính được đo lường bởi lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH). Lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng tất cả các thông tin tác động đến giá thị trường của các trái phiếu, cổ phiếu đều được sử dụng để định giá các chứng khoán này. Như vậy, sự phát triển của thị trường tài chính sẽ giúp cho các doanh nghiệp xác định chính xác các nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp tác động đến việc lựa chọn cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

1.3. Mô hình kinh tế lượng ứng dụng trong xây dựng cơ cấu vốn trên thế giới

1.3.1. Phương pháp luận của kinh tế lượng

Nội dung chính của kinh tế toán là trình bày các lý thuyết kinh tế dưới dạng toán học, nếu thiếu các mô hình toán thì không thể đo hay kiểm tra bằng thực nghiệm lý thuyết kinh tế. Kinh tế lượng chủ yếu quan tâm đến kiểm định về mặt thực nghiệm các lý thuyết kinh tế.

1.3.1.1. Quy trình phân tích kinh tế lượng

1.3.1.2. Phân tích tương quan và thống kê mô tả của các biến số

1.3.2. Phương pháp ước lượng sử dụng trong xây dựng mô hình kinh tế lượng

Phương pháp được sử dụng để ước lượng các tham số của mô hình là phương pháp rất phổ biến OLS (Ordinary Least Square), phương pháp bình phương nhỏ nhất thông thường. Đây là phương pháp ước lượng do 2 nhà toán học Carl Federic Guass (người Đức) và Laplace (người Pháp) độc lập đưa ra[35].

1.3.2.1. Nội dung của phương pháp OLS

Khi sử dụng số liệu của mẫu để ước lượng các tham số của mô hình kinh tế lượng thì sai số ngẫu nhiên được đại diện bằng các giá trị của phần dư trong hàm hồi quy mẫu. Các phần dư có giá trị tuyệt đối càng nhỏ thì các ước lượng càng chính xác. Vì vậy, tiêu chuẩn ước lượng của phương pháp OLS là dựa trên tổng bình phương các phần dư đạt giá trị cực tiểu.

1.3.2.2. Các giả thiết của phương pháp OLS

Phương pháp OLS đưa ra một số giả thiết để đảm bảo tính chính xác của các ước lượng.

1.3.3. Một số mô hình kinh tế lượng ứng dụng trong xây dựng cơ cấu vốn trên thế giới

1.3.2.1. Mô hình nghiên cứu mối liên hệ giữa cấu trúc tài sản và cơ cấu vốn

1.3.2.2. Mô hình nghiên cứu tác động của thuế đến cơ cấu vốn

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG CƠ CẤU VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VIỆT NAM HIỆN NAY

Cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước sẽ được phân tích biến động theo thời gian, đồng thời phân tích yếu tố ảnh hưởng của ngành theo các lĩnh vực: công nghiệp, nông nghiệp thủy sản, giao thông vận tải, thương mại dịch vụ, xây dựng. Các yếu tố khác như: chi phí vốn vay, chi phí vốn chủ sở hữu, chi phí vốn trung bình, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cũng sẽ được phân tích, đánh giá để xem xét tác động của những nhân tố này đến sự thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước. Đây sẽ là tiền đề cho việc xây dựng mô hình cơ cấu vốn cho các doanh nghiệp nhà nước sau này.

2.1. Tổng quan về doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam

2.1.1. Quá trình hoạt động và phát triển của DNNN Việt Nam

2.1.1.1. Giai đoạn từ năm 1980 đến năm 1986

2.1.1.2. Giai đoạn từ năm 1986 đến 2001

2.1.1.3. Giai đoạn từ năm 2001 – nay (đẩy mạnh cổ phần hoá)

2.1.2. Đặc trưng của doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam

2.1.2.1. Hiệu quả hoạt động và tốc độ tăng trưởng chưa tương xứng với những ưu đãi và vai trò của doanh nghiệp nhà nước

2.1.2.2. Cơ cấu doanh nghiệp nhà nước chưa hợp lý

2.1.2.3. Trình độ kỹ thuật, công nghệ lạc hậu

2.1.2.4. Tình trạng thiếu vốn mang tính phổ biến

2.2. Thực trạng cơ cấu vốn doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay

Tổng thể nghiên cứu trong luận án là hệ thống các doanh nghiệp nhà nước, mẫu nghiên cứu được chọn là 375 doanh nghiệp nhà nước, đảm bảo tính chất đại diện cho tổng thể nghiên cứu.

Bảng 2.2. Cơ cấu các doanh nghiệp chọn mẫu nghiên cứu theo quy mô vốn

Qui mô DN	Vốn <1 tỷ	Vốn 1-5 tỷ	Vốn 5->10 tỷ	Vốn 10-20 tỷ	Vốn >20 tỷ
Số lượng DN	35	92	81	49	118
Tỷ trọng/375DN	0,93%	24,53%	21,6%	13,06%	31,46%

Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp, Bộ Tài chính-2003

Bảng 2.3. Cơ cấu các doanh nghiệp chọn mẫu nghiên cứu theo ngành

Qui mô DN	CN	GTVT	XD	TM- DV	NN-TS	Khác
Số lượng DN	76	26	79	81	69	44
Tỷ trọng/375DN	20,6%	6,9%	21,1%	21,6%	18,4%	11,7%

Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp, Bộ Tài chính-năm 2003

2.2.1. Hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng vốn

Chỉ tiêu này phản ánh mức độ tự chủ về tài chính của doanh nghiệp, trong 100 đồng vốn thì có bao nhiêu đồng là vốn của chủ sở hữu. Trong công thức tính ở bảng 2.4, vốn chủ sở hữu là vốn nhà nước có tại doanh nghiệp, như vậy, chỉ tiêu này càng cao chứng tỏ tỷ trọng vốn nhà nước đầu tư cho doanh nghiệp càng lớn.

Có thể thấy, từ năm 2000 đến 2005, tỷ trọng vốn nhà nước trong các doanh nghiệp có xu hướng giảm dần, chiếm từ khoảng 39% xuống còn 30%. Điều này có thể giải thích do tổng vốn của doanh nghiệp có tốc độ tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng của vốn nhà nước giao. Vốn nhà nước giao tại doanh nghiệp có ba nguồn cơ bản: (i) vốn giao ban đầu khi mới thành lập doanh nghiệp hoặc do nhà nước cấp bổ sung vốn, (ii) vốn do doanh nghiệp tự bổ sung và (iii) một bộ phận nhỏ bao gồm các khoản phải nộp ngân sách được giữ lại doanh nghiệp để bổ sung vốn.

Bảng 2.4. Cơ cấu vốn tổng hợp các ngành

Chỉ tiêu	Tổng cộng	Vốn < 1 tỷ VNĐ	Vốn 1 - 5 tỷ VNĐ	Vốn 5-10 tỷ VNĐ	Vốn 10-20 tỷ VNĐ	Vốn > 20 tỷ VNĐ
Năm 2000						
Vốn NN/Tổng NV	38,93	2,34	5,72	17,47	16,62	41,87
Năm 2001						
Vốn NN/Tổng NV	32,16	2,11	10,43	17,24	15,60	33,56
Năm 2002						
Vốn NN/Tổng NV	35,56	1,53	11,05	11,57	14,53	37,65
Năm 2003						
Vốn NN/Tổng NV	33,80	-0,53	9,59	10,69	15,60	35,51
Năm 2004*						

Vốn NN/Tổng NV	30,85	-3,81	7,89	10,20	15,09	32,35
Năm 2005*						
Vốn NN/Tổng NV	29,56	-4,70	7,38	9,85	14,81	30,90

Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp- Bộ Tài chính- năm 2003 và dự báo năm 2004 và 2005

Hệ số tự chủ về tài chính cũng rất khác biệt giữa các doanh nghiệp có quy mô vốn khác nhau. Có thể thấy, ở các doanh nghiệp nhà nước có qui mô vốn chủ sở hữu nhỏ (dưới 5 tỷ đồng) vốn nhà nước chỉ chiếm dưới 10% tổng nguồn vốn, thậm chí có những năm còn mang dấu âm. Điều này là do các doanh nghiệp nhà nước này làm ăn thua lỗ kéo dài, làm giảm dần vốn chủ sở hữu, đến mức dưới không.

Còn ở các doanh nghiệp quy mô vốn chủ sở hữu lớn, từ 10 tỷ VNĐ trở lên, đặc biệt là các Tổng công ty thì nhà nước nắm giữ từ 30-40% tổng vốn. Đây chính là chủ trương của Đảng, Nhà nước khi nắm giữ các Tổng công ty, doanh nghiệp nhà nước lớn để giữ vững vai trò chủ đạo của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hệ số này cũng có xu hướng giảm dần qua các năm từ 41% năm 2000 xuống còn 30% năm 2005.

Phân tích tác động của ngành kinh doanh, có sự khác biệt rõ rệt về vốn nhà nước tại các doanh nghiệp ở các ngành nghề kinh doanh khác nhau. Có thể thấy, trong lĩnh vực giao thông vận tải, tỷ trọng vốn nhà nước là lớn nhất, từ hơn 30% đến khoảng 75% trong tổng nguồn vốn. Điều đáng chú ý là ngành nông nghiệp có hệ số tự chủ về tài chính hầu như không tăng trong 6 năm nghiên cứu, khoảng 27%. Bên cạnh đó, lĩnh vực xây dựng, mặc dù trong những năm gần đây, tốc độ và nhu cầu xây dựng của nền kinh tế đạt mức tăng trưởng tương đối cao (gần đạt 20%) nhưng vốn nhà nước tại các doanh nghiệp này lại khá thấp, chỉ khoảng 10% trong tổng nguồn. Ngành thương mại dịch vụ lại có hệ số này khá cao, cả về qui mô vốn nhà nước tại doanh nghiệp và tỷ trọng của vốn nhà nước trong tổng nguồn.

2.2.2. Hệ số Nợ dài hạn trên Tổng vốn

Hệ số nợ dài hạn cũng có xu hướng thay đổi theo qui mô vốn chủ sở hữu, với các doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ, dưới 5 tỷ thì hệ số nợ dài hạn khá thấp, dưới 20%. Điều đáng chú ý là năm 2004 và 2005, hệ số nợ dài hạn của các doanh nghiệp này tăng rất cao, lên đến 30-40%.

Nếu phân tích ảnh hưởng của ngành đến hệ số nợ dài hạn, cũng có thể thấy rất khác nhau giữa các ngành. **Ngành công nghiệp có hệ số nợ hầu như không đổi** trong 6 năm, khoảng 30% đến 39%. Hệ số này cũng tương tự hệ số tự chủ về tài chính. Như vậy, có thể thấy các doanh nghiệp công nghiệp có chính sách huy động vốn khá thận trọng và cân bằng. Mức độ sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu là tương đối đồng đều, hàm chứa rủi ro thấp.

Các doanh nghiệp giao thông vận tải có hệ số nợ dài hạn giảm dần, từ 60% đến 15% từ năm 2000 đến năm 2005. Trong khi đó hệ số tự chủ về tài chính lại gia tăng. **Các doanh nghiệp thương mại vì có hệ số tự chủ tài chính rất cao nên hệ số nợ dài hạn thấp** là điều dễ hiểu. Do đặc điểm kinh doanh, các doanh nghiệp thương mại rất ít sử dụng nợ dài hạn để kinh doanh vì chi phí nợ dài hạn cao, trong khi doanh nghiệp có thể được hưởng vốn ngân sách nhà nước một cách "rẻ" hơn.

2.2.3. Hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn:

Hệ số này cho thấy mối tương quan giữa vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn. Ta thấy các

doanh nghiệp nghiên cứu có tỷ lệ vốn chủ sở hữu khá cao so với nợ dài hạn, qua bảng 2.8.

Nếu phân tích theo ngành, ta thấy, ngành công nghiệp, và nông nghiệp-thủy sản có hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ sắp xỉ bằng 1, nghĩa là các doanh nghiệp trong hai ngành này huy động nợ dài hạn gần tương đương với vốn chủ sở hữu để đầu tư dài hạn. Trong khi đó, tổng nguồn dài hạn sắp xỉ khoảng 30-40% trong tổng nguồn, còn lại đến 60-70% là nguồn ngắn hạn. Tỷ lệ này là tương đối phù hợp vì hệ số tài sản cố định trong tổng tài sản của các doanh nghiệp trong lĩnh vực này cũng khoảng 30-40%. Tuy nhiên, xét theo cơ cấu đầu tư thì có thể thấy hầu hết các doanh nghiệp nhà nước đều đầu tư ngắn hạn.

Bảng 2.8. Hệ số Vốn chủ sở hữu/ Nợ dài hạn theo ngành

Năm \ Ngành	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Công nghiệp	1,22	1,19	1,06	0,94	0,86	0,80
Giao thông vận tải	2,37	2,39	2,53	1,80	3,78	3,90
Nông nghiệp - Thủy sản	1,09	0,96	0,90	0,91	0,95	1,02
Thương mại dịch vụ	5,73	5,07	8,82	7,61	5,77	4,23
Xây dựng	1,02	1,54	0,74	0,62	0,53	0,55
Khác	73,98	122,23	162,48	202,56	47,93	52,79

Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp- Bộ Tài chính- năm 2003 và dự báo năm 2004 và 2005

Ngành xây dựng cũng có hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn sắp xỉ 1, và có xu hướng giảm dần trong các năm. Điều này cũng có thể do các doanh nghiệp xây dựng đang có xu hướng tận dụng các nguồn vốn ứng trước của khách hàng, trả chậm của nhà cung cấp để giảm nguồn vay nợ có lãi suất cao. Đặc biệt với nhu cầu mua nhà chung cư của đại đa số dân cư thành thị thì nguồn vốn ứng trước của người mua là nguồn vốn rẻ, linh hoạt, mang tính chất dài hạn, các doanh nghiệp nên tận dụng triệt để.

Điểm bất hợp lý trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp thương mại nằm ở chỗ, mặc dù hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn rất cao, vốn chủ sở hữu gấp từ 4 đến 5 lần nợ dài hạn, nhưng tỷ trọng tài sản dài hạn của các doanh nghiệp này rất thấp. Như vậy, có thể thấy các doanh nghiệp thương mại đang chủ yếu sử dụng vốn dài hạn để đầu tư ngắn hạn, trong khi có thể tận dụng nguồn ngắn hạn để đầu tư dài hạn, đây là sự bất hợp lý trong việc xây dựng cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

2.2.4. Chi phí vốn

Việc xác định chi phí vốn của các doanh nghiệp nhà nước rất quan trọng, vì đây là nền tảng để xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp nhà nước. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp nhà nước chưa nhận thức đúng về chi phí vốn.

a. Chi phí nợ

Có thể thấy, chi phí lãi vay của các doanh nghiệp nhà nước tương đối thấp, chỉ khoảng 3% đến 4%, chưa tính đến phần tiết kiệm thuế. Vì lãi vay được đưa vào chi phí hợp lý trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp nên các doanh nghiệp nhà nước chỉ phải trả khoảng 2.7% đến 3.2%. Tuy nhiên, số liệu trên cũng chưa tính đến các chi phí khác ngoài lãi vay nhưng nằm trong chi phí sử dụng nợ của doanh nghiệp, ví dụ: chi phí

giao dịch, chi phí thông tin liên lạc, chi phí kiểm toán, chi phí lập dự án khả thi v.v... là các chi phí mà doanh nghiệp phải bỏ ra để có thể tiếp cận được với vốn vay ngân hàng.

Bảng 2.12. Chi phí vốn vay từng ngành

Năm	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Tổng các DN điều tra	3,9%	3,9%	3,3%	3,2%	3,6%	4,0%
Công nghiệp	3,30%	3,20%	2,80%	0,99%	3,10%	3,50%
Giao thông vận tải	5,00%	4,70%	3,80%	3,20%	0,20%	0,20%
NN-Thủy sản	6,50%	4,20%	5,60%	4,20%	4,90%	5,00%
Thương mại-dịch vụ	3,00%	3,10%	4,30%	4,80%	4,70%	5,00%
Xây dựng	5,20%	4,50%	5,00%	5,30%	6,30%	6,80%
Khác	9,00%	6,20%	6,30%	4,70%	3,80%	4,80%

Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp- Bộ Tài chính- năm 2003 và dự báo năm 2004 và 2005

Qua Bảng 2.12, ta thấy, **giữa các ngành cũng có sự khác biệt về chi phí lãi vay**. Cao nhất là các ngành khác: bảo hiểm, xổ số v.v... có chi phí lãi vay đến hơn 5% đến 9%. Tuy nhiên vì các ngành này vay rất ít nên chi phí vốn trung bình không cao. Các ngành như thương mại dịch vụ, công nghiệp và nông nghiệp thủy sản có chi phí lãi vay khá ổn định, từ 4% đến 5% qua các năm từ 2000 đến 2005. Riêng ngành giao thông vận tải có chi phí lãi vay trong 3 năm đầu khá cao nhưng giảm dần trong 3 năm sau, đặc biệt là năm 2004 và 2005 chỉ còn 0,2%. Có thể do chính sách phát triển cơ sở hạ tầng, đặc biệt là giao thông vận tải đô thị của nhà nước nên các doanh nghiệp giao thông vận tải được tiếp cận với những nguồn vốn vay ưu đãi với lãi suất thấp như vốn hỗ trợ phát triển chính thức ODA hay các khoản vay ưu đãi khác.

b. Chi phí vốn chủ sở hữu

Theo cơ chế quản lý tài chính các doanh nghiệp nhà nước, chi phí vốn chủ sở hữu chính là “ thu sử dụng vốn ngân sách nhà nước”.

Theo số liệu điều tra, tác giả lấy số liệu **thu sử dụng vốn ngân sách nhà nước** trên cơ sở số liệu về **khoản nộp ngân sách nhà nước doanh nghiệp được giữ lại bổ sung vốn**. Tỷ lệ này được tính trên cơ sở tổng nộp ngân sách nhà nước chia cho tổng vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Có thể thấy, tỷ lệ này rất thấp, chỉ khoảng 1% đến 3%, thậm chí các doanh nghiệp trong ngành giao thông vận tải chỉ có khoảng 0,1% đến 0,3%. Các doanh nghiệp xây dựng có tỷ lệ cao nhất cũng chỉ khoảng hơn 3%.

c. Chi phí vốn trung bình (WACC): Chi phí vốn trung bình được tính bằng công thức sau:

$$\text{WACC} = \text{Tỷ trọng Nợ} * \text{Chi phí Nợ sau thuế} \quad (7) \\ + \text{Tỷ trọng Vốn chủ sở hữu} * \text{Chi phí vốn chủ sở hữu}$$

Phân tích theo ngành, có thể thấy, **hầu như các doanh nghiệp có chi phí vốn trung bình rất thấp**. Điều này chủ yếu do các doanh nghiệp có hệ số Nợ khá cao, chiếm từ 60% đến 70% trong tổng nguồn. Mà chi phí Nợ được điều chỉnh bởi thuế TNDN, nên chi phí thực các doanh nghiệp phải trả chỉ là chi phí Nợ vay sau thuế. Thêm vào đó, chi phí vốn chưa được tính theo chi phí thị trường nên rất thấp, hầu hết các doanh nghiệp

đều có chi phí vốn trung bình dưới 5%. Cao nhất là các doanh nghiệp trong lĩnh vực nông nghiệp-thủy sản có chi phí trung bình khoảng 6% đến 7%, còn hầu hết các doanh nghiệp đều có chi phí vốn trung bình từ 2% đến 3%. Thấp nhất là các doanh nghiệp công nghiệp, chi phí vốn trung bình chỉ từ 1% đến 2%, và có xu hướng tăng dần. Các doanh nghiệp giao thông vận tải lại có xu hướng giảm dần chi phí vốn, do các doanh nghiệp tăng hệ số nợ lên.

Bảng 2.14. Chi phí vốn trung bình tổng hợp các ngành

Năm	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
CPVCSH	1,8%	6,0%	1,8%	1,6%	1,8%	2,0%
CP lãi vay	3,9%	3,9%	3,3%	3,2%	3,6%	4,0%
Tỷ trọng vốn CSH (%)	38,93	32,16	35,56	33,80	30,85	29,56
Tỷ trọng Nợ(%)	61,07	67,84	64,44	66,20	69,15	70,44
WACC	2,4%	3,8%	2,2%	2,1%	2,3%	2,6%
ROA	2,41%	2,0%	3,1%	2,5%	2,5%	2,6%

Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp- Bộ Tài chính- năm 2003 và dự báo năm 2004 và 2005

Như vậy, có thể thấy, **hầu hết các doanh nghiệp nhà nước hiện tại kinh doanh với chi phí vốn rất thấp**, thấp hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp tư nhân phải trả. Do đó, chi phí vốn hiện tại của các doanh nghiệp nhà nước chưa thực sự phản ánh mức độ rủi ro của từng ngành nghề, dự án kinh doanh, do đó, chưa thể là cơ sở để đưa ra các quyết định đầu tư chính xác theo nguyên tắc thị trường.

2.2.5. Sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp nhà nước

Mặc dù các doanh nghiệp nhà nước nghiên cứu có hệ số nợ khá cao nhưng lại không tạo ra tác động tích cực của việc sử dụng nợ. Hệ số nợ là 60% đến 70% nhưng tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu chỉ khoảng 5%-7%.

2.3. Đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay

2.3.1. Kết quả đạt được

2.3.1.1. Một số doanh nghiệp bước đầu đã xây dựng được cơ cấu vốn

2.3.1.2. Chi phí vốn thấp

2.3.1.3. Qui mô các nguồn vốn ngày càng gia tăng

2.3.1.4. Toàn bộ thu nhập sau thuế doanh nghiệp được giữ lại tái đầu tư tạo động lực khuyến khích doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả.

2.3.2. Hạn chế trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn của DNNN Việt nam hiện nay

Có thể thấy cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước hiện nay còn nhiều bất cập, chậm đổi mới biểu hiện ở:

2.3.2.1 Chưa có kế hoạch xây dựng cơ cấu vốn tối ưu, căn cứ xác định cơ cấu vốn tối ưu chưa chính xác

Vốn nhà nước tại các doanh nghiệp vẫn mang tính cấp phát, vì chi phí trả cho việc sử dụng vốn đó quá thấp. Do vậy, doanh nghiệp nhà nước chưa có kế hoạch chủ động xây dựng cơ cấu vốn tối ưu mà hoàn toàn bị động vào ngân sách và các kế hoạch huy động vốn ngắn hạn, mang tính chất tình thế.

Căn cứ thiết lập cơ cấu vốn tối ưu là chi phí vốn cũng chưa được xác định chính

xác. Chi phí vốn chủ sở hữu chưa được xác định theo nguyên tắc thị trường.

2.3.2.2. Khả năng huy động nợ bằng cách phát hành trái phiếu bị hạn chế

Trong số 375 doanh nghiệp điều tra thì chỉ có vài ba doanh nghiệp phát hành trái phiếu dài hạn để huy động nợ, là các tổng công ty lớn như: Tổng công ty hàng hải Việt nam, Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1, Công ty bảo hiểm dầu khí v.v... với khối lượng cũng rất khiêm tốn.

Các doanh nghiệp Việt nam hiện nay vẫn còn rất bỡ ngỡ trước hình thức huy động vốn này.

2.3.2.3. Vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn hạn chế khả năng đầu tư dài hạn, đe dọa khả năng thanh toán của doanh nghiệp

Hệ số nợ nói chung của các doanh nghiệp nhà nước là khá cao, trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn, chiếm từ 60 đến 70% tổng nợ. Đối với các doanh nghiệp nhà nước nghiên cứu thì thấy rủi ro thanh toán tiềm ẩn khá lớn. Chủ yếu các doanh nghiệp nhà nước kinh doanh bằng nợ ngắn hạn, trong khi đó đầu tư dài hạn chiếm tỷ trọng lớn, thể hiện sự mất cân đối trong cơ cấu đầu tư và cơ cấu vốn. Chưa kể đến tỷ lệ nợ quá hạn của các doanh nghiệp nhà nước cũng chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng nợ vay ngân hàng (từ 10 đến 20%).

2.3.2.4. Các doanh nghiệp chưa quan tâm đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính

Mặc dù các doanh nghiệp nhà nước nghiên cứu có hệ số nợ khá cao nhưng lại không tạo ra tác động tích cực của việc sử dụng nợ. Hệ số nợ là 60% đến 70% nhưng tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu chỉ khoảng 5%-7%. Ngay cả khi các doanh nghiệp có xu hướng tăng nợ thì ROE cũng không tăng. Chỉ có các doanh nghiệp xây dựng là có ROE tăng cùng với sự gia tăng của hệ số nợ. Như vậy, vấn đề là chính các doanh nghiệp chưa nhận thức được vai trò của sử dụng nợ, việc sử dụng nhiều hay ít nợ chỉ là cảm tính và tình thế chứ không dựa trên việc tính toán tác động của nợ. Do vậy, đòn bẩy tài chính chưa được vận dụng một cách chính xác và linh hoạt để gia tăng khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

2.3.2.5. Tỷ trọng vốn vay dài hạn ngân hàng vẫn thấp chưa tương xứng với qui mô đầu tư của các doanh nghiệp

Mặc dù quy mô vốn vay ngân hàng của các doanh nghiệp có xu hướng gia tăng nhưng tỷ trọng còn thấp, khoảng 25% đến 35% trong tổng nguồn, tùy thuộc vào từng ngành. Trong khi tốc độ tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp là 20% đến 30% thì tốc độ tăng trưởng của vốn vay dài hạn là 12%-15%. Điều này chắc chắn là một sự bất hợp lý trong cơ cấu tài trợ của các doanh nghiệp, và sẽ dẫn đến khả năng thanh toán của các doanh nghiệp bị đe dọa.

2.3.2.6. Giới hạn về khả năng huy động vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu

Nếu doanh nghiệp muốn phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn chủ sở hữu, trong khi đó nhà nước không gia tăng số lượng cổ phần của nhà nước tại doanh nghiệp thì doanh nghiệp sẽ hoặc buộc phải chuyển đổi hình thức sở hữu khác (không còn là sở hữu nhà nước chiếm đa số nữa) hoặc không thể huy động được thêm vốn chủ sở hữu vì tỷ lệ cổ phần nhà nước nắm giữ tại các công ty nhà nước bị khống chế 51%. Như vậy, nếu doanh nghiệp muốn huy động thêm vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu thì phải thuyết

phục cổ đông lớn nhất là nhà nước cũng góp thêm vốn.

2.3.2.7. Không có khả năng ứng dụng mô hình kinh tế lượng đã có để nghiên cứu cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam

Các mô hình kinh tế lượng đã xây dựng để nghiên cứu cơ cấu vốn trên thế giới đạt được những thành công nhất định trong việc ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Song, chúng ta sẽ gặp phải những khó khăn sau khi ứng dụng các mô hình sẵn có:

Thứ nhất, các mô hình được xây dựng bao giờ cũng gắn với một mục tiêu nghiên cứu cụ thể. Mục tiêu nghiên cứu của Luận án là ước lượng tất cả các nhân tố có thể tác động đến sự thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt nam và kiểm chứng lý thuyết những tác động này, nên không thể áp dụng nguyên mẫu bất kỳ một mô hình nào.

Thứ hai, ngay cả khi có một mô hình nguyên mẫu có các biến giải thích và biến phụ thuộc là phù hợp với mục tiêu nghiên cứu của Luận án, nhưng do điều kiện thực tiễn ở Việt nam không cho phép sử dụng các biến đã có trong mô hình thế giới.

Thứ ba, vì số liệu nghiên cứu không có các biến chất mang tính định tính, như trình độ hay mức độ ưa thích sử dụng nợ của giám đốc doanh nghiệp, nên việc đưa các biến chất vào mô hình là không thể thực hiện được. Do vậy, cần thiết phải xây dựng một mô hình kinh tế lượng riêng để nghiên cứu cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam.

2.3.3. Nguyên nhân dẫn đến hạn chế trong quá trình đổi mới DNNN Việt nam hiện nay

2.3.3.1. Nguyên nhân từ phía doanh nghiệp

2.3.3.2. Nguyên nhân bên ngoài doanh nghiệp

2.4. Kinh nghiệm đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước Trung Quốc

2.4.1. Thành công và hạn chế của quá trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước Trung Quốc.

2.4.1.1. Thành công

2.4.1.2 Hạn chế

2.4.2. Bài học kinh nghiệm về đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước Trung quốc

2.4.2.1. Cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước Trung quốc trong bối cảnh đổi mới

2.4.2.2. Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và phá sản doanh nghiệp

2.4.3. Bài học kinh nghiệm về đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước Trung quốc

2.4.3.1 Bài học về cải cách quyền sở hữu:

2.4.3.2. Bài học về tái cơ cấu nợ

- *Tái cơ cấu nợ phải đi đôi với cải cách hệ thống quản lý tài sản Nhà nước.*
- *Việc cơ cấu lại các khoản nợ ngân hàng của các doanh nghiệp nhà nước nên được tiến hành song song với việc tái cơ cấu nền kinh tế.*
- *Thiết lập một cơ chế kiểm toán cho các doanh nghiệp và các ngân hàng, và dần dần xoá bỏ việc cơ cấu lại nợ.*

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP ĐỔI MỚI CƠ CẤU VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VIỆT NAM HIỆN NAY

3.1. Định hướng phát triển các doanh nghiệp nhà nước Việt nam trong thời gian tới

3.1.1. Định hướng phát triển các doanh nghiệp nhà nước Việt nam trong thời gian tới

- Định hướng về đổi mới và cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước
- Xoá bỏ những ưu đãi đối với các doanh nghiệp nhà nước, tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng giữa các loại hình doanh nghiệp
- Lành mạnh hoá tình hình tài chính và cơ chế quản lý của doanh nghiệp nhà nước

3.1.2. Quan điểm hoàn thiện cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt nam

- Quan điểm về tỷ lệ cổ phiếu không chế do nhà nước nắm giữ
- Quan điểm xác định chi phí vốn theo nguyên tắc thị trường
- Quan điểm quán triệt nguyên tắc đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận

3.2. Giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của DNNN Việt nam hiện nay

3.2.1. Giải pháp định lượng

3.2.1.1. Xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay

a. Nguồn số liệu và xử lý số liệu

Bộ số liệu gốc gồm hơn 300 quan sát của các doanh nghiệp nhà nước từ năm 2000 đến năm 2005. Đây là bộ số liệu gộp. Do vậy, phương pháp hồi quy sẽ áp dụng cho bộ số liệu gộp bao gồm số liệu của các quan sát trong 3 năm để nghiên cứu tác động của yếu tố thời gian đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước.

b. Lựa chọn biến

Một mô hình kinh tế lượng đơn giản gồm có biến phụ thuộc và các biến độc lập giải thích cho sự vận động của biến phụ thuộc đó.

* *Biến phụ thuộc*

Trong điều kiện Việt nam và bộ số liệu hiện có, tác giả lựa chọn biến phụ thuộc để nghiên cứu, **biến phụ thuộc để nghiên cứu là hệ số Nợ dài hạn/ Tổng nguồn vốn**. Đây là hệ số phản ánh sự phụ thuộc vào nguồn vốn dài hạn bên ngoài của doanh nghiệp.

* *Biến giải thích (biến độc lập)*

Tùy theo mục đích nghiên cứu và các quan điểm, cách tiếp cận khác nhau, các nhà nghiên cứu đã lựa chọn các biến giải thích khác nhau trong xây dựng mô hình kinh tế lượng nghiên cứu cơ cấu vốn. Trong luận án, các biến giải thích sẽ được xây dựng trên cơ sở lý thuyết về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn ở chương 1.

r_d : chi phí nợ (lãi vay ngân hàng) (ngược chiều)

r_e : chi phí vốn chủ sở hữu (cùng chiều)

ROE : tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ngược chiều)

ROA: tỷ suất sinh lời trên Tổng Tài sản (ngược chiều)

TSCĐ/TS: cơ cấu đầu tư tài sản cố định = Tổng tài sản cố định/Tổng tài sản (cùng chiều)

Qui mô vốn chủ sở hữu

VCSH: Qui mô vốn chủ sở hữu (chưa xác định)

Ngành: ngành kinh doanh

Đây là biến được sử dụng làm biến giả thay cho hệ số beta phản ánh mức độ rủi ro của ngành, vì không thể lấy được số liệu rủi ro ngành, mô hình sẽ nghiên cứu xem yếu tố ngành có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp hay không.

c. Xây dựng mô hình kinh tế lượng nghiên cứu những nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước

**Dạng của hàm hồi qui: sẽ được xác định bằng kiểm nghiệm.*

Dạng hàm hồi quy của cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước

Mô hình đầy đủ, được xây dựng trên nền tảng lý thuyết các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

$NợDH/NV = f(r_d, r_e, ROE, ROA, TSCĐ/TS, VCSH, \text{Ngành } i, \text{năm } i)$

Hay

$Nợ DH/NV = b_1 + b_2 r_d + b_3 r_e + b_4 ROE + b_5 ROA + b_6 TSCĐ/TS + b_7 VCSH + b_8 D_6 + b_9 D_7 + b_{10} D_9 + b_{11} D_{10} + b_{13} \text{năm } 2003 + b_{14} \text{năm } 2004 + U$

Trong đó:

$NợDH/NV$: hệ số nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn (biến phụ thuộc)

b_1 : hệ số chặn, độ dốc của đồ thị hàm số

b_i : Hệ số tương quan, phản ánh chiều và mức độ ảnh hưởng các của các biến độc lập lên biến giải thích.

r_d : chi phí nợ (lãi vay ngân hàng) (ngược chiều)

r_e : chi phí vốn chủ sở hữu (cùng chiều)

ROE: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (cùng chiều)

ROA : tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ngược chiều)

TSCĐ/TS: cơ cấu đầu tư tài sản cố định = Tổng tài sản cố định/Tổng tài sản (cùng chiều)

VCSH: Qui mô vốn chủ sở hữu (chưa xác định)

D_i : ngành kinh doanh, đây là biến được sử dụng làm biến giả thay cho hệ số beta phản ánh mức độ rủi ro của ngành, vì không thể lấy được số liệu rủi ro ngành, mô hình sẽ nghiên cứu xem yếu tố ngành có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp hay không.

U : phần bù, đại diện cho các biến khác còn thiếu: các yếu tố quản lý, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, chi phí phá sản doanh nghiệp.

**Kết quả chạy mô hình*

Phương pháp kiểm định mô hình và dạng hàm của mô hình trên sẽ được chạy trên bộ số liệu gộp để nghiên cứu tác động của yếu tố thời gian đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp bằng cách xây dựng một biến giả, làm biến đại diện cho thời gian (3 năm từ 2003 đến 2005). Khi đó, mô hình tuyến tính và mô hình loga sẽ được xây dựng để kiểm định. Tuy nhiên, kết quả kiểm định cho thấy mô hình chạy trên bộ số liệu gộp này có khuyết tật: có hiện tượng đa cộng tuyến, nghĩa là các biến số của mô hình có tương quan với nhau, do vậy, không thể sử dụng mô hình trên bộ số liệu gộp.

Theo kết quả hồi quy ta thấy cả mô hình loga và mô hình tuyến tính chạy trên bộ số liệu gộp đều có khuyết tật đa cộng tuyến, như vậy không nên sử dụng mô hình này.

Vì thế, phần tiếp sau của luận án sẽ đưa ra kết quả kiểm định mô hình cơ cấu vốn được chạy trên bộ số liệu chéo của năm 2005.

Mô hình đầy đủ được xây dựng trên cơ sở lý thuyết và bộ số liệu chéo năm 2005

Mô hình đầy đủ:

Mô hình 5:

$$\text{NợDH/NV} = b1 + b2 r_d + b3 r_e + b4 \text{ROA} + b5 \text{TSCĐ/TS} + b6 \text{VCSH} + b7 \text{Ngành} + U$$

Sau một số lần chạy mô hình, căn cứ vào giá trị P-Value, các biến không có ý nghĩa đã được loại dần ra khỏi mô hình ban đầu, còn lại mô hình 7 với các biến còn lại đều có ý nghĩa như sau:

Mô hình 7:

$$\text{NợDH/NV} = 0.3281 - 1.1324 * \text{Lãi vay} - 2.1637 * \text{ROA} + 0.1883 * \text{TSCĐ/TS} - 0.2561 * \text{D3} - 0.1404 * \text{D5} + U$$

Có thể thấy mối quan hệ và tác động của các nhân tố đến cơ cấu vốn qua mô hình như sau:

Lãi vay: Lãi vay tác động ngược chiều đến việc sử dụng nợ dài hạn của doanh nghiệp, lãi vay tăng 1% thì Nợ dài hạn giảm 1.1324%, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi.

ROA: ROA tác động ngược chiều đến việc sử dụng nợ dài hạn, nếu ROA tăng 1% thì nợ dài hạn giảm 2.1637%, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi.

Điều này có thể được giải thích do nếu doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cao, nghĩa là khả năng tái đầu tư của doanh nghiệp sẽ cao, do vậy các doanh nghiệp sẽ ưa thích sử dụng vốn chủ sở hữu hơn là huy động nợ dài hạn.

TSCĐ/TS: Cơ cấu đầu tư tài sản cố định có quan hệ cùng chiều với cơ cấu vốn, nếu tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản tăng 1% thì nợ dài hạn tăng 0.1883%, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi. Điều này cùng phù hợp với lý thuyết, khi doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất dài hạn thì xu hướng vay nợ sẽ tăng để tận dụng đòn bẩy tài chính.

Ngành thương mại dịch vụ và ngành giao thông vận tải có mối quan hệ ngược chiều với nợ dài hạn vì các doanh nghiệp có khả năng quay vòng vốn nhanh nên không ưa thích sử dụng nợ dài hạn mà sử dụng vốn chủ sở hữu hoặc nợ ngắn hạn.

Phần bù U: giải thích cho các biến còn thiếu hoặc không có số liệu. Mô hình sẽ được kiểm nghiệm xem các biến này có thể loại bỏ được không hay mô hình 7 còn thiếu biến.

Kiểm nghiệm các giả thiết ban đầu của phương pháp OLS để khẳng định tính phù hợp của mô hình đề xuất:

Mô hình 7 đã lần lượt được kiểm nghiệm các giả thiết này để đảm bảo tính phù hợp của mô hình.

*** Kiểm nghiệm mô hình 7 có hiện tượng đa cộng tuyến hay không?**

Đa cộng tuyến là hiện tượng giữa các biến ROA, lãi vay và cơ cấu đầu tư tài sản có quan hệ với nhau. Chúng ta sẽ kiểm nghiệm xem có hiện tượng này hay không bằng cách sử dụng mô hình hồi quy phụ.

Hồi quy phụ là hồi quy mỗi một biến giải thích theo các biến giải thích còn lại, R^2 tính được từ hồi quy này là R_i^2

Mô hình 8, mô hình hồi quy phụ được xác định như sau:

$$ROA = b_1 + b_2 * \text{Lãi vay} + b_3 * \text{TSCĐ/NV} + U$$

Kết quả ước lượng mô hình như sau cho thấy mô hình 7 không có hiện tượng đa cộng tuyến

***Kiểm nghiệm mô hình 7 có hiện tượng phương sai sai số thay đổi hay không?**

Khi nghiên cứu mô hình hồi quy tuyến tính, một trong những giả thiết đưa ra là mô hình không có phương sai sai số thay đổi, nghĩa là phương sai của mỗi một nhiễu ngẫu nhiên U_i trong điều kiện đã cho của biến giải thích X_i là không đổi.

Mô hình 8 được xây dựng dựa trên các giá trị ước lượng của mô hình 7 và giá trị các phần dư của mô hình 7.

$$\text{Residual}^2 = b_1 + b_2 * (\text{Predicted Y})^2 + U$$

Kết quả kiểm nghiệm cho thấy mô hình 7 không có phương sai sai số thay đổi.

***Kiểm nghiệm mô hình 7 có hiện tượng tự tương quan hay không?**

Tự tương quan là sự tương quan giữa các thành phần của chuỗi các quan sát được sắp xếp theo thứ tự thời gian hoặc không gian. Hay nói cách khác, mô hình tuyến tính giả định rằng thành phần nhiễu gắn với một quan sát nào đó không bị ảnh hưởng bởi thành phần nhiễu gắn với một quan sát khác. Tuy nhiên, trên thực tế có thể xảy ra hiện tượng mà thành phần nhiễu của các quan sát có thể phụ thuộc lẫn nhau.

Theo quy tắc ra quyết định của kiểm định Durbin-Watson, **kết luận mô hình 7 không có hiện tượng tự tương quan.**

***Kiểm nghiệm mô hình 7 có hiện tượng thiếu biến hay không?**

Để kiểm nghiệm xem mô hình 7 có thiếu biến hay không, chúng ta sẽ xây dựng mô hình 9, đưa thêm các biến $(\text{Predicted Y})^2$ đại diện cho các biến thiếu.

Sau đó, bằng phương pháp kiểm định thu hẹp, chúng ta sẽ kiểm tra xem mô hình 7 có thiếu biến hay không?

Mô hình 9

$$\text{Nợ dài hạn/NV} = b_1 + b_2 * \text{Lãi vay} + b_3 * \text{ROA} + b_4 * \text{TSCĐ/TS} + b_5 * \text{D3} + b_6 * \text{D5} + b_7 * (\text{Predicted Y})^2 + U$$

Mô hình 7

$$\text{Nợ dài hạn/NV} = b_1 + b_2 * \text{Lãi vay} + b_3 * \text{ROA} + b_4 * \text{TSCĐ/TS} + b_5 * \text{D3} + b_6 * \text{D5} + U$$

Kết luận:

Bác bỏ giả thuyết H_0 . nghĩa là chấp nhận giả thuyết H_1 , mô hình 7 thiếu biến.

Điều này có thể giải thích ở các biến không có số liệu như:

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp và các loại thuế khác tác động đến vốn của doanh nghiệp

- Yếu tố quản lý: trình độ của nhà quản lý, sự ưa thích sử dụng nợ hay không của giám đốc doanh nghiệp

- Hệ số rủi ro ngành

3.2.1.2 Hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của DNNN Việt nam hiện nay.

a. Xác định lại các biến số chuẩn tác động đến cơ cấu vốn

Để mô hình kinh tế lượng nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước

được hoàn thiện, nhất thiết phải đưa chi phí vốn chủ sở hữu và tỷ lệ sinh lời trên giá cổ phiếu của doanh nghiệp vào mô hình. Khi đó, cần xây dựng một phương pháp chuẩn xác định các yếu tố này. Vấn đề này sẽ được luận giải chi tiết trong phần sau: các giải pháp hoàn thiện căn cứ thiết lập cơ cấu vốn tối ưu.

b. Bổ sung biến Yếu tố quản lý: trình độ, sự ưa thích sử dụng nợ hay không của giám đốc doanh nghiệp

c. Bổ sung Hệ số rủi ro ngành bê ta

d. Bổ sung Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

3.2.2. Giải pháp định tính

3.2.2.1. Đưa ra nhận thức đúng về cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước

Vấn đề đầu tiên cần giải quyết trong quá trình hoàn thiện cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước là thay đổi nhận thức của các giám đốc doanh nghiệp nhà nước nói riêng và các doanh nghiệp nói chung. Cần giúp các giám đốc doanh nghiệp hiểu việc chủ động xây dựng kế hoạch huy động vốn cũng quan trọng như việc tìm kiếm các dự án khả thi, giống như người ta không thể vỗ tay bằng một bàn tay.

3.2.2.2. Xác định chính xác cơ sở thiết lập cơ cấu vốn tối ưu

a. Xây dựng phương pháp xác định hệ số rủi ro bê ta

Phương pháp xác định hệ số bê ta phản ánh mức rủi ro của ngành, dựa trên bộ số liệu hiện có, được xác định căn cứ vào công thức sau:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)} \quad (1.20)$$

Trong đó $Cov(R_i, R_M)$ là hiệp phương sai của ROE của doanh nghiệp i (R_i) và ROE trung bình ngành (R_M). $\sigma^2(R_M)$ là phương sai của ROE của ngành j trong 6 năm (2000-2005).

Khi đó, hệ số bê ta tạm tính sẽ phản ánh tương quan mức độ biến động thu nhập trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp trong cùng ngành so với mức độ biến động thu nhập trên vốn chủ sở hữu trung bình ngành và biến động thu nhập trên vốn chủ sở hữu của ngành theo thời gian.

b. Xác định chính xác chi phí vốn chủ sở hữu

Thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước phải được coi như là chi phí vốn của doanh nghiệp, vừa là tiêu chí để doanh nghiệp lựa chọn dự án đầu tư, vừa là tiêu chí để nhà nước cấp vốn cho doanh nghiệp.

Ngoài ra, đối với các công ty cổ phần có tỷ lệ cổ phần của nhà nước, việc xác định chi phí của việc phát hành cổ phiếu có thể được xác định như đối với các công ty cổ phần. Khi đó, cơ sở để xác định chi phí của vốn chủ sở hữu là cổ tức chi trả hàng năm và giá thị trường của cổ phiếu. Phương pháp xác định chi phí vốn chủ sở hữu sẽ được xây dựng trên phương pháp dòng tiền chiết khấu

Chi phí của lợi nhuận giữ lại sẽ được sử dụng mô hình CAPM, mô hình định giá tài sản tài chính, với các thông số đã được xác định lại theo điều kiện bộ số liệu nghiên cứu của Luận án và có thể ứng dụng cho các doanh nghiệp nhà nước nói riêng và các doanh nghiệp Việt nam nói chung.

c. Xác định chính xác chi phí nợ

Để có thể xác định chính xác chi phí nợ, thì cần có cách thức xác định lãi suất cho vay thông qua các trung gian tài chính, mà chủ yếu ở các doanh nghiệp nhà nước Việt nam là lãi suất vay ngân hàng và lãi suất vay vốn trực tiếp, trên thị trường chứng khoán bằng cách phát hành trái phiếu.

Trong điều kiện hiện nay, để tăng tính thanh khoản cho các trái phiếu, doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu có lãi suất linh hoạt, đảm bảo bằng ngoại tệ mạnh. Trái phiếu này chưa hẳn là các trái phiếu có lãi suất thả nổi, nhưng cho phép dao động trong một biên độ nhất định để cả doanh nghiệp và nhà đầu tư có thể tối thiểu hoá rủi ro.

3.2.2.3. Đa dạng hoá các kênh huy động nợ dài hạn

Kênh huy động nợ dài hạn truyền thống của các doanh nghiệp hiện tại vẫn là vay ngân hàng. Việc phụ thuộc quá lớn vào vốn vay ngân hàng làm cho các doanh nghiệp gặp rất nhiều hạn chế trong việc đa dạng vốn dài hạn để đảm bảo được cơ cấu vốn mục tiêu. Kênh huy động nợ bằng cách phát hành các loại trái phiếu và giấy nhận nợ là một cách thức hiện đang rất phổ biến ở các nước có thị trường chứng khoán phát triển.

Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, các doanh nghiệp có thể phát hành các trái phiếu có những điều kiện ưu đãi nhất định, như trái phiếu có đảm bảo bởi bên thứ 3 hay trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu. Bên cạnh đó, trái phiếu dài hạn có thể được đảm bảo giá trị tương đương bằng ngoại tệ mạnh, ví dụ như đô la Mỹ. Tuy nhiên, chỉ nên đảm bảo đối với những người nắm giữ một tỷ lệ trái phiếu phát hành nhất định, ví dụ 10% số lượng phát hành.

3.2.2.4. Tăng cường huy động vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu

Việc giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước trong các công ty cổ phần là một trong những cách thức để giúp doanh nghiệp thu hút mạnh nguồn vốn khác qua phát hành cổ phiếu.

3.2.2.5. Nâng cao trình độ quản lý

Từ năm 1999, các nước thành viên OECD đã nhất trí đưa ra những nguyên tắc cơ bản về quản trị doanh nghiệp (QTDN) đó là: (i) đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông của doanh nghiệp, (ii) đối xử công bằng với các cổ đông, (iii) tăng cường vai trò của những người có quyền lợi liên quan đến doanh nghiệp, (iv) công khai thông tin và minh bạch và (v) trách nhiệm của Hội đồng quản trị trước cổ đông[33].

Trong điều kiện hiện tại, giám đốc các công ty nhà nước cần nắm được những nguyên tắc cơ bản của QTDN để có cơ sở đưa ra các quyết định. Phổ biến các thông lệ QTDN tốt nhất và bắt buộc áp dụng điều lệ mẫu đối với các công ty cổ phần.

3.2.2.6. Cải thiện cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ quản lý

Việc xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu cho các doanh nghiệp cần phải được thực hiện dựa trên cơ sở các dự báo tài chính. Các dự báo được lập trên cơ sở các số liệu của doanh nghiệp trong một giai đoạn dài, các thông tin liên quan đến các biến số kinh tế vĩ mô, và các mô hình dự báo. Luận án đã nghiên cứu, đề xuất mô hình ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, từ đó, cung cấp cho các doanh nghiệp một cách thức để xây dựng một mô hình ứng dụng cho riêng mình. Song, để có được một mô hình hoàn thiện, cần có một cài đặt và sử dụng thành thạo các phần mềm phân tích thống kê có sẵn như SPSS hay STATA hay EVIEW.

3.2.3. Ứng dụng xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho Tổng công ty xây dựng công

trình giao thông 1 CIENCO1

Dựa trên các giải pháp đã đề xuất, tác giả đưa ra một mô hình kế hoạch hoá tài chính cho CIENCO1, từ đó xây dựng các tình huống xây dựng cơ cấu vốn cho CIENCO1. Mô hình cơ cấu vốn tối ưu của CIENCO1 sẽ được lựa chọn trên cơ sở mô hình lý thuyết của Miller, tại điểm cơ cấu vốn tối ưu, doanh nghiệp có chi phí vốn thấp nhất và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE là cao nhất.

3.3. Điều kiện thực hiện giải pháp

3.3.1. Hoàn thiện chính sách quản lý tài chính đối với doanh nghiệp Nhà nước

a. Hoàn thiện chính sách thuế

b. Hoàn thiện chính sách quản lý vốn

c. Thiết lập cơ chế liên danh giữa nhà nước và tư nhân trong việc cung cấp các sản phẩm công cộng

3.3.2. Thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán

Để các giải pháp đề xuất ở trên có thể thành hiện thực, đặc biệt là các giải pháp huy động vốn dài hạn của doanh nghiệp bằng cách phát hành cổ phiếu, trái phiếu, thì chắc chắn phải có nền tảng hỗ trợ là một thị trường chứng khoán phát triển.

Do vậy, Luận án đề xuất các giải pháp tập trung vào các điều kiện để tăng tính thanh khoản của chứng khoán lưu hành trên thị trường.

3.3.3. Công khai hoá thông tin và hỗ trợ các tổ chức cung cấp thông tin hoạt động có hiệu quả

Một trong những điều kiện cơ bản để các tổ chức cung cấp thông tin hoạt động có hiệu quả là quy chế công khai hoá thông tin (information public disclosure). Luật pháp các quốc gia nói chung đều đòi hỏi công khai hoá các thông tin cơ bản của doanh nghiệp trên thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng. Đó là các thông tin cơ bản về công ty, từ tổng số tài sản đến đánh giá chính xác về tình hình tài chính hiện tại và thông tin về lưu chuyển tiền tệ trong quá khứ.

Bên cạnh công khai hoá thông tin, việc hỗ trợ phát triển các tổ chức cung cấp thông tin cũng góp phần cho việc gia tăng các biện pháp huy động vốn dài hạn của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán. Nhờ lợi thế kinh tế về quy mô và chuyên môn hoá mà các công ty này có thể đưa ra các thông tin rất nhanh với chi phí thấp. Hiệu quả thu thập và xử lý thông tin trên thị trường chứng khoán nói chung được cải thiện. Như vậy, các công ty định mức tín nhiệm có thể bảo đảm quyền lợi cho các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư cũng có cơ sở để xác định mức độ rủi ro khi đầu tư vào các doanh nghiệp, các doanh nghiệp cũng có một phương pháp xác định chi phí vốn chính xác.

KẾT LUẬN

Xây dựng và duy trì cơ cấu vốn tối ưu là một trong những nội dung quan trọng của chiến lược quản lý vốn của doanh nghiệp. Trong luận án, tác giả đã luận giải những vấn đề cốt lõi nhất về cơ cấu vốn và các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, là cơ sở để xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, việc hệ thống hoá các mô hình lý thuyết và nghiên cứu xây dựng mô hình kinh tế lượng ứng dụng trong hoạch định cơ cấu vốn trong luận án có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà nghiên cứu lý thuyết. Các giải pháp hỗ trợ mang tính hệ thống cũng đã được đề xuất nhằm đảm bảo tính khả thi của việc xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp nhà nước nói riêng. Tác giả cũng đã xây dựng mô hình kế hoạch hoá tài chính và mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho một doanh nghiệp điển hình. Đây là nhóm giải pháp có tính ứng dụng cao trong quản lý tài chính của các doanh nghiệp Việt nam hiện nay nói chung và các doanh nghiệp nhà nước nói riêng.