

## **LỜI CAM ĐOAN**

Tôi xin cam đoan, đây là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của tôi. Các số liệu trong luận án là trung thực và có nguồn gốc cụ thể, rõ ràng. Các kết quả của luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình khoa học nào. Nếu có sai sót, tôi xin chịu hoàn toàn trách nhiệm trước pháp luật.

**Nghiên cứu sinh**

*Trần Thị Thanh Tú*

## MỤC LỤC

Lời cam đoan.....	1
Mục lục.....	2
Danh mục Hình và Đồ thị .....	3
Danh mục các bảng .....	4
Danh mục các chữ viết tắt.....	5
Mở đầu.....	6
Chương 1 Những vấn đề lý luận cơ bản về cơ cấu vốn của doanh nghiệp.....	11
1.1. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp .....	11
1.2. Nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn.....	45
1.3. Mô hình kinh tế lượng ứng dụng trong xây dựng cơ cấu vốn trên thế giới.....	55
Chương 2 Thực trạng cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay .....	69
2.1. Tổng quan về doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) Việt Nam.....	69
2.2. Thực trạng cơ cấu vốn doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay....	78
2.3. Đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay .....	100
2.4. Kinh nghiệm đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp Nhà nước Trung Quốc	114
Chương 3 Giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay .....	125
3.1. Định hướng phát triển và quan điểm đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam trong thời gian tới .....	125
3.2. Giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay: .....	131
3.3. Điều kiện thực hiện giải pháp đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay .....	192
Kết luận .....	202
Danh mục tài liệu tham khảo .....	204

## DANH MỤC HÌNH VÀ ĐỒ THỊ

### *Hình*

Hình 1.1. Mô hình M&M tình huống 1

Hình 1.2. Mô hình M&M tình huống 1

Hình 1.3. Giá trị các phần dư trong hàm hồi qui mẫu

### *Đồ thị*

Đồ thị 1.1. Chi phí vốn chủ sở hữu

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

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

Đồ thị 1.4. Lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn: Cơ cấu vốn tối ưu và Giá trị của doanh nghiệp

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

Đồ thị 1.6. Cơ cấu vốn tối ưu trong các tình huống

Đồ thị 1.7. Đa dạng hoá và rủi ro của danh mục

Đồ thị 1.8. Đường thị trường chứng khoán (SML)

Đồ thị 2.1. Tốc độ tăng của việc sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu

Đồ thị 2.2. Mối quan hệ giữa ROE và chi phí vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước

## DANH MỤC CÁC BẢNG

- Bảng 1.1 So sánh thu nhập sau thuế của hai doanh nghiệp
- Bảng 1.2 So sánh dòng tiền của hai doanh nghiệp
- Bảng 1.3 Dòng tiền của Trái chủ và cổ đông
- Bảng 1.4 Kết quả chạy mô hình tác động của thuế đến cơ cấu vốn
- Bảng 2.1 Tình hình vốn chủ sở hữu nhà nước tại các DNNN cổ phần hoá
- Bảng 2.2 Cơ cấu các doanh nghiệp chọn mẫu nghiên cứu theo quy mô vốn
- Bảng 2.3 Cơ cấu các doanh nghiệp chọn mẫu nghiên cứu theo ngành
- Bảng 2.4 Cơ cấu vốn tổng hợp các ngành
- Bảng 2.5 Vốn chủ sở hữu/Tổng vốn
- Bảng 2.6 Nợ dài hạn/Tổng vốn
- Bảng 2.7 Hệ số Vốn chủ sở hữu/Nợ dài hạn - Tổng hợp các ngành
- Bảng 2.8 Hệ số Vốn chủ sở hữu/ Nợ dài hạn theo ngành
- Bảng 2.9 Cơ cấu tài sản cố định trong tổng tài sản - theo ngành
- Bảng 2.10 Tỷ trọng chi phí vốn vay trong tổng chi phí từng ngành
- Bảng 2.11 Chi phí vốn vay từng ngành
- Bảng 2.12 Chi phí vốn chủ sở hữu từng ngành
- Bảng 2.13 Chi phí vốn trung bình tổng hợp các ngành
- Bảng 2.14 Chi phí vốn trung bình từng ngành
- Bảng 2.15 ROE - theo ngành
- Bảng 2.16 Chỉ số kinh tế vĩ mô của Trung Quốc
- Bảng 2.17 Tỷ lệ và mức độ các doanh nghiệp quốc doanh Trung Quốc thua lỗ
- Bảng 3.1 Xác định hệ số rủi ro beta của các DNNN Việt nam - ngành công nghiệp
- Bảng 3.2 Chi phí của lợi nhuận giữ lại - theo mô hình phân bù rủi ro và CAPM
- Bảng 3.3 Cơ cấu vốn và chi phí vốn hiện tại của CIENCO1 từ năm 2002-2004
- Bảng 3.4 Dự báo cơ cấu vốn của CIENCO1

**DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT**

BCĐKT	:	Bảng cân đối kế toán
BCKQKD	:	Báo cáo kết quả kinh doanh
CPH	:	Cổ phần hoá
DNNN	:	Doanh nghiệp Nhà nước
DNTN	:	Doanh nghiệp Tư nhân
EBIT	:	Thu nhập trước thuế và lãi vay
EPS	:	Thu nhập trên cổ phiếu
NDT	:	Nhân dân tệ
NHNN	:	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	:	Ngân hàng Thương mại
QTDN	:	Quản trị doanh nghiệp
ROA	:	Thu nhập trên tổng tài sản
ROE	:	Thu nhập trên vốn chủ sở hữu
TNHH	:	Trách nhiệm hữu hạn
TPCP	:	Trái phiếu chính phủ
TTCK	:	Thị trường chứng khoán
TSCĐ	:	Tài sản cố định
TSLĐ	:	Tài sản lưu động
USD	:	Đô la Mỹ
VNĐ	:	Đồng Việt Nam
WACC	:	Chi phí vốn trung bình

## MỞ ĐẦU

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.

Bên cạnh đó, những vấn đề mang tính lý thuyết về việc hình thành một phương pháp tiếp cận khoa học để xây dựng cơ cấu vốn cho các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện vẫn chưa được nghiên cứu một cách đầy đủ và toàn diện, khiến cho các nhà hoạch định chính sách và các nhà quản lý tài chính doanh nghiệp nhà nước còn gặp nhiều khó khăn, vướng mắc trong nghiên cứu và ứng dụng.

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.

### TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

Trên thế giới, có khá nhiều công trình nghiên cứu về cơ cấu vốn và một số mô hình kinh tế lượng đã được xây dựng để nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp. Hầu hết các nghiên cứu

hiện tại đều nghiên cứu cơ cấu vốn dưới góc độ quản lý. Titman và Wessels (1988) đã cho rằng chỉ có “tính duy nhất” (được đo lường bởi Chi phí nghiên cứu triển khai/Tổng doanh thu, chi phí bán hàng cao, và nhân công với chi phí thấp) và thu nhập là các nhân tố quan trọng. Năm 1984, Harris đã chứng minh bằng lý thuyết và thực tiễn về tỷ suất lợi nhuận trung bình tăng sẽ kéo theo rủi ro tăng trong mô hình định giá tài sản tài chính nhiều thời kỳ và cuối cùng dẫn đến sự tăng lên của chi phí vốn. Điều này có thể giải thích cho việc ưa thích tài trợ bằng nợ hơn là vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp.

Federick H.deB.Harris, một giáo sư của Đại học Wake Forest, Bang Winston Salem, Mỹ đã đề xuất mô hình nghiên cứu mối liên hệ giữa cấu trúc tài sản, mức đảm nhiệm doanh thu và cơ cấu vốn. Williamson (1988, 1991) cho rằng doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản càng cao thì càng phải sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu. Gentry (1994) đã so sánh mức độ đòn bẩy và tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty liên danh của Mỹ trong ngành công nghiệp khai thác dầu mỏ và khí đốt. Ông đã phát hiện ra rằng, các công ty liên danh, mặc dù không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp, có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn và sử dụng nợ ít hơn. Điều này cũng phù hợp với các nghiên cứu về tác động của thuế đến sự lựa chọn cơ cấu vốn của các công ty Mỹ.

Rajan và Zingales (1985) đã đưa ra một nghiên cứu rất điển hình về cơ cấu vốn của doanh nghiệp ở các nước OECD và đã phát hiện ra mối quan hệ ngược chiều rất chặt chẽ giữa giá trị sổ sách của cổ phiếu với đòn bẩy tài chính. Giống như Rajan và Zingales, Barclay, Smith và Watts (1984) cũng đã phát hiện ra rằng tỷ lệ nợ có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ giá thị trường và giá sổ sách.

Để bổ sung cho nghiên cứu trật tự phân hạng của M.Miller, một vài lý thuyết 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. Benartzi, Michaely và Thaler (1997) đã phát hiện ra rằng, trái ngược với những lý thuyết tối ưu về chi trả cổ tức, các giám đốc dường như chi trả cổ tức dựa trên cơ sở thu nhập trong quá khứ nhiều hơn chứ không phải là thu nhập trong tương lai.

Baker và Wurgler (2002) đã tiến hành điều tra sự ảnh hưởng của tỷ lệ thu nhập trên cổ phiếu trong quá khứ. Nhưng họ chỉ quan tâm đến ảnh hưởng của tỷ lệ thu nhập này lên quyết định phát hành của công ty và không xem xét đến những thay đổi ngầm định.

Graham năm 2003 đã tiến hành một điều tra về tác động của thuế. Reintegro, một nhà nghiên cứu kinh tế nổi tiếng của Ngân hàng Trung ương Châu Âu, đã đề xuất một mô hình nghiên cứu kết hợp nhiều loại thuế của chính phủ Đức, năm 2002. Mô hình cũng bao gồm các loại thuế kinh doanh của chính quyền địa phương. Hơn nữa, mô hình cũng cho rằng phần tiết kiệm thuế theo Luật thuế của Đức khi các doanh nghiệp tài trợ một tỷ lệ nhất định bằng nợ sẽ thay đổi theo sắc thuế của từng địa phương.

Nghiên cứu của Francis Cai và Arvin Ghosh (2003) về cơ cấu vốn, bằng các kiểm định thực tế đã cho thấy các doanh nghiệp có xu hướng di chuyển về điểm cơ cấu vốn tối ưu khi họ đã ở quá ngưỡng trung bình ngành nhanh hơn là khi di chuyển đến điểm tối ưu khi họ ở thấp hơn ngưỡng trung bình ngành. Điều này có nghĩa là các doanh nghiệp không quan tâm đến việc sử dụng nợ nhiều hay ít khi họ ở dưới mức trung bình ngành.

Năm 2004, Lisa A. Keister đã nghiên cứu về chiến lược tài chính của các doanh nghiệp trong nền kinh tế chuyển đổi, tiêu biểu là Trung Quốc, đã đưa ra các giả thuyết về xu thế thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Trung quốc. Kết quả kiểm nghiệm cho thấy: trong thập kỷ đầu của quá trình đổi mới, các doanh nghiệp nhà nước càng giữ lại nhiều lợi nhuận



thì càng vay nợ từ bên ngoài nhiều ; việc vay nợ của các doanh nghiệp gia tăng cùng với sự thay đổi về điều kiện địa lý; các doanh nghiệp ở các khu vực phát triển vay nợ từ các ngân hàng nhiều hơn và từ các nguồn khác ít hơn so với các doanh nghiệp ở khu vực kém phát triển và hầu hết các doanh nghiệp đều phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng.

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 (2001) với đề tài:” Đổi mới cơ cấu nguồn vốn của Công ty Shell gas Hải phòng” và tác giả Lê Thu Thủy (2004) “Đổi mới cơ cấu vốn của Công ty Xây dựng Lũng lô”, cũng nghiên cứu về cơ cấu vốn. Nhưng các tác giả mới chỉ dừng lại ở các phân tích thực trạng cơ cấu vốn của một doanh nghiệp cụ thể và đề xuất các giải pháp mang tính định tính để đổi mới 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 xác lập cơ cấu vốn của doanh nghiệp Việt nam hiện nay” cũng 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 cơ sở về lý thuyết mà chưa được kiểm chứng.

## **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 trên bộ số liệu điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước của Cục Tài chính doanh nghiệp.
- Đề xuất giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt Nam hiện nay, theo 3 nhóm:

- (i) Nhóm giải pháp định lượng: xây dựng mô hình kinh tế lượng để ước lượng những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay và hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình cơ cấu vốn.
- (ii) Nhóm giải pháp định tính: đổi mới nhận thức về cơ cấu vốn và tầm quan trọng của cơ cấu vốn tối ưu, xác định chính xác căn cứ thiết lập cơ cấu vốn, đổi mới chính sách quản lý tài chính đối với doanh nghiệp nhà nước .v.v...
- (iii) Nhóm giải pháp ứng dụng: xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho một doanh nghiệp điển hình (Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 1 - CIENCO1).

## **PHẠM VI NGHIÊN CỨU**

- Nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Phân tích, đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của 375 doanh nghiệp Nhà nước (Số liệu điều tra của Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính), nghiên cứu cơ cấu vốn của một doanh nghiệp điển hình (Tổng Công ty Xây dựng Công trình Giao thông 1 - CIENCO1).

- Thời gian nghiên cứu: từ năm 2000 đến năm 2005.

## **PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

- Trên cơ sở phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng và duy vật lịch sử, các phương pháp được sử dụng trong quá trình thực hiện luận án: phương pháp phỏng vấn, thu thập thông tin, tổng hợp, so sánh, phân tích tình huống.

- Phương pháp toán kinh tế được sử dụng với mô hình kinh tế lượng để xây dựng mô hình cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước.

# 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

Doanh nghiệp là một tế bào, bộ phận cấu thành của nền kinh tế, có quan hệ chặt chẽ với các bộ phận khác. Cùng với sự phát triển của các phương thức sản xuất, cách thức tổ chức doanh nghiệp cũng ngày càng phát triển. Do vậy, cần có một cách hiểu toàn diện, thống nhất về doanh nghiệp, là cơ sở để nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Cho đến nay có rất nhiều cách hiểu khác nhau về doanh nghiệp. Theo định nghĩa của Viện Thống kê và Nghiên cứu Kinh tế, doanh nghiệp là một tổ chức kinh tế mà chức năng chính của nó là sản xuất của cải và dịch vụ để bán [32]. Theo Luật Công ty Việt nam ban hành năm 1994, doanh nghiệp là các đơn vị kinh doanh được thành lập với mục đích chủ yếu là thực hiện các hoạt động kinh doanh, đó là việc thực hiện một hay một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ hay thực hiện dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi [24].

Theo Luật doanh nghiệp Việt nam ban hành năm 1999 thì doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, tài sản riêng, trụ sở giao dịch ổn định, được đăng kí kinh doanh theo qui định của pháp luật, nhằm thực hiện các hoạt động kinh doanh.

Luật doanh nghiệp Việt nam được Quốc hội thông qua năm 2005 được ban hành trên cơ sở thống nhất giữa Luật doanh nghiệp nhà nước và Luật doanh nghiệp, đã đưa ra khái niệm khá đầy đủ và chặt chẽ về doanh nghiệp nhưng đối tượng áp dụng thì rộng hơn so với Luật doanh nghiệp trước đây. Việc thành lập, tổ chức quản lý và hoạt động của doanh nghiệp thuộc mọi thành

phần kinh tế đều áp dụng theo quy định của Luật này. Khi đó, không còn sự phân biệt giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân.

Như vậy, **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. Mục tiêu nghiên cứu của Luận án là cơ cấu vốn của doanh nghiệp, phạm vi nghiên cứu là cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước, do vậy, để phục vụ cho mục tiêu nghiên cứu trên, 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 hỗ trợ cho những nghiên cứu ở phần sau về những nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

##### **\* Theo tính chất sở hữu**

Theo tiêu thức này, những doanh nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước được gọi là doanh nghiệp Nhà nước, còn những doanh nghiệp không thuộc sở hữu của Nhà nước được xếp vào doanh nghiệp tư nhân.

##### *a. Doanh nghiệp Nhà nước*

Theo các chuyên gia của Ngân hàng thế giới thì: “Doanh nghiệp Nhà nước là một chủ thể kinh tế mà quyền sở hữu hay quyền chi phối thuộc về chính phủ, và phần lớn thu nhập của chúng được tạo ra từ việc bán hàng hoá và dịch vụ” [32]

Định nghĩa này tập trung vào các doanh nghiệp Nhà nước hoạt động trong lĩnh vực thương mại dịch vụ, cũng có thể được mở rộng ra các doanh nghiệp khác mà Chính phủ nắm giữ cổ phần kiểm soát hoặc thuộc một cơ quan của chính phủ.

Trong một hướng dẫn của khối Cộng đồng Kinh tế Châu Âu, EEC ngày 25 tháng 6 năm 1930, doanh nghiệp công hữu được định nghĩa:

“Là một doanh nghiệp trong đó các cơ quan công hữu có thể gây ảnh hưởng chi phối thông qua phần tài sản đóng góp hoặc thông qua các quy chế hướng dẫn đối với doanh nghiệp“ [32]

Định nghĩa này được sửa đổi năm 1987 như sau:

“Một doanh nghiệp công hữu hay một doanh nghiệp có sự tham gia của xã hội là doanh nghiệp trong đó cơ quan đại diện xã hội có quyền kiểm soát thực sự đối với chúng, bất kể phần sở hữu của họ trong đó là nhiều hay ít.”

Theo Luật Doanh nghiệp Nhà nước của Việt nam ban hành năm 1995, doanh nghiệp Nhà nước được hiểu là tổ chức kinh tế do Nhà nước đầu tư vốn, thành lập và tổ chức quản lí hoạt động kinh doanh hoặc hoạt động công ích nhằm thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội do Nhà nước giao.

Theo định nghĩa trên, một doanh nghiệp do Nhà nước đầu tư 100% vốn mới là doanh nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước, và do vậy chịu mọi sự chi phối của Nhà nước. Định nghĩa này đã được mở rộng trong Luật Doanh nghiệp Nhà nước sửa đổi năm 2003. Luật này qui định, Doanh nghiệp Nhà nước là các tổ chức kinh tế do Nhà nước nắm giữ toàn bộ vốn điều lệ hay có cổ phần, vốn góp chi phối hay được tổ chức dưới hình thức công ty Nhà nước, công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn [28].

Như vậy, theo Luật Doanh nghiệp Nhà nước năm 2003, nếu Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối, từ 51% cổ phần trở lên thì doanh nghiệp đó là doanh nghiệp Nhà nước. Tuy nhiên, để thống nhất với Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư Nước ngoài thì Luật Doanh nghiệp Nhà nước cũng quy định chi tiết đối tượng áp dụng cho từng loại hình doanh nghiệp Nhà nước, theo đó:

- Doanh nghiệp có 100% vốn Nhà nước được tổ chức, hoạt động theo luật doanh nghiệp nhà nước được gọi là công ty Nhà nước.

- Doanh nghiệp có 100% vốn Nhà nước tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn một hay hai thành viên trở lên thì hoạt động theo Luật Doanh nghiệp.

- Công ty có cổ phần hay vốn góp chi phối của Nhà nước thì tùy từng loại hình đối tác mà hoạt động theo Luật Doanh nghiệp hay Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.

Có thể thấy, mặc dù được gọi chung là Doanh nghiệp Nhà nước nhưng chỉ có công ty Nhà nước mới thỏa mãn đầy đủ các quy định của Luật mới này, còn các loại hình doanh nghiệp khác thì vẫn hoạt động theo Luật Doanh nghiệp, 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 mình.

Trong Luật doanh nghiệp ban hành năm 2005, các doanh nghiệp nhà nước cũng được quy định rõ trong Luật này là doanh nghiệp trong đó nhà nước sở hữu trên 50% vốn điều lệ. Trong đó, phần vốn góp của sở hữu nhà nước là phần vốn góp từ NSNN và nguồn vốn khác của nhà nước, do một cơ quan nhà nước hoặc tổ chức kinh tế làm đại diện chủ sở hữu.

Như vậy, 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, thực hiện hoạt động kinh doanh hoặc hoạt động công ích.

#### *b. Doanh nghiệp tư nhân*

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

Như vậy, tất cả những đơn vị, tổ chức cá nhân thuộc khu vực kinh tế tư nhân dựa trên vốn của cá nhân tự có, hoặc đi vay được tổ chức kinh doanh dưới nhiều hình thức khác nhau, như: cá nhân, hộ kinh doanh, công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty hợp danh và doanh nghiệp tư nhân đều được coi là doanh nghiệp tư nhân.

Có thể thấy, không có một sự phân định rõ ràng giữa doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp Nhà nước. Nếu một công ty cổ phần mà Nhà nước nắm giữ 51% cổ phần, theo Luật doanh nghiệp năm 2005, được gọi là công ty nhà nước. Nếu công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên mà thành viên đó là doanh nghiệp Nhà nước thì vẫn có thể được hiểu là doanh nghiệp Nhà nước. Như vậy, tùy thuộc vào tỷ trọng vốn của Nhà nước trong tổng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, doanh nghiệp đó có thể là doanh nghiệp Nhà nước hay tư nhân.

**\* Theo ngành nghề kinh doanh**

Việc nghiên cứu các loại hình doanh nghiệp theo ngành nghề kinh doanh cũng có ý nghĩa quan trọng trong việc nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Đây là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến rủi ro kinh doanh của từng loại hình doanh nghiệp kinh doanh khác nhau, do vậy, ảnh hưởng đến chi phí vốn. Có thể phân thành 6 loại hình doanh nghiệp cơ bản sau trong hệ thống doanh nghiệp của nền kinh tế quốc dân: doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực công nghiệp, nông nghiệp - thủy sản, thương mại - dịch vụ, giao thông vận tải, xây dựng và các doanh nghiệp khác (tư vấn tài chính, bảo hiểm, xổ số ...)

Do đặc điểm kinh doanh của từng ngành nghề mà chu kỳ kinh doanh của các loại hình doanh nghiệp rất khác nhau, từ đó, cơ cấu vốn của doanh nghiệp cũng khác nhau. Các doanh nghiệp thương mại dịch vụ có chu kỳ kinh doanh ngắn nên chủ yếu sẽ sử dụng vốn ngắn hạn, các doanh nghiệp công nghiệp hay xây dựng chủ yếu sử dụng vốn dài hạn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp - thủy sản có rủi ro cao nên thường đa dạng hoá các nguồn vốn khác nhau.

Việc phân chia các loại hình doanh nghiệp theo ngành nghề kinh doanh sẽ là cơ sở để ước tính hệ số beta phản ánh mức rủi ro của từng ngành nghề, từng doanh nghiệp.

### ***1.1.2. Huy động vốn của doanh nghiệp***

Một doanh nghiệp có thể huy động Nợ hay huy động Vốn chủ sở hữu để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Đặc điểm và phương thức huy động các nguồn vốn này sẽ là cơ sở để các doanh nghiệp lựa chọn và xây dựng cơ cấu vốn tối ưu.

#### ***1.1.2.1. Huy động vốn chủ sở hữu***

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

##### ***a. Vốn góp ban đầu***

Các doanh nghiệp khi mới thành lập, đều cần có một lượng vốn góp ban đầu từ các thành viên sáng lập. Đây chính là vốn được ghi trong điều lệ doanh nghiệp, là bộ phận quan trọng của vốn chủ sở hữu. Trong quá trình sản xuất kinh doanh, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp sẽ tăng hoặc giảm tùy thuộc vào kết quả kinh doanh và chiến lược huy động vốn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp cổ phần có thể gia tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành thêm cổ phiếu, các doanh nghiệp góp vốn có thể giữ lại lợi nhuận hay huy động thêm vốn góp từ các thành viên.

##### ***b. Phát hành cổ phiếu ưu đãi***

Cổ phiếu ưu đãi là cổ phiếu có một số đặc quyền ưu đãi so với cổ phiếu thường, ví dụ: ưu đãi về quyền bỏ phiếu, ưu đãi về thứ tự ưu tiên chi trả cổ tức... Do đó, cổ phiếu ưu đãi thường được phát hành chủ yếu cho các cổ đông truyền thống để tránh nguy cơ thôn tính hay sáp nhập vì việc chuyển nhượng các cổ phiếu ưu đãi bị giới hạn hơn so với cổ phiếu thường.

Đặc điểm cơ bản của cổ phiếu ưu đãi là cổ tức chi trả cho các cổ đông được cố định. Cổ đông không được quyền hưởng thu nhập thặng dư như cổ



đồng sở hữu cổ phiếu thường. Do vậy, doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phiếu ưu đãi để huy động vốn trong trường hợp muốn giảm chi phí vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, các doanh nghiệp sẽ gặp phải áp lực chi trả cổ tức ưu đãi mạnh hơn vì cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu đãi được quyền trả cổ tức trước các cổ đông sở hữu cổ phiếu thường. Thậm chí nếu thu nhập sau thuế của doanh nghiệp chỉ đủ để trả cổ tức ưu đãi thì doanh nghiệp không phải trả cổ tức cho cổ phiếu thường. Nếu doanh nghiệp làm ăn thua lỗ, vẫn phải có trách nhiệm chi trả cổ tức ưu đãi vào năm sau nếu năm sau có lãi.

#### *c. Phát hành cổ phiếu thường*

Sự khác biệt cơ bản giữa cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường là cổ phiếu thường không những được chi trả cổ tức với tỷ lệ doanh nghiệp cam kết khi phát hành mà các cổ đông còn có quyền hưởng thu nhập thặng dư nếu như doanh nghiệp kinh doanh có lãi nhiều hơn dự kiến. Điều này hoàn toàn hợp lý vì việc đầu tư vào cổ phiếu thường rủi ro hơn so với cổ phiếu ưu đãi nên các cổ đông phải đòi hỏi lãi suất cao hơn. Do đó, đối với doanh nghiệp, khi phát hành cổ phiếu ưu đãi sẽ phải trả chi phí cao hơn so với cổ phiếu thường.

#### *d. Lợi nhuận không chia*

Thông thường các cổ đông sẽ được nhận cổ tức vào cuối năm tài chính từ thu nhập sau thuế. Tuy nhiên, trong một số trường hợp các cổ đông sẽ đồng ý cho doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư mà không nhận cổ tức. Đây là nguồn vốn rất chủ động và thuận tiện cho các doanh nghiệp, tuy nhiên chi phí lại tương đối cao. Đối với các cổ đông đây là chi phí cơ hội. Do vậy, muốn giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, doanh nghiệp phải cam kết trả cho các cổ đông lãi suất cao hơn lãi cổ tức hiện tại.

Các doanh nghiệp có thể lựa chọn giữ lại lợi nhuận bằng hai cách: (i) ghi tăng mệnh giá của cổ phiếu đang lưu hành hoặc (ii) phát hành thêm cổ phiếu mới tương ứng với giá trị cổ tức chi trả cho các cổ đông theo một tỷ lệ cổ phiếu cũ nhất định mà các cổ đông đang nắm giữ. Với cách thứ nhất, giá cổ phiếu sẽ

tăng, thường được áp dụng khi doanh nghiệp phát triển ở mức trung bình, muốn tăng giá cổ phiếu một cách nhanh chóng trên thị trường. Cách thứ hai, giá cổ phiếu sẽ giảm vì dẫn đến hiệu ứng pha loãng khi phát hành thêm cổ phiếu mới. Vì vậy, phương pháp này thường được áp dụng với những doanh nghiệp phát triển quá nóng, muốn giảm giá cổ phiếu trên thị trường.

#### 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 thường được huy động để bổ sung nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp, đầu tư vào các tài sản ngắn hạn, có chu kỳ quay vòng ngắn. Các khoản nợ ngắn hạn bao gồm:

##### - Vay ngắn hạn ngân hàng

Vay ngắn hạn ngân hàng thường được sử dụng trong trường hợp doanh nghiệp thiếu hụt tiền tạm thời để đáp ứng nhu cầu chi trả, ví dụ chi trả lương cán bộ nhân viên, chi trả tiền mua nguyên vật liệu... Điều kiện để doanh nghiệp vay ngắn hạn ngân hàng tương đối đơn giản, chủ yếu dựa trên các mối quan hệ sẵn có. Hơn nữa, ngay cả khi doanh nghiệp đã vay dài hạn để đầu tư dự án vẫn có thể vay ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu quản lý dòng tiền của dự án. Lãi suất vay ngắn hạn về nguyên tắc sẽ nhỏ hơn lãi suất vay dài hạn, tuy nhiên trong một số trường hợp các chi phí giao dịch sẽ đẩy chi phí thực của doanh nghiệp khi tiếp cận với các khoản vay ngắn hạn tăng lên.

Có hai hình thức vay vốn ngắn hạn ngân hàng phổ biến: vay luân chuyển và vay theo hạn mức. *Vay luân chuyển* là hình thức vay vốn mà doanh nghiệp được phép thực hiện quay vòng nhiều lần vốn vay với chỉ một hợp đồng tín

dụng. Với hình thức vay vốn này, doanh nghiệp tiết kiệm được thời gian và chi phí vì chỉ cần kí kết hợp đồng một lần mà được vay nhiều lần. Thông thường hợp đồng vay luân chuyển sẽ có giá trị trong một khoảng thời gian xác định, thường là một năm. Trong khoảng thời gian đó, căn cứ vào nhu cầu của doanh nghiệp, ngân hàng sẽ tự động cho vay đối với doanh nghiệp nhiều lần mà không cần phải kí thêm hợp đồng nào. Các doanh nghiệp xuất nhập khẩu sẽ ưa thích sử dụng hình thức này để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Hình thức huy động vốn ngắn hạn ngân hàng thứ hai là *vay theo hạn mức*. Theo hình thức này, doanh nghiệp sẽ được ngân hàng cấp một khoản tín dụng tối đa trong một khoảng thời gian xác định. Để xây dựng hạn mức thích hợp, ngân hàng sẽ căn cứ vào nhu cầu kinh doanh của doanh nghiệp, từ đó xác định nhu cầu vốn, khả năng thanh toán của doanh nghiệp, rồi đối chiếu với khả năng cung cấp vốn của ngân hàng. Khi đó, ngân hàng và doanh nghiệp đều phải chủ động trong việc xây dựng kế hoạch kinh doanh nói chung và kế hoạch huy động vốn nói riêng.

Đôi khi, vay theo hạn mức của ngân hàng cản trở doanh nghiệp tiếp cận những cơ hội kinh doanh đột xuất ngoài dự kiến vì doanh nghiệp không thể vay quá hạn mức mà doanh nghiệp đã kí kết với ngân hàng. Do vậy, một số doanh nghiệp thường kí kết hợp đồng vay vốn hạn mức với nhiều ngân hàng trong cùng một khoảng thời gian nhằm tối đa hoá khả năng huy động vốn ngắn hạn.

- Khoản phải trả nhà cung cấp, còn được gọi là tín dụng nhà cung cấp

Tín dụng nhà cung cấp là một nội dung quan trọng của chính sách tín dụng thương mại. Khác với tín dụng ngân hàng, tín dụng thương mại là nguồn vốn xuất phát trên cơ sở hàng hoá. Nghĩa là, khi hai bên bán hàng và mua hàng đã thoả thuận được đầy đủ các điều kiện của hợp đồng mua bán hàng hoá, bên bán chấp nhận cho bên mua trả chậm với một điều kiện nhất định. Thông thường, các khoản tín dụng nhà cung cấp không phải trả chi phí, tuy nhiên, không phải doanh nghiệp nào cũng có thể tiếp cận được với khoản vốn này. Khi người bán cho mua chịu, họ phải đối mặt với rủi ro không có khả năng thu

hồi nợ, do vậy, chỉ có những doanh nghiệp chứng tỏ được tình hình tài chính lành mạnh, có khả năng trả nợ mới được hưởng khoản tín dụng thương mại này.

- Các khoản phải nộp Nhà nước

Các khoản thuế, lệ phí phải nộp Nhà nước nhưng chưa phải nộp hoặc doanh nghiệp trì hoãn chưa nộp cũng được coi là nguồn vốn ngắn hạn. Tuy nhiên, tỷ trọng của khoản vốn này trong tổng vốn không cao vì hầu hết các khoản nghĩa vụ với Nhà nước bao giờ doanh nghiệp cũng có trách nhiệm nộp đầy đủ và đúng hạn, thậm chí còn phải nộp trước khi phát sinh nghiệp vụ kinh tế. Hầu hết các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn này đều trong tình trạng gặp khó khăn về khả năng thanh toán hay hoạt động kinh doanh thua lỗ. Hơn nữa, mặc dù đây là nguồn vốn không có chi phí nhưng khi tận dụng nó uy tín của doanh nghiệp sẽ bị giảm sút, tăng sự phụ thuộc vào cơ quan quản lý Nhà nước. Thay vì thế, các doanh nghiệp sẽ tìm đến những cách thức huy động vốn khác linh hoạt hơn, như phát hành trái phiếu ngắn hạn.

- Phát hành trái phiếu ngắn hạn

Đây là một hình thức huy động nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Các trái phiếu do doanh nghiệp phát hành sẽ là giấy chứng nhận quyền đòi nợ đối với doanh nghiệp do chủ nợ nắm giữ. Các trái phiếu có thể là ghi danh hay không ghi danh. Tuy nhiên, để tăng khả năng chuyển hoá thành tiền của trái phiếu, thông thường các doanh nghiệp hay phát hành trái phiếu không ghi danh.

So với hình thức huy động vốn bằng cách vay ngân hàng hay tín dụng thương mại, thì phát hành trái phiếu có nhiều ưu điểm nổi bật. Doanh nghiệp không bị lệ thuộc vào bên cho vay, vì các trái phiếu được phát hành với mệnh giá rất nhỏ, phù hợp với thu nhập của đại đa số dân chúng. Hơn nữa, số lượng trái phiếu phát hành tùy thuộc vào nhu cầu vốn của doanh nghiệp mà không phụ thuộc vào hạn mức tín dụng.

*b. Nợ dài hạn*

Nợ dài hạn là nguồn vốn dài hạn quan trọng của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có thể huy động nợ dài hạn qua các trung gian tài chính như: ngân hàng hay các công ty tài chính hay huy động nợ dài hạn bằng cách phát hành trái phiếu.

- 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. Bất kì một quyết định đầu tư dài hạn nào của doanh nghiệp cũng gắn liền với một dự án cụ thể. Tuy nhiên, không một doanh nghiệp nào dùng toàn bộ vốn chủ sở hữu để đầu tư vào một dự án, cho dù khả năng tài chính cho phép. Các doanh nghiệp sẽ tìm cách phân chia rủi ro từ việc đầu tư dự án với các nhà đầu tư khác, ví dụ ngân hàng. Khi ngân hàng cho doanh nghiệp vay vốn dài hạn, ngân hàng đã gánh bớt rủi ro với doanh nghiệp, bù lại, ngân hàng sẽ được hưởng lãi và phí cho vay. Song, bao giờ các ngân hàng cũng đòi hỏi doanh nghiệp phải có một phần vốn chủ sở hữu nhất định, nói cách khác, các ngân hàng cũng không bao giờ cho vay toàn bộ đối với một dự án.

Để có thể vay được vốn dài hạn, các doanh nghiệp phải thực hiện đầy đủ các yêu cầu, điều kiện do ngân hàng đưa ra, vì đối với ngân hàng đó cũng chính là các điều kiện để đảm bảo vốn cho vay an toàn và sinh lời. Cụ thể, các doanh nghiệp phải lập hồ sơ đề nghị vay vốn, trong đó cần có các giấy tờ như: giấy đăng kí kinh doanh, giấy phép thành lập doanh nghiệp, giấy phép đầu tư của cơ quan có thẩm quyền và một loạt các giấy tờ liên quan khác. Để chứng minh tình hình tài chính lành mạnh, các doanh nghiệp phải nộp các Báo cáo tài chính trong ít nhất 2 năm gần nhất. Các dự báo tài chính, phương án sản xuất kinh doanh, luận chứng kinh tế kỹ thuật của dự án xin vay, phương án hoàn trả gốc và lãi là những căn cứ quan trọng để ngân hàng đưa ra phán quyết cho vay cuối cùng.

Khi vay ngân hàng, doanh nghiệp sẽ chịu một số áp lực từ phía ngân hàng, đôi khi những áp lực này còn ảnh hưởng đến các quyết định quản lí kinh doanh của doanh nghiệp. Ví dụ, hạn mức tín dụng của các ngân hàng sẽ là rào cản để các doanh nghiệp thực hiện những dự án lớn. Hay các điều kiện đảm bảo tiền vay như: yêu cầu về tài sản thế chấp, kì hạn trả nợ không phù hợp với chu kì sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp sẽ gây cho doanh nghiệp không ít khó khăn về khả năng thanh toán. Ngoài ra các thủ tục rườm rà, mang tính hình thức cũng làm tăng thời gian và chi phí tiếp cận với vốn vay ngân hàng của doanh nghiệp.

Chính vì thế doanh nghiệp có thể sử dụng một phương thức tài trợ khác do các công ty cho thuê cung cấp, đó là cho thuê tài sản. Về bản chất đây là một hình thức cấp vốn cho doanh nghiệp.

#### **- Thuê tài sản**

Đây là hình thức tài trợ của các công ty cho thuê đối với doanh nghiệp, nhưng không phải bằng tiền mà bằng tài sản. Hình thức này ngày càng phổ biến vì những ưu việt của nó. Bên cạnh các công ty cho thuê tài sản thuộc ngân hàng, còn có các công ty tài chính hay công ty cho thuê tài sản độc lập cũng đang hoạt động mạnh mẽ trong lĩnh vực này.

Trên cơ sở nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh hay đầu tư mua sắm máy móc thiết bị của doanh nghiệp, công ty cho thuê sẽ mua tài sản cố định rồi cho doanh nghiệp thuê lại. Như vậy, tài sản cho thuê thuộc sở hữu của bên cho thuê, còn doanh nghiệp đi thuê phải trả tiền thuê.

Kết thúc hợp đồng thuê, bên đi thuê có quyền mua lại tài sản với giá ưu đãi hơn so với giá thị trường. Điều này giúp gắn chặt quyền lợi của bên cho thuê và doanh nghiệp trong việc sử dụng tài sản. Thông thường, bên cho thuê sẽ sử dụng hình thức cho thuê ba bên, nghĩa là có sự tham gia của nhà cung cấp máy móc thiết bị để đảm bảo tài sản cố định cho thuê thoả mãn mọi yêu cầu về kỹ thuật của doanh nghiệp.

Đối với doanh nghiệp, đây là hình thức tài trợ tương đối ưu việt vì doanh nghiệp có thể thực hiện được dự án mà không cần thoả mãn các yêu cầu khắt khe của ngân hàng như khi đi vay. Yêu cầu về tài sản thế chấp là một trong những vướng mắc chủ yếu của các doanh nghiệp khi vay vốn ngân hàng, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa có khả năng phát triển sản xuất kinh doanh rất tốt do họ có thể tiếp cận với mọi cơ hội đầu tư và tận dụng nguồn nhân công rẻ nhưng để thoả mãn điều kiện về tài sản thế chấp khi vay vốn ngân hàng thì không phải đơn giản.

**- Phát hành trái phiếu dài hạn**

Phát hành trái phiếu dài hạn là một phương thức huy động vốn dài hạn khá linh hoạt, nhất là đối với các doanh nghiệp uy tín trên thị trường. Các loại trái phiếu 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 này. Trái phiếu được phân loại theo các tiêu thức khác nhau, như:

**Theo phương thức trả lãi:** trái phiếu trả lãi một lần và trái phiếu Coupon. Sự khác nhau cơ bản giữa hai loại trái phiếu này là trái phiếu Coupon có lãi trả định kì, có thể theo quý, nửa năm hay một năm, trong khi đó trái phiếu có lãi trả một lần thì lãi được trả một lần cũng với gốc vào ngày mãn hạn của trái phiếu. Việc phát hành trái phiếu Coupon sẽ giúp doanh nghiệp giảm bớt được áp lực lên khả năng thanh toán vào ngày mãn hạn trái phiếu vì khi đó, doanh nghiệp phải đối mặt với dòng tiền đi ra chi trả gốc rất lớn. Lãi được trả định kì sẽ giảm bớt dòng tiền đi ra so với việc lãi được thanh toán một lần cũng với thanh toán mệnh giá vào ngày mãn hạn.

**Theo lãi suất:** trái phiếu có lãi suất thả nổi và trái phiếu có lãi suất cố định. Trái phiếu có lãi suất thả nổi là trái phiếu có lãi suất biến động theo lãi suất thị trường, nếu lãi suất thị trường thay đổi thì lãi suất của trái phiếu có lãi suất thả nổi cũng thay đổi tương ứng. Ngược lại, đối với trái phiếu có lãi suất cố định được cố định lãi suất trong suốt thời gian có giá trị của trái phiếu, cho dù lãi suất thị trường có thay đổi như thế nào. Sử dụng trái phiếu có lãi suất cố định giúp doanh nghiệp chủ động xác định được chi phí trả lãi trái phiếu, doanh nghiệp sẽ được lợi nếu

nhu lãi suất thị trường có xu hướng tăng, ngược lại doanh nghiệp sẽ thiệt nếu lãi suất thị trường có xu hướng giảm. Trong khi đó, trái phiếu có lãi suất thả nổi sẽ linh hoạt điều chỉnh lãi suất theo lãi suất thị trường, giúp doanh nghiệp xác định chính xác chi phí của việc sử dụng vốn do phát hành trái phiếu.

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. Các doanh nghiệp có khả năng phát triển sản xuất kinh doanh, xu thế tăng trưởng tốt thường phát hành loại trái phiếu này. Các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận lãi suất thấp khi sở hữu những trái phiếu này vì họ có cơ hội trở thành chủ sở hữu, được quyền hưởng thu nhập thặng dư khi trái phiếu chuyển thành cổ phiếu.

### ***1.1.3. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp***

Một doanh nghiệp có thể sử dụng một hay nhiều nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, có thể dùng vốn ngắn hạn hay dài hạn, dùng nợ hay vốn chủ sở hữu, tùy thuộc vào rất nhiều yếu tố chủ quan và khách quan.

#### ***1.1 3.1. Khái niệm***

**Cơ cấu vốn của doanh nghiệp là mối tương quan tỷ lệ giữa Nợ dài hạn và Vốn chủ sở hữu.** Như vậy, khi đề cập đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp người ta chỉ xem xét vốn dài hạn: (i) nợ dài hạn và (ii) vốn chủ sở hữu.

Cơ cấu vốn không xem xét đến nợ ngắn hạn, vì nợ ngắn hạn mang tính ngắn hạn, tạm thời, không ảnh hưởng nhiều đến sự chia sẻ quyền quản lí và giám sát hoạt động của doanh nghiệp. Các khoản nợ ngắn hạn hầu như chỉ được sử dụng để đáp ứng nhu cầu bổ sung vốn lưu động của doanh nghiệp, không bị tác động nhiều bởi các nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Hơn nữa chi phí để tiếp cận vốn ngắn hạn thấp hơn vốn dài hạn. Do vậy, khi thiết lập kế hoạch huy động vốn, doanh nghiệp chỉ xem xét đến các nguồn vốn dài hạn.

**Cơ cấu vốn của doanh nghiệp mang những đặc trưng cơ bản sau:**

- Được cấu thành bởi vốn dài hạn, ổn định, thường xuyên trong doanh nghiệp.



- Đây là số vốn chủ yếu được dùng để tài trợ cho các quyết định đầu tư dài hạn của doanh nghiệp. Việc lựa chọn một cơ cấu vốn hợp lý có 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 đó, không có một cơ cấu vốn tối ưu cho mọi doanh nghiệp, trong mọi chu kỳ sản xuất kinh doanh. Nói cách khác, khi nghiên cứu cơ cấu vốn của một doanh nghiệp phải nghiên cứu 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***

Nhà quản trị tài chính doanh nghiệp có thể thiết lập một cơ cấu vốn tối ưu dựa trên cơ sở định tính và định lượng những nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Một cơ cấu vốn được coi là tối ưu khi chi phí vốn thấp nhất, đồng thời khi đó, giá thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp cũng là cao nhất.

Như vậy có hai căn cứ để xác định cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp, đó là chi phí vốn và giá thị trường của cổ phiếu. Tuy nhiên, giá thị trường của cổ phiếu là tiêu chí mang tính khách quan, không phải chỉ do những nhân tố nội tại của chính sách quản lý vốn của doanh nghiệp quyết định. Giá cổ phiếu trên thị trường có thể là cao nhất nhưng không phải vì cơ cấu vốn tối ưu mà vì một yếu tố khách quan nào đó tác động. Chi phí vốn thấp nhất sẽ dẫn đến giá cổ phiếu trên thị trường là cao nhất.

**Do vậy, thiết lập cơ cấu vốn tối ưu sẽ dựa trên cơ sở xác định 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 cơ cấu vốn tối ưu đó.** Vì thế dựa trên phân tích thống kê các mô hình kinh tế lượng thường được sử dụng để xem xét các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Nhờ đó giúp doanh nghiệp sẽ xác định được mối quan hệ và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố này đến cơ cấu vốn. Chừng nào cơ cấu vốn của doanh nghiệp chưa đạt đến mức tối ưu doanh nghiệp có thể tiếp tục sử dụng thêm nợ. Ngược lại, khi

cơ cấu vốn của doanh nghiệp đã vượt quá điểm tối ưu, việc sử dụng thêm nợ sẽ bất lợi đối với doanh nghiệp.

Như vậy, có thể thấy, việc thiết lập cơ cấu vốn tối ưu là nội dung quan trọng trong chính sách quản lý vốn của một doanh nghiệp. Bất kỳ doanh nghiệp nào khi xây dựng chính sách quản lý vốn cũng nhằm vào ba mục tiêu: (i) huy động được vốn với quy mô tối đa, (ii) xác định cơ cấu vốn tối ưu và (iii) duy trì được cơ cấu vốn tối ưu. Cả ba mục tiêu trên đều hướng tới mục tiêu cuối cùng là xây dựng, đảm bảo một cơ cấu vốn tối ưu về quy mô và chi phí. Có như vậy, doanh nghiệp mới có cơ hội đầu tư một cách hiệu quả và đa dạng, sử dụng có hiệu quả vốn huy động.

### ***b. Căn cứ thiết lập cơ cấu vốn tối ưu***

#### ***- Chi phí vốn***

Để có thể xác định được một cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp thì việc nghiên cứu chi phí vốn có ý nghĩa rất quan trọng. Đây chính 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 căn cứ thiết lập cơ cấu vốn tối ưu.

Chi phí vốn được hiểu là chi phí bỏ ra để sử dụng một nguồn vốn nào đó. Nếu doanh nghiệp vay vốn ngân hàng thì lãi vay và các chi phí khác để tiếp cận với vốn vay ngân hàng chính là chi phí vốn ngân hàng. Doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ưu đãi thì chi phí vốn chính là tỷ lệ chi trả cổ tức cho các cổ đông.

Chi phí vốn của doanh nghiệp được xác định trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận tối thiểu của việc sử dụng nguồn vốn đó [24]. Tương ứng với hai bộ phận chính của cơ cấu vốn là Nợ và Vốn chủ sở hữu thì cũng sẽ có hai loại chi phí vốn.

#### ***+ Chi phí Nợ***

Chi phí Nợ được hiểu là chi phí doanh nghiệp phải bỏ ra để huy động nợ. 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 đã phát hành trái phiếu trên thị trường thì khi phát hành thêm trái phiếu sẽ căn cứ vào lãi suất đáo hạn của trái phiếu đó để xác định tỷ lệ lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư.

Điểm khác biệt giữa chi phí Nợ và chi phí Vốn chủ sở hữu là chi phí Nợ được coi là chi phí trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp, còn chi phí vốn chủ sở hữu là chi phí xác định sau khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Do vậy, doanh nghiệp nếu sử dụng nợ sẽ được hưởng phần tiết kiệm thuế, được tính bằng:

$$tk = k_b \times t \quad (1.1)$$

trong đó:

tk: phần tiết kiệm thuế do sử dụng nợ

$k_b$ : chi phí Nợ trước thuế

t: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Vì vậy, thực tế nếu sử dụng nợ với chi phí  $k_b$  doanh nghiệp chỉ phải trả:

$$a k_b = k_b - tk = k_b \times (1-t) \quad (1.2)$$

trong đó,  $a k_b$  là chi phí Nợ sau thuế hay chi phí Nợ đã được điều chỉnh bởi 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. 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 của cổ phiếu ưu tiên*

Vì cổ phiếu ưu tiên có tỷ lệ chi trả cổ tức cố định, cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu tiên nên chi phí của việc sử dụng vốn do phát hành cổ phiếu ưu tiên sẽ được xác định trên cơ sở chuỗi niên kim cố định từ cổ tức hàng năm. Do vậy, chi phí của cổ phiếu ưu tiên,  $k_p$  bằng:

$$k_p = D/P_o \quad (1.3)$$

Trong đó:

D: cổ tức trả hàng năm cho cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu tiên.

$P_o$ : Giá của cổ phiếu ưu tiên

### **- Chi phí của cổ phiếu thường**

Việc xác định chi phí của cổ phiếu thường phức tạp hơn so với chi phí của cổ phiếu ưu tiên. Chi phí của cổ phiếu thường được xác định dựa trên hai cách tiếp cận cơ bản: (i) cách tiếp cận sử dụng mô hình tăng trưởng cổ tức DGM và (ii) cách tiếp cận bằng mô hình định giá tài sản tài chính CAPM. Mô hình định giá tài sản tài chính sẽ phân tích chi tiết ở phần xác định chi phí của lợi nhuận giữ lại.

### **Mô hình tăng trưởng cổ tức DGM (Dividend Growth Model)**

Mô hình DGM được nghiên cứu dựa trên thu nhập từ cổ phiếu là giá trị hiện tại của tổng các dòng tiền thu được từ cổ tức, với một tỷ lệ tăng trưởng cổ tức nhất định hàng năm.

Nếu  $P_0$  là giá cổ phiếu tại thời điểm hiện tại,  $P_1$  là giá tại thời điểm 1 năm sau,  $D_i$  là cổ tức nhận được cuối năm thứ  $i$ , khi đó, ta có:

$$P_o = \frac{D_1}{(1+R)} + \frac{D_2}{(1+R)^2} + \frac{D_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+R)^n} \quad (1.4)$$

Trong đó  $R$  là tỷ lệ lãi suất yêu cầu thị trường,  $n$  là số năm tồn tại của cổ phiếu đến vô cùng.

Tổng quát, ta có thể biểu diễn giá hiện tại của cổ phiếu bằng giá trị hiện tại của những cổ tức nhận được trong tương lai như sau:

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+R)^t} \quad (1.5)$$

Mô hình trên được áp dụng cho một số trường hợp đặc biệt sau: (i) cổ tức có tỷ lệ tăng trưởng bằng 0, (ii) cổ tức tăng trưởng với tỷ lệ cố định, (iii) và cổ tức tăng trưởng với một tỷ lệ cố định sau một thời gian nhất định.

*Trường hợp cổ tức có tỷ lệ tăng trưởng bằng 0*

Khi cổ phiếu thường có tỷ lệ tăng trưởng bằng 0 thì giống như cổ phiếu ưu tiên. Khi đó,

$$D_1 = D_2 = D_3 = \text{cố định}$$

Vì thế, giá trị của cổ phiếu bằng:

$$P_o = \frac{D_1}{(1+R)} + \frac{D_1}{(1+R)^2} + \frac{D_1}{(1+R)^3} + \dots + \frac{D_1}{(1+R)^n} \quad (1.6)$$

Lúc này giá trị của cổ phiếu chính bằng giá trị hiện tại của những dòng thu nhập trong tương lai do cổ tức cố định mang lại. Vì thế,

$$P_o = D/R$$

R là lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với cổ phiếu, với doanh nghiệp R chính là chi phí huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu.

*Trường hợp cổ tức tăng trưởng với tỷ lệ cố định*

Giả sử cổ tức của doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng là g, Do là cổ tức trả năm ngoái, khi đó, cổ tức trả năm nay là  $D_1 = D_o(1+g)$

Tương tự, cổ tức trả năm tiếp theo là  $D_2 = D_o(1+g)^2$

Tổng quát, cổ tức trả năm n sẽ bằng  $D_n = D_o(1+g)^n$

Bằng một số phép biến đổi đại số, ta có:

$$R = \frac{D}{P_o} + g \quad (1.7)$$

Trong công thức trên, R là tỷ lệ lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với việc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp, đồng thời chính là chi phí của doanh nghiệp khi sử dụng vốn do phát hành cổ phiếu. Nếu doanh nghiệp phải trả chi phí phát hành, thì khi đó, chi phí của việc phát hành cổ phiếu sẽ tăng:

$$R' = \frac{D}{P_0 - N} + g \quad (1.8)$$

Trong đó:

N: là chi phí phát hành tính trên một cổ phiếu

Khi áp dụng mô hình tăng trưởng cổ tức có một số nhược điểm sau:

*Thứ nhất*, mô hình DGM dựa trên giả định là tỷ lệ cổ tức của các doanh nghiệp là cố định hoặc tăng trưởng với một tỷ lệ cố định hàng năm, điều này trên thực tế là rất ít khi xảy ra.

*Thứ hai*, việc dự tính chi phí vốn chủ sở hữu là rất nhạy cảm với tỷ lệ tăng trưởng dự tính. Giả sử với mức giá cổ phiếu cho trước, một thay đổi nhỏ của g sẽ tạo ra sự gia tăng dự tính của chi phí vốn chủ sở hữu lớn.

*Thứ ba*, mô hình này chưa xem xét đến tác động của rủi ro. Không giống mô hình SML, trong mô hình DGM không xem xét đến bất kỳ điều chỉnh nào trong chi phí vốn chủ sở hữu do tác động của rủi ro.

**- Chi phí của lợi nhuận giữ lại:**

Chi phí của lợi nhuận giữ lại chính là chi phí cơ hội đối với việc sử dụng lợi nhuận giữ lại của nhà đầu tư. Thay vì việc nhận được cổ tức vào cuối năm, các cổ đông chỉ đồng ý cho doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận với điều kiện việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư sẽ tạo ra một tỷ suất sinh lời trong tương lai cao hơn tỷ lệ chi trả cổ tức hiện tại.

Như vậy, đối với doanh nghiệp, để có thể sử dụng lợi nhuận để tái đầu tư, doanh nghiệp phải mất chi phí vốn, đó chính là tỷ suất sinh lời nhà đầu tư yêu cầu đối với doanh nghiệp. Có 3 phương pháp để xác định chi phí này, xuất phát từ bản chất của chi phí của lợi nhuận giữ lại chính là chi phí cơ hội

đối với nhà đầu tư: (i) phương pháp lãi suất trái phiếu cộng phần bù rủi ro, (ii) phương pháp mô hình tăng trưởng cổ tức và (iii) phương pháp định giá tài sản tài chính CAPM.

### **Phương pháp lãi suất trái phiếu cộng phần bù rủi ro**

Vì bất kì nhà đầu tư nào cũng có thể tiếp cận cơ hội đầu tư ít rủi ro nhất, đó là đầu tư vào trái phiếu chính phủ, tất nhiên, với cơ hội đầu tư này, lãi suất nhận được là thấp nhất. Do vậy, thay vì nhận cổ tức để tái đầu tư vào trái phiếu chính phủ, nhà đầu tư đồng ý cho doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận. Vì thế, chi phí của việc giữ lại lợi nhuận đối với doanh nghiệp chính là cơ hội có được lợi nhuận do đầu tư vào trái phiếu chính phủ của nhà đầu tư, cộng thêm một mức phần thưởng rủi ro  $\alpha$ .

$$k_{re} = r_f + \alpha \quad (1.9)$$

trong đó:

$k_{re}$  : chi phí của lợi nhuận giữ lại

$r_f$  : lãi suất phi rủi ro ( thông thường là lãi suất trái phiếu chính phủ)

$\alpha$  : hệ số phản ánh bù rủi ro của doanh nghiệp

Phương pháp này tương đối dễ áp dụng vì lãi suất trái phiếu chính phủ được công bố công khai trong các đợt phát hành. Tuy nhiên, tính không chính xác của phương pháp này là hệ số  $\alpha$  không phản ánh chính xác mức độ rủi ro của doanh nghiệp, vì thế, xác định chi phí của lợi nhuận giữ lại theo phương pháp này là không hoàn toàn chính xác.

### **Phương pháp mô hình tăng trưởng cổ tức**

Cơ sở của việc xác định chi phí của lợi nhuận giữ lại bằng phương pháp này là thay vì nhận cổ tức, các cổ đông sẽ được nhận một số lượng cổ phiếu tương ứng với giá trị cổ tức sẽ nhận được. Khi đó, chi phí của việc giữ lại lợi nhuận được xác định theo phương pháp này sẽ tương tự như xác định chi phí của cổ phiếu thường.

$$k_{re} = D_1/P_0 + g \quad (1.10)$$

Trong đó,  $D_1$  : cổ tức nhận được năm nay

$g$ : tỷ lệ tăng trưởng cổ tức dự tính

$P_0$  : Giá cổ phiếu hiện tại

Phương pháp này tương đối dễ áp dụng vì các thông tin về cổ tức, giá hiện tại của cổ phiếu và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức dự tính hoàn toàn được cung cấp trên thị trường.

### **Phương pháp CAPM**

Mô hình CAPM được William Sharp đề xuất năm 1963, và sau đó, năm 1965 đã được John Litner, Jan Mossin phát triển [65]. Về lí thuyết, phương pháp CAPM cũng xác định chi phí của lợi nhuận giữ lại chính là chi phí cơ hội của nhà đầu tư. Cách tiếp cận của phương pháp này giống phương pháp lãi suất trái phiếu cộng với phần thưởng rủi ro, tuy nhiên, CAPM đưa ra cách xác định chính xác hơn chi phí của lợi nhuận giữ lại so với các phương pháp khác là xác định chi phí cơ hội của nhà đầu tư dựa trên tỷ suất sinh lời trung bình của thị trường, có được điều chỉnh bởi hệ số rủi ro, chứ không phải đơn giản chỉ dựa vào lãi suất trái phiếu chính phủ:

$$k_{re} = r_f + (r_m - r_f) \beta \quad (1.11)$$

Trong đó,

$k_{re}$  : chi phí lợi nhuận giữ lại

$r_f$  : lãi suất trái phiếu chính phủ

$r_m$  : lãi suất thị trường hay lãi suất trung bình

$\beta$ : hệ số rủi ro

Việc áp dụng CAPM để xác định chi phí vốn của lợi nhuận giữ lại được coi là phương pháp ưu việt nhất. Tuy nhiên, khó khăn lớn nhất khi áp dụng phương pháp này là việc tính toán hệ số  $\beta$  đòi hỏi phải có đầy đủ thông tin về lịch sử hoạt động của doanh nghiệp, vì đây là hệ số tính toán trên cơ sở số liệu thống kê. Còn lãi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất thị trường được xác định tương đối dễ dàng bởi các công ty tư vấn tài chính.



Tuy nhiên việc áp dụng CAPM cũng bộc lộ một số nhược điểm, đó là:

(i) CAPM chỉ xem xét mối quan hệ giữa rủi ro, lợi nhuận trong khoảng thời gian nhất định. Điều đó có nghĩa là nó bỏ qua yếu tố thời gian trong chuỗi phân tích. Thực tế, đây là vấn đề khá quan trọng vì khi thời gian không đủ lớn, các ước lượng trên cơ sở số liệu quá khứ sẽ thay đổi, như ước lượng hệ số  $\beta$ .

(ii) CAPM không bao giờ có thể được thử nghiệm một cách chính xác vì trong thực tế không thể xác định được danh mục đầu tư thị trường. Theo mô hình CAPM danh mục đầu tư thị trường là danh mục bao gồm tất cả các tài sản tài chính có trong nền kinh tế, do vậy, để xây dựng được mô hình CAPM, người ta phải quan sát và đo lường danh mục đầu tư hiệu quả này. Điều này là vô cùng khó vì thị giá và tỷ trọng của các tài sản biến động không ngừng, nhiều khi không thể kiểm soát hết được số lượng tài sản hiện có trên thị trường. Trên thực tế, người ta hay sử dụng các chỉ số thị trường như Standard & Poor 500 và NYSE 2000 làm đại diện cho danh mục thị trường nhưng nó sẽ tạo sai số khá lớn, giảm tính chính xác của CAPM.

(iii) CAPM dựa trên sự sẵn có của tài sản phi rủi ro ở mức lãi suất đi vay và cho vay bằng nhau. Trên thực tế, sự khan hiếm tài sản phi rủi ro là luôn xảy ra. Ngoài ra một số giả định khác của CAPM cũng không thực tế, ví dụ như giả định về không tồn tại thuế và phí giao dịch, hay thông tin đến với các nhà đầu tư là như nhau.

Mặc dù CAPM còn nhiều hạn chế, song CAPM vẫn được coi là nền móng cho lý thuyết đầu tư hiện đại, và được ứng dụng rộng rãi trong việc xác định chi phí vốn của doanh nghiệp.

*- Chi phí vốn trung bình*

Thông thường, một doanh nghiệp không sử dụng một loại vốn đơn lẻ mà sẽ kết hợp nhiều nguồn vốn khác nhau. 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. Tuy nhiên, doanh nghiệp sẽ lựa chọn các nguồn vốn sao cho chi phí bình quân gia quyền là thấp nhất.

Giả sử doanh nghiệp sử dụng D: Nợ, E: Vốn chủ sở hữu, khi đó, tổng giá trị thị trường của doanh nghiệp là V,  $V = D + E$ . Tất nhiên, cả giá trị Nợ và Vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp lúc này đều được tính theo giá thị trường. Tiếp theo, giả sử chi phí của Nợ là  $k_d$ , chi phí của vốn chủ sở hữu là  $k_e$ . Do chi phí Nợ chịu tác động bởi thuế thu nhập doanh nghiệp t, khi đó, chi phí bình quân gia quyền của vốn được xác định như sau:

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

Ta có thể thấy chi phí bình quân gia quyền của vốn bao gồm: chi phí Nợ và chi phí vốn chủ sở hữu. Chi phí Nợ chịu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp, nên sẽ giảm đúng bằng phần tiết kiệm nhờ thuế, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp càng lớn thì chi phí nợ càng thấp. Đây chính là cơ sở của việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

Chi phí vốn trung bình của doanh nghiệp sẽ thay đổi khi một trong các nguồn vốn riêng lẻ có chi phí thay đổi. Có hai lí do để chi phí vốn sẽ thay đổi. Thứ nhất là do hoạt động đầu tư của doanh nghiệp tăng mức độ rủi ro, khi đó, nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận cao hơn để bù đắp mức độ rủi ro tăng lên. Do đó, chi phí vốn của doanh nghiệp sẽ tăng lên. Thứ hai, là do cung cầu vốn trên thị trường tài chính thay đổi. Khi cầu về vốn tăng, hay doanh nghiệp muốn huy động thêm một lượng vốn mới thì chi phí vốn hay lãi suất trên thị trường sẽ tăng lên tương ứng vì lượng cung vốn trên thị trường lúc này thấp hơn so với nhu cầu của các doanh nghiệp. Do vậy, chi phí bình quân gia quyền của vốn sẽ thay đổi trong từng thời kì, với từng lượng vốn huy động khác nhau.

- *Sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận*

Căn cứ thứ hai để doanh nghiệp xây dựng cơ cấu vốn tối ưu là nguyên tắc đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Một doanh nghiệp có rất nhiều cơ hội để

lựa chọn nguồn tài trợ. Dùng nguồn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn, khả năng sinh lời sẽ 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, nếu dùng nguồn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn thì chi phí sẽ cao hơn, ảnh hưởng đến khả năng sinh lời, nhưng bù lại, khả năng thanh toán sẽ tăng.

Vì vậy, doanh nghiệp phải đánh đổi giữa việc chấp nhận rủi ro để kỳ vọng nhận được lợi nhuận lớn hơn. Tuy nhiên, lợi nhuận thu được trong tương lai không phải là chắc chắn, do vậy chỉ những giám đốc mạo hiểm, dám chấp nhận rủi ro mới có khả năng thu được lợi nhuận lớn. Còn những giám đốc không muốn đương đầu với rủi ro sẽ sử dụng toàn bộ nguồn dài hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn, toàn bộ nguồn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Khi đó, khả năng sinh lời và khả năng thanh toán đều ở mức trung bình.

Nguyên tắc trên cũng được ứng dụng rất rộng rãi khi doanh nghiệp lựa chọn cơ cấu vốn tài trợ cho một dự án cụ thể. Việc xác định tỷ lệ tài trợ cho dự án bao nhiêu là vốn chủ sở hữu, bao nhiêu là nợ cũng được xác định dựa trên sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Đối với doanh nghiệp, dùng vốn chủ sở hữu an toàn hơn, nhưng chi phí lại cao hơn, còn sử dụng nợ sẽ ảnh hưởng đến khả năng thanh toán song chi phí thấp hơn.

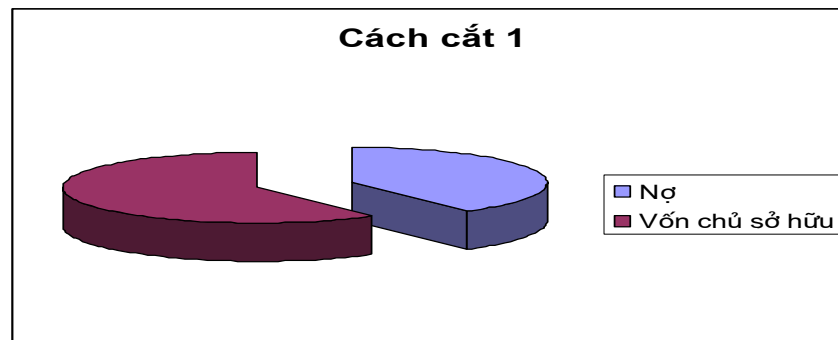
### *c. Mô hình cơ cấu vốn tối ưu*

Có khá nhiều mô hình lý thuyết được đưa ra để xây dựng cơ cấu vốn tối ưu, trong đó, các nhà nghiên cứu kinh tế đã lần lượt đưa các nhân tố: chi phí vốn, thuế, chi phí giao dịch, tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu, nhân tố về quản lý, chi phí phá sản... và phân tích tác động của các nhân tố này đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. 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 đề xuất, 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.

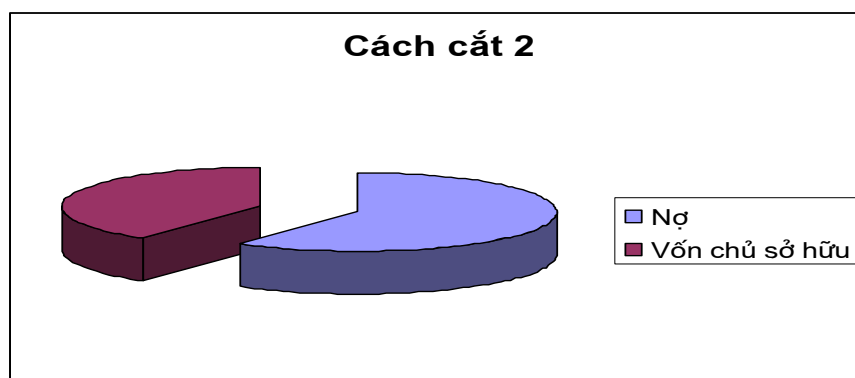
### *\* Mô hình M&M, tình huống 1*

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

**Mô hình M&M tình huống 1 cho rằng giá trị của doanh nghiệp hoàn toàn độc lập với cơ cấu vốn.** Giả sử có hai doanh nghiệp có qui mô vốn và tài sản như nhau, nhưng cơ cấu vốn là khác nhau. Một doanh nghiệp sử dụng 60% Nợ, 40% Vốn chủ sở hữu và một doanh nghiệp thì ngược lại sử dụng 40% Nợ và 60% Vốn chủ sở hữu. Trong trường hợp này cơ cấu vốn của cả hai doanh nghiệp được gọi là mô hình “cái bánh”. Giả sử có thể có hai cách cắt bánh thành hai phần, Nợ (D) và Vốn chủ sở hữu (E): 60%-40% và 40%-60%. Tuy nhiên, cỡ của chiếc bánh như trong hình 1 là như nhau cho cả hai cách cắt bởi vì giá trị và tài sản của hai công ty là như nhau. Đây chính là ý tưởng của mô hình M&M tình huống 1: bánh to hay nhỏ không phụ thuộc vào cách cắt bánh.



*Hình 1.1. Mô hình M&M tình huống 1*



*Hình 1.2. Mô hình M&M tình huống 1*

**\* Mô hình M&M, tình huống 2**

Mặc dù thay đổi cơ cấu vốn không làm thay đổi tổng giá trị của doanh nghiệp, tuy nhiên, sẽ dẫn đến sự thay đổi quan trọng trong việc huy động Nợ và

Vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Giả định không có tác động của thuế, hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra đối với một doanh nghiệp được tài trợ bằng Nợ hay Vốn chủ sở hữu khi tỷ lệ Nợ và Vốn chủ sở hữu thay đổi.

Nếu không có tác động của thuế, công thức tính WACC đối với một doanh nghiệp được xác định như sau:

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \quad (1.13)$$

Trong đó,  $V = E + D$ , hay tổng giá trị của doanh nghiệp bằng Vốn chủ sở hữu cộng với Nợ. Bên cạnh đó, chi phí vốn trung bình được xem như là tỷ suất sinh lời cần thiết đối với tổng tài sản của một doanh nghiệp, do đó, ta có thể sử dụng  $R_A$  thay cho WACC, khi đó, công thức trên trở thành:

$$R_A = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \quad (1.14)$$

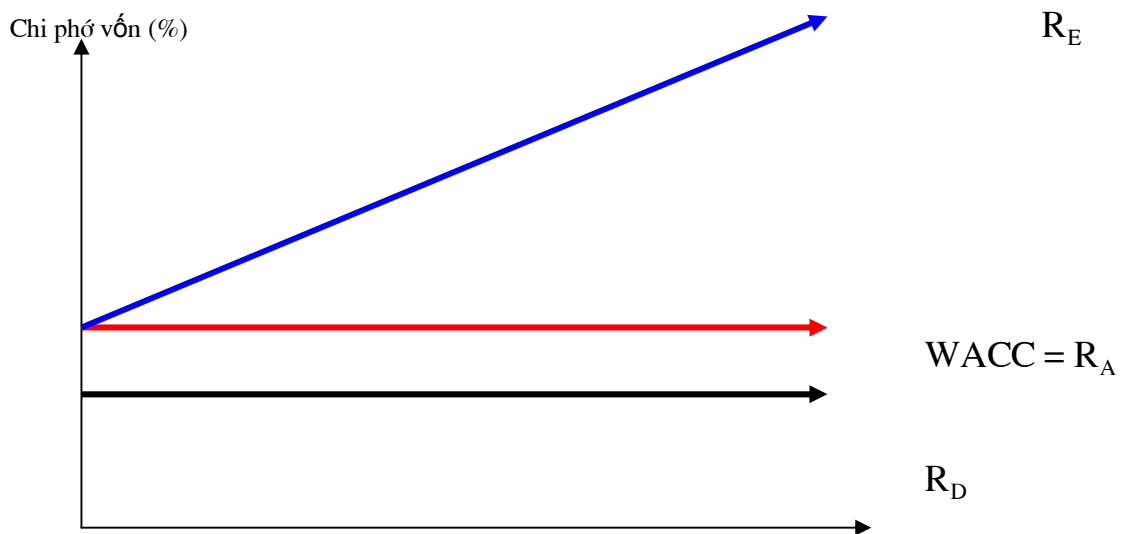
Ta có thể biến đổi công thức trên thành:

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

đây chính là công thức của mô hình M&M tình huống 2. **Theo mô hình này, 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.** Mô hình M&M 2 cũng cho thấy chi phí vốn chủ sở hữu là một hàm tuyến tính có hệ số góc dương, phụ thuộc vào biến số là tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu. Trên đồ thị, ta có thể thấy chi phí vốn chủ sở hữu  $R_E$ , được xác định bởi đồ thị có hệ số góc là  $(R_A - R_D)$ . Trục y, tương ứng với doanh nghiệp không sử dụng Nợ, hệ số góc bằng 0,  $R_A = R_D$ . Nhìn đồ thị 1.1 ta thấy, nếu doanh nghiệp sử dụng thêm Nợ, thì mức độ rủi ro tăng lên, và khi đó chi phí vốn chủ sở hữu sẽ tăng tương ứng.

Chú ý rằng, trên đồ thị, **WACC không phụ thuộc vào tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu.** Đây cũng là một cách tiếp cận khác với mô hình M&M 1, tổng chi phí vốn của doanh nghiệp không phụ thuộc vào cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Trên thực tế, sự thay đổi của tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu sẽ được triệt tiêu bởi sự thay đổi trong chi phí vốn chủ sở hữu, do vậy WACC không thay đổi.

Trong mô hình M&M 2, ta thấy chi phí vốn chủ sở hữu bao gồm hai bộ phận. Bộ phận thứ nhất,  $R_A$ , tỷ lệ lãi suất yêu cầu đối với các tài sản của doanh nghiệp, tỷ lệ này phụ thuộc vào hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được gọi là rủi ro kinh doanh. Rủi ro kinh doanh gắn liền với rủi ro hệ thống và có thể đa dạng hoá được. Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp càng lớn thì  $R_A$  càng tăng, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, khi đó, chi phí Vốn chủ sở hữu sẽ tăng.



### ***Đồ thị 1.1. Chi phí vốn chủ sở hữu***

Bộ phận thứ hai, là  $(R_A - R_D) \times (D/E)$ , được xác định bởi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp không sử dụng nợ, chỉ tiêu này bằng không. Khi doanh nghiệp bắt đầu huy động Nợ, tỷ lệ lãi suất yêu cầu đối với Vốn chủ sở hữu tăng. Điều này là tất yếu vì khi doanh nghiệp huy động thêm Nợ, rủi ro đối với các cổ đông tăng lên. Rủi ro tăng lên khi doanh nghiệp sử dụng thêm nợ được gọi là rủi ro tài chính.

Do vậy, tổng rủi ro của doanh nghiệp bao gồm hai bộ phận: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Bộ phận thứ nhất, rủi ro kinh doanh phụ thuộc vào các loại tài sản và hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp chứ không phụ thuộc vào cơ cấu vốn. Với một rủi ro kinh doanh xác định, bộ phận thứ hai,

rủi ro tài chính sẽ được phụ thuộc vào chính sách tài trợ của doanh nghiệp. Chi phí Vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp sẽ tăng khi doanh nghiệp sử dụng thêm nợ vì rủi ro tài chính tăng.

Việc nghiên cứu chi phí vốn của doanh nghiệp có ý nghĩa rất quan trọng trong việc xây dựng một cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong các mô hình đơn giản trên, tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp chưa được đề cập đến. Phần sau sẽ tập trung nghiên cứu mô hình M&M trong điều kiện có thuế thu nhập doanh nghiệp.

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

Sự tác động của thuế sẽ được phân tích cả trong mô hình M&M 1 và M&M 2. Trước hết, trong mô hình M&M 1, mô hình không quan tâm đến tác động của cơ cấu vốn đến giá trị của doanh nghiệp, sẽ nghiên cứu sự thay đổi của cơ cấu vốn khi có tác động của thuế.

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

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.

Hai doanh nghiệp giả định đều có thu nhập trước thuế và lãi (EBIT) là 10.000\$. Sự khác nhau giữa hai doanh nghiệp là L phát hành 10.000\$ trái phiếu vô thời hạn có lãi suất 8%/năm. Lãi trái phiếu mỗi năm sẽ là  $8\% \times 10.000\$ = 800\$$ . Giả định thêm rằng thuế thu nhập doanh nghiệp là 30%.

Chúng ta có thể tính thu nhập sau thuế của hai doanh nghiệp như sau:

**Bảng 1.1. So sánh thu nhập sau thuế của 2 doanh nghiệp***Đơn vị: Đôla Mỹ*

<b>Dòng tiền</b>	<b>Doanh nghiệp U</b>	<b>Doanh nghiệp L</b>
EBIT (\$)	10.000	10.000
Lãi vay (\$)	0	800
Thu nhập trước thuế (\$)	10.000	9.200
Thuế 30%	3.000	2.760
<b>Thu nhập sau thuế</b>	<b>7.000</b>	<b>6.440</b>

*Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả*

Để đơn giản, giả sử rằng không có khấu hao, không có sự thay đổi trong vốn lưu động ròng, để thuận tiện cho việc nghiên cứu dòng tiền của hai doanh nghiệp sẽ thay đổi như thế nào khi có thuế. Trong trường hợp này, một cách dễ dàng, ta xác định được dòng tiền sẽ bằng (EBIT - Thuế). Đối với hai doanh nghiệp U và L, ta có:

**Bảng 1.2. So sánh dòng tiền của 2 doanh nghiệp***Đơn vị: Đôla Mỹ*

<b>Dòng tiền</b>	<b>Doanh nghiệp U</b>	<b>Doanh nghiệp L</b>
EBIT (\$)	10.000	10.000
- Thuế	3.000	2.760
<b>Tổng Dòng tiền</b>	<b>7.000</b>	<b>7.240</b>

*Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả*

Như vậy, có thể thấy tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp vì dòng tiền của hai doanh nghiệp đã có sự khác biệt. Trong đó, dòng tiền chia sẻ cho các cổ đông và trái chủ như Bảng 1.3.

Doanh nghiệp L có dòng tiền lớn hơn vì do doanh nghiệp này có sử dụng Nợ nên chi phí lãi vay được điều chỉnh bởi thuế, do vậy, giảm thuế phải nộp, đúng bằng



chi phí Nợ nhân với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp,  $\$24 = \$800 \times 30\%$ . Phần này được gọi là tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Vì trái phiếu chi trả lãi hàng năm, với tỷ lệ chiết khấu giả định là 8%, thì giá trị hiện tại của phần tiết kiệm thuế này là:

$$PV = 24\$/0,08 = 300\$$$

Do vậy, giá trị của doanh nghiệp L sẽ là  $7.000\$ + 300\$ = 7.300\$$

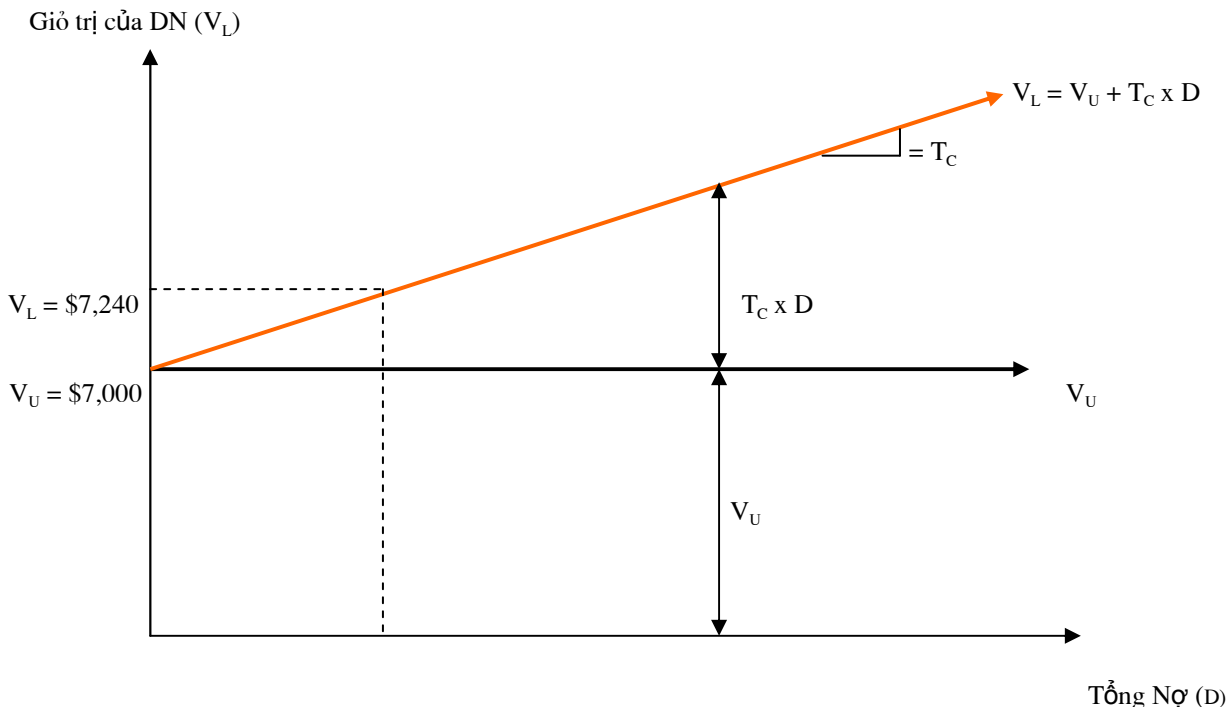
**Bảng 1.3 Dòng tiền của trái chủ và cổ đông.**

*Đơn vị: Đôla Mỹ*

Dòng tiền	Doanh nghiệp U	Doanh nghiệp L
Của các cổ đông	7.000	6.440
Của các trái chủ	0	800
<b>Tổng</b>	<b>7.000</b>	<b>7.240</b>

*Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả*

Tác động của sử dụng Nợ lên giá trị của doanh nghiệp sẽ được thể hiện trên đồ thị 1.2.



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

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

Với ví dụ về doanh nghiệp L ở trên, với giá trị doanh nghiệp là 7.300\$, vì nợ là 1.000\$ nên vốn chủ sở hữu có giá trị là 6.300\$. Chi phí vốn chủ sở hữu của công ty L sẽ bằng:

$$\begin{aligned} R_E &= 0,10 + (0,10 - 0,08) \times (1.000\$/6.300\%) \times (1 - 0,30) \\ &= 0,1022 \text{ hay } 10,22\% \end{aligned} \quad (1.18)$$

Chi phí vốn trung bình bằng:  $WACC = (6300\$/7300\%) \times 10,22\% + (1000\$/7300\%) \times 8\% \times (1 - 0,30) = 9,6\%$  (1.19)

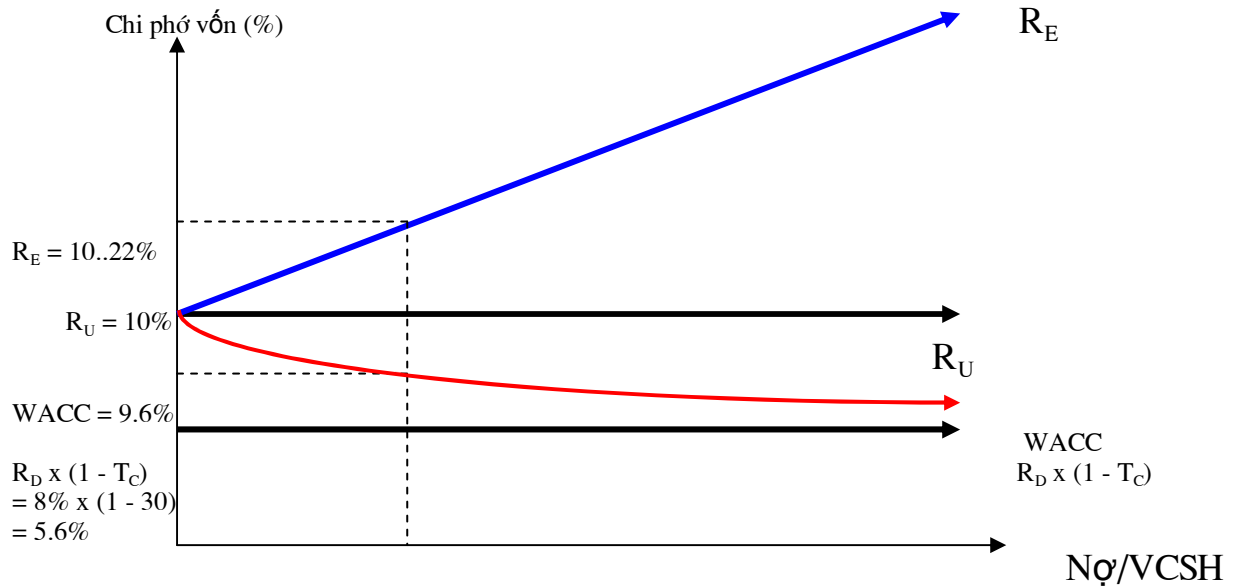
Như vậy, khi không sử dụng Nợ, chi phí vốn của doanh nghiệp là hơn 10%, khi sử dụng nợ giảm xuống còn 9,6%. Do vậy doanh nghiệp sẽ có lợi hơn khi sử dụng Nợ. Có thể minh họa tác động của việc sử dụng nợ đến chi phí vốn qua đồ thị 1.3.

Qua đồ thị 1.3, ta 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 công ty 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 thêm do 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, chỉ thay đổi tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu. Đồ thị 1.4 chỉ ra rằng thu nhập từ phần tiết kiệm

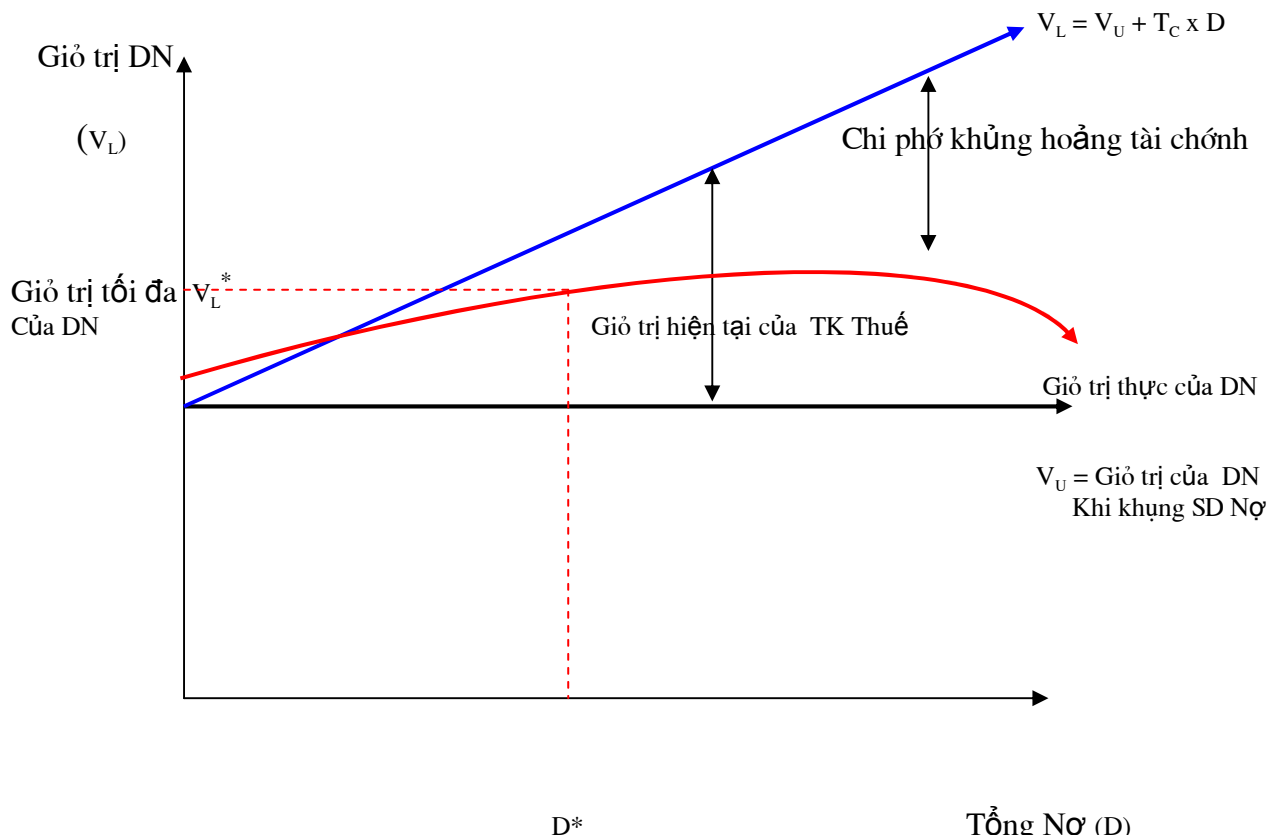
thuế sẽ bị triệt tiêu bởi chi phí khủng hoảng tài chính tăng lên do sử dụng thêm Nợ. **Cơ cấu vốn tối ưu sẽ tồn tại khi nó cân bằng được thu nhập tăng thêm và chi phí khủng hoảng tài chính tăng thêm.**



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

Đồ thị 1.4 mô tả 3 tình huống có thể xảy ra đối với cơ cấu vốn của một doanh nghiệp. Tình huống thứ nhất, mô hình M&M1 đơn giản nhất khi không có tác động của thuế. Đường thẳng song song với trục hoành  $V_U$  chỉ ra rằng giá trị của doanh nghiệp không phụ thuộc vào cơ cấu vốn. Tình huống thứ hai, khi có thuế, được biểu diễn bởi đường dốc lên. Tình huống thứ ba, khi giá trị của doanh nghiệp tăng đến mức tối đa và sau đó lại giảm xuống. Giá trị tối đa của doanh nghiệp,  $V_L^*$ , sẽ đạt được tại điểm  $D^*$ , và điểm này đạt được khi cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp là  $D^*/V_L^*$ . Sự chênh lệch giữa giá trị của doanh nghiệp trong lý thuyết tĩnh và giá trị của doanh nghiệp khi có thuế trong mô hình M&M, chính là phần giá trị bị giảm do chi phí khủng hoảng tài chính khi sử dụng Nợ, còn chênh lệch giữa giá trị của doanh nghiệp theo lý thuyết tĩnh và

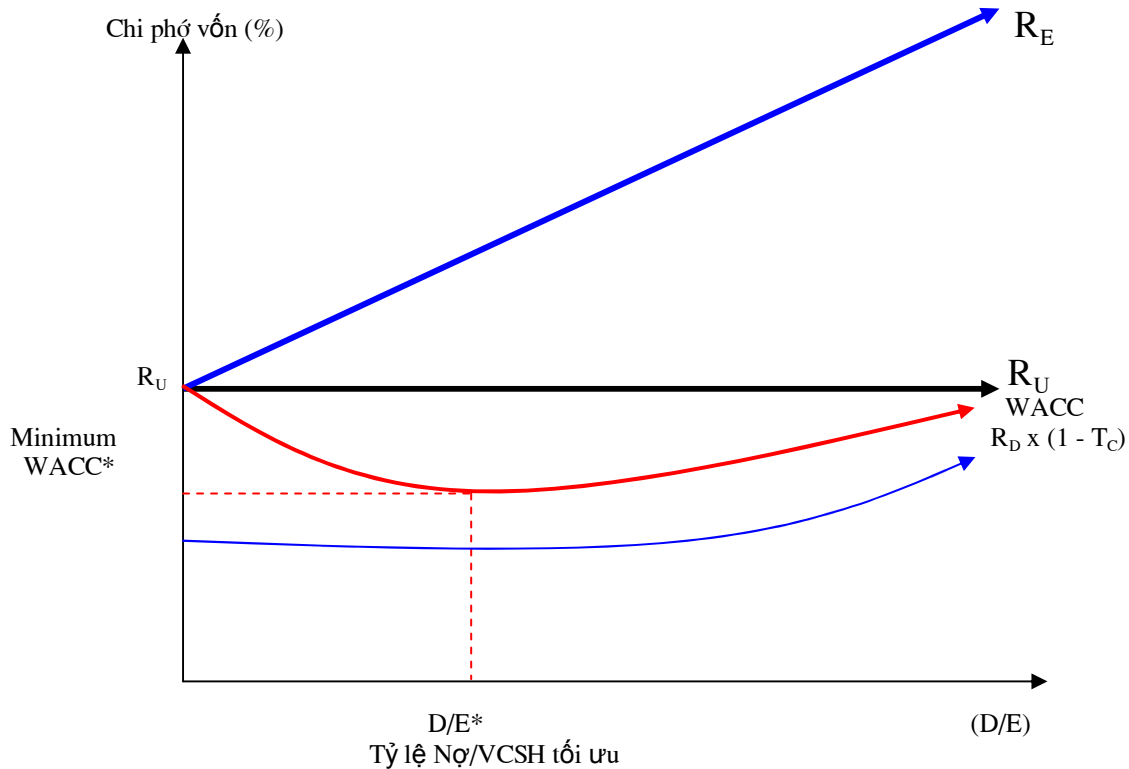
giá trị doanh nghiệp trong mô hình M&M không có thuế là phần tăng do doanh nghiệp sử dụng nợ.



**Đồ thị 1.4. Lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn: Cơ cấu vốn tối ưu và Giá trị của doanh nghiệp**

Lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn cũng chỉ ra rằng khi cơ cấu vốn 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 chi phí nợ này vẫn còn thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu thì phần tăng này sẽ được triệt tiêu bởi chi phí 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  $D^*/E^*$ . Tình huống 1: Khi không có thuế và không có chi phí phá sản, giá trị của doanh nghiệp và chi phí vốn trung bình không phụ thuộc vào cơ cấu vốn. Tình huống 2: Khi có thuế và không có chi phí phá sản, giá trị của doanh nghiệp tăng và chi phí vốn trung bình giảm khi doanh nghiệp sử dụng thêm nợ. Tình huống 3: Khi có tác động của thuế và tồn tại chi phí phá sản thì giá trị của doanh nghiệp  $V_L$

sẽ đạt tối đa tại  $D^*$ , tại đó lượng Nợ vay là tối đa, cùng lúc đó, chi phí vốn trung bình WACC cũng đạt giá trị thấp nhất.



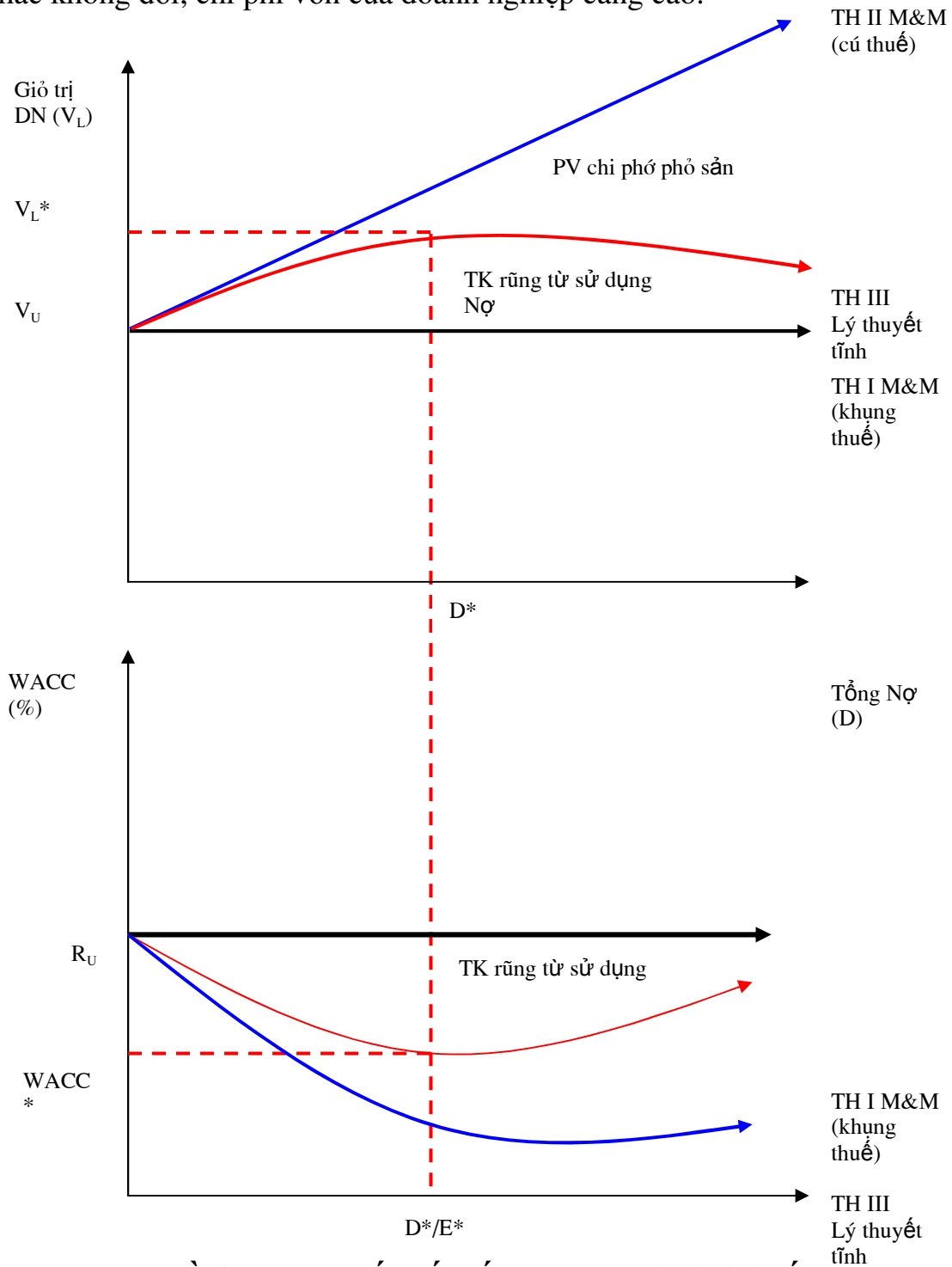
tương đối hoàn thiện. Nó được xây dựng trên cơ sở giả thiết là cơ cấu vốn của doanh nghiệp đã được xác định, vấn đề đặt ra với nhà quản lí là làm thế nào lựa chọn được từng nguồn vốn riêng lẻ để có thể đạt được chi phí vốn trung bình của doanh nghiệp trong một thời kì là nhỏ nhất. Tuy nhiên, có rất nhiều yếu tố tác động đến việc lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp, có thể các nhân tố sẽ tác động riêng lẻ, có thể tác động tổng hợp. Do đó, khó có thể định lượng được sự tác động của từng nhân tố, chỉ có thể bằng cách nghiên cứu những số liệu quá khứ, sử dụng phương pháp hồi quy toán học mới có thể xây dựng được các hàm hồi quy để định lượng sự tác động đó.

## 1.2. Nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn

### 1.2.1. Rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính

Mô hình M&M tình huống 2 đã chỉ ra rằng chi phí vốn chủ sở hữu được chia thành 2 bộ phận. Bộ phận thứ nhất,  $R_A$ , là tỷ lệ lãi suất yêu cầu trên tổng

tài sản, phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động của doanh nghiệp được gọi là rủi ro kinh doanh. Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp càng cao thì  $R_A$  càng cao, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, chi phí vốn của doanh nghiệp càng cao.



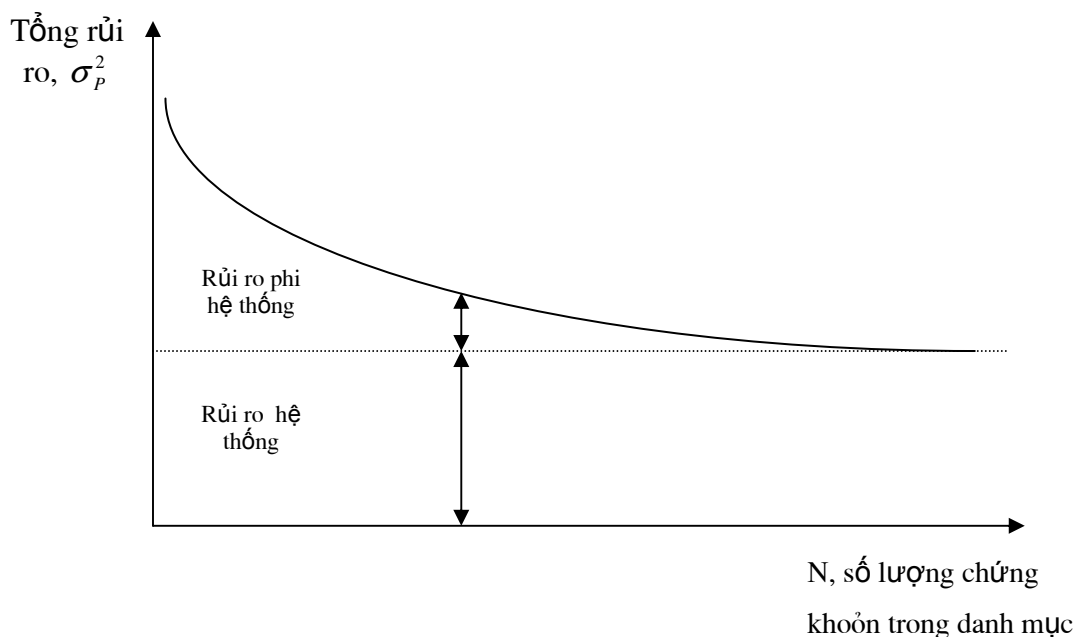
**Đồ thị 1.6. Cơ cấu vốn tối ưu trong các tình huống**

Bộ phận thứ hai của chi phí vốn chủ sở hữu,  $(R_A - R_D) \cdot D/E$ , được xác định bởi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp sử dụng toàn bộ vốn chủ sở hữu thì bộ phận này bằng không. Khi doanh nghiệp bắt đầu huy động nợ, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ tăng. Vì khi đó, xuất hiện rủi ro tài chính do sử dụng thêm nợ mà các cổ đông phải gánh chịu.

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 được xác định), 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 tăng.

Rủi ro có hệ thống là một trong những yếu tố quyết định mức doanh lợi dự kiến của một tài sản, vì thế cần đo mức độ rủi ro có hệ thống cho các khoản đầu tư khác nhau. Thước đo mức độ rủi ro thường được sử dụng là hệ số beta  $\beta$ .

Trong một danh mục đầu tư lớn, đa dạng hoá cao, nhà đầu tư không để ý tới mức rủi ro của từng chứng khoán khi được nắm giữ biệt lập. Nhà đầu tư sẽ quan tâm tới mức độ đóng góp rủi ro của chứng khoán đó trong danh mục đầu tư.



### ***Đồ thị 1.7. Đa dạng hoá và rủi ro của danh mục***

Trong trường hợp này, beta của chứng khoán đó đo lường mức độ đóng góp rủi ro của nó vào danh mục:

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

Trong đó  $Cov(R_i, R_M)$  là hiệp phương sai của lợi tức một cổ phiếu ( $R_i$ ) và lợi tức của thị trường ( $R_M$ ).  $\sigma^2(R_M)$  là phương sai của lợi tức danh mục thị trường. Hay nói một cách đơn giản là hệ số beta của một chứng khoán đo lường sự thay đổi về lợi tức của một chứng khoán trước những thay đổi của lợi tức danh mục thị trường. Ví dụ, một chứng khoán có beta = 1,5, điều đó có nghĩa rằng khi lợi tức danh mục thị trường tăng 1% thì lợi tức của chứng khoán đó sẽ tăng 1,5% và ngược lại.

#### ***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 đó, quyền sở hữu doanh nghiệp sẽ bị chuyển từ các cổ đông sang các trái chủ.

Về nguyên tắc, doanh nghiệp sẽ phá sản khi giá trị tài sản của doanh nghiệp tương đương giá trị các khoản nợ. Giá trị vốn chủ sở hữu sẽ bằng 0, và các cổ đông sẽ chuyển giao quyền sở hữu doanh nghiệp sang cho các trái chủ. Khi việc chuyển nhượng này được thực hiện, các trái chủ sẽ nắm giữ các tài sản mà giá trị của chúng tương đương các khoản nợ. Trên thực tế, khi chuyển nhượng như vậy các trái chủ sẽ mất một khoản chi phí, đó là chi phí phá sản.

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

**Chi phí phá sản trực tiếp** liên quan đến việc chuyển giao tài sản sang cho các trái chủ. Việc chuyển giao này là quá trình pháp lý, không liên quan



đến các vấn đề kinh tế. Chi phí này bao gồm các chi phí pháp lý và hành chính để làm thủ tục phá sản doanh nghiệp.

Vì các chi phí này liên quan đến thủ tục phá sản do vậy, trái chủ không thể nhận được toàn bộ giá trị tài sản của doanh nghiệp. Một số tài sản sẽ bị “biến mất” trong quá trình phá sản. Những chi phí hành chính và pháp lý này được gọi là chi phí phá sản trực tiếp.

Chi phí phá sản trực tiếp không khuyến khích việc sử dụng nợ. Nếu doanh nghiệp bị phá sản, một phần tài sản của doanh nghiệp sẽ sụt giảm, phần sụt giảm này gọi là “thuế” phá sản. Do vậy, doanh nghiệp sẽ đứng trước một sự đánh đổi, vay nợ nhiều hơn để hưởng tiết kiệm thuế nhờ lãi vay nhưng khi doanh nghiệp vay mượn nhiều thì khả năng phá sản sẽ tăng, khi đó “thuế phá sản doanh nghiệp” sẽ tăng.

### **Chi phí phá sản gián tiếp**

Vì chi phí phá sản rất lớn nên các doanh nghiệp thường trích lập một khoản dự phòng để tránh nguy cơ phá sản. Khi các doanh nghiệp gặp khó khăn về khả năng thanh toán, hay tình trạng khủng hoảng tài chính, sẽ phát sinh chi phí này. Một số doanh nghiệp khi rơi vào tình trạng khủng hoảng tài chính có thể dẫn đến phá sản, nhưng phần lớn các doanh nghiệp đều tìm cách khắc phục để vượt qua khủng hoảng.

**Chi phí để tránh nguy cơ phá sản khi các doanh nghiệp lâm vào tình trạng khủng hoảng tài chính gọi là chi phí phá sản gián tiếp.** Chi phí khủng hoảng tài chính bao gồm chi phí trực tiếp và gián tiếp liên quan đến quá trình phá sản hay tránh nguy cơ phá sản của một doanh nghiệp.

Chi phí khủng hoảng tài chính sẽ tăng nếu các cổ đông và trái chủ là hai nhóm khác nhau. Cho đến khi doanh nghiệp phá sản, các cổ đông vẫn nắm quyền sở hữu doanh nghiệp. Do đó, họ sẽ đưa ra các quyết định dựa trên quyền lợi của họ. Các cổ đông có thể bị ảnh hưởng lớn nhất bởi việc phá sản doanh nghiệp nên họ sẽ tìm mọi cách phòng tránh phá sản doanh nghiệp.

Các trái chủ, ngược lại, tìm mọi cách bảo vệ tài sản của doanh nghiệp và cố gắng nắm quyền kiểm soát từ các cổ đông. Họ có động lực để đưa doanh nghiệp đến tình trạng phá sản.

Trong khi đó, giá trị các tài sản của doanh nghiệp có thể bị giảm vì ban lãnh đạo doanh nghiệp tìm mọi cách để phòng tránh phá sản thay vì điều hành hoạt động kinh doanh. Do đó, có thể hoạt động kinh doanh có thể ngừng trệ, doanh thu giảm sút, các nhân viên tốt có thể bỏ việc, các dự án tiềm năng có thể bị bỏ qua.

Tất cả các chi phí trên chính là chi phí phá sản gián tiếp hay chi phí khủng hoảng tài chính. Cho dù doanh nghiệp có rơi vào tình trạng phá sản hay không thì giá trị ròng của doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm vì doanh nghiệp đã sử dụng nợ. Đây chính là nhân tố ảnh hưởng ngược chiều đến việc sử dụng nợ của doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp có nguy cơ phá sản lớn hơn sẽ sử dụng ít nợ hơn. Ví dụ, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, nếu doanh nghiệp có EBIT biến động lớn sẽ ít sử dụng nợ hơn. Hơn nữa, chi phí khủng hoảng tài chính sẽ khác nhau giữa các doanh nghiệp. Chi phí này phụ thuộc vào chất lượng các tài sản của doanh nghiệp. Nói cách khác, chi phí này sẽ được xác định bởi mức độ chuyển nhượng các tài sản của doanh nghiệp. Ví dụ doanh nghiệp có các tài sản hữu hình sẽ dễ dàng được bán và giá trị ít bị suy giảm hơn doanh nghiệp mà tài sản chủ yếu là các tài sản vô hình như trình độ của công nhân, hay lợi thế thương mại.

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

Cơ cấu tài sản của doanh nghiệp là tỷ trọng tài sản cố định (tài sản dài hạn) trong tổng tài sản của doanh nghiệp. Giữa cơ cấu tài sản và cơ cấu vốn có mối quan hệ mật thiết, phản ánh sự phù hợp về kỳ hạn của vốn và tài sản. Một doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định cao chứng tỏ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp mang tính đầu tư dài hạn, tiềm ẩn rủi ro lớn, nên khi đó, một

giám đốc mạo hiểm sẽ tận dụng nợ để tạo ra đòn bẩy tài chính dương. Ngược lại, một giám đốc bảo thủ lại ưa thích sử dụng vốn chủ sở hữu để đầu tư với phương châm tối thiểu hoá rủi ro.

Như vậy, cơ cấu đầu tư, thể hiện ở cơ cấu tài sản khác nhau, sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Việc lựa chọn một cơ cấu vốn như thế nào, cuối cùng vẫn phụ thuộc vào quyết định chủ quan của ban lãnh đạo doanh nghiệp.

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). Độ lớn của đòn bẩy hoạt động (Degree of operating leverage- DOL) được đo lường bằng công thức sau:

$$DOL = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \quad (1.21)$$

Trong đó:

DOL: mức độ của đòn bẩy hoạt động

Q: Sản lượng tiêu thụ

P: Giá bán

V: Chi phí biến đổi

F: Chi phí cố định

Do vậy, nếu trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định lớn, chắc chắn chi phí cố định sẽ tăng. Khi đó, bằng việc gia tăng chi phí cố định, doanh nghiệp sẽ tạo ra tốc độ tăng trưởng của EBIT nhanh hơn so với Doanh thu. Ví dụ, doanh nghiệp có DOL bằng 1,5 nghĩa là 1% thay đổi của doanh thu sẽ tạo ra 1,5% thay đổi của EBIT. Đến lượt mình, khi EBIT của oanh

nghiệp tăng, bằng việc tận dụng đòn bẩy tài chính (tận dụng nợ), thu nhập trên cổ phiếu (EPS) của doanh nghiệp sẽ tăng.

Độ lớn của đòn bẩy tài chính (Degree of Finance Leverage - DFL) được xác định qua công thức sau:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - F - I} \quad (1.22)$$

Trong đó:

DFL: mức độ của đòn bẩy tài chính

Q: Sản lượng tiêu thụ

P: Giá bán

V: Chi phí biến đổi

F: Chi phí cố định

I: Lãi vay

Như vậy, qua công thức xác định độ lớn của đòn bẩy tài chính, có thể thấy chi phí cố định hay tỷ trọng tài sản cố định có tác động đến độ lớn của đòn bẩy tài chính. Nói cách khác, cơ cấu đầu tư tài sản và đòn bẩy hoạt động có tác động đến đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, tác động là cùng chiều hay ngược chiều thì chưa thể xác định được, phải qua kiểm nghiệm thực tế trên các số liệu thống kê bằng các mô hình kinh tế lượng thích hợp.

#### ***1.2.4. Các yếu tố quản lý: nhận thức, năng lực, sự mạo hiểm của nhà quản lý doanh nghiệp***

Năng lực quản lý của lãnh đạo 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, giám đốc doanh nghiệp phải có khả năng dự báo được những thay đổi của các

yếu tố này để lường trước được ảnh hưởng của chúng đến chi phí vốn, từ đó, tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Để hỗ trợ cho lãnh đạo doanh nghiệp trong việc xây dựng chính sách quản lý vốn, một hệ thống phần mềm với các chương trình chuyên dụng sẽ được sử dụng nhằm lượng hoá các tác động của các yếu tố này đến sự thay đổi chi phí vốn, từ đó, thay đổi cơ cấu vốn. Do vậy, các giám đốc doanh nghiệp phải rất am hiểu các tính năng, cấu trúc cũng như các ứng dụng của các chương trình quản lý vốn đã được tin học hoá.

Sự bảo thủ hay phóng khoáng của lãnh đạo doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến tính chủ quan của họ khi cân nhắc sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu. Bên cạnh cơ sở xác định cơ cấu vốn là chi phí vốn, còn cơ sở thứ hai là sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Nếu lãnh đạo doanh nghiệp dám mạo hiểm, chấp nhận rủi ro thì việc sử dụng nợ sẽ tận dụng được đòn bẩy tài chính, làm cho tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (EPS) tăng lên. Nhưng sử dụng Nợ cũng như con dao hai lưỡi, vì khi đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực sẽ làm suy giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp nhiều hơn so với doanh nghiệp không sử dụng Nợ, thậm chí ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

#### ***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 tích cực của thuế trong việc xây dựng cơ cấu vốn tối ưu. Mô hình cơ cấu vốn tối ưu của M.Miller cũng nghiên cứu tác động của thuế đến cơ cấu vốn. Theo mô hình này, cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp được thiết lập khi cơ cấu vốn đó có chi phí vốn nhỏ nhất. Khi doanh nghiệp sử dụng càng nhiều nợ, do tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp, chi phí nợ sẽ được điều chỉnh thành chi phí nợ sau thuế, doanh nghiệp được hưởng phần tiết kiệm nhờ thuế. Do vậy, nếu thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp càng

cao thì doanh nghiệp sẽ tạo ra được đòn bẩy tài chính dương, dẫn đến tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu tăng.

Ở các nước có nền kinh tế phát triển, chính sách thuế rất đa dạng và phong phú. Các chính sách thuế tác động trực tiếp đến thu nhập và chi phí của doanh nghiệp cũng rất khác nhau giữa các vùng, địa phương, ngành nghề khác nhau. Do vậy, tiết kiệm thuế do việc sử dụng nợ của các doanh nghiệp cũng khác nhau, tạo thành động lực để các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính.

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

Thị trường tài chính phát triển sẽ đảm bảo mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường. 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 sẽ được sử dụng để định giá các chứng khoán này. Một thị trường hiệu quả không để lãng phí thông tin. Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, thị trường tài chính không bỏ qua bất kỳ thông tin nào có thể tạo ra lợi nhuận, do vậy, không một hoạt động mua bán nào diễn ra mà không có lợi nhuận.

Trong những năm gần đây, thị trường hiệu quả được phân chia thành 3 dạng:

(i) Thị trường hiệu quả yếu: là nơi mà giá hiện tại của các tài sản tài chính chứa đựng tất cả các thông tin về các giao dịch trong quá khứ của các tài sản này mà người mua và bán đều có thể có được. Hơn thế nữa, chi phí để có được các thông tin này là rất rẻ. Không ai có cơ hội kiếm lợi nhuận tăng thêm từ các tài sản này tương ứng với rủi ro sẵn có từ việc mua hay bán chúng với giá trong quá khứ.

(ii) Thị trường hiệu quả trung bình: là thị trường mà giá hiện tại của các chứng khoán phản ánh tất cả các thông tin công khai ảnh hưởng đến giá của các chứng khoán đó, bao gồm cả các thông tin về giá quá khứ, khối lượng giao dịch, tình trạng tài chính của các tổ chức phát hành, các dự báo và điều kiện kinh tế, các thông tin liên quan. Tất cả người mua và bán đều tự do sử dụng các

thông tin công khai để định giá các tài sản tài chính. Không ai có cơ hội tìm kiếm lợi nhuận từ việc sử dụng những thông tin công khai này.

(iii) Thị trường hiệu quả cao: là thị trường mà giá hiện tại của các tài sản tài chính phản ánh tất cả các thông tin công khai và cá nhân liên quan đến giá trị của các tài sản tài chính, bao gồm các thông tin sở hữu bởi những người ở bên trong tổ chức như: các quan chức, giám đốc, những người nắm giữ chứng khoán ban đầu hay thậm chí cả nhân viên kế toán, nhà báo hay những người đã từng làm việc, tiếp cận với các thông tin cá nhân.

Như vậy, sự phát triển của thị trường tài chính sẽ giúp cho các doanh nghiệp xác định chính xác và đầy đủ các nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp tác động đến việc lựa chọn cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Thông tin càng đầy đủ và cập nhật thì các quyết định của giám đốc càng chính xác.

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

Bản chất của kinh tế lượng là dựa trên sự phát triển của các phương pháp thống kê sử dụng để ước lượng các quan hệ kinh tế, kiểm chứng các lý thuyết kinh tế, đánh giá và thực thi các chính sách kinh doanh hay các chính sách của chính phủ. Cách áp dụng thông thường nhất của kinh tế lượng là dự báo các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng như lãi suất, lạm phát và tổng sản phẩm quốc nội. Tuy nhiên, các phương pháp của kinh tế lượng cũng được áp dụng với các lĩnh vực kinh tế không liên quan đến kinh tế vĩ mô. Trong luận án, kinh tế lượng sẽ được sử dụng để giải thích những nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, không liên quan đến các biến số kinh tế vĩ mô.

#### ***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 thực nghiệm các lý thuyết kinh tế. Kinh tế lượng thường sử dụng các

phương trình toán học do các nhà kinh tế toán đề xuất và đặt các phương trình dưới dạng phù hợp để kiểm định bằng thực nghiệm.

#### *1.3.1.1. Quy trình phân tích kinh tế lượng*

Phân tích kinh tế lượng được thực hiện theo các bước sau:

1. Nêu ra giả thiết về các mối quan hệ giữa các biến kinh tế.
2. Thiết lập các mô hình toán học để mô tả mối quan hệ giữa các biến số này.
3. Ước lượng các tham số của mô hình nhằm xác định mức độ ảnh hưởng của các biến với số liệu hiện có. Các ước lượng này là các kiểm nghiệm cho lý thuyết kinh tế.
4. Phân tích kết quả: dựa trên lý thuyết kinh tế để phân tích và đánh giá kết quả nhận được. Xét xem các kết quả nhận được có phù hợp về mặt lý thuyết hay không, kiểm định các giả thiết thống kê về các ước lượng có trong mô hình.
5. Dự báo: Nếu như mô hình phù hợp với lý thuyết kinh tế thì có thể sử dụng để dự báo. Dự báo giá trị trung bình hay giá trị cá biệt.
6. Sử dụng mô hình để kiểm tra hay đề ra chính sách.

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

Trước khi xây dựng mô hình kinh tế lượng để mô tả quan hệ giữa cơ cấu vốn và các biến số có liên quan, thực hiện các mô tả thống kê về các biến cũng như kiểm tra hệ số tương quan giữa các biến với biến phụ thuộc được lựa chọn trong mô hình là công việc cần thiết.

Thống kê kinh tế chủ yếu liên quan đến việc thu thập, xử lý và trình bày các số liệu thô đối với kinh tế lượng. Thống kê kinh tế không đi xa hơn, không liên quan đến việc sử dụng số liệu để kiểm tra lý thuyết.

Chúng ta quan tâm đến một số thống kê đặc trưng mô tả cho các biến như sau:

#### **Kỳ vọng toán và trung bình mẫu**



Kỳ vọng toán của một biến là một giá trị trong tổng thể được xác định theo công thức sau:

- Biến ngẫu nhiên rời rạc:

$$E(X) = \sum_{i=1}^n x_i p_i \quad (1.23)$$

(với  $p_i$  là xác suất để biến ngẫu nhiên  $X$  nhận giá trị  $x_i$ )

- Biến ngẫu nhiên liên tục với hàm mật độ xác suất  $f(x)$ :

$$E(x) = \int_{-\infty}^{+\infty} xf(x)dx \quad (1.24)$$

Giá trị kỳ vọng toán của một biến ngẫu nhiên sẽ cho biết giá trị trung tâm của biến đó. Tuy nhiên, trong thống kê và phân tích dữ liệu, việc có toàn bộ tổng thể là hầu như không xảy ra, vì vậy giá trị ước lượng cho kỳ vọng toán là trung bình mẫu được dùng để thay thế. Trung bình mẫu thường được tính theo công thức trung bình cộng như sau:

$$\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i \quad (1.25)$$

### Phương sai và độ lệch chuẩn (Variance – Standard Error)

Khi chúng ta có toàn bộ thông tin về tổng thể cần nghiên cứu, ta có:

- Phương sai tổng thể của biến  $X$  là:

$$\sigma^2 = \text{var}(X) = E(X - E(X))^2 \quad (1.26)$$

- Độ lệch tiêu chuẩn:  $\sigma = se(X) = \sqrt{\text{var}(X)}$  (1.27)

Khi chúng ta chỉ quan sát tổng thể qua 1 mẫu kích thước là  $n$

- Phương sai mẫu:  $s^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2$  (1.28)

- Độ lệch chuẩn mẫu:  $s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$  (1.29)

Ý nghĩa của phương sai và độ lệch chuẩn trong phân tích số liệu kinh tế: đặc trưng này phản ánh mức độ phân tán của các giá trị của biến dao động xung

quanh giá trị trung bình của nó, cũng có thể dùng đặc trưng này để phát hiện sự thuần nhất của số liệu giữa các nhóm đối tượng cần nghiên cứu khác nhau.

### **Khoảng biến thiên (Dispersion range)**

Khoảng biến thiên là khoảng cách từ giá trị nhỏ nhất tới giá trị lớn nhất trong dãy quan sát

### **Hệ số biến thiên (Coefficient of variation)**

Tỷ lệ % giữa độ lệch chuẩn và giá trị trung bình của biến ngẫu nhiên:

$$CV = \left| \frac{\sigma_X}{E(X)} \right| \times 100\% \quad \text{nếu } E(X) \neq 0 \quad (1.30)$$

Giá trị của hệ số biến thiên càng nhỏ thì mức độ thuần nhất của dãy số liệu càng lớn và ngược lại. Ngoài ra hệ số này còn được dùng để so sánh độ phân tán của 2 biến mà kỳ vọng toán và độ lệch chuẩn của chúng khác nhau.

### **Hệ số bất đối xứng (Skewness)**

Mức độ đối xứng đối với phân phối của 1 biến được thể hiện thông qua giá trị của hệ số bất đối xứng:

$$\alpha_3 = \frac{\mu_3}{\sigma^3} \quad (1.31)$$

trong đó  $\mu_3 = E[X - E(X)]^3$  và  $\sigma^3$  là lập phương của độ lệch chuẩn. Đối với quan sát mẫu, hệ số này được tính như sau:

$$S_3 = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^3}{S^3} \quad (1.32)$$

trong đó  $S$  là độ lệch chuẩn mẫu của biến  $X$ .

Tùy thuộc vào giá trị của  $\alpha_3$ , phân tích viên có thể rút ra các kết luận sau:

- $\alpha_3 > 0$ , phân phối của biến là bất đối xứng và đồ thị sẽ xuôi về bên phải nhiều hơn
- $\alpha_3 = 0$ , phân phối là đối xứng

- $\alpha_3 < 0$ , phân phối của biến là bất đối xứng và đồ thị sẽ xuôi về bên trái nhiều hơn

### Hệ số nhọn (Kurtosis)

Hệ số nhọn cho phép bổ sung thông tin về giá trị phương sai. Nó được tính theo công thức:

$$\alpha_4 = \frac{\mu_4}{\sigma^4} \quad (1.33)$$

trong đó  $\mu_4 = E[X - E(X)]^4$  và  $\sigma^4$  là bình phương của phương sai. Đối với quan sát mẫu, hệ số này được tính như sau:

$$s_4 = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^4}{S^4} \quad (1.34)$$

trong đó  $S$  là độ lệch chuẩn mẫu của biến  $X$ .

Khi phân phối được tập trung ở mức bình thường thì  $\alpha_4 = 3$ , còn tập trung ở mức độ cao hơn thì  $\alpha_4 > 3$  và ngược lại.

Hai tham số về dạng phân phối sẽ được dùng để kiểm tra giả thiết cuối cùng của phương pháp OLS đề cập ở phần sau.

### Hệ số tương quan

Hệ số tương quan giữa 2 biến được tính theo công thức sau

$$r(X, Y) = \frac{\sum (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum (X_i - \bar{X})^2 \sum (Y_i - \bar{Y})^2}} \quad (1.35)$$

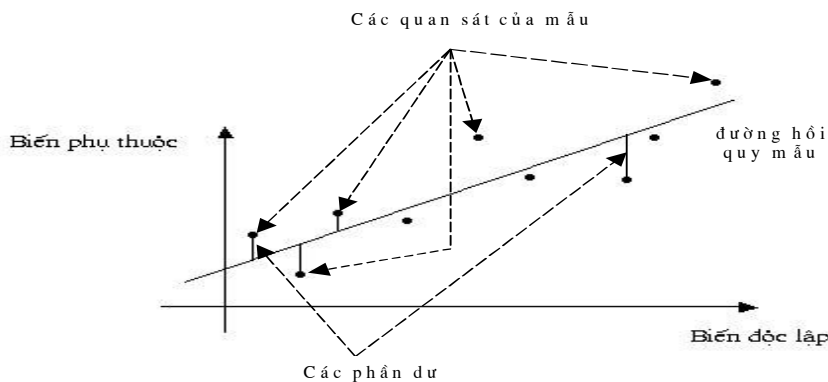
Giá trị của hệ số tương quan cho biết mức độ quan hệ tuyến tính giữa các biến có chặt chẽ hay không và còn cho biết chiều quan hệ giữa các biến.

### 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

Theo quan điểm của kinh tế lượng, sự vận động của một biến kinh tế chịu 2 tác động: tác động thứ nhất là do các yếu tố tác động một cách hệ thống tới nó (có thể hiểu đây chính là tác động của các biến độc lập trong mô hình kinh tế lượng) và phần thứ hai là những yếu tố ngẫu nhiên khác có ảnh hưởng phi hệ thống tới biến phụ thuộc (thành phần này được gọi là sai số hoặc yếu tố ngẫu nhiên của mô hình). 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.



**Hình 1.3. Giá trị các phần dư trong hàm hồi quy mẫu**

Có thể thấy 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:

*Giả thiết 1:* Các sai số ngẫu nhiên có kỳ vọng bằng 0:  $E(U_i | ) = 0$  ( $\forall i$ ). Trên thực tế giả thiết này chỉ có ý nghĩa trên phương diện lý thuyết vì khi ước lượng theo phương pháp OLS, hình ảnh của các sai số ngẫu nhiên trong mẫu là các phần dư đã có kỳ vọng = 0

*Giả thiết 2:* Không có tương quan giữa các sai số ngẫu nhiên

$$\text{Covariance } (U_i, U_j) = 0 \quad (\forall i \neq j)$$

*Giả thiết 3:* Các sai số ngẫu nhiên là thuần nhất

$$\text{Variance}(U_i) = \sigma^2 (\forall i)$$

*Giả thiết 4:* Giữa các biến độc lập không có quan hệ tuyến tính

*Giả thiết 5:* Sai số ngẫu nhiên  $U_i$  có phân bố chuẩn  $U_i \sim N(0, \sigma^2)$

*Giả thiết 6:* Mô hình có dạng đúng và không bị thiếu biến

Các giả thiết trên sẽ lần lượt được kiểm tra sau khi tiến hành ước lượng

**Hệ số  $R^2$  đo độ phù hợp của hàm hồi quy mẫu**

$$RSS = \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 = \sum_{i=1}^n e_i^2 \quad (1.36)$$

RSS (Residual Sum of Square) là tổng bình phương của tất cả các sai lệch giữa giá trị quan sát  $Y$  với các giá trị nhận được từ hàm hồi qui.

$$TSS = ESS + RSS$$

TSS tổng bình phương tất cả các sai lệch giữa giá trị quan sát  $Y_i$  với các giá trị trung bình của chúng.

$$TSS = \sum_{i=1}^n y_i^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 \quad (1.37)$$

ESS là tổng bình phương tất cả các sai lệch giữa giá trị của biến phụ thuộc  $Y$  nhận được từ hàm hồi quy mẫu với giá trị trung bình của chúng. Phần này đo độ chính xác của hàm hồi qui.

$$ESS = \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2 = \sum_{i=1}^n y_i^2 = \beta_2^2 \sum_{i=1}^n x_i^2 \quad (1.38)$$

$$1 = \frac{ESS}{TSS} + \frac{RSS}{TSS} = \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2} + \frac{\sum_{i=1}^n e_i^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2} \quad (1.39)$$

đặt

$$r^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2} = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{RSS}{TSS} \quad (1.40)$$

Sau một số phép biến đổi, ta tính được :

$$r^2 = \frac{\left(\sum_{i=1}^n x_i y_i\right)^2}{\sum_{i=1}^n x_i^2 \sum_{i=1}^n y_i^2} \quad (1.41)$$

Từ định nghĩa  $r^2$ , ta thấy,  $r^2$  đo tỷ lệ phần trăm thay đổi của toàn bộ sai lệch của Y so với giá trị trung bình của chúng được giải thích bằng mô hình. Do vậy,  $r^2$  đo độ thích hợp của hàm hồi quy. Dễ dàng thấy  $0 \leq r^2 \leq 1$ .

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

#### ***1.3.3.1. Mô hình nghiên cứu mối liên hệ giữa cơ cấu tài sản và cơ cấu vốn***

Federick H. deB.Harris, một giáo sư của Đại học Wake Forest, Bang Winston Salem, Mỹ đã đề xuất mô hình nghiên cứu mối liên hệ giữa cấu trúc tài sản, mức đảm nhiệm doanh thu và cơ cấu vốn.

Đầu tư và tài trợ luôn có mối quan hệ tương hỗ lẫn nhau. Để giải quyết những tranh luận trái ngược về mối quan hệ giữa đầu tư - sử dụng nợ và tăng trưởng thì cần phải xây dựng một mô hình thực nghiệm giữa cơ cấu ngành và cấu trúc tài chính để kiểm chứng mối quan hệ giữa lợi nhuận cận biên, mức đảm nhiệm doanh thu, sử dụng nợ và rủi ro. Sử dụng những số liệu về lỗ cộng dồn dự tính qua các thời kỳ không liên tục để đo lường giá trị thanh lý tài sản, trong hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, kết quả kiểm chứng sẽ được sử dụng để hỗ trợ cho việc nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư và sử dụng nợ, giữa mức độ tăng trưởng của nợ và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, mức độ tài trợ bằng vốn chủ sở hữu cho tăng trưởng với mức độ tài trợ của nợ cho các tài sản đặc trưng. **Những bằng chứng này sẽ bác bỏ lý thuyết về tác động của chi phí giao dịch đến cơ cấu vốn trong nghiên cứu Fortune 500 công ty [52].**

#### ***Mô hình cơ cấu vốn***

$$LTD/TA = f(TA/SAL, GPCM, YEILD, \beta, AS/SAL, ExQ, NB) \quad (1.42)$$

Trong đó:

LTD/TA: Nợ dài hạn trên tổng tài sản

GPCM = giá - chi phí cận biên = (doanh thu - chi phí trực tiếp)/tổng doanh thu

Yield: tỷ suất sinh lợi khi đáo hạn (yield to maturity) của các trái phiếu của doanh nghiệp, 1 năm

AS/SAL: mức độ đặc trưng của tài sản

ExG: tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận dự tính

NB: số lượng các sản phẩm mới được đưa ra thị trường trong 1 năm

Mô hình cơ cấu vốn được diễn giải bằng một mô hình rút gọn của hệ số Nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD/TA). Mức đảm nhiệm doanh thu dự tính TA/SAL tăng cùng chiều với nợ dài hạn trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp, trong khi đó, lợi nhuận dự tính GPCM lại biến động ngược chiều với hệ số nợ. Những quan hệ này được giải thích với mức ý nghĩa 99% ( $\alpha = 0.01$ ). Tương tự trong nghiên cứu của Baker năm 1973, các doanh nghiệp có lợi nhuận cận biên cao thường có xu hướng tăng sử dụng vốn tài trợ nội bộ hơn là sử dụng nợ. Trong phương pháp TSLS (bình phương 2 giai đoạn), mức lợi nhuận cận biên tuyệt đối càng cao ABSOLU (đo lường chi phí trên một đơn vị nợ) sẽ làm giảm việc sử dụng nợ, giảm LTD/TA. Với chi phí thấp, vốn chủ sở hữu, đúng như dự tính, sẽ thay thế cho việc sử dụng nợ trong mô hình phân tích trên số liệu chéo (cross-sectional). Hệ số đo lường chi phí vốn chủ sở hữu, là nhân tố có quan hệ cùng chiều khá đáng kể đối với việc sử dụng nợ trong mô hình bình phương hai giai đoạn (TSLS).

Đồng nhất với nghiên cứu của Harris (1984) và Stulz (1990), tỷ suất tăng trưởng lợi nhuận dự kiến (EXANTEG) không có bất kỳ ảnh hưởng nào đến hệ số nợ [52]. Trong các nghiên cứu này chỉ ra rằng chỉ có tỷ suất lợi nhuận hiện tại và trong quá khứ mới là nhân tố ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ chứ không phải là tỷ suất tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.

Lý thuyết về tác động của chi phí giao dịch lên việc sử dụng nợ của Williamson đã bị bác bỏ vì các kết quả kiểm nghiệm cho thấy, cấu trúc tài sản

có mối quan hệ cùng chiều đáng kể với việc sử dụng nợ, trong khi đó nghiên cứu của Williamson lại cho rằng cấu trúc tài sản càng tăng sẽ dẫn đến việc gia tăng sử dụng vốn chủ sở hữu.

**Mô hình rủi ro hệ thống**

$$\tilde{\omega} = f ( \underset{+}{RM}, \underset{-}{RSQQ}, \underset{+}{GPCM}, \underset{+}{LTD/TA}, \underset{-}{TA}, \underset{+}{CF} ) \quad (1.43)$$

Trong đó:

$\tilde{\omega}$  : giá trị hệ số beta thống kê tính theo tháng trung thời gian từ 1967 đến 1971

RM: hệ số tương quan giữa tỷ suất sinh lời thị trường và công ty tính theo tháng

RSQQ: RsquareQ: phương pháp  $R^2$  cho việc ước lượng sản lượng toàn ngành theo chuỗi thời gian

CF: chi phí cố định = chi phí đầu tư máy móc thiết bị + hàng tồn kho

Trong phương pháp TSLS (bình phương hai giai đoạn) dự đoán về phương trình của hệ số beta, rủi ro hệ thống sẽ tăng lên khi sản lượng của doanh nghiệp tăng với hệ số tương quan giữa tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp và thị trường theo tháng cho trước (RM). Hơn nữa, nếu giá trị sổ sách (TA) của tài sản tăng đủ lớn đến mức tương đương với phương sai của giá trị thị trường thì sẽ làm cho hệ số beta giảm. Một chỉ tiêu rút gọn của hệ số nợ là Nợ dài hạn trên tổng tài sản (LTD/TA) đã dự đoán về mối quan hệ với mức độ rủi ro, càng sử dụng nhiều nợ thì rủi ro càng tăng lên. Cả hai hệ số chi phí cố định (phản ánh đặc trưng công nghệ của ngành) và doanh thu cận biên đều không có ảnh hưởng đáng kể đến hệ số beta trong mô hình TSLQ.

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

Reinte Gropp, một nhà nghiên cứu kinh tế nổi tiếng của Ngân hàng Trung ương Châu Âu, đã đề xuất một mô hình nghiên cứu kết hợp nhiều loại thuế của chính phủ Đức, năm 2002. Mô hình cũng bao gồm các loại thuế kinh



doanh của chính quyền địa phương. Hơn nữa, mô hình cũng cho rằng phần tiết kiệm thuế theo Luật thuế của Đức khi các doanh nghiệp tài trợ một tỷ lệ nhất định bằng nợ sẽ thay đổi theo sắc thuế của từng địa phương. Sự thay đổi này sẽ được kiểm chứng xem liệu có phải các doanh nghiệp thay đổi cơ cấu vốn là do thuế thay đổi hay không? Phương pháp này cho phép dự đoán được sự thay đổi tác động của thuế đến các ngành công nghiệp khác nhau và cho phép đưa tỷ suất thuế hiện tại của các doanh nghiệp vào mô hình.

Tại Đức, vốn dài hạn không bị điều chỉnh bởi thuế thu nhập cá nhân và thuế đánh trên cổ tức. Thu nhập từ cổ tức bị điều chỉnh bởi thuế thu nhập doanh nghiệp và các cổ đông nhận cổ tức thì đều phải chịu thuế thu nhập cá nhân. Chính sách thuế của Đức đối với thu nhập từ cổ tức  $r_c^D$  thấp hơn thuế trên lợi nhuận giữ lại,  $r_c^R$ . Trong cùng một giai đoạn, thuế suất tính trên cổ tức là 36% trong khi đó, thuế tính trên lợi nhuận giữ lại là 50%.

Hơn nữa, còn có các sắc thuế địa phương như: CCT (commercial capital tax) - thuế vốn thương mại, và CET (commercial earning tax) - thuế thu nhập thương mại, cũng được áp dụng để tạo nguồn thu phục vụ các chi tiêu của chính quyền địa phương. Các địa phương có thể thực hiện cơ chế thuế suất theo hệ số nhân: mức thuế suất cơ bản theo luật thuế là 0.2% cho CCT và 5% cho CET, chính quyền địa phương cũng căn cứ vào mức thuế suất cơ bản này để áp dụng mức thuế suất cho địa phương mình. Mức hệ số nhân được sử dụng chung cho cả hai loại thuế này. CCT đánh trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, và 50% nợ dài hạn (nợ dài hạn được hiểu là nợ từ 5 năm trở lên). Thuế này được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. CET đánh trên lợi nhuận và 50% lãi vay dài hạn, thuế này cũng được khấu trừ khi tính thuế TNDN. Mô hình sau đây sẽ được xây dựng trên cơ sở mức thuế suất khác nhau tính trên nợ và vốn chủ sở hữu của các địa phương khác nhau: chỉ có 50% lãi vay thì phải chịu thuế còn cổ tức và thu nhập giữ lại thì phải chịu thuế 100%.

Mô hình 1 thời kỳ sẽ được sử dụng để xem xét tác động của các mức thuế suất khác nhau tại các địa phương từ các thành phố lớn đến các tiểu bang của Đức đến quyết định lựa chọn sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu. Mô hình này cũng dựa trên các kết quả nghiên cứu trước đây của Auerbach và King (1983), DeAngelo và Masulin (1980) cho Mỹ, và Gropp (1995) cho Đức [66]. Trong nghiên cứu của Miller (1977) cũng đưa ra một số giả định của mô hình này [62]. Trong mô hình, các doanh nghiệp sẽ tối đa hoá giá trị sau thuế, hay nói cách khác là tối đa hoá giá trị cho các cổ đông. Họ sẽ đưa ra các quyết định đầu tư không liên quan gì đến mô hình này, sau đó sẽ đưa ra quyết định tài trợ, với quyết định đầu tư cho trước. Hoạt động đầu tư sẽ tạo ra một thu nhập nhất định,  $r$ . Để cho mô hình được đơn giản, ở đây, tác giả chỉ xem xét tác động của CET, và giả định rằng tất cả các khoản nợ đều là dài hạn, và do vậy, sẽ chịu tác động của CET. Cuối cùng, thêm một giả định nữa là tất cả các cổ đông và chủ nợ của các doanh nghiệp Đức đều bị áp dụng chính sách thuế của Đức chứ không phải là chính sách thuế của nước ngoài.

### **Biến độc lập và biến giải thích của mô hình được lựa chọn như sau**

Biến độc lập được coi là tổng những thay đổi của nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trừ đi thay đổi của tài sản lưu động, chia cho thay đổi của tài sản cố định.

$$\frac{\Delta LTD + \Delta STD - \Delta CA}{\Delta FA}$$

Trong đó:  $\Delta LTD$  : Thay đổi của nợ dài hạn (Nợ có thời hạn trên 5 năm)

$\Delta STD$  : Thay đổi nợ ngắn hạn (Nợ có thời hạn dưới 5 năm)

$\Delta CA$  : Thay đổi tài sản ngắn hạn (Tài sản lưu động)

$\Delta FA$  : Thay đổi tài sản cố định

Các biến giải thích là:

TLCF: Biến giả thay thế cho phần thuế phải nộp

NETINV: Thay đổi của Tài sản cố định

LISTED2: Biến giả, được gán bằng 1 nếu doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chính thức

LISTED1: Biến giả, được gán bằng 1 nếu doanh nghiệp không niêm yết trên thị trường chính thức

$$GREV: = (\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}) / \text{Doanh thu}_{t-1}$$

OPROF : Lợi nhuận năm trước từ hoạt động kinh doanh chia cho giá trị sổ sách của tài sản

EBIDT: Thu nhập trước lãi vay, khấu hao và thuế

VARA: Độ lệch chuẩn của  $EBIDT_t - EBIDT_{t-1}$  chia cho giá trị trung bình của tổng tài sản của doanh nghiệp trong 5 hay 6 năm. Với các doanh nghiệp không có số liệu thì lấy giá trị trung bình.

VARB: Độ lệch chuẩn của  $(EBIDT_t - EBIDT_{t-1}) / EBIDT_{t-1}$  trong 5 hay 6 năm, nếu doanh nghiệp không có số liệu thì lấy giá trị trung bình.

$$VARAZ = VARA / ZPROB$$

$$VARBZ = VARB / ZPROP$$

ZPROP = Chỉ tiêu phản ánh chi phí phá sản (do Altman tính toán), bằng tỷ số giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá sổ sách của nợ.

$$ZPROP = 3.3 \frac{\text{EBIT}}{\text{TTS}} + 1.0 \frac{\text{Doanh thu}}{\text{TTS}} + 1.4 \frac{\text{Thu nhập không chia}}{\text{TTS}} + 1.2 \frac{\text{VL}\$ \text{ R}}{\text{TTS}}$$

**Bảng 1.4. Kết quả chạy mô hình tác động của thuế đến cơ cấu vốn**

Biến phụ thuộc	Tên biến	Mô hình 1 Kết quả ước lượng bằng phương pháp OLS
Hệ số		-10.93
LOCTAX	Thuế suất thuế thu nhập thương mại (CET)	59.04
TLCF		3.35
OPROF	Thuế thu nhập doanh nghiệp dự tính nộp	0.2
LISTED1		-2.9
LISTED2	Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	-0.99
GREV		-0.6
NETINV	Niêm yết trên thị trường phi chính thức	2.08
VARA		3.86
VARB	Niêm yết trên thị trường chính thức	0.7
VARAZ		-0.22
VARBZ	Tốc độ tăng trưởng doanh thu Đầu tư trên TSCĐ	-2.2
1/ZPROB	Phương sai của thu nhập, dạng A	2.58
Số quan sát	Phương sai của thu nhập, dạng B	834
Hệ số R <sup>2</sup>		0.1
Mức ý nghĩa ở	(Phương sai của thu nhập, dạng A thời kì 1)/zprob (Phương sai của thu nhập, dạng B thời kì 1)/zrprob Chỉ số phá sản doanh nghiệp	0.05

Từ kết quả chạy mô hình (Bảng 1.4), có thể kết luận rằng các chính sách thuế có ảnh hưởng đến các quyết định lựa chọn cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Đức. Kết quả kiểm định cho thấy các doanh nghiệp ở các địa phương có thuế suất thuế kinh doanh cao hơn thì có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn. Các doanh nghiệp có lợi nhuận cao hơn thì cũng sử dụng nhiều nợ hơn. Điều này chứng tỏ thị trường kiểm soát các doanh nghiệp tương đối hiệu quả vì các doanh nghiệp sẽ tận dụng sử dụng nợ để thanh toán các khoản bằng tiền. Các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chính thức và có tốc độ tăng trưởng cao có xu hướng sử dụng ít nợ hơn, tuy nhiên, hệ số tương quan không có ý nghĩa nhiều về mặt thống kê. Các hệ số tương quan ước lượng cho các biến VARA, VARB, VARAZ, VARBZ và 1/ZPROB cho thấy chi phí phá sản không ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu của các công ty.

## **CHƯƠNG 2**

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

Trong chương này, quá trình phát triển và cơ chế quản lý vốn của hệ thống doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam qua các giai đoạn: trước đổi mới, bắt đầu đổi mới và sau đổi mới đến nay sẽ được trình bày khái quát. Đây là nền tảng cho việc phân tích thực trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay, dựa trên số liệu điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước của Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính năm 2003 và dự báo năm 2004, 2005. Cơ cấu vốn của các doanh nghiệp 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 ở Chương 3.

Trung Quốc là một trong những quốc gia có mô hình kinh tế và chính trị tương đồng với Việt nam. Trung Quốc cũng đã tiến hành thành công cải cách kinh tế, trong đó cải cách các doanh nghiệp Nhà nước là vấn đề trọng tâm. Những bài học nghiên cứu về đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp Nhà nước Trung Quốc được đúc kết sẽ có giá trị tham khảo trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam.

#### **2.1. Tổng quan về doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) Việt Nam**

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

Tiêu chí được sử dụng để phân chia các giai đoạn hoạt động và phát triển của các DNNN chủ yếu là tiêu chí quản lý. Theo đó, quá trình đổi mới DNNN qua các giai đoạn nói chung và quá trình đổi mới quản lý tài chính, mà trọng tâm là đổi mới cơ cấu vốn sẽ được nghiên cứu. Do đó, tác giả lấy các mốc

1980, 1986, 1990, 2001 để phân chia giai đoạn. Theo tác giả, đây là các mốc có ý nghĩa quan trọng trong quá trình đổi mới doanh nghiệp theo hướng thị trường.

#### **2.1.1.1. Giai đoạn 1980 – 1986**

Đây là giai đoạn Việt nam bắt đầu thí điểm công cuộc đổi mới về quản lý kinh tế nói chung và doanh nghiệp Nhà nước nói riêng. Cơ chế quản lý kiểu cũ đã tỏ ra kìm hãm sức sản xuất, triệt tiêu động lực phát triển. Hội nghị Ban Chấp hành Trung ương lần thứ sáu (khoá IV) tháng 9-1979 đã ra Nghị quyết, trong đó nhấn mạnh phải “cải tiến chính sách phân phối, lưu thông” (giá, lương, tài chính, ngân hàng). Tiếp đó chính phủ đã ban hành các Quyết định quan trọng như Quyết định số 25/CP tháng 1-1981 về áp dụng kế hoạch ba phần, Quyết định số 26/CP tháng 2-1981 về phân phối lưu thông... Nghị quyết 306 (dự thảo) của Bộ Chính trị và Quyết định 16/HĐBT tháng 6-1986 đều đưa ra những quan điểm và biện pháp đổi mới quản lý doanh nghiệp Nhà nước trong điều kiện cải tiến, cơ chế quản lý mới chung.

Các biện pháp đổi mới giai đoạn này chủ yếu tập trung vào việc tháo gỡ những vướng mắc, rào cản vô lý của cơ chế cũ, do đó có tác dụng như cởi trói, giải phóng năng lực sản xuất của doanh nghiệp Nhà nước, đã có tác dụng thúc đẩy sản xuất nói chung, đưa đất nước thoát khỏi khủng hoảng, tụt dốc. Đối với các doanh nghiệp Nhà nước, việc cho phép các đơn vị tự chủ bố trí các nguồn lực sản xuất theo kế hoạch 3 phần và được tự chủ cao đối với các kế hoạch phần B và phần C đã có ý nghĩa rất quan trọng trong phát huy sáng tạo của cơ sở, từng bước đưa các yếu tố thị trường vào cơ chế quản lý doanh nghiệp. Cơ chế phân phối thu nhập cũng đã được đổi mới theo hướng tăng tỷ lệ trích lập các quỹ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các biện pháp giai đoạn này vẫn mang tính nửa vời, chắp vá (biểu hiện ở cơ chế kế hoạch 3 phần và kèm theo là cơ chế song trùng về giá và quản lý sản phẩm) dẫn đến hệ quả khó hạch toán, khó kiểm soát, khó đánh giá, lợi dụng sự rắc rối của cơ chế quản lý để trục lợi,

trong khi năng lực sản xuất và sức sáng tạo vẫn chưa thực sự được giải phóng.

Có thể thấy, trong giai đoạn này, mặc dù nhà nước đã có những đổi mới đáng kể về quản lý tài chính và tổ chức DNNN, song, về bản chất hoạt động kinh doanh của các DNNN mang tính chất bao cấp, phục vụ chỉ tiêu kế hoạch, chỉ đạo của nhà nước. Các doanh nghiệp chưa quan tâm đến việc chủ động xây dựng kế hoạch kinh doanh, kế hoạch quản lý vốn, phụ thuộc chủ yếu vào nguồn cấp phát của nhà nước. Do vậy, trong giai đoạn này có thể khẳng định, các doanh nghiệp nhà nước chưa có một ý tưởng mạnh mẽ nào về việc xây dựng và hoạch định cơ cấu vốn.

### ***2.1.1.2. Giai đoạn từ năm 1986 đến 2001***

#### ***a. Giai đoạn 1986-1990***

Giai đoạn này gắn liền với việc khẳng định đường lối mới của Đảng và Nhà nước ta, bắt đầu từ Đại hội VI của Đảng. Đổi mới doanh nghiệp Nhà nước từ năm 1986 đã thực sự trở thành nội dung trung tâm của tiến trình đổi mới toàn bộ hệ thống kinh tế theo hướng nhất quán chuyển sang kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Tháng 11-1987, Hội đồng Bộ trưởng (nay là Chính phủ) ban hành Quyết định 217/HĐBT đánh dấu bước đổi mới cơ bản doanh nghiệp Nhà nước theo hướng áp dụng cơ chế thị trường. Tiếp theo là các Nghị định 50/HĐBT (3-1988) bổ sung Quyết định 217, Nghị định 27/HĐBT (3-1989) ban hành Điều lệ xí nghiệp quốc doanh (doanh nghiệp Nhà nước) đã thúc đẩy tiếp quá trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước.

Có thể coi giai đoạn đổi mới này đối với doanh nghiệp nhà nước là giai đoạn bước ngoặt đưa các doanh nghiệp nhà nước chuyển hẳn sang hạch toán kinh doanh theo nguyên tắc thị trường. Về quản lý, Quyết định 217/HĐBT trao quyền tự chủ rất rộng cho doanh nghiệp, hầu như không có biện pháp kiểm soát tương ứng. Các doanh nghiệp lại trao quyền tự chủ cho các bộ phận, chi nhánh của mình trong tìm kiếm, ký hợp đồng và tổ chức sản xuất kinh doanh với các khách hàng dẫn đến tình trạng khó quản lý về mặt Nhà nước.

Nhìn chung, các doanh nghiệp Nhà nước giai đoạn này đã từng bước đổi mới. Một bộ phận doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả, ngược lại một bộ phận khác không thích nghi được với thị trường, thua lỗ triền miên, trở thành gánh nặng cho ngân sách Nhà nước. Về tổng quan, khu vực doanh nghiệp Nhà nước vẫn giữ được vai trò của mình, chiếm trên dưới 35% GDP và 60% nộp ngân sách Nhà nước.

***b. Giai đoạn đổi mới toàn diện doanh nghiệp nhà nước (từ 1990 đến 2001)***

Đây là giai đoạn đổi mới toàn diện doanh nghiệp nhà nước cả về cơ chế quản lý và tổ chức. Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ VII của Đảng (1991) đã chủ trương: “Khẩn trương sắp xếp lại và đổi mới quản lý kinh tế quốc doanh, bảo đảm kinh tế quốc doanh phát triển có hiệu quả, nắm vững những lĩnh vực và ngành then chốt để phát huy vai trò chủ đạo trong nền kinh tế. Tập trung lực lượng củng cố và phát triển những cơ sở trọng điểm, những cơ sở làm ăn có hiệu quả và có ý nghĩa lớn đối với nền kinh tế quốc dân. Cho thuê, chuyển hình thức sở hữu hoặc giải thể các cơ sở thua lỗ kéo dài và không có khả năng vươn lên” [46].

Đại hội VIII (năm 1996) khẳng định lại chủ trương này “tiếp tục đổi mới và phát triển có hiệu quả kinh tế Nhà nước để làm tốt vai trò chủ đạo: làm đòn bẩy đẩy nhanh tăng trưởng kinh tế và giải quyết những vấn đề xã hội, mở đường, hướng dẫn, hỗ trợ các thành phần khác cùng phát triển, làm lực lượng vật chất để Nhà nước thực hiện chức năng điều tiết và quản lý vĩ mô, tạo nền tảng cho chế độ xã hội mới”. Đến Đại hội IX, Đảng ta chủ trương: “hoàn thành việc củng cố, sắp xếp, điều chỉnh cơ cấu, đổi mới và nâng cao hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp Nhà nước hiện có, đồng thời phát triển thêm doanh nghiệp mà Nhà nước đầu tư 100% vốn hoặc cổ phần chi phối ở một số ngành, lĩnh vực then chốt và địa bàn quan trọng”...[46].

Thực hiện đường lối đổi mới của Đảng, trong thời kỳ này Chính phủ đã ra hàng loạt quyết định về đổi mới doanh nghiệp Nhà nước và trên thực tế đã tổ chức thực hiện hàng loạt biện pháp rất mạnh trên cả hai nội dung: sắp xếp tổ chức lại và



đổi mới cơ chế quản lý. Đó là, Quyết định 315/HĐBT (9/1990), Nghị định 338/HĐBT (11/1991), các Quyết định 90 và 91/TTg (3/1994), Luật Doanh nghiệp Nhà nước (4/1995), Nghị định 50/CP (8/1996), Chỉ thị 50/TTg (8/1995), Nghị định 59/CP (10/1996), Chỉ thị 20/TTg (4/1998) và Nghị định 44/CP (6/1998).

Luật Doanh nghiệp Nhà nước ban hành tháng 4/1995 và các văn bản hướng dẫn thi hành đã tạo ra khung pháp lý cho doanh nghiệp Nhà nước hoạt động trong cơ chế thị trường.

Nghị định 59/CP ngày 10/3/1996 về Quy chế quản lý tài chính đối với DNNN, sau đó là Nghị định 27/CP ngày 20/4/1999 bổ sung, sửa đổi một số điều của Nghị định 59 đã bước đầu xác lập cơ chế quản lý tài chính đối với doanh nghiệp Nhà nước. Theo các Nghị định này, một loạt biện pháp được áp dụng: chuyển chế độ cấp vốn sang giao nhận vốn, chuyển từ định mức vốn (vốn pháp định) sang chế độ xác định vốn điều lệ cho doanh nghiệp, tăng quyền tự chủ tài chính, đồng thời gắn chặt trách nhiệm bảo toàn vốn, áp dụng một loạt hình thức tài chính mới như được phép bán trái phiếu, lập các quỹ dự trữ tài chính, quỹ dự phòng mất việc làm...

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

Sau khi có Nghị quyết Trung ương 3 khoá IX, Chính phủ đã tiếp tục ban hành các Nghị định 64/2001/NĐ-CP, Nghị định số 41/2002/NĐ-CP, Nghị định số 69/2002/NĐ-CP. Đến năm 2003, Quốc hội đã thảo luận thông qua Luật Doanh nghiệp Nhà nước với những quan điểm đổi mới của Nghị quyết Trung ương 3. Năm 2005, Nghị định 199/2004/NĐ-CP về Quy chế quản lý tài chính của công ty nhà nước và quản lý vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp khác, Luật Doanh nghiệp mới được Quốc hội thông qua ngày 23 tháng 11 năm 2005 đã đánh dấu bước đột phá quan trọng trong quản lý tài chính các doanh nghiệp, không phân biệt doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế.

Điểm khác biệt cơ bản trong đổi mới doanh nghiệp Nhà nước giai đoạn này so với hai giai đoạn trước là ở chỗ, các biện pháp tập trung vào việc tổ chức sắp xếp lại DNNN (trong khi hai giai đoạn trước chủ yếu là đổi mới cơ

chế theo hướng thương mại hoá). Tất nhiên, các biện pháp đổi mới cơ chế quản lý cũng được chú ý nhằm xác định rõ hơn quan hệ quản lý giữa Nhà nước và doanh nghiệp.

Trong giai đoạn này, các biện pháp sắp xếp, tổ chức lại doanh nghiệp Nhà nước được nhấn mạnh theo ba nội dung sau: i) sắp xếp doanh nghiệp Nhà nước theo phương án tổng thể từng vùng, ngành; ii) tổ chức lại tổng công ty theo hướng thí điểm thành lập tập đoàn kinh tế theo mô hình công ty mẹ - công ty con; iii) đẩy mạnh hơn nữa việc cổ phần hoá và chuyển đổi hình thức sở hữu.

**Bảng 2.1. Tình hình vốn chủ sở hữu nhà nước tại các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Số DN hoàn thành cổ phần hoá</b>	<b>211</b>	<b>203</b>	<b>185</b>	<b>537</b>	<b>805</b>	<b>744</b>
- DN có vốn NN nắm giữ >51%	21	27	29	250	371	246
- DN có vốn NN nắm giữ từ 35%-49%	30	25	22	38	217	126
- DN có vốn NN nắm giữ <35%	160	151	134	249	217	372

*Nguồn: Đánh giá chính sách và thực trạng đầu tư vốn nhà nước vào kinh doanh - Bùi Văn Dũng, CIEM, 2006*

Có thể thấy, trong giai đoạn đẩy mạnh đổi mới từ năm 1990 đến nay, với các biện pháp tổ chức, sắp xếp lại DNNN, nhà nước đã tạo mọi điều kiện để các DNNN phát huy được nội lực và các yếu tố thuận lợi trong hoạt động sản xuất kinh doanh, giảm dần sự phụ thuộc vào nhà nước, đặc biệt giảm sự phụ thuộc vào cơ chế cấp phát vốn của nhà nước. Do vậy, trong các DNNN, bước đầu đã hình thành chiến lược quản lý vốn nói riêng và kế hoạch tài chính nói chung. Song, các DNNN vẫn chưa nhận thức được đầy đủ, khách quan về chi phí vốn và các mô hình cơ cấu vốn tối ưu. Đây chính là một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn đến hiệu quả kinh doanh của các DNNN chưa cao như hiện nay.

## **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*

Mặc dù đã được đầu tư và ưu đãi nhiều, sau nhiều lần sắp xếp tổ chức lại và đổi mới cơ chế, các doanh nghiệp Nhà nước vẫn chưa chứng tỏ được tính hiệu quả so với khu vực tư nhân, càng thua kém khu vực đầu tư nước ngoài, chưa đáp ứng được nhu cầu của xã hội, chưa tương xứng với tiềm năng và ưu đãi mà khu vực nhà nước được hưởng.

Một doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh có hiệu quả theo các tiêu chí hiện hành, phải bảo toàn và phát triển được vốn, phải trích đủ khấu hao tài sản cố định; lương bình quân phải bằng hoặc vượt mức trung bình của doanh nghiệp cùng ngành nghề trên địa bàn; trả đầy đủ các khoản nợ đến hạn, nộp đủ các khoản thuế theo luật định; có lãi và lập đủ các quỹ doanh nghiệp như: dự phòng tài chính, trợ cấp mất việc làm, đầu tư phát triển, khen thưởng, phúc lợi. Nhưng theo số liệu tổng hợp của Bộ tài chính thì số doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả vào năm 2000-2001 chỉ chiếm 40%, số doanh nghiệp khi lỗ, khi lãi hoặc có lãi cũng là lãi giả chiếm đến 40%, số doanh nghiệp bị lỗ chiếm 20% (nếu tính hết chi phí khấu hao giá trị tài sản cố định thì tỷ lệ doanh nghiệp làm ăn thua lỗ còn lớn hơn). Tổng số lãi của tất cả doanh nghiệp Nhà nước năm 2003 ước tính đạt trên 20.000 tỷ đồng nhưng tổng số tiền mà Nhà nước phải chi cho doanh nghiệp Nhà nước để đảm bảo các ưu đãi cũng đạt mức trên 20.000 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn của doanh nghiệp Nhà nước đạt rất thấp, chỉ ở mức 9-10% bình quân, trong đó nếu tính riêng theo từng tổng công ty và địa phương sẽ rất thấp [17].

Tình hình tài chính của các doanh nghiệp Nhà nước rất xấu, thể hiện ở con số công nợ dây dưa, khó đòi (xét thực chất các khoản này là lỗ kinh tế được các nhà doanh nghiệp vẫn để ở công nợ). Tính đến cuối năm 2003, tổng số nợ phải thu của các doanh nghiệp Nhà nước ở mức 97.000 tỷ đồng (bằng 50%

tổng số vốn và 23% doanh thu), tổng số nợ phải trả là 207.000 tỷ đồng (trong đó 70% là nợ vay các ngân hàng quốc doanh)[17].

Như vậy, trên khía cạnh tài chính - kinh tế thuần túy, có thể kết luận tình trạng không có hiệu quả của doanh nghiệp nhà nước. Tình trạng này nếu tiếp tục kéo dài có nguy cơ đe dọa tính an toàn của toàn bộ hệ thống tài chính và nền kinh tế bởi vì các doanh nghiệp nhà nước là các khách hàng vay chủ yếu của các ngân hàng.

### **2.1.2.2. Cơ cấu doanh nghiệp Nhà nước chưa hợp lý**

Khu vực doanh nghiệp Nhà nước có cơ cấu bất hợp lý về ngành, vùng, quy mô. Mặc dù đã có rất nhiều biện pháp vẫn chưa được chuyển dịch thích đáng. Trước hết tỷ trọng doanh nghiệp Nhà nước (xét về số lượng) ở khu vực nông nghiệp (25%) và thương mại, dịch vụ (40%) là quá lớn, trong khi một cơ cấu hợp lý đòi hỏi doanh nghiệp Nhà nước chủ yếu phải tập trung vào lĩnh vực công nghiệp, đặc biệt là công nghiệp chế biến, chế tạo.

Về quy mô, tính đến năm 2000, số doanh nghiệp có quy mô dưới 5 tỷ đồng vẫn chiếm đến 47%, trong đó gần 3/4 là doanh nghiệp địa phương, và vẫn còn trên 1000 doanh nghiệp có vốn dưới 1 tỷ đồng. Tình trạng manh mún, chông chéo, trùng lặp, các doanh nghiệp Nhà nước trên cùng một địa bàn mang tính phổ biến dẫn đến đầu tư của Nhà nước, thậm chí giữa các đơn vị của cùng một tổng công ty, gây lãng phí nguồn lực. Với một cơ cấu bất hợp lý nêu trên, doanh nghiệp Nhà nước khó có thể thực hiện đầy đủ chức năng và vai trò mà Đảng và Nhà nước mong đợi.

### **2.1.2.3. Trình độ kỹ thuật, công nghệ lạc hậu**

Phần lớn các doanh nghiệp Nhà nước được trang bị máy móc thiết bị từ nhiều nguồn khác nhau, có những thiết bị lạc hậu, già cỗi, sản xuất từ những năm 50, 60. Có đến 80% thiết bị, công nghệ của doanh nghiệp Nhà nước lạc hậu so với các nước tiên tiến vài ba chục năm. Trong khi tốc độ đổi mới công nghệ chỉ ở mức 10% là quá chậm so với tốc độ đổi mới công nghệ của hai khu vực tư nhân và đầu tư nước ngoài. Như vậy, doanh nghiệp Nhà nước khó có thể

thực hiện vai trò tấm gương về năng suất, chất lượng làm đầu tàu về khoa học - công nghệ trong điều kiện cạnh tranh hiện nay và tương lai.

#### **2.1.2.4. Tình trạng thiếu vốn mang tính phổ biến**

Mặc dù vai trò của doanh nghiệp Nhà nước vẫn luôn được khẳng định, nhưng trên thực tế, 60% tổng số doanh nghiệp Nhà nước không đủ vốn điều lệ theo quy định tại Nghị định số 59/CP. Vốn Nhà nước trong các doanh nghiệp chỉ chiếm khoảng hơn 60% tổng vốn kinh doanh, trong đó của các tổng công ty 91 là hơn 75%, của doanh nghiệp do bộ, ngành quản lý là 45% và của doanh nghiệp do địa phương quản lý là gần 50%. Trên 50% doanh nghiệp Nhà nước chưa đủ vốn lưu động cho nhu cầu hoạt động kinh doanh nên rất bị động trong sản xuất, giảm hiệu quả kinh doanh do phải trả lãi vay ngân hàng quá nhiều, khả năng trích lợi nhuận để lập quỹ phát triển sản xuất còn rất ít.

Các tổng công ty Nhà nước được ưu tiên các điều kiện vật chất, nguồn lực để phát triển, nhưng tình hình vốn kinh doanh cũng rất thiếu. Năm 2002, vốn kinh doanh bình quân của tổng công ty 91 là 5.210 tỷ đồng, trong đó, vốn do ngân sách cấp chỉ ở mức 50-55%. Vốn của tổng công ty 90 còn thấp hơn nhiều, bình quân chỉ đạt 280 tỷ đồng, trong đó 80% số tổng công ty 90 có mức vốn thấp hơn mức bình quân, gần 30% số tổng công ty 90 có chỉ có dưới 100 tỷ đồng. Gần 80% số tổng công ty 90 chưa đảm bảo tiêu chí về vốn do Nhà nước quy định. Số tổng công ty 90 có vốn Nhà nước từ 500 tỷ đồng trở lên chỉ chiếm 13%.

Với năng lực về vốn còn nhiều vấn đề nan giải như vậy, sự phụ thuộc của các doanh nghiệp nhà nước vào cơ chế cấp phát còn lớn, khả năng huy động các nguồn vốn bên ngoài doanh nghiệp còn nhiều hạn chế, nên có thể khẳng định, hiện nay, các doanh nghiệp nhà nước chưa quan tâm đúng mức đến việc hoạch định và duy trì cơ cấu vốn tối ưu. Thực trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam sẽ được phân tích đầy đủ và toàn diện trên bộ số liệu điều tra năm 2003 của Cục Tài chính doanh nghiệp trong phần sau.

## 2.2. Thực trạng cơ cấu vốn doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hiện nay

Để có thể nhìn nhận một cách khách quan và khoa học một vấn đề kinh tế, người ta thường sử dụng các nghiên cứu chọn mẫu. Trên cơ sở các đặc trưng của mẫu người ta sẽ rút ra được đặc trưng của tổng thể, với điều kiện mẫu được chọn phải mang tính đại diện cho tổng thể nghiên cứu.

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.

Trong số 375 doanh nghiệp điều tra thì có đến 127 doanh nghiệp Nhà nước là doanh nghiệp nhỏ và vừa có quy mô vốn chủ sở hữu dưới 5 tỷ chiếm 25,46%, 81 doanh nghiệp có quy mô vốn từ 5 đến 10 tỷ VNĐ chiếm 21,6%, còn lại các doanh nghiệp có vốn lớn hơn 10 tỷ VNĐ chiếm đến 44,52%. Các doanh nghiệp được chọn ở đây phân bố tương đối đồng đều ở các ngành: công nghiệp (chiếm 20,6%), xây dựng (chiếm 21%), giao thông vận tải (chiếm 6,9%), thương mại dịch vụ (chiếm 21,6%), nông nghiệp-thủy sản (21,4%) và các ngành khác: bảo hiểm...(chiếm 31,46%).

Thời điểm điều tra là 13 tháng 11 năm 2003, các số liệu được cung cấp cho 4 năm 2000, 2001, 2002 và 2003. Các số liệu về nhu cầu vốn của doanh nghiệp trong năm 2004 và 2005 được các doanh nghiệp dự đoán và tổng hợp. Do vậy, các phân tích sẽ được xây dựng chủ yếu trong 4 năm từ năm 2000 đến 2003. Xu thế thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp sẽ được đưa ra trên cơ sở số liệu dự báo năm 2004 và 2005.

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

Quy mô DN	Vốn <1 tỷ đ	Vốn 1-5 tỷ đ	Vốn 5->10 tỷ đ	Vốn 10-20 tỷ đ	Vốn >20 tỷ đ
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 - năm 2003*

Như vậy, các doanh nghiệp được chọn làm mẫu nghiên cứu phản ánh tương đối chính xác những đặc trưng của tổng thể nghiên cứu, là hệ thống các doanh nghiệp Nhà nước. Vì thế, có thể được sử dụng một cách hữu ích cho việc phân tích cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước.

**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*

Qua nghiên cứu thực trạng cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước, tác giả phát hiện ra rằng hầu như các doanh nghiệp chưa quan tâm đến cơ cấu vốn, nghĩa là trong tổng số 375 doanh nghiệp điều tra, chỉ có khoảng 1/3 doanh nghiệp có sử dụng nợ dài hạn. 2/3 doanh nghiệp còn lại không dùng nợ dài hạn, nói cách khác là chưa có cơ cấu vốn, vì cơ cấu vốn chỉ xem xét đến vốn dài hạn. Đây chính là bất cập chủ yếu của cơ cấu vốn hiện tại của các doanh nghiệp nhà nước. Do vậy, trong phần này, để phân tích đầy đủ và nhiều mặt về cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam, tác giả phải sử dụng các chỉ tiêu thay thế, bổ sung cho chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn, là: hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng vốn, hệ số nợ dài hạn trên tổng vốn, hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn. Bên cạnh đó, để thấy được sự lạm dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn của các doanh nghiệp nhà nước, chỉ tiêu Tài sản cố định trong tổng tài sản và hệ số nợ trên tổng vốn của doanh nghiệp cũng được sử dụng.

Thực trạng các căn cứ thiết lập cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp nhà nước Việt nam cũng được nghiên cứu qua các chỉ tiêu: chi phí vốn chủ sở hữu, chi phí nợ, chi phí vốn trung bình.

### **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 chính 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, trên Bảng 2.4, **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 là 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.

Do áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng, đòi hỏi các doanh nghiệp không ngừng mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, đầu tư mới nên qui mô tổng vốn tăng nhanh hơn tốc độ tăng của việc bổ sung vốn. Vốn do Nhà nước cấp bổ sung rất hạn hẹp, chỉ có những doanh nghiệp làm ăn thực sự có lãi hoặc vì mục tiêu xã hội. Hơn nữa, Ngân sách Nhà nước hiện đang luôn trong tình trạng thâm hụt nên việc trông chờ vào nguồn cấp bổ sung của Nhà nước là rất khó khăn. Nên xu hướng chung là chỉ tiêu này giảm dần ở hầu hết các doanh nghiệp.



**Bảng 2.4. Hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng 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
<b>Năm 2000</b>						
Vốn NN/Tổng vốn	38,93	2,34	5,72	17,47	16,62	41,87
<b>Năm 2001</b>						
Vốn NN/Tổng vốn	32,16	2,11	10,43	17,24	15,60	33,56
<b>Năm 2002</b>						
Vốn NN/Tổng vốn	35,56	1,53	11,05	11,57	14,53	37,65
<b>Năm 2003</b>						
Vốn NN/Tổng vốn	33,80	-0,53	9,59	10,69	15,60	35,51
<b>Năm 2004*</b>						
Vốn NN/Tổng vốn	30,85	-3,81	7,89	10,20	15,09	32,35
<b>Năm 2005*</b>						
Vốn NN/Tổng vốn	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. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

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

Đối với các doanh nghiệp quy mô vốn chủ sở hữu lớn, từ 10 tỷ 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 thể thấy trên Bảng 2.6, 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. Đặc biệt, vào năm 2001, 2002 tỷ trọng này là cao nhất, thể hiện đẩy mạnh đầu tư của Nhà nước vào lĩnh vực giao thông vận tải. Lĩnh vực công nghiệp cũng thu hút được khá lớn vốn đầu tư của Nhà nước. Hầu hết trong các năm điều tra, các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp đều có hệ số tự chủ về tài chính khoảng 32-37%.

**Bảng 2.5. Hệ số vốn chủ sở hữu trên Tổng vốn**

*Đơn vị tính: %*

Ngành	Năm					
	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Công nghiệp	37,7	37	35,9	34,2	33,1	31,9
Giao thông vận tải	41,6	38,7	58,5	60	58,3	59,4
Nông nghiệp - Thủy sản	26,6	26	25	25,5	0,4	27,3
Thương mại dịch vụ	49,2	45,3	48,9	46,5	42,8	39,2
Xây dựng	11,7	6,4	10,7	10,7	10,6	10,6
Khác	34,4	28,3	24	19,4	17,6	16,3

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

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, là 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, song, cả về số tuyệt đối qui mô vốn Nhà nước tại doanh nghiệp, cả về tỷ trọng của vốn Nhà nước trong tổng nguồn.

Như vậy, có thể thấy, yếu tố ngành nghề có tác động đáng kể đến qui mô vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp Nhà nước. Xét trên giác độ vĩ mô, sự khác nhau đó do nhiều yếu tố, chủ quan lẫn khách quan. Chủ quan xuất phát từ nhu cầu đầu tư, chính sách quản lý tài chính của các doanh nghiệp Nhà nước. Các nhân tố khách quan xuất phát từ chủ trương, chính sách đầu tư của Nhà nước, áp lực cạnh tranh trong nước và quốc tế. Tuy nhiên, xét trên phạm vi nghiên cứu là doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam, **hệ số tự chủ về tài chính hiện nay chủ yếu phụ thuộc chính sách đầu tư, quản lý vốn của Nhà nước đối với các doanh nghiệp Nhà nước.**

### **2.2.2. Hệ số Nợ dài hạn trên Tổng vốn**

Nếu như hệ số tự chủ về tài chính cho thấy sự tự chủ trong hoạt động tài chính nói riêng và sản xuất kinh doanh nói chung của doanh nghiệp, thì ngược lại, hệ số Nợ dài hạn cho thấy sự phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài của các doanh nghiệp. Nợ dài hạn của các doanh nghiệp Nhà nước trong tính toán ở đây bao gồm hai bộ phận chính: vay dài hạn ngân hàng và phát hành trái phiếu. Tuy nhiên chủ yếu là vay dài hạn ngân hàng.

Qua Bảng 2.6, có thể thấy, hệ số Nợ dài hạn có xu hướng tăng qua các năm, từ 26,4% năm 2000 lên đến 31% năm 2005. Thông thường, theo lý thuyết, nếu một doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ hơn, nghĩa là vốn chủ sở hữu sẽ tăng, thể hiện sự đánh đổi giữa việc sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu trong chính sách huy động vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp điều tra thì cả hai hệ số nợ dài hạn và hệ số tự chủ về tài chính đều có xu hướng giảm. Như vậy, doanh nghiệp đã gia tăng sử dụng nợ ngắn hạn để đầu tư dài hạn. Điều này, về lý thuyết sẽ tiềm ẩn rủi ro dòng tiền cho các doanh nghiệp.

**Hệ số nợ dài hạn cũng có xu hướng thay đổi theo qui mô vốn chủ sở hữu.** 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%. Như vậy, khi các doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh thua lỗ, trong khi vốn Nhà nước âm, buộc phải gia tăng nợ dài hạn để bổ sung vốn kinh doanh. Tuy nhiên, thực tế này lại vi phạm nguyên tắc cho vay thông thường, phải hạn chế tín dụng đối với các doanh nghiệp kinh doanh không có hiệu quả. Nhưng rõ ràng, các doanh nghiệp Nhà nước đã được hưởng ưu đãi, có thể vay vốn từ các ngân hàng thương mại Nhà nước trong khi kinh doanh thua lỗ, với mong muốn vực dậy các doanh nghiệp này. Song, liệu vốn vay ưu đãi đó có thực sự giúp các doanh nghiệp thoát khỏi phá sản hay không? Điều này sẽ được phân tích trong phần khả năng sinh lời của doanh nghiệp Nhà nước.

**Bảng 2.6. Hệ số Nợ dài hạn/Tổng vốn**

*Đơn vị tính: %*

<b>Năm</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004*</b>	<b>2005*</b>
<b>Ngành</b>						
Công nghiệp	30,9	31,1	33,8	36,3	38,7	39,7
Giao thông vận tải	59,6	57,9	42,9	58,9	15,4	15,2
Nông nghiệp - Thủy sản	24,5	27,1	27,8	28,2	28,0	26,8
Thương mại dịch vụ	8,60	8,90	5,50	6,10	7,40	9,30
Xây dựng	11,4	4,2	14,4	17,3	19,9	19,3
Khác	5,00	2,00	1,00	1,00	4,00	3,00

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

Phân tích ảnh hưởng của ngành đến hệ số nợ dài hạn, có thể thấy rất khác nhau giữa các ngành. Theo Bảng 2.6, **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, 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.

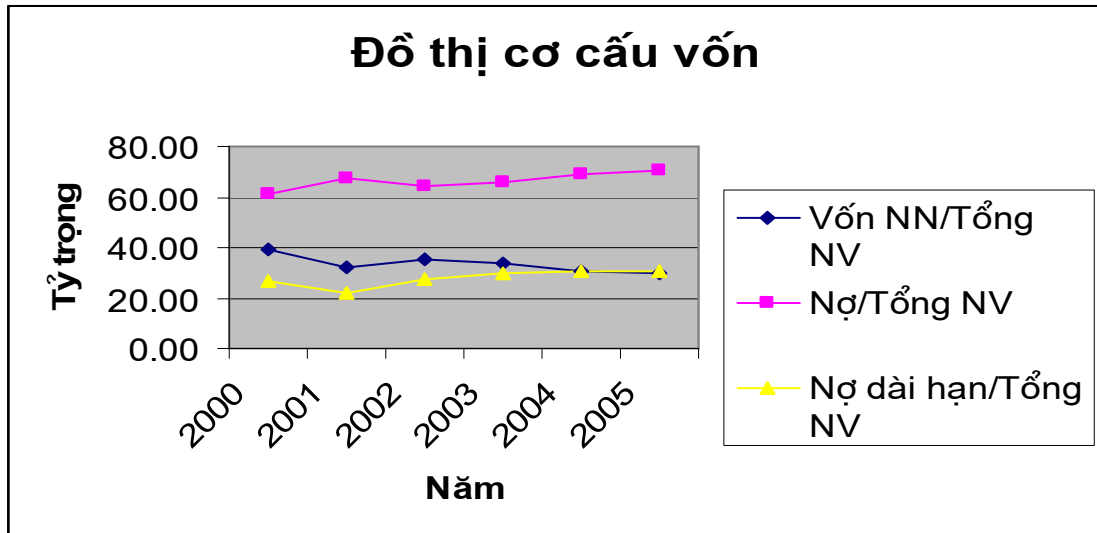
**Các doanh nghiệp giao thông vận tải có hệ số nợ dài hạn giảm dần,** từ 60% đến 15% từ năm 2000 đến năm 2005. Trong khi đó hệ số tự chủ về tài chính lại gia tăng. Điều này cho thấy các doanh nghiệp giao thông vận tải phụ thuộc rất nhiều vào vốn Nhà nước và có xu hướng ưa thích sử dụng vốn chủ sở hữu hơn. Các doanh nghiệp nông nghiệp và xây dựng có hệ số nợ tương đối ổn định qua các năm, đối với doanh nghiệp nông nghiệp là khoảng 25% và xây dựng khoảng 11%. Chính sách sử dụng vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn của các doanh nghiệp này tương đối ổn định và cân bằng. Cũng có nghĩa là các doanh nghiệp hầu như không thay đổi cơ cấu vốn trong suốt 6 năm.

**Các doanh nghiệp thương mại 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 với chi phí "rẻ" hơn.

Nếu như chỉ tiêu thứ nhất và chỉ tiêu thứ hai được sử dụng để phản ánh mức độ tự chủ hay phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài của các doanh nghiệp thì chỉ tiêu thứ ba, hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn cho thấy mối quan hệ tương quan giữa vốn chủ sở hữu và nợ. Một doanh nghiệp bảo thủ sẽ có chỉ tiêu này cao, ngược lại một doanh nghiệp chấp nhận mạo hiểm, rủi ro sẽ có chỉ tiêu này thấp.

Nhìn trên Bảng 2.6, ta thấy, hầu hết trong các năm, hệ số này đều cao hơn 1, nghĩa là doanh nghiệp sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn so với nợ dài hạn. Hệ số này cao nhất là vào năm 2000 và 2001, vốn chủ sở hữu cao gần gấp 1,5 lần so với nợ dài hạn, và giảm dần đến năm 2004 còn sắp xỉ 1 và đến 2005 dự báo giảm xuống thấp hơn 1. Như vậy, nếu xét trên góc độ kỳ hạn, thì trong tổng nguồn dài hạn, vốn chủ sở hữu lớn hơn so với nợ, vốn huy động từ bên ngoài doanh nghiệp, do đó, khả năng thanh toán của doanh nghiệp cao, rủi ro tiềm ẩn trong cơ cấu tài trợ cho đầu tư dài hạn thấp. Tuy nhiên, nếu xét trên

giác độ tổng nợ thì ta thấy vốn chủ sở hữu lại thấp hơn nhiều so với tổng nợ, chỉ tiêu này là 0,88 năm 2000 và có xu hướng giảm dần từ năm 2000 đến 2004, nhưng đến năm 2005 lại tăng đột biến.



### ***Đồ thị 2.1. Tốc độ tăng của việc sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu***

Xét trên qui mô vốn chủ sở hữu, ta cũng có thể thấy, các doanh nghiệp qui mô nhỏ và vừa (có vốn chủ sở hữu nhỏ hơn 5 tỷ VNĐ) có hệ số vốn chủ sở hữu/nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu trên tổng nợ thấp, còn các doanh nghiệp có qui mô vốn lớn hơn, đặc biệt là các doanh nghiệp có qui mô hơn 20 tỷ VNĐ thì các hệ số này lại khá cao. Điều này hoàn toàn phù hợp với phân tích ở phần trên, khi phân tích về hệ số tự chủ về tài chính và hệ số nợ. Song, theo tính chất kỳ hạn thì **tỷ trọng vốn dài hạn của các doanh nghiệp Nhà nước chỉ chiếm từ 50-60% trong tổng nguồn trong khi đó, tài sản và đầu tư dài hạn ( chủ yếu là tài sản cố định) chiếm tỷ trọng từ 20-40%.**

### ***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 2.7. Hầu hết các năm chỉ tiêu này đều lớn hơn 1. Tuy nhiên,

có xu hướng giảm sút, đến năm 2005 thì hệ số này sắp xỉ bằng 1. Như vậy, ta có thể thấy sự thay đổi đáng kể trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước. Càng ngày tỷ trọng vốn chủ sở hữu càng giảm so với nợ, chứng tỏ các doanh nghiệp đã chủ động hơn trong việc huy động vốn dài hạn từ bên ngoài để phục vụ sản xuất kinh doanh. Các doanh nghiệp có quy mô vốn chủ sở hữu càng lớn thì tỷ lệ này càng cao. Điều này cũng phù hợp với lý thuyết khi mà khả năng tự chủ về tài chính của doanh nghiệp cao thì việc vay nợ lại giảm, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi.

Phân tích theo ngành, qua Bảng 2.7, có thể 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.

Trên bảng 2.8, có thể thấy, 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 là 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 vốn vay có lãi suất cao. Đặc biệt với nhu cầu mua nhà chung cư của đại đa số dân cư thành thị thì vốn ứng trước của người mua có chi phí rẻ, linh hoạt, mang tính dài hạn, các doanh nghiệp nên tận dụng triệt để.

**Điểm bất hợp lý trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp thương mại là ở chỗ, mặc dù hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn rất cao, thường 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 ( Bảng 2.9)**

**Bảng 2.7. Hệ số Vốn chủ sở hữu/Nợ dài hạn - 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
<b>Năm 2000</b>						
Vốn NN/Nợ dài hạn	1,48	0,08	0,61	0,66	0,80	1,54
Vốn NN/Tổng Nợ	0,88	0,06	0,34	0,35	0,34	0,93
<b>Năm 2001</b>						
Vốn NN/Nợ dài hạn	1,45	0,08	0,43	0,69	0,75	1,52
Vốn NN/Tổng Nợ	0,61	0,04	0,27	0,38	0,31	0,63
<b>Năm 2002</b>						
Vốn NN/Nợ dài hạn	1,28	0,52	0,53	0,32	0,77	1,34
Vốn NN/Tổng Nợ	0,76	0,08	0,28	0,31	0,31	0,80
<b>Năm 2003</b>						
Vốn NN/Nợ dài hạn	1,12	-0,01	0,39	0,41	0,55	1,17
Vốn NN/Tổng Nợ	0,70	-0,09	0,22	0,24	0,39	0,72
<b>Năm 2004*</b>						
Vốn NN/Nợ dài hạn	1,01	-0,08	0,32	0,39	0,60	1,05
Vốn NN/Tổng Nợ	0,57	-0,61	0,16	0,24	0,39	0,59
<b>Năm 2005*</b>						
Vốn NN/Nợ dài hạn	0,95	-0,14	0,30	0,42	0,53	0,99
Vốn NN/Tổng Nợ	1,21	-0,86	0,14	0,23	0,58	1,29

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

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 một cơ cấu vốn tối ưu.



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

Ngành	Năm					
	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. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

Hệ số vốn chủ sở hữu trên nợ dài hạn của loại hình doanh nghiệp khác lại quá cao (Bảng 2.8). Tuy nhiên, điều này là do các doanh nghiệp vay dài hạn ngân hàng rất ít, trong khi không phát hành trái phiếu dài hạn, nên tổng nợ dài hạn thấp, dẫn đến hệ số này cao. Các doanh nghiệp này chủ yếu kinh doanh trong lĩnh vực bảo hiểm, dịch vụ tài chính nên sử dụng các khoản phí bảo hiểm, lệ phí làm vốn tái đầu tư, chứ không vay ngân hàng.

#### **2.2.4. Chi phí vốn**

Việc xác định chi phí vốn của các doanh nghiệp Nhà nước rất quan trọng, vì đây là căn cứ 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. Chi phí nợ của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay chủ yếu là lãi vay vì rất ít các doanh nghiệp Nhà nước phát hành trái phiếu để huy động vốn. Chi phí vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước hiện chưa được xác định chính xác, chủ yếu dựa trên khoản thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước.

**Bảng 2.9. Tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản - theo ngành***Đơn vị tính: %*

<b>Ngành \ Năm</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004*</b>	<b>2005*</b>
Công nghiệp	34,2	39,4	45,4	44,0	44,5	44,4
Giao thông vận tải	<b>60,1</b>	<b>46,4</b>	<b>69,1</b>	<b>51,8</b>	40,3	40,0
Nông nghiệp - Thủy sản	36,6	34,6	32,7	33,8	37,3	37,0
Thương mại dịch vụ	29,9	27,4	29,1	27,4	28,2	30,0
Xây dựng	17,1	13,9	14,5	15,9	17,6	16,5
Khác	11,7	9,10	7,10	6,70	6,90	8,50

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

#### **a. Chi phí nợ vay**

Có thể thấy, chi phí lãi vay của các doanh nghiệp Nhà nước tương đối thấp, chỉ khoảng 3% đến 4%, nếu trừ đi phần tiết kiệm thuế, thì các doanh nghiệp Nhà nước chỉ còn phải trả khoảng 2,7% đến 3,2%, vì lãi vay được đưa vào chi phí hợp lý trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. 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...là các chi phí mà doanh nghiệp phải bỏ ra để có thể tiếp cận được với vốn vay ngân hàng.

Qua Bảng 2.10, có thể thấy, **giữa các ngành cũng có sự khác biệt về chi phí lãi vay**. Cao nhất là các ngành khác: bảo hiểm, xổ số...có chi phí lãi vay đến hơn 5% đến 9%. Tuy nhiên vì các ngành này vay rất ít, 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.

**Bảng 2.10. Tỷ trọng chi phí nợ vay trong tổng chi phí từng ngành**

*Đơn vị tính: %*

Năm	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
<b>Ngành</b>						
Tổng các DN điều tra	1,8	1,8	1,5	1,6	1,9	2,0
Công nghiệp	2,58	2,27	2,27	2,40	2,91	3,21
Giao thông vận tải	2,38	2,19	1,53	1,76	0,10	0,09
Nông nghiệp - Thủy sản	2,57	1,96	2,50	1,90	2,03	1,94
Thương mại dịch vụ	0,16	0,17	0,16	0,23	0,21	0,29
Xây dựng	2,99	1,42	2,61	2,71	3,14	3,03
Khác	0,42	0,27	0,23	0,08	0,07	0,07

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

Tuy nhiên, so sánh chi phí nợ vay của các doanh nghiệp Nhà nước với lãi vay trung bình của các doanh nghiệp khác, ta thấy có sự khác biệt khá rõ nét (Bảng 2.11). Mặc dù lãi suất danh nghĩa trên hợp đồng tín dụng của các loại hình doanh nghiệp là không khác nhau nhiều, nhưng trên thực tế, các khoản gia hạn nợ, ân hạn, xoá nợ áp dụng cho các doanh nghiệp Nhà nước đã làm cho chi phí thực doanh nghiệp Nhà nước phải trả trên tổng dư nợ là tương đối

thấp so với chi phí thị trường. Đây vẫn còn là điểm khác biệt trong chính sách cho vay đối với các thành phần kinh tế.

**Bảng 2.11. Chi phí vốn vay từng ngành**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
<b>Tổng các DN điều tra</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,0%</b>
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. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

#### **b. Chi phí vốn chủ sở hữu**

Chi phí vốn chủ sở hữu về bản chất là chi phí phải trả cho chủ sở hữu khi tham gia góp vốn vào doanh nghiệp. Chi phí vốn chủ sở hữu đối với doanh nghiệp là chi phí nhưng đối với chủ đầu tư chính là thu nhập nhận được trên cơ sở đầu tư vốn. Vậy, các doanh nghiệp Nhà nước khi được Nhà nước đầu tư vốn, có phải trả chi phí hay không? Câu trả lời là có. Theo cơ chế quản lý tài chính các doanh nghiệp Nhà nước, thì khoản chi phí vốn chủ sở hữu này chính là “ thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước”. Trên thực tế, phương pháp tính, cơ sở tính và nguồn gốc nộp khoản thu này cho Nhà nước được thay đổi qua các thời kỳ. Có thể tạm chia thành 3 giai đoạn phát triển của chế độ tính thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước như sau:

**Giai đoạn 1 (1991 đến 1996):** Theo Nghị định số 22ND-HĐBT ngày 24/1/1991 quy định về chế độ thu sử dụng vốn NSNN, thì các DNNN có vốn từ nguồn gốc Ngân sách Nhà nước phải tính, nộp thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước. Theo nghị định này, khoản thu nộp được tính vào chi phí trước khi tính thuế Thu nhập doanh nghiệp, và tính bằng một tỷ lệ phần trăm trên số vốn được

sử dụng trong kỳ của doanh nghiệp (khoảng 0,2% đến 0,5%/tháng), trên cơ sở số dư bình quân vốn Nhà nước có tại doanh nghiệp.

**Giai đoạn 2 (1996 đến 2002):** Theo Nghị định 59/1996/NĐ-CP ngày 3/10/1996 về quy chế quản lý tài chính đối với DNNN và Nghị định 27/1999/NĐ-CP ngày 20/4/1999 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung Nghị định 59/1996/NĐ-CP thì khoản thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước được tính vào thu nhập sau thuế, sau khi đã bù lỗ năm trước.

**Như vậy,** trong 2 giai đoạn trên, mặc dù tỷ lệ thu không thay đổi, nhưng bản chất hạch toán lại khác nhau. Trong giai đoạn 1, thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước được coi như một khoản lãi vay là chi phí trước thuế mà doanh nghiệp phải trả cho Nhà nước, là người cấp vốn. Khi đó, doanh nghiệp sẽ được hưởng một phần tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Còn trong giai đoạn 2, hạch toán thu sử dụng vốn ngân sách nhà nước vào thu nhập sau thuế, khoản thu này được coi như chi phí sau thuế, doanh nghiệp sẽ thiệt hơn do không được hưởng khoản tiết kiệm thuế nhờ lãi vay. Lúc này, khoản thu nộp cho Nhà nước giống như khoản cổ tức trả cho cổ đông duy nhất.

**Giai đoạn từ 2002 đến nay :** Theo Quyết định của Quốc hội thì khoản thu này đã được bãi bỏ, cho phép các doanh nghiệp không phải nộp cho Nhà nước mà được giữ lại toàn bộ lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư.

Theo kết quả điều tra, số liệu *thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước* được xác định trên cơ sở số liệu về *khoản nộp ngân sách Nhà nước doanh nghiệp được giữ lại bổ sung vốn*, tỷ lệ tính 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 là 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%.

So sánh với chi phí vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp khác, có thể thấy các doanh nghiệp Nhà nước được sử dụng vốn Ngân sách với chi phí gần như bằng không. Đây là một chính sách ưu đãi của Nhà nước đối với các doanh

ng nghiệp Nhà nước, nhằm tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh và giữ vai trò chủ đạo.

Tuy nhiên, trên giác độ nghiên cứu, có thể kết luận, **chính vì xác định chi phí vốn Nhà nước quá thấp, nên các doanh nghiệp Nhà nước không có động lực để tìm kiếm những dự án có khả năng sinh lời cao.** Do chỉ phải trả từ 2% đến 3% để có vốn đầu tư dự án nên các DNNN sẵn sàng chấp nhận các dự án chỉ cần đạt khả năng sinh lời từ 4% đến 5%. Thêm vào đó, chưa kể với chi phí thấp như vậy không thể phản ánh chính xác mức độ rủi ro của các dự án đầu tư ở các ngành nghề, sẽ khó khăn trong việc tính toán để bù đắp cho chủ đầu tư khi chấp nhận mạo hiểm. Hơn nữa, tâm lý “tiền chùa” đã khiến các giám đốc doanh nghiệp Nhà nước thiếu trách nhiệm trong việc bảo toàn và phát triển vốn. Do vậy, nếu Nhà nước thu 10% đến 12% thì buộc các doanh nghiệp Nhà nước phải tìm đến các dự án có khả năng sinh lời cao hơn chi phí vốn tối thiểu là 10%[44]. Rõ ràng, lúc này, vốn Nhà nước sẽ được sử dụng hiệu quả hơn.

**Bảng 2.12. Chi phí vốn chủ sở hữu từng ngành**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Các doanh nghiệp điều tra	1,8%	6,0%	1,8%	1,6%	1,8%	2,0%
Công nghiệp	0,87%	0,99%	1,08%	2,80%	1,09%	1,40%
Giao thông vận tải	0,10%	5,51%	0,16%	0,16%	0,29%	0,28%
NN-Thủy sản	6,23%	5,58%	5,35%	3,31%	4,07%	3,45%
Thương mại-dịch vụ	3,20%	3,25%	3,56%	2,76%	3,26%	3,20%
Xây dựng	3,28%	27,63%	3,21%	3,09%	3,13%	3,22%
Khác	3,74%	3,00%	1,93%	1,31%	1,16%	1,09%

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

c. Chi phí vốn trung bình ( WACC)

Chi phí vốn trung bình được tính bằng công thức sau:

$$WACC = \text{Tỷ trọng Nợ} * \text{Chi phí Nợ sau thuế} \quad (2.1)$$

+ Tỷ trọng Vốn chủ sở hữu \* Chi phí vốn chủ sở hữu

Trong công thức trên, chi phí Nợ chính là chi phí vốn vay, nhưng đã được điều chỉnh bởi thuế thu nhập doanh nghiệp. Vì chi phí lãi vay được coi là chi phí hợp lý hợp lệ trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp nên so với chi phí vốn chủ sở hữu, thì chi phí lãi vay thực sự mà doanh nghiệp phải trả, chi bằng:

$$\begin{aligned} \text{Chi phí lãi vay sau thuế} &= & (2.2) \\ &= \text{chi phí lãi vay trước thuế} * (1 - \text{thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp}) \\ &= \text{chi phí lãi vay trước thuế} - \text{chi phí lãi vay trước thuế} * \text{thuế suất thuế TNDN} \end{aligned}$$

Phần chênh lệch giữa chi phí lãi vay trước thuế và chi phí lãi vay sau thuế được gọi là tiết kiệm thuế nhờ lãi vay.

Nếu giả định là thuế suất thuế TNDN là 28% cho tất cả các doanh nghiệp.

**Bảng 2.13. Chi phí vốn trung bình tổng hợp các ngành**

<b>Năm</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004*</b>	<b>2005*</b>
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
<b>WACC</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>
<b>ROA</b>	<b>2,41%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,6%</b>

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

Như vậy, WACC cho biết để có được 100 đồng vốn kinh doanh, các doanh nghiệp Nhà nước phải trả trung bình là bao nhiêu đồng chi phí. WACC

chính là một trong những cơ sở để các doanh nghiệp đưa ra quyết định đầu tư. Khi WACC của doanh nghiệp là 10% thì có nghĩa là dự án của doanh nghiệp ít nhất phải tạo ra được tỷ suất sinh lời tối thiểu là 10%. Do đó, so sánh giữa ROA, khả năng sinh lời trên tổng tài sản và WACC của các doanh nghiệp Nhà nước điều tra, hầu như trong các năm, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản đều cao hơn so với chi phí vốn trung bình, nhưng chênh lệch không đáng kể, riêng năm 2001, chi phí vốn trung bình cao hơn so với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản. Điều này cho thấy hiệu quả thực sự hay khả năng sinh lời của các doanh nghiệp Nhà nước còn rất thấp.

Phân tích theo ngành (Bảng 2.14), hầu hết **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 lại chính là chi phí lãi vay, được điều chỉnh bởi thuế TNDN, nên chi phí thực các doanh nghiệp phải trả chỉ là chi phí lãi 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.

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 chi phí vốn của các doanh nghiệp không phải Nhà nước và chi phí thị trường. 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, vì vậy, chưa thể là cơ sở để đưa ra các quyết định đầu tư chính xác theo nguyên tắc thị trường. Nhất thiết, cần có một phương pháp chính xác hơn xác định chi phí vốn cho các doanh nghiệp



Nhà nước, là cơ sở để xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp Nhà nước. Từ đó, các quyết định kinh doanh, đầu tư của các doanh nghiệp Nhà nước mới được đưa ra chính xác. Đây là yếu tố quan trọng để vốn của Nhà nước được sử dụng hiệu quả.

**Bảng 2.14. Chi phí vốn trung bình từng ngành**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Công nghiệp	1,81%	1,82%	1,68%	1,43%	1,85%	2,16%
Giao thông vận tải	2,40%	4,97%	1,13%	1,31%	0,23%	0,22%
Nông nghiệp- Thủy sản	7,75%	6,28%	6,86%	5,65%	3,57%	6,29%
Thương mại-dịch vụ	2,67%	2,69%	3,32%	3,13%	3,33%	3,44%
Xây dựng	3,69%	4,80%	3,56%	3,74%	4,39%	4,72%
Khác	5,54%	4,05%	3,91%	2,98%	2,46%	3,07%

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

### **2.2.5. Sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp Nhà nước**

Theo mô hình cơ cấu vốn do Miller đưa ra 1984, đòn bẩy tài chính là cách gọi việc sử dụng nợ tạo ra tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao thông qua cơ chế “đòn bẩy”. Một sự thay đổi nhỏ trong thu nhập trước thuế và lãi vay sẽ tạo ra sự thay đổi lớn hơn trong tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Nếu đòn bẩy tài chính dương, nghĩa là nếu thu nhập trước thuế và lãi vay tăng một sẽ làm cho tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu tăng nhiều hơn một. Ngược lại khi đòn bẩy tài chính âm, nếu thu nhập trước thuế và lãi vay giảm một thì tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ giảm nhiều hơn một. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp cũng phụ thuộc vào rất nhiều nhân tố, quyết định đến việc tạo ra đòn bẩy tài chính dương hay âm.

Phân tích chỉ tiêu ROE ta cũng thấy chỉ xấp xỉ 7%-8%, thậm chí có doanh nghiệp nhỏ và vừa còn có ROE mang dấu âm, nghĩa là không những vốn

chủ sở hữu của Nhà nước không tạo ra lợi nhuận mà còn bị giảm do doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ. **Các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp Nhà nước đều thấp hơn các chỉ tiêu phản ánh chi phí vốn được tính trên nguyên tắc thị trường.**

*Bảng 2.15. ROE- theo ngành*

*Đơn vị tính: %*

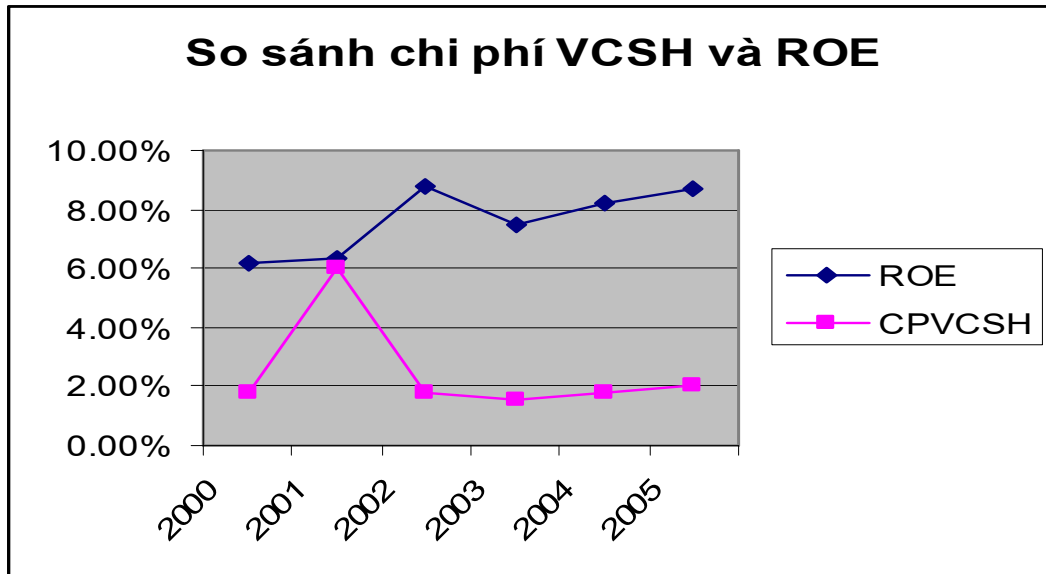
Ngành	Năm					
	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Công nghiệp	7,7	8,7	9,0	8,2	8,7	9,2
Giao thông vận tải	4,3	4,7	4,4	4,2	4,6	4,5
Nông nghiệp - Thủy sản	-15,6	-4,8	-7,5	3,5	2,0	3,2
Thương mại dịch vụ	3,2	5,2	5,3	4,4	5,5	6,0
Xây dựng	11,3	20,1	43,7	11,5	13,2	13,9
Khác	11,1	11,7	11,6	12,2	12,3	11,9

*Nguồn: Điều tra 375 doanh nghiệp Nhà nước - Cục Tài chính doanh nghiệp - Bộ Tài chính - năm 2003. Số liệu năm 2004 và 2005 là dự báo của các doanh nghiệp điều tra.*

Để phân tích sâu hơn về khả năng sinh lời tính trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước, có thể so sánh giữa ROE và chi phí vốn chủ sở hữu. Nhìn đồ thị 2.2, khoảng cách giữa hai đồ thị phản ánh khả năng sinh lời và chi phí vốn chủ sở hữu là khá rõ nét, đường ROE luôn có xu hướng nằm trên đường chi phí vốn chủ sở hữu.

Như vậy, các doanh nghiệp Nhà nước đã tạo ra tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao hơn chi phí bỏ ra để có được nguồn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, chi phí vốn chủ sở hữu được tính toán dựa trên tỷ lệ thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước, mà tỷ lệ này rất thấp, chỉ khoảng 1,4% đến 6%/năm tính trên phần vốn Nhà nước có tại doanh nghiệp. Chi phí vốn chủ sở hữu chưa thực sự phản

ánh chi phí thị trường. Vì thế, nếu tính lại chi phí vốn chủ sở hữu thì chắc chắn các doanh nghiệp Nhà nước sẽ có khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu thấp hơn so với chi phí vốn chủ sở hữu, cũng như chi phí vốn trung bình sẽ cao hơn khả năng sinh lời trên tổng tài sản.



***Đồ thị 2.2. Mối quan hệ giữa ROE và chi phí vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước***

Như vậy, các doanh nghiệp Nhà nước nhìn chung đều hoạt động đạt hiệu quả thấp, một số doanh nghiệp trong ngành nông nghiệp - thủy sản còn kinh doanh thua lỗ, các doanh nghiệp khác thì đều chỉ đạt khả năng sinh lời thấp, dưới mức chi phí huy động vốn trên thị trường và thấp hơn so với khả năng sinh lời của khu vực kinh tế tư nhân và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Do đó, nếu xoá bỏ hoàn toàn những ưu đãi của Nhà nước, các doanh nghiệp Nhà nước không còn phụ thuộc vào nguồn vốn ngân sách Nhà nước, vốn Nhà nước cấp cho các doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí thị trường, chắc chắn các doanh nghiệp Nhà nước sẽ không khỏi khó khăn, lúng túng trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

## **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**

Cùng với những thành công của quá trình đổi mới các doanh nghiệp Nhà nước, cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước cũng đã đạt được một số chuyển biến theo hướng tích cực, dần dần từng bước cải thiện tình hình tài chính, nâng cao năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp Nhà nước.

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

Một số doanh nghiệp nhà nước đã thiết lập được cơ cấu vốn biểu hiện ở hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu hay hệ số nợ dài hạn trên tổng vốn. Trong khi hầu hết các doanh nghiệp nhà nước sử dụng vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản cố định, hệ số tổng nợ trong tổng vốn lên đến 80%-90%, thì việc một số doanh nghiệp đã có chiến lược huy động nợ dài hạn là một kết quả đáng khích lệ. Điều này chứng tỏ các doanh nghiệp đã xác định được kế hoạch huy động và sử dụng vốn phù hợp với kế hoạch sản xuất kinh doanh mang tính dài hạn, ổn định.

Hệ số nợ dài hạn trong tổng vốn và trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước ở mức tương đối an toàn, rủi ro thanh toán thấp. Mức trung bình của hệ số nợ dài hạn trong tổng vốn là 20% đến 30%, hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu khoảng 60% đến 70%. Như vậy, các doanh nghiệp khá thận trọng khi huy động vốn dài hạn, song cũng có nghĩa là các doanh nghiệp chưa tận dụng hết khả năng huy động nợ dài hạn.

#### **2.3.1.2. Chi phí vốn thấp**

Do được hưởng những ưu đãi của Nhà nước nên có thể thấy chi phí vốn của các doanh nghiệp Nhà nước hiện là rất thấp so với lãi suất thị trường. Hay nói cách khác, đây là một lợi thế của các doanh nghiệp Nhà nước trong hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, chi phí vốn thấp không phải do doanh nghiệp đã

lựa chọn được một cơ cấu vốn hợp lý mà do những bao cấp, ưu đãi của Nhà nước mang lại.

Hiện tại, các doanh nghiệp Nhà nước hầu như chưa quan tâm đến chi phí vốn. Thậm chí còn có tâm lý sử dụng vốn Nhà nước không phải trả chi phí. Trong tương lai, khi các doanh nghiệp Nhà nước hoạt động theo Luật doanh nghiệp chung, thì những ưu đãi này chắc chắn sẽ không còn. Do đó, giám đốc doanh nghiệp Nhà nước cần xác định chính xác chi phí phải trả cho việc huy động vốn, từ đó, lựa chọn một cơ cấu vốn hợp lý.

### ***2.3.1.3. Qui mô vốn ngày càng gia tăng***

Qui mô các nguồn vốn: bao gồm cả vốn vay và vốn chủ sở hữu đều gia tăng qua các năm, tăng nhiều nhất là vốn vay ngân hàng. Tốc độ tăng trưởng vốn trung bình là 12,7%/năm, trong đó vốn vay ngân hàng tăng 15%, vốn chủ sở hữu cũng tăng 6,5%/năm. Qui mô vốn gia tăng chứng tỏ các doanh nghiệp Nhà nước ngày càng mở rộng các hoạt động sản xuất kinh doanh, dưới dạng các dự án đầu tư mới hay mở rộng sản xuất. Trong đó, khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng của các doanh nghiệp đã được mở rộng. Vốn chủ sở hữu cũng tăng, mặc dù tốc độ chưa cao, nhưng cũng chứng tỏ Nhà nước, với tư cách là chủ sở hữu, vẫn thực hiện chính sách hỗ trợ thuận lợi cho các doanh nghiệp Nhà nước. Điều này góp phần nâng cao tính tự chủ và năng lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp Nhà nước.

Để có được sự tăng trưởng đáng khích lệ trên, trước tiên phải kể đến nỗ lực của chính các doanh nghiệp. Vốn Nhà nước trong các doanh nghiệp vẫn chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ, do vậy, việc gia tăng vốn ở các doanh nghiệp chủ yếu là gia tăng vốn vay. Các doanh nghiệp đã chứng tỏ năng lực sản xuất kinh doanh qua những dự án đầu tư hiệu quả để thu hút ngày càng nhiều vốn vay ngân hàng. Hơn ai hết, chính các doanh nghiệp phải là người tạo lập được uy tín để thuyết phục các ngân hàng cho vay. Cơ chế cho vay với lãi suất thả thuận được áp dụng từ năm 2001 đã tạo nền tảng cho mọi quyết định tài trợ tối ưu của ngân hàng và doanh nghiệp.

Ngân hàng là người tài trợ vốn vay chủ yếu cho các doanh nghiệp. Mặc dù vốn ngắn hạn vẫn chiếm tỷ lệ khá lớn (30% đến 40%) trong tổng vốn nhưng vốn vay trung dài hạn cũng đã đáp ứng được phần nào nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp. Bên cạnh các hình thức cho vay đa dạng, ngân hàng cũng đã bước đầu phát triển dịch vụ cho thuê tài sản, một phương thức tài trợ mới cho các doanh nghiệp, không cần tài sản thế chấp. Đây là một sự lựa chọn tối ưu cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa, khi không thoả mãn các điều kiện vay vốn của ngân hàng.

#### ***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***

Một trong những đổi mới về cơ chế quản lý vốn của các doanh nghiệp Nhà nước là Nhà nước cho phép các doanh nghiệp Nhà nước được giữ lại toàn bộ thu nhập sau thuế để tái đầu tư, thay vì phải trích nộp một phần cho ngân sách Nhà nước dưới dạng “ thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước” như trước đây. Trên giác độ là chủ đầu tư, Nhà nước đầu tư vốn cho doanh nghiệp, việc thu lại một phần tương ứng với tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp từ thu nhập sau thuế là một nguyên tắc hoàn toàn đúng trong cơ chế thị trường. Đây là động lực đồng thời là điều kiện yêu cầu các doanh nghiệp Nhà nước phải kinh doanh có hiệu quả để nộp thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước.

Trên thực tế, hầu hết các doanh nghiệp Nhà nước đều có hiệu quả kinh doanh thấp, vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp nhỏ chưa tương xứng với tiềm năng phát triển và vai trò chủ đạo của các doanh nghiệp Nhà nước. Do vậy, việc gia tăng vốn chủ sở hữu cho các doanh nghiệp Nhà nước từ nội bộ sẽ giảm bớt gánh nặng cho ngân sách Nhà nước. Các doanh nghiệp Nhà nước sẽ được sử dụng toàn bộ thu nhập sau thuế để bổ sung vốn chủ sở hữu, thay vì phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn vốn cấp phát của ngân sách Nhà nước như trước đây.

Như vậy, chủ sở hữu Nhà nước đã giao toàn bộ thu nhập từ vốn đầu tư cho các doanh nghiệp. Nhà nước đã tách dần chức năng sở hữu và quản lý của mình, giao quyền cho các doanh nghiệp Nhà nước. Các doanh nghiệp Nhà nước sẽ được hưởng toàn bộ lãi từ hoạt động đầu tư, đây chính là động lực để các doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh hiệu quả, góp phần gia tăng vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp.

### ***2.3.2. Hạn chế trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay***

Mặc dù đã đạt được một số thành tựu trong việc cải thiện, đổi mới cơ cấu vốn hiện tại, song cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước còn chưa hợp lý, biểu hiện ở các hạn chế sau:

#### ***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***

Dù đã có sự đổi mới cơ bản về cơ chế quản lý vốn Nhà nước, nhưng vì Nhà nước nắm giữ đa số cổ phần trong các doanh nghiệp Nhà nước nên mọi quyết định kinh doanh của doanh nghiệp đều do Nhà nước chỉ đạo. Trên thực tế, vốn Nhà nước tại các doanh nghiệp vẫn mang tính chất là nguồn vốn 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 nguồn vốn 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. Khi Nhà nước cấp vốn cho doanh nghiệp Nhà nước với tư cách là chủ sở hữu, không đòi hỏi bất kỳ một chi phí nào. Căn cứ để Nhà nước đầu tư vốn cho các doanh nghiệp hầu như không dựa vào tỷ suất lợi nhuận và chi phí vốn đủ để bù đắp rủi ro, mà dựa trên cơ chế cấp phát. Như vậy, chi phí vốn chủ sở hữu chưa được xác định theo nguyên tắc thị trường.

Nhà nước đã ban hành các chỉ tiêu để đánh giá hiệu quả sản xuất kinh doanh và phân loại doanh nghiệp trong Quyết định số 271/QĐ-TTg ngày 31

tháng 12 năm 2003 của Thủ tướng Chính phủ về Quy chế giám sát, đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Nhà nước và Thông tư 42/2004/TT-BTC ngày 20 tháng 5 năm 2004 hướng dẫn Quy chế giám sát, đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Nhà nước. Tuy nhiên, đây là các chỉ tiêu để đánh giá, giám sát hoạt động của doanh nghiệp Nhà nước, là cơ sở để xếp hạng tín dụng doanh nghiệp Nhà nước, mà không phải là các chỉ tiêu để nhà nước cấp vốn cho các DNNN.

Theo quan điểm nghiên cứu, bất kỳ thành phần kinh tế nào trong nền kinh tế thị trường khi sử dụng vốn thì đều phải trả chi phí. Doanh nghiệp Nhà nước khi sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước phải trả chi phí sử dụng vốn cho Nhà nước, với tư cách là chủ sở hữu duy nhất. Như vậy, nếu doanh nghiệp Nhà nước không phải nộp khoản thu này sẽ dẫn đến quan niệm sử dụng vốn Nhà nước không phải mất chi phí. Khi đó sẽ dẫn đến việc quản lý, sử dụng vốn không hiệu quả, thậm chí chấp nhận những dự án có tỷ lệ sinh lời thấp hơn chi phí vốn.

### ***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. Năm 2003, Tổng công ty Dầu khí Việt Nam phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm, với mức huy động là 500 tỷ đồng. Công ty tài chính Tàu thủy phát hành trái phiếu với lãi suất 8% huy động được 2000 tỷ đồng chia làm nhiều đợt. Ngoài ra một số trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu cũng được phát hành nhưng số lượng cũng rất hạn chế, như công ty cổ phần công nghệ thông tin EIS phát hành trái phiếu chuyển đổi tổng trị giá 10 tỷ đồng, lãi suất 8,4% và đến năm 2004 những trái phiếu này sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu.

So với việc huy động nợ bằng cách vay ngân hàng thì huy động nợ trên thị trường chứng khoán tỏ ra nhiều ưu thế hơn: không bị áp lực giám sát, kiểm



tra của người cho vay, khối lượng và thời gian huy động vốn hoàn toàn chủ động, không cần có tài sản thế chấp...Tuy nhiên, các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay vẫn còn rất bỡ ngỡ trước hình thức huy động vốn này.

Trên thực tế, không phải doanh nghiệp nào cũng có thể tiếp cận được với vốn vay ngân hàng. Thậm chí ngay cả các Tổng công ty với những dự án lớn, thời gian vay dài cũng chưa chắc đã thoả mãn mọi điều kiện vay vốn ngân hàng. Khi đó, huy động vốn trên thị trường chứng khoán bằng cách phát hành trái phiếu là một sự lựa chọn tối ưu. Do vậy, việc tạo mọi điều kiện, thủ tục, thông tin tuyên truyền nhằm tác động cả phía cung và cầu trái phiếu nhằm tạo lập một thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tính thanh khoản cao là một trong những điều kiện giúp các doanh nghiệp tăng khả năng huy động vốn bằng phát hành trái phiếu, góp phần thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay.

### ***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***

Khi xem xét cơ cấu vốn của doanh nghiệp, người ta chỉ xét đến vốn dài hạn mà không đề cập đến vốn ngắn hạn. Tuy nhiên, khi nghiên cứu về cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước Việt nam, vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng khá cao. Nguồn ngắn hạn, chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn ngân hàng, các khoản phải trả nhà cung cấp, phải nộp Nhà nước...chiếm đến 30-40% tổng nguồn vốn, tương đương với tỷ lệ vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn trong tổng nguồn. Như vậy, nếu xét tỷ lệ tổng nợ trên tổng nguồn của các doanh nghiệp Nhà nước chiếm đến 65-70%.

Như vậy, hệ số nợ nói chung của các doanh nghiệp Nhà nước là khá cao. Điều này về lý thuyết vừa có tác động tích cực vừa có tác động tiêu cực. Nhưng đối với các doanh nghiệp Nhà nước nghiên cứu, rủi ro thanh toán tiềm ẩn khá lớn. Các doanh nghiệp Nhà nước chủ yếu hoạt động bằng nợ ngắn hạn, trong khi đó đầu tư dài hạn chiếm tỷ trọng lớn, biểu 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 vay ngân hàng.

Các khoản nợ ngắn hạn có nguồn gốc từ tín dụng thương mại cũng tiềm ẩn nhiều vấn đề về khả năng thanh toán. Các khoản nợ này hoặc mang tính chất lịch sử, hoặc do doanh nghiệp quá mở rộng việc cho mua chịu để gia tăng doanh số hay chiếm lĩnh thị trường dẫn đến nợ tràn lan. Hậu quả là các khoản phải thu dần trở thành những khoản phải thu khó đòi, đối với doanh nghiệp mua chịu trở thành vốn ngắn hạn không có khả năng thanh toán hoặc cố tình nợ nần dây dưa.

#### ***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.

Để có thể vận dụng được đòn bẩy tài chính, các thông tin trên thị trường phải đạt được mức hiệu quả tối đa: lãi suất, giá cả, giá nguyên vật liệu đầu vào, lạm phát v.v... Từ đó, các doanh nghiệp mới có thể dự báo được sản lượng tiêu thụ, doanh thu, diễn biến của môi trường kinh tế để xem xét có nên sử dụng nợ hay không. Việc sử dụng nợ với doanh nghiệp như con dao hai lưỡi, nếu đòn bẩy có tác động tích cực nó sẽ làm gia tăng ROE, nhưng nếu đòn bẩy có tác động tiêu cực không những làm suy giảm ROE mà còn ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

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

Qua nghiên cứu các doanh nghiệp Nhà nước điều tra, có thể thấy, mặc dù quy mô vốn vay ngân hàng của các doanh nghiệp có xu hướng gia tăng nhưng tỷ trọng thì vẫn thấp, chỉ 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 chỉ là 12%-15%. Do vậy, thiếu vốn dài hạn tất yếu ngân hàng phải tìm đến nguồn ngắn hạn. 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***

Quá trình cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước đã tạo ra sự chuyển biến sâu sắc về quyền sở hữu trong các doanh nghiệp Nhà nước. Hiện tại, Nhà nước chỉ nắm giữ 100% vốn chủ sở hữu tại các doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh ngành nghề quan trọng đối với quốc gia. Trong tương lai, Nhà nước chỉ nắm giữ một tỷ lệ cổ phần nhất định trong các công ty cổ phần. Doanh nghiệp sau khi cổ phần hoá được coi là các công ty Nhà nước nếu Nhà nước nắm giữ từ 51% cổ phiếu trở lên. Do vậy, việc huy động thêm vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu của công ty nhà nước sẽ gặp phải những rào cản nhất định.

Như vậy, cho dù doanh nghiệp muốn huy động thêm vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu cho các cổ đông khác thì phải thuyết phục cổ đông lớn nhất là Nhà nước cũng phải góp thêm vốn. Vậy, nên chăng **qui định về tỷ lệ cổ phần khống chế của Nhà nước có thể linh hoạt hơn bằng cách giảm tỷ lệ cổ phần khống chế nhưng giới hạn về số lượng cổ đông tối thiểu để Nhà nước vẫn là một trong những chủ sở hữu có quyền chi phối trong doanh nghiệp Nhà nước.**

Có thể thấy, trong điều kiện vốn ngân sách Nhà nước còn hạn hẹp, việc gia tăng vốn chủ sở hữu cho các doanh nghiệp Nhà nước không thể trông chờ vào Nhà nước, cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước là giải pháp hữu hiệu tăng vốn chủ sở hữu cho các doanh nghiệp. Cho dù sau khi cổ phần hoá, tùy thuộc vào tỷ lệ vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp mà Nhà nước nắm giữ, doanh

nghiệp có còn là doanh nghiệp Nhà nước nữa hay không thì bài toán tăng vốn chủ sở hữu cho các doanh nghiệp vẫn được giải quyết.

### ***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 được xây dựng để nghiên cứu cơ cấu vốn trên thế giới đã đạt những thành công nhất định trong việc ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, đồng thời kiểm định được những lý thuyết về cơ cấu vốn. Đây cũng là vai trò chủ yếu của kinh tế lượng trong phân tích các vấn đề kinh tế. Tuy nhiên, câu hỏi đặt ra là, liệu có thể lựa chọn một trong các mô hình đã có để ứng dụng vào nghiên cứu cơ cấu vốn các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam hay không? 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, ví dụ mô hình do Mayer và Miller đưa ra nhằm nghiên cứu tác động của các sắc thuế đến cơ cấu vốn hay mô hình do Titman và Wessels (1988) đã cho rằng chỉ có “tính duy nhất” (được đo lường bởi Chi phí nghiên cứu triển khai/Tổng doanh thu, chi phí bán hàng cao, và nhân công với chi phí thấp) và thu nhập là các nhân tố quan trọng. Rajan và Zingales (1995) đã đưa ra một nghiên cứu rất điển hình về cơ cấu vốn của doanh nghiệp các nước OECD và phát hiện ra mối quan hệ ngược chiều rất chặt chẽ giữa giá trị sổ sách của cổ phiếu với đòn bẩy tài chính [66]... 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 nên không thể sử dụng các biến đã có trong mô hình thế giới, ví dụ: chi phí vốn chủ sở hữu là cố định không

phụ thuộc vào mức độ rủi ro của các doanh nghiệp Nhà nước, hay thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là như nhau cho mọi loại hình doanh nghiệp ở mọi địa phương khác nhau, hay không thể xác định được tỷ lệ sinh lời trên giá thị trường của cổ phiếu.

**Thứ ba**, vì các biến chất không có số liệu, 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. Nếu thực hiện điều tra với đầy đủ các biến chất và lượng, với số lượng quan sát đủ có ý nghĩa để hồi quy lên đến hàng trăm doanh nghiệp mất rất nhiều thời gian và công sức, chi phí rất cao, không thể thực hiện bởi một cá nhân mà phải do một tổ chức hay đơn vị quản lý thực hiện.

Do vậy, không thể áp dụng các mô hình kinh tế lượng sẵn có mà phải xây dựng một mô hình kinh tế lượng riêng để nghiên cứu cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam.

Những hạn chế trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn của các DNNN Việt nam có thể phân tích từ các nguyên nhân sau : nhóm nguyên nhân xuất phát từ chính doanh nghiệp nhà nước và nhóm nguyên nhân bên ngoài doanh nghiệp.

### ***2.3.3. Nguyên nhân dẫn đến hạn chế trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay***

#### ***2.3.3.1 Nguyên nhân từ phía doanh nghiệp***

**Thứ nhất**, nhận thức của lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước về cơ cấu vốn và tầm quan trọng của việc xây dựng cơ cấu vốn tối ưu trong quản lý tài chính doanh nghiệp chưa chính xác. Đây chính là nguyên nhân mang tính lịch sử. Cùng với quá trình chuyển đổi nền kinh tế từ kế hoạch hoá tập trung sang nền kinh tế thị trường, nhận thức và hiểu biết của lãnh đạo doanh nghiệp nhà nước cần được chuyển đổi một cách sâu sắc và toàn diện.

Khi Luật doanh nghiệp thống nhất đã ra đời và có hiệu lực từ tháng 7 năm 2006, doanh nghiệp nhà nước sẽ không còn bất kỳ ưu đãi nào, mà hoàn toàn bình đẳng như các loại hình doanh nghiệp khác, khi đó, vấn đề đặt ra là

các doanh nghiệp phải chủ động xây dựng kế hoạch huy động vốn, phải thoả mãn các điều kiện của chủ sở hữu mới đảm bảo được vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Điều này hoàn toàn khác với nền kinh tế kế hoạch tập trung, khi nhà nước luôn là bà đỡ cho các doanh nghiệp nhà nước. Việc lệ thuộc quá lâu vào nhà nước đã tạo nên một tâm lý ỷ lại, không quan tâm đến việc hoạch định, huy động vốn một cách chủ động của các giám đốc doanh nghiệp.

Trong quá trình chuyển đổi, các lý thuyết mới về quản lý tài chính hiện đại và quản lý vốn cũng chưa được cập nhật cho lớp giám đốc cũ, nên tất yếu dẫn đến việc nhận thức không đầy đủ toàn diện về cơ cấu vốn và tầm quan trọng của cơ cấu vốn tối ưu đối với doanh nghiệp.

**Thứ hai, các doanh nghiệp nhà nước chưa có chiến lược huy động vốn dài hạn.** Trong số 375 doanh nghiệp được hỏi thì chỉ có 5% các doanh nghiệp có chiến lược huy động vốn một cách cụ thể. Như vậy, có thể thấy chính các doanh nghiệp cũng rất bị động, kinh doanh chộp giật, tình thế nên việc vay vốn ngắn hạn hay dài hạn chưa có kế hoạch chủ động. Nhiều khi các doanh nghiệp phải vay ngắn hạn để trả nợ gốc dài hạn. Việc lạm dụng gia hạn nợ, giãn nợ, khoan nợ tại một số doanh nghiệp đã tạo ra nợ đọng dây dưa, tâm lý cố tình không trả nợ.

**Thứ ba, khả năng tìm kiếm dự án khả thi, xây dựng chiến lược kinh doanh còn yếu** dẫn đến khả năng tiếp cận vốn vay ngân hàng bị hạn chế. Trên giác độ người cho vay, ngân hàng luôn đứng trước sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Quyết định cho vay của ngân hàng phải dựa trên khả năng trả nợ của chính dự án vay vốn. Do vậy, để thuyết phục các ngân hàng, không ai hết, chính các doanh nghiệp phải tự chứng tỏ khả năng trả nợ của mình.

Song, do thiếu thông tin, trình độ quản lý yếu kém, các doanh nghiệp khó có thể xây dựng được một chiến lược kinh doanh dài hạn, mà chủ yếu mang tính chất manh mún, chộp giật. Do vậy, cho vay với các doanh nghiệp này luôn đặt ngân hàng vào tình trạng rủi ro.

**Thứ năm, hầu hết các doanh nghiệp Nhà nước chưa đủ uy tín để phát hành trái phiếu trên thị trường.** Nếu có thể huy động vốn rộng rãi từ dân chúng thì chỉ có những tổng công ty lớn, có thương hiệu và truyền thống như Tổng công ty hàng không, Tổng công ty điện lực, Tổng công ty hàng hải mới có thể phát hành được trái phiếu. Còn đến 80% các doanh nghiệp Nhà nước là doanh nghiệp vừa và nhỏ thì khả năng huy động vốn từ bằng cách phát hành trái phiếu là không đơn giản.

**Thứ sáu, các doanh nghiệp không muốn niêm yết trên thị trường.** Điều này là do các doanh nghiệp có tâm lý không muốn công bố thông tin khi niêm yết chứng khoán. Đây là một rào cản không chỉ ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn của các doanh nghiệp mà còn hạn chế sự phát triển của thị trường chứng khoán, hạn chế sự phát triển của toàn bộ nền kinh tế. Các doanh nghiệp chưa nhận thức được việc niêm yết trên thị trường chứng khoán sẽ đem lại những lợi ích cho doanh nghiệp: vừa là kênh huy động vốn, vừa là kênh quảng cáo hữu hiệu. Không những thế, khi niêm yết, các doanh nghiệp buộc phải tuân theo những yêu cầu, chuẩn mực của Ủy ban Chứng khoán đưa ra, tạo thành áp lực buộc các doanh nghiệp chuẩn hoá đội ngũ lãnh đạo, nhân viên, trình độ quản lý và kỹ năng tác nghiệp. Từ đó, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Bên cạnh những nguyên nhân chủ quan trên, còn có những nguyên nhân khác, xuất phát từ bên ngoài doanh nghiệp, hiện đã và đang ảnh hưởng đến quá trình đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay.

### **2.3.3.2. Nguyên nhân bên ngoài doanh nghiệp**

**Thứ nhất, chính sách quản lý tài chính đối với các doanh nghiệp nhà nước còn nhiều bất cập.** Chính sách quản lý tài chính đối với các doanh nghiệp nhà nước hiện đã được đổi mới, bổ sung, chỉnh sửa nhiều theo hướng tăng dần quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm cho các doanh nghiệp nhà nước. Song, trên thực tế, quá trình vận dụng chính sách này đã tạo không ít vướng mắc, khó khăn cho doanh nghiệp. Trong giai đoạn 1996-2004, khi các Nghị

định 59, 27 vẫn còn có hiệu lực, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp nhà nước vẫn phụ thuộc vào vốn từ ngân sách nhà nước nên khả năng thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước theo hướng tăng vốn chủ sở hữu là khó thực hiện được. Đến giai đoạn 2004 đến nay, khi Nghị định 199 được ban hành, các công ty nhà nước đã tự chủ hơn trong việc huy động vốn nhưng khả năng huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu vẫn còn nhiều hạn chế.

Chính sách quản thuế là một trong những nội dung cơ bản của chính sách quản lý tài chính đối với doanh nghiệp nhà nước nói chung và các doanh nghiệp nói riêng vẫn còn cứng nhắc. Việc áp dụng một mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là như nhau cho hầu hết các doanh nghiệp, các ngành nghề kinh doanh, ở các địa phương khác nhau, đã không tạo động lực khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính thông qua hưởng tiết kiệm thuế từ việc sử dụng nợ.

Cần tiếp tục đổi mới toàn diện chính sách quản lý tài chính đối với doanh nghiệp nhà nước để thực sự tạo một hành lang thông thoáng cho các doanh nghiệp tự chủ trong việc xây dựng chiến lược kinh doanh nói chung và kế hoạch huy động vốn nói riêng.

**Thứ hai, tính thanh khoản của chứng khoán trên thị trường rất thấp.** Đây chính là nguyên nhân dẫn đến khả năng huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán của doanh nghiệp thấp, đặc biệt là phát hành trái phiếu. Những nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu nhằm hai mục đích chính: (i) đáp ứng nhu cầu thanh khoản và (ii) nhu cầu sinh lợi. Nhưng vì các trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường rất khó chuyển nhượng nên không thu hút các nhà đầu tư để thoả mãn nhu cầu thanh khoản. Hơn nữa, về lý thuyết các trái phiếu doanh nghiệp có độ rủi ro cao hơn trái phiếu Chính phủ thì tỷ suất sinh lợi phải cao hơn để bù đắp rủi ro. Trên thực tế các doanh nghiệp hiện bị giới hạn mức lãi suất trái phiếu phát hành thấp hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ. Nên mục đích thứ hai khi nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp của các nhà đầu tư cũng không được thoả mãn.



**Thứ ba, sự tham gia mờ nhạt của các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường,** những nhà đầu tư mà các quyết định mua hay bán chứng khoán của họ trên thị trường sẽ có ảnh hưởng lớn đến giá cả và các quyết định của các nhà đầu tư khác. Đây cũng là nguyên nhân quan trọng dẫn đến hoạt động huy động vốn trên thị trường sơ cấp của các doanh nghiệp Việt nam hiện nay còn rất hạn chế.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính, bảo hiểm và quỹ đầu tư được xem là các nhà đầu tư có tổ chức tiềm năng. Song, hiện tại sự tham gia của họ trên thị trường rất mờ nhạt, chỉ có một số công ty tài chính và các quỹ đầu tư nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp, còn các ngân hàng thương mại chỉ nắm giữ trái phiếu Chính phủ. Do vậy, không thể tạo nên thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tính thanh khoản cao.

**Thứ ba, ngân hàng đang đứng trước rủi ro cao khi cho các doanh nghiệp nhà nước vay.** Xét trên giác độ ngân hàng, ta thấy các ngân hàng đang phải đối mặt với **sức ép cho vay cao trong khi qui mô vốn chủ sở hữu thấp.** Hệ thống ngân hàng cũng đang gặp phải rất nhiều khó khăn, vướng mắc khi mở rộng cung cấp tín dụng cho các doanh nghiệp, như: qui mô vốn chủ sở hữu thấp, trình độ thẩm định dự án chưa cao, rủi ro tín dụng theo chuẩn mực quốc tế có nguy cơ gia tăng, trong đó, đặc biệt là qui mô vốn chủ sở hữu thấp làm hạn chế khả năng cạnh tranh và cung cấp tín dụng cho các doanh nghiệp của hệ thống ngân hàng.

**Thứ tư, mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường còn thấp, vai trò các tổ chức cung cấp thông tin trên thị trường còn mờ nhạt.** Đây là nguyên nhân quan trọng dẫn đến thiếu một căn cứ chính xác để thiết lập cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp, đến lượt nó, lại làm cho khả năng huy động vốn trên thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp bị hạn chế. Chừng nào các thông tin trên thị trường tài chính chưa được công khai, minh bạch thì còn hạn chế sự tham gia của các thành viên trên thị trường. Khi đó, doanh nghiệp sẽ là người thiệt hại đầu tiên khi không thể chủ động huy động vốn để đổi mới cơ cấu vốn hay theo đuổi cơ cấu vốn tối ưu.

Chất lượng thông tin cũng như hiệu quả hoạt động của các tổ chức cung cấp thông tin sẽ giúp tiết kiệm thời gian và chi phí, sẽ giúp cho việc phân bổ các nguồn lực trong xã hội được tối ưu hơn. Nếu thị trường thông tin đạt được mức hiệu quả cao thì các doanh nghiệp sẽ dễ dàng theo đuổi những cơ cấu vốn tối ưu trong những điều kiện khác nhau của nền kinh tế.

## **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**

Nhờ có cải cách quyền sở hữu, sản xuất của doanh nghiệp quốc doanh được chuyển đổi từ cơ chế độc quyền sang cơ chế thị trường với các hình thức sở hữu khác nhau: liên doanh, công ty nước ngoài và doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước, trong đó khu vực kinh tế Nhà nước đóng vai trò chủ đạo. Thêm vào đó, việc đa dạng hoá các hình thức sở hữu và việc chuyển từ sản xuất theo kế hoạch sang sản xuất vì lợi nhuận trong các doanh nghiệp Nhà nước đã góp phần dẫn đến việc thành lập các ngân hàng thương mại, các công ty bảo hiểm và thị trường chứng khoán.

Thông qua các biện pháp: giải thể, phá sản, cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước, Trung Quốc đã huy động được nguồn vốn nhân rỗi trong dân cư, hình thành nên những tổng công ty lớn đủ sức cạnh tranh mạnh trên thị trường thế giới.

Trong suốt giai đoạn cải cách từ 1978-1995, môi trường chính trị - xã hội ổn định, tỉ lệ tăng GDP từ 10,5% tới 11,7%; GDP trên đầu người từ 225 lên 569,2 USD. Và tỉ lệ lạm phát bị kiềm chế trung bình ở mức 7% [64].

**Bảng 2.17. Chỉ số kinh tế vĩ mô của Trung Quốc**

<b>Năm</b>	<b>1978</b>	<b>1986</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>
Tỉ lệ tăng trưởng GDP (%)	11,7	8,8	3,8	10,5
GDP bình quân đầu người	225,0	277,0	342,4	569,2
Lạm phát (%)	0,7	6,0	2,1	14,8

*Nguồn: Thống kê của Liên Hợp Quốc, 11/1996*

**Tỉ lệ doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ và mức độ thua lỗ tăng lên đáng kể.** Theo Cục thống kê quốc gia Trung Quốc, năm 1985 tỉ lệ các doanh nghiệp nhà nước kinh doanh thua lỗ chỉ chiếm 9,6% tổng số doanh nghiệp Nhà nước. Và tỉ lệ lỗ trên lợi nhuận chỉ là 4,39%. Song trong giai đoạn 1991-1995, tỉ lệ các doanh nghiệp nhà nước kinh doanh thua lỗ tăng lên 25,8-33,7%. Và tỉ lệ lỗ trên lợi nhuận là 91,25-81,22%. Năm 1996 tổng lợi nhuận của khu vực doanh nghiệp Nhà nước âm. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 1996, lỗ ròng là 13,4 tỉ NDT.

**Bảng 2.17. Tỉ lệ và mức độ thua lỗ của các doanh nghiệp nhà nước**

**Trung Quốc**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Tỉ lệ các doanh nghiệp Nhà nước làm ăn thua lỗ (%)	25,8	23,4	28,8	30,9	33,7
Tỉ lệ lỗ/ lãi trong các doanh nghiệp Nhà nước (%)	91,3	69	55,4	58,2	81,2

*Nguồn: Cục thống kê quốc gia Trung Quốc, 1997.*

Qua bảng 2.17, có thể thấy gánh nặng nợ nần của các doanh nghiệp nhà nước Trung Quốc. Theo Cục quản lý tài sản quốc gia Trung Quốc, năm 1994, giá trị tổng tài sản của 124.000 doanh nghiệp Nhà nước trên toàn nước Trung Quốc là 4.137 tỷ NDT, tổng Nợ là 3.104 tỉ NDT, và tỉ lệ vốn vay/tài sản là 75,01% - một tỉ lệ đáng báo động. Nhiều doanh nghiệp Nhà nước không có vốn chủ sở hữu mà phải dựa vào khoản vốn vay để kinh doanh. Năm 1994 tổng vốn lưu động của doanh nghiệp nhà nước là 50 tỷ NDT, song đến năm 1995 và 1996 con số này đã giảm lần lượt là 9,1 và -1,9 tỷ NDT [66].

**Hệ thống quản trị và khuyến khích doanh nghiệp không có hiệu quả**

Các vấn đề lịch sử gắn liền với cơ cấu khuyến khích và quản trị doanh nghiệp kém hiệu quả bắt nguồn từ: (i) cơ chế kế hoạch tập trung trước đây, theo đó các doanh nghiệp nhà nước thường được thành lập bởi các sắc lệnh hành chính hơn là bởi các yếu tố thị trường, do đó phải chịu điều kiện ban đầu liên quan tới vị trí, quy mô, dòng sản phẩm, sự kết hợp vốn - lao động và công nghệ yếu kém; (ii) việc bảo vệ cho các doanh nghiệp quốc doanh khỏi bị những khó khăn về vốn; (iii) việc gắn liền chức năng sản xuất của doanh nghiệp Nhà nước với việc cung cấp các dịch vụ của xã hội và làm việc suốt đời. Kết quả là doanh nghiệp Nhà nước cần có sự thay đổi trong việc kết hợp vốn và lao động để thích ứng với sự thay đổi về giá cả và chu kỳ kinh doanh; (iv) việc can thiệp hành chính của Chính phủ vào việc đưa ra quyết định của doanh nghiệp Nhà nước; và việc cách ly phần nào doanh nghiệp Nhà nước với cạnh tranh quốc tế và trong nước.

### **Bóp méo chính sách và cơ chế điều tiết**

Trải qua thời gian, cơ chế khuyến khích và điều tiết của Trung Quốc – bao gồm các chính sách và các biện pháp liên quan tới thuế, tín dụng, điều tiết giá cả, trợ cấp trực tiếp, hàng rào thuế quan và phi thuế quan, và các qui tắc đầu tư trực tiếp nước ngoài và cố gắng hướng vào lực lượng thị trường còn non trẻ để phục vụ cho các mục tiêu chính sách đối lập. Nhiều chính sách không rõ ràng và không bình đẳng khi áp dụng, đã làm sai lệch sự phân phối nguồn lực giữa các ngành và lãnh thổ. Tuy những chính sách này đã được cải thiện trong những năm gần đây, song vẫn còn nhiều vấn đề còn tồn tại. Ví dụ như lãi suất thấp giả đã khuyến khích đầu tư vốn quá mức, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghiệp nặng. Kiểm soát giá kéo dài đã làm giảm giá năng lượng và giá các hàng hoá khác, dẫn đến đầu tư sai lệch, tiêu dùng quá mức và phân bố sai nguồn lực.

### **Thiếu thị trường các yếu tố đầu vào**

Việc thiếu thị trường các yếu tố đầu vào linh hoạt và có thể phát triển được là một yếu điểm trong hệ thống tài chính, hạn chế huy động nguồn lực, phát triển và chuyển giao công nghệ không đầy đủ, gây cản trở cho quá trình quá độ sang nền kinh tế thị trường. Với thị trường vốn vẫn ở giai đoạn phát triển sơ khai, các doanh nghiệp năng động có khuynh hướng dựa vào chính nguồn tiền lợi nhuận tái đầu tư của họ, trong khi các doanh nghiệp làm ăn thua lỗ lại tiếp tục nhận trợ cấp từ Chính phủ; các doanh nghiệp phá sản tạm ngừng kinh doanh và việc sát nhập giữa các doanh nghiệp này thường bị trì hoãn lại.

Như vậy, kể từ năm 1978, Trung Quốc đã trải qua 3 giai đoạn cải cách doanh nghiệp Nhà nước và thu được nhiều thành tựu về môi trường kinh tế vĩ mô, cơ cấu tổ chức, trình độ công nghệ... Tuy nhiên, vấn đề sở hữu, quản lý tài sản Nhà nước, gánh nặng nợ xã hội vẫn còn tồn tại. Trong tương lai, để giúp doanh nghiệp nhà nước tiếp tục đóng vai trò chính yếu trong nền kinh tế và có thể cạnh tranh với nền kinh tế thế giới, cải cách sâu rộng thêm trong tất cả các khu vực của kinh tế nhà nước là rất cần thiết.

#### ***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***

Cải cách kinh tế ở Trung Quốc đã và đang tạo ra những thay đổi căn bản đối với tình hình tài chính của các doanh nghiệp Nhà nước. Trong giai đoạn trước cải cách, hầu hết vốn của các doanh nghiệp Nhà nước đều được cấp từ nguồn ngân sách Nhà nước và một phần nhỏ từ vốn vay.

Đến năm 1978, Trung quốc bắt đầu tiến hành công cuộc đổi mới và cải cách toàn diện nền kinh tế, bao gồm cả cải cách hệ thống tài chính và ngân hàng. Ngân hàng nhân dân Trung quốc (PBOC) được tách ra khỏi Bộ Tài chính và trở thành Ngân hàng Trung ương năm 1984. PBOC thực hiện điều hành lượng tiền cung ứng và xây dựng chính sách tiền tệ cũng như điều hành tỷ giá.

Ngân hàng công thương, Ngân hàng nông nghiệp và Ngân hàng xây dựng vẫn giữ vai trò là ngân hàng của nhà nước, nhưng đã bắt đầu thực hiện hoạt động huy động vốn và cho vay hoàn toàn độc lập với các can thiệp của Chính phủ. Các doanh nghiệp bắt đầu tìm đến ngân hàng và nhu cầu vay vốn ngày càng gia tăng, các hợp đồng vay dựa trên năng lực tài chính của khách hàng nhiều hơn là các can thiệp của Chính phủ. Tuy nhiên, các ngân hàng này vẫn thuộc sở hữu nhà nước, và hoạt động cho vay trong thời kỳ này vẫn nhằm phục vụ các mục tiêu của Chính phủ nhiều hơn là các mục đích tài chính của ngân hàng.

Các doanh nghiệp bắt đầu tìm đến các khoản vay không phải của nhà nước vì nhà nước cũng bắt đầu giảm dần các ưu đãi về tài chính. Đầu những năm 1980, các nhà nghiên cứu của quá trình đổi mới đã khuyến cáo rằng nên giảm dần và tiến tới xoá bỏ hoàn toàn việc cấp vốn trực tiếp của nhà nước cho doanh nghiệp. Việc cắt giảm dần vốn cấp phát của nhà nước và các vụ phá sản doanh nghiệp đã minh chứng cho những cảnh báo này. Ngay cả các doanh nghiệp lớn cũng được chuyển đổi hình thức sở hữu sang các công ty cổ phần hay trách nhiệm hữu hạn. Nhà nước không phải là người gánh chịu cuối cùng các khoản nợ mà chính các giám đốc doanh nghiệp phải nhận trách nhiệm này. Cùng lúc đó, thị trường tài chính cũng bắt đầu phát triển một cách tự phát, rất nhiều giám đốc doanh nghiệp đã tìm đến các nguồn vốn không phải của nhà nước. Vốn cung ứng thiếu, vốn nhà nước cấp không ổn định, đã khiến các doanh nghiệp phải được đối xử công bằng, càng thúc đẩy các doanh nghiệp tìm đến các nguồn vốn bên ngoài, đặc biệt là các doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh.

Kể từ khi cải cách, vốn vay dần thay thế cho nguồn vốn từ ngân sách. **Hệ số Nợ trung bình của tất cả các doanh nghiệp Nhà nước trong lĩnh vực công nghiệp tăng từ 18,7% năm 1980 lên 67,9% năm 1994 [58]** (*Hệ số Nợ năm 1994 đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong lĩnh vực công nghiệp lần lượt là 75.7% và 74.2%. Một điều tra của Hội đồng quản lý tài sản Nhà nước đã cho thấy 123.900 doanh nghiệp Nhà nước, bao gồm các doanh nghiệp công nghiệp, thương mại và tài chính có hệ số nợ trung bình năm 1994 là 75,07%*

hoặc 83,3% nếu loại ra các tài sản không còn dùng). Tỷ lệ này vẫn tiếp tục tăng lên. Đặc biệt, có doanh nghiệp hoàn toàn không sử dụng vốn ngân sách.

Hệ số Nợ cao, một mặt là do sự thay đổi lớn trong phân phối thu nhập quốc dân, các hộ gia đình đã chiếm vị trí chủ đạo trong cung cấp vốn đầu tư trên thị trường tài chính, mặt khác, do thị trường tài chính trực tiếp bị thắt chặt và không phát triển được, các ngân hàng thương mại quốc doanh trở thành kênh duy nhất trung chuyển nguồn vốn từ các hộ gia đình tới các doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Gou và Han (1991), thu nhập của các hộ gia đình trong tổng thu nhập quốc dân tăng 64,4% năm 1979 đến 77,5% năm 1988, trong khi đó, tổng thu nhập của khu vực Nhà nước và doanh nghiệp giảm từ 35,6% xuống còn 22,5% [57]. Trong cùng thời kỳ đó, tiết kiệm của khu vực hộ gia đình tăng từ 1/4 lên đến 2/3 trong tổng tiết kiệm quốc dân...

**Kết quả của việc tài trợ chủ yếu bằng vốn vay là nhiều doanh nghiệp Nhà nước có nguy cơ phá sản bất cứ lúc nào.** Mặc dù luật phá sản của Trung Quốc được ban hành vào năm 1986, và có hiệu lực vào cuối năm 1988, nhưng vào đầu những năm 1990, số vụ phá sản được đệ trình vẫn rất ít so với hàng chục ngàn doanh nghiệp đang trong tình trạng khủng hoảng tài chính. Song kể từ năm 1994, số vụ phá sản đã tăng lên rất nhanh do sáng kiến thử nghiệm “**tối ưu hoá cơ cấu vốn**” và chính sách ưu đãi đặc biệt để thi hành luật phá sản (Năm 1994, chính phủ đã lựa chọn 18 doanh nghiệp Nhà nước địa phương để thực hiện một thử nghiệm về tối ưu hoá cơ cấu vốn. Thử nghiệm đã mở rộng thành 58 doanh nghiệp năm 1996 và 111 năm 1997. Cuộc thử nghiệm đã cung cấp những cơ sở để thay đổi chính sách giảm nợ đối với các doanh nghiệp Nhà nước. Những chính sách này vẫn có thể áp dụng đối với một số doanh nghiệp Nhà nước trong 100 doanh nghiệp Nhà nước thử nghiệm trong hệ thống doanh nghiệp mô hình hiện đại). Từ năm 1994 đến năm 1996, đã có tổng số 6753 vụ phá sản được đệ trình (ICBC Bankruptcy Research Group 1997). Ngoài ra, còn có rất nhiều vụ phá sản không ra toà (Theo một nghiên cứu của tờ Thời báo Châu á Thái Bình

*Dương, ngày 27 tháng 5 năm 1997, chỉ có khoảng 1,4% các vụ phá sản do ngân hàng khởi kiện). [57]*

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

Về lý thuyết, khi doanh nghiệp không có khả năng trả nợ, chủ nợ sẽ nắm quyền kiểm soát, nguy cơ phá sản có thể khiến nhà quản lý phải ra hầu toà. Tuy nhiên, ở Trung Quốc không giải quyết như vậy. Thậm chí, các doanh nghiệp và chính quyền địa phương còn coi phá sản như một phương cách để xoá sổ các khoản nợ thay vì xử phạt các nhà quản lý (ICBC Bankruptcy Research Group 1997). Sau thủ tục phá sản - hoặc tái cơ cấu hoặc giải thể, hầu hết các nhà quản lý đó vẫn tiếp tục điều hành doanh nghiệp theo lối cũ, mà sự khác biệt lớn duy nhất có thể chỉ là các khoản nợ lớn đã được xoá bỏ (và trong một số trường hợp tên của các doanh nghiệp được thay đổi).

Vì lẽ đó, các nhà quản lý sẵn lòng tuyên bố phá sản. Ngược lại, các ngân hàng quốc doanh với tư cách là chủ nợ rất thụ động trong việc giải quyết với các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính. Khi các doanh nghiệp không trả được nợ, các ngân hàng rất thụ động trong việc điều chỉnh nợ bằng cách gia hạn nợ và hoặc chuyển lãi chưa trả thành khoản cho vay mới, hơn là đưa các doanh nghiệp phá sản ra toà. Rất hiếm khi ngân hàng yêu cầu toà án giải quyết các vụ phá sản của khách hàng

***Trước hết, Nợ giữa ngân hàng quốc doanh và doanh nghiệp Nhà nước không thực sự là một khoản nợ có tính chất pháp lý.*** Một khoản nợ là một hợp đồng giữa con nợ và chủ nợ. Khi con nợ vay tiền từ chủ nợ, một mặt, con nợ hoàn toàn hiểu rằng phải có nghĩa vụ trả tiền đúng hạn, nếu không sẽ phải đối mặt với vấn đề đưa ra toà vì phá sản; mặt khác, chủ nợ cũng nhận thức được rằng có khả năng con nợ không trả được nợ. Con nợ và chủ nợ sẽ đàm phán các điều khoản của hợp đồng về những khả năng có thể xảy ra. Phá sản là một thủ tục để thực hiện hợp đồng cho vay.

Tuy nhiên, ở Trung Quốc, các khoản nợ giữa ngân hàng và doanh nghiệp Nhà nước lại không phải như vậy. Vào năm 1980, khi một doanh nghiệp Nhà nước vay tiền từ một ngân hàng Nhà nước, người quản lý doanh nghiệp coi đó



như một cách thức mới để nhận thêm vốn từ Nhà nước và hầu như không cảm thấy cần phải trả số tiền vay đó; mặt khác, ngân hàng chỉ coi đó là cách thức thay mặt chính phủ phân bổ các khoản vay cho các doanh nghiệp Nhà nước, và hầu như không tính đến rủi ro không trả được nợ.

*Trên thực tế, phần lớn các khoản vay của ngân hàng là do Chính phủ quyết định thông qua thủ tục hành chính mà không do ngân hàng và doanh nghiệp thương lượng.* Theo cách hiểu này, “khoản nợ của các doanh nghiệp mang tính chất là vốn chủ sở hữu (vốn Nhà nước) hơn là khoản nợ”. Sự khác biệt duy nhất giữa khoản nợ với vốn nhà nước là sự thay đổi các khoản mục trong bảng cân đối kế toán.

*Lý do thứ hai có liên quan tới lý do thứ nhất. Vì trong nhiều trường hợp, các nhà quản lý doanh nghiệp Nhà nước hiện nay không phải là người phải chịu trách nhiệm về những khoản nợ khó đòi vì những khoản nợ đó không phải là quyết định của họ.* Nhiều doanh nghiệp Nhà nước được đầu tư quá nhiều vốn mà phần lớn vốn không được sử dụng hiệu quả. Song dường như quan chức chính phủ có vai trò quan trọng hơn các nhà quản lý trong việc đưa ra quyết định đầu tư bằng nguồn vốn vay.

*Lý do thứ ba là các nhà quản lý ngân hàng quốc doanh quan tâm tới những con số kế toán hơn là giá trị thực của tài sản ngân hàng* vì cả sự nghiệp lẫn lợi ích riêng của họ gắn liền với những con số kế toán hơn là giá trị thực của tài sản. Do đó, họ có động cơ để che giấu thay vì phô bày những nguồn vốn không được sử dụng hiệu quả. Nếu các khoản vay không hiệu quả bị phát hiện, có thể họ sẽ bị mất chức và những khoản tiền thưởng sẽ giảm đi. Ngược lại, bằng cách gian lận kế toán để che giấu những khoản vay sử dụng không hiệu quả, ngân hàng có thể khai tăng lợi nhuận của mình, do đó có thể thưởng cho nhân viên nhiều hơn và tiếp tục vay vốn với lãi suất không thể thấp hơn.

*Thứ tư, chính quyền địa phương sẽ quyết định phần lớn thủ tục phá sản* (Zhang, Chunlin, 1988)[57]. Ở Trung Quốc, ngân hàng quốc doanh trực thuộc chính quyền trung ương, còn doanh nghiệp quốc doanh lại trực thuộc chính quyền địa phương. Do có sự phân quyền nên chính quyền địa phương

có quyền tự trị và lợi ích đáng kể. Họ có động cơ để tận dụng triệt để tính thụ động của ngân hàng trong việc xoá nợ cho doanh nghiệp của họ, ngay cả khi những khoản nợ có thể trả được. Mặc dù luật phá sản qui định rằng kế hoạch giải thể hay tái cơ cấu doanh nghiệp với một số khoản vay không được bảo đảm phải được thảo luận trong cuộc họp các chủ nợ và được đa số các chủ nợ thông qua.

### ***2.4.3. Bài học kinh nghiệm về đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp Nhà nước Trung Quốc***

Qua nghiên cứu thực trạng đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Trung quốc, các bài học kinh nghiệm đã được rút ra.

#### ***2.4.3.1 Bài học về cải cách quyền sở hữu:***

Để làm rõ quyền và trách nhiệm đối với tài sản trong việc quản lý tài sản Nhà nước, còn năm 1989, Viện quản lý tài sản (MISOAs) được thành lập ở Trung Quốc, kể từ năm 1995, Cục quản lý vốn và tài sản Nhà nước (GDMSCA) được thành lập ở Việt Nam. Cả hai tổ chức quốc gia trên đều gặp phải những vấn đề tương tự, song vấn đề quan trọng nhất là giải quyết khoản thu nhập từ việc quản lý tài sản thuộc sở hữu Nhà nước.

Trên phương diện thực tế và phương diện pháp luật, tài sản mà MISOAs kinh doanh không còn là tài sản thuộc sở hữu Nhà nước theo nghĩa thông thường của họ; tất nhiên, chúng là tài sản của MISOAs hoặc thuộc sở hữu Nhà nước. Khoản thu nhập này là tiền lãi từ việc đầu tư các tài sản của MISOAs nên người được hưởng phải là nhà đầu tư, MISOAs. Tài sản thuộc sở hữu của Nhà nước thực sự không phải là cổ phần hay khoản nợ của MISOAs, không phải là máy móc hay nhà xưởng, mà là sự sở hữu MISOAs của Nhà nước, nói cách khác, cổ phần của chủ sở hữu của MISOA. Khoản thu nhập mà Nhà nước muốn xem xét cách thức giải quyết không phải là thu nhập của MISOAs, mà là lợi nhuận phân phối – sau khi trừ chi phí sản xuất, thuế phải nộp, và quỹ phúc lợi xã hội được dành riêng từ việc kinh doanh.

Tóm lại, qua việc cải cách quyền sở hữu, đặc biệt là việc giải quyết các khoản thu từ việc quản lý tài sản Nhà nước ở Trung Quốc, ***Chính phủ Việt***

*Nam hoàn toàn có thể giao các khoản thu nhập sau thuế cho Công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước.* Chính phủ sẽ gián tiếp điều chỉnh hoạt động của *Công ty đầu tư và kinh doanh vốn* Nhà nước qua các chính sách tài chính, tiền tệ và các luật khác khi có khoảng cách quá lớn giữa hành vi của *Công ty đầu tư và kinh doanh vốn* với mục tiêu của Chính phủ [4].

#### **2.4.3.2. Bài học về tái cơ cấu nợ**

Nhằm làm giảm bớt gánh nặng nợ nần của các doanh nghiệp quốc doanh và các ngân hàng, kể từ năm 1988, Việt Nam bắt đầu tiến hành cuộc cải cách về nợ (muộn hơn so với Trung Quốc 4 năm) giữa các doanh nghiệp quốc doanh và các ngân hàng, và đã đạt được nhiều thành tựu. Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại nhiều hạn chế. Qua thực tế tái cơ cấu nợ ở Trung Quốc, Việt Nam có thể rút ra những bài học sau:

##### **a. Tái cơ cấu nợ phải đi đôi với cải cách hệ thống quản lý tài sản Nhà nước.**

Ở Trung Quốc, cả công ty tín thác và đầu tư lẫn công ty hoạt động bằng vốn Nhà nước đều là những đơn vị của kho bạc Nhà nước hoạt động vì mục tiêu tái cơ cấu nợ. Với các điều kiện của Việt Nam, loại công ty thứ hai tỏ ra thích hợp hơn, hơn, vì:

+ **Trước hết**, hiện nay Việt Nam nhìn chung không muốn chuyển các công ty Nhà nước thành các công ty cổ phần do tư nhân nắm giữ. Hầu hết các doanh nghiệp Nhà nước sẽ được tái cơ cấu thành các công ty cổ phần mà Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối hoặc không. Các công ty hoạt động bằng vốn của Nhà nước sẽ có lợi từ việc tái cơ cấu các công ty cổ phần có cổ phần do Nhà nước sở hữu.

+ **Thứ hai**, việc quản lý nền kinh tế của Chính phủ Việt Nam không thể thay đổi trong thời gian ngắn. Một số bộ phận kinh tế đặc biệt cần được tinh giảm trong quá trình thay đổi chức năng của Chính phủ thành các công ty quản lý tài sản, như các công ty mua bán nợ. Đó chính là xu hướng của cải cách.

Để tránh tình trạng các công ty hoạt động bằng vốn Nhà nước lạm dụng các biện pháp hành chính quản lý doanh nghiệp, các công ty kinh doanh tài sản

Nhà nước có thể sẽ không do một ban kinh tế đơn lẻ, mà do vài ban kinh tế cùng thành lập. Phải có các luật đặc biệt dành cho các công ty hoạt động bằng vốn Nhà nước để xác định rõ quyền hạn và trách nhiệm của những công ty này. Vấn đề quan trọng là buộc các công ty này phải chịu trách nhiệm về toàn bộ giá trị tài sản của Nhà nước.

***b. 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.***

Nhà nước nên kiểm soát các ngành cơ bản của nền kinh tế, cũng như các ngành không tạo ra lợi nhuận hoặc lợi nhuận thấp do cung cấp các hàng hóa công cộng. Nhà nước nên cấp vốn cho các khu vực và định hướng đầu tư vốn vào những ngành cạnh tranh.

Nhà nước không thể quan tâm tới tất cả doanh nghiệp nên cần có sự lựa chọn đầu tư vào các doanh nghiệp dựa trên cơ sở mức lợi nhuận hay hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nhà nước nên giảm thiểu số doanh nghiệp kinh doanh lỗ do ảnh hưởng các chính sách của Nhà nước và giữ lại những doanh nghiệp được quản lý tốt và gây ít lỗ hơn. Hầu hết các ngành đều được tái tổ chức theo các lĩnh vực riêng này.

***c. Thiết lập một cơ chế kiểm soát cho các doanh nghiệp và các ngân hàng, và dần dần xoá bỏ việc cơ cấu lại nợ.***

+ **Thứ nhất**, phải xác định rõ phạm vi cơ cấu lại các khoản nợ của các doanh nghiệp hoạt động bằng vốn Nhà nước. Các doanh nghiệp này nên tiến hành cơ cấu lại các khoản nợ trong những khu vực quan trọng mà Nhà nước lựa chọn.

+ **Thứ hai**, Nhà nước sẽ quyết định lượng vốn đầu tư vào các doanh nghiệp trên cơ sở hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Một phần của nguồn vốn này từ việc phát hành Trái phiếu chính phủ hoặc Trái phiếu chính quyền địa phương.

**CHƯƠNG 3.**  
**GIẢI PHÁP ĐỔI MỚI CƠ CẤU VỐN CỦA**  
**DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VIỆT NAM HIỆN NAY**

**3.1. Định hướng phát triển và quan điểm đổi mới cơ cấu vốn của 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***

Các giải pháp đổi mới cơ cấu vốn doanh nghiệp Nhà nước sẽ được xây dựng theo ba hướng: (i) nhóm các giải pháp định lượng xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam, (ii) nhóm các giải pháp định tính và (iii) nhóm giải pháp ứng dụng xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho một doanh nghiệp cụ thể. Song, để nhóm các giải pháp này có tính khả thi và ứng dụng được trong điều kiện Việt Nam, cần được xây dựng trên cơ sở định hướng phát triển doanh nghiệp Nhà nước do Đảng và Nhà nước Việt Nam đề xướng. Bên cạnh đó, trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn, cần quán triệt một số quan điểm thống nhất để đảm bảo tính đồng bộ và hiệu quả cho các giải pháp .

Dự thảo Văn kiện đại hội Đảng toàn quốc lần thứ 10, đã đưa ra định hướng phát triển các doanh nghiệp Nhà nước theo các nội dung sau:

***Định hướng đổi mới doanh nghiệp Nhà nước***

Tiếp tục hoàn thành một cách vững chắc kế hoạch sắp xếp và đổi mới doanh nghiệp Nhà nước theo hướng hình thành loại hình doanh nghiệp có nhiều chủ sở hữu, chủ yếu là các công ty cổ phần. Đặt các doanh nghiệp có vốn Nhà nước vào môi trường hợp tác cạnh tranh bình đẳng với các doanh nghiệp khác, phải nâng cao hiệu quả và sức cạnh tranh để tồn tại và phát triển.

Đẩy mạnh và mở rộng cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước, kể cả các tổng công ty Nhà nước, nhằm tạo ra động lực mạnh mẽ và cơ chế quản lý năng

động, làm cho vốn Nhà nước được sử dụng có hiệu quả và ngày càng tăng thêm. Thực hiện nguyên tắc thị trường trong cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước.

Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối đối với các tổng công ty, công ty cổ phần hoạt động trong những ngành, lĩnh vực thiết yếu cho đất nước, đảm bảo những cân đối lớn của nền kinh tế. Chỉ giữ 100% vốn Nhà nước trong các doanh nghiệp hoạt động đảm bảo an ninh, quốc phòng và các doanh nghiệp sản xuất, cung ứng dịch vụ thiết yếu mà chưa cổ phần hoá được. Chuyển các doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước sang hình thức công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn nhiều thành viên hoặc một thành viên mà chủ sở hữu là Nhà nước.

Đối với những tổng công ty lớn chưa cổ phần hoá toàn tổng công ty, thực hiện cổ phần hoá hầu hết các doanh nghiệp thành viên và chuyển các doanh nghiệp thành viên sang hình thức công ty cổ phần hay công ty trách nhiệm hữu hạn một chủ sở hữu là Nhà nước. Đồng thời, chuyển các tổng công ty này sang hoạt động theo mô hình công ty mẹ công ty con. Tổ chức lại hội đồng quản trị để thực sự là đại diện trực tiếp của các chủ sở hữu tại tổng công ty.

***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***

Thu hẹp tối đa diện Nhà nước độc quyền, xoá bỏ đặc quyền kinh doanh của các doanh nghiệp. Có cơ chế giám sát và chính sách điều tiết đối với những doanh nghiệp xoá bỏ được vị thế độc quyền trong kinh doanh.

Xác định rõ quyền tài sản, quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm trong kinh doanh, cạnh tranh và chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp. Xây dựng cơ chế gắn trách nhiệm, quyền hạn và quyền lợi của người quản lý doanh nghiệp với kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Thực hiện sớm quy chế hội đồng quản trị tuyển chọn, ký hợp đồng thuê giám đốc điều hành doanh nghiệp Nhà nước.

### ***Lành mạnh hoá tình hình tài chính và hoàn thiện cơ chế quản lý tài chính của doanh nghiệp Nhà nước***

Kiên quyết xử lý các doanh nghiệp Nhà nước kinh doanh thua lỗ bằng các phương hướng thích hợp. Chỉ thành lập mới các doanh nghiệp Nhà nước khi hội đủ các điều kiện và trong những lĩnh vực sản xuất, cung ứng dịch vụ, sản phẩm thật cần thiết cho phát triển kinh tế xã hội và chủ yếu dưới hình thức công ty cổ phần. Thực hiện cơ chế Nhà nước đảm bảo vốn cho doanh nghiệp thông qua Công ty đầu tư tài chính Nhà nước, các doanh nghiệp Nhà nước huy động thêm vốn trên thị trường, nhất là thị trường chứng khoán để phát triển kinh doanh.

Đổi mới tổ chức và quy chế thực hiện chức năng đại diện chủ sở hữu đối với các doanh nghiệp Nhà nước gắn với việc thu hẹp và tiến tới không còn chức năng đại diện chủ sở hữu của các Bộ, Uỷ ban nhân dân, các tỉnh, thành phố đối với các doanh nghiệp Nhà nước.

Công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước thực hiện việc đầu tư vốn của Nhà nước và làm đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại các công ty, tổng công ty Nhà nước đã cổ phần hoá và các doanh nghiệp Nhà nước độc lập chuyển thành công ty trách nhiệm hữu hạn một chủ sở hữu là Nhà nước.

Xác định rõ chức năng, quyền hạn và trách nhiệm của cơ quan quản lý hành chính Nhà nước và đại diện chủ sở hữu đối với các doanh nghiệp Nhà nước.

#### ***3.1.2. Quan điểm đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam***

Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước là một trong những nội dung quan trọng của cơ chế quản lý tài chính của các doanh nghiệp Nhà nước. Từ đó, có thể nâng cao được hiệu quả sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp này. Tuy nhiên, trong bối cảnh đổi mới toàn diện doanh nghiệp Nhà nước như Đảng và Nhà nước đề ra, cần xác định rõ một số quan điểm khi đổi

mới cơ cấu vốn, có như vậy, việc đổi mới cơ cấu vốn mới đảm bảo đạt được mục đích đặt ra, cả trên giác độ nghiên cứu lý luận và thực tiễn.

### ***Quan điểm về tỷ lệ cổ phiếu không chế do Nhà nước nắm giữ***

Cơ cấu vốn của doanh nghiệp được hiểu là tỷ lệ nhất định giữa nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Khi các doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hoá, tùy thuộc vào tỷ lệ cổ phiếu Nhà nước nắm giữ mà doanh nghiệp là doanh nghiệp Nhà nước hoặc không. Tuy nhiên, theo định hướng phát triển các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay và xu thế phát triển của các doanh nghiệp nói chung, cần quán triệt quan điểm về tỷ lệ cổ phiếu không chế do Nhà nước nắm giữ.

Trong các doanh nghiệp cổ phần mà Nhà nước nắm giữ trên 51% cổ phiếu, việc lựa chọn huy động nợ hay vốn chủ sở hữu sẽ do cổ đông lớn nhất là Nhà nước chi phối, nên sẽ bị hạn chế trong việc phát hành cổ phiếu để huy động thêm vốn chủ sở hữu. Giả sử doanh nghiệp đang có tỷ lệ nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu là 1,5:1, nghĩa là nợ dài hạn gấp 1,5 lần vốn chủ sở hữu, trong đó tỷ lệ cổ phiếu Nhà nước nắm giữ chiếm 51%, còn lại 49% là của các cổ đông khác. Giả sử doanh nghiệp muốn thay đổi cơ cấu vốn, tăng tỷ lệ vốn chủ sở hữu, giảm tỷ lệ nợ dài hạn, ví dụ, hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu còn 1.2:1. Khi đó, vốn chủ sở hữu phải tăng lên một lượng tương ứng để duy trì cơ cấu vốn mới. Trong phần tăng lên của vốn chủ sở hữu, Nhà nước sẽ phải tăng tương ứng 51%, các cổ đông khác là 49%. Nhưng nếu Nhà nước không đồng ý tăng phần vốn chủ sở hữu của Nhà nước tại doanh nghiệp lên tương ứng 51%, doanh nghiệp cũng không thể theo đuổi cơ cấu vốn mới này vì phần tăng của các cổ đông khác chỉ là 49%.

Do vậy, Nhà nước không nhất thiết phải nắm giữ đến 51% trong tổng vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hoá. Đối với các ngành cung cấp các sản phẩm, dịch vụ thiết yếu, Nhà nước cũng chỉ cần nắm giữ một tỷ lệ lớn nhất trong tổng số các cổ đông khác, chứ không lên đến 51%. Còn đối với các ngành sản xuất kinh doanh thông thường khác, Nhà nước chỉ cần nắm giữ



một tỷ lệ cổ phiếu nhất định, tham gia vào hoạt động quản lý điều hành doanh nghiệp, thông qua cơ chế hoạt động của công ty cổ phần. Quyền ra quyết định của đại diện Nhà nước tại doanh nghiệp sẽ căn cứ vào tỷ lệ cổ phiếu Nhà nước nắm giữ. Có như vậy, việc đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước sẽ được thực hiện trên cơ chế thông thoáng, không bị ràng buộc bởi tỷ lệ cổ phiếu khống chế của Nhà nước. Cơ cấu vốn mục tiêu sẽ được xây dựng và hoàn thiện trên cơ sở các yếu tố thị trường và quyết định của ban lãnh đạo doanh nghiệp.

### ***Quan điểm xác định chi phí vốn theo nguyên tắc thị trường***

Một trong những căn cứ để thiết lập cơ cấu vốn tối ưu là xác định chính xác chi phí vốn. Vì thế, khi đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước, cần thống nhất quan điểm xác định chi phí vốn theo nguyên tắc thị trường. Có như vậy, việc đổi mới cơ cấu vốn sẽ có cơ sở lý luận vững chắc để có thể ứng dụng trong thực tiễn quản lý tài chính của các doanh nghiệp. Hơn nữa, khi các doanh nghiệp Nhà nước phát triển theo định hướng đổi mới toàn diện và tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, căn cứ để thiết lập cơ cấu vốn là chi phí vốn cũng phải xác định theo nguyên tắc thị trường.

Theo xu thế phát triển chỉ còn thống nhất một loại hình doanh nghiệp, không phân biệt tính chất sở hữu, nhất thiết chi phí vốn của doanh nghiệp phải được xác định trên cơ sở phản ánh mức độ rủi ro của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp huy động vốn chủ sở hữu, chi phí vốn chính là tỷ lệ cổ tức yêu cầu của các cổ đông đối với doanh nghiệp, không thể dựa trên cơ chế cấp phát hay bao cấp của Nhà nước cho các doanh nghiệp Nhà nước như trước đây. Trong trường hợp doanh nghiệp phát hành trái phiếu hay vay ngân hàng, lãi suất vay vốn phải phản ánh được rủi ro của doanh nghiệp.

Mức độ rủi ro của chủ đầu tư khi đầu tư hay cho vay vốn đối với doanh nghiệp chính là rủi ro tài chính. Đây là rủi ro có thể hạn chế được bằng cách thay đổi hệ số nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, bên cạnh đó, còn có rủi ro kinh

doanh, đây là rủi ro phản ánh đặc điểm kinh doanh của từng doanh nghiệp. Rủi ro này đến lượt nó cũng tác động đến rủi ro tài chính, và không thể hạn chế được. Do vậy, khi nghiên cứu đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp theo cơ cấu vốn tối ưu, cần có phương pháp xác định được rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh để có thể xác định chính xác chi phí vốn của doanh nghiệp.

### ***Quan điểm quán triệt nguyên tắc đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận***

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

Vì vậy, doanh nghiệp phải đánh đổi giữa việc chấp nhận rủi ro để kì vọng nhận được lợi nhuận lớn hơn khi lựa chọn sử dụng nợ hay vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, lợi nhuận thu được trong tương lai không phải là chắc chắn, do vậy chỉ những giám đốc mạo hiểm, dám chấp nhận rủi ro mới có khả năng thu được lợi nhuận lớn. Còn những giám đốc không muốn đương đầu với rủi ro sẽ sử dụng toàn bộ nguồn dài hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn, toàn bộ nguồn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Khi đó, khả năng sinh lời và khả năng thanh toán đều ở mức trung bình.

Nguyên tắc trên cũng được ứng dụng rất rộng rãi khi doanh nghiệp lựa chọn cơ cấu vốn tài trợ cho một dự án cụ thể. Việc xác định tỷ lệ tài trợ cho dự án bao nhiêu là vốn chủ sở hữu, bao nhiêu là vay vốn 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 an toàn hơn, chi phí cao hơn, trong khi đó sử dụng nợ sẽ ảnh hưởng đến khả năng thanh toán nhưng chi phí thấp hơn.

## **3.2. Giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước 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**

Một phần rất quan trọng, quyết định sự thành công của phân tích thực nghiệm là bộ số liệu sử dụng để phân tích. Có nhiều cách phân loại bộ số liệu như sau:

- Số liệu theo không gian (cross-sectional data): Đây là tập hợp số liệu bao gồm các quan sát (cá nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp, thành phố hay quốc gia v.v...) tại một thời điểm nhất định. Một đặc điểm rất quan trọng của số liệu theo không gian là thường được lấy mẫu ngẫu nhiên từ một tổng thể.

- Số liệu theo thời gian (time series data): Số liệu theo thời gian bao gồm một tập hợp các quan sát của một hay một vài biến số theo thời gian. Đặc điểm quan trọng nhất làm cho bộ số liệu này khó phân tích hơn số liệu theo không gian là hiếm khi các quan sát kinh tế được giả định là độc lập theo thời gian. Hầu hết các biến số kinh tế và chuỗi thời gian có quan hệ với nhau.

- Số liệu chéo (pooled cross sections data): Có những bộ số liệu mang cả hai đặc điểm của hai loại số liệu trên. Để tăng kích cỡ mẫu, có thể kết hợp số liệu theo không gian và số liệu theo thời gian với nhau. Ví dụ như các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước trong 1 năm.

- Số liệu gộp (panel or longitudinal data): Một bộ số liệu gộp bộ gồm chuỗi thời gian cho từng không gian trong tập số liệu đó. Để phân biệt với số liệu kết hợp ở trên, số liệu gộp mang đặc điểm cùng một đơn vị theo không gian (cá nhân, doanh nghiệp hay cả nước) đều được quan sát trong một khoảng thời gian xác định.

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. Song, nếu kết quả hồi quy trên bộ số liệu gộp là không sử dụng được (mô hình hồi quy có khuyết tật) thì mô hình hồi quy sẽ được chạy trên bộ số liệu chéo, tức là sẽ nghiên cứu tác động của các nhân tố đến cơ cấu vốn trong 1 năm. Năm 2005 là năm có đầy đủ các quan sát nhất nên sẽ được sử dụng.

Các doanh nghiệp được lấy ngẫu nhiên trên cơ sở điều tra của Cục Tài chính doanh nghiệp, Bộ Tài chính. Các doanh nghiệp được phân loại theo ngành: công nghiệp, nông nghiệp-thủy sản, thương mại dịch vụ, giao thông vận tải, xây dựng, và các ngành khác (xổ số, bảo hiểm...). Đây là biến chất lượng duy nhất được sử dụng trong mô hình kinh tế lượng sau này. Các doanh nghiệp cũng được phân chia theo quy mô vốn chủ sở hữu, để nghiên cứu tác động của vốn chủ sở hữu đến sự thay đổi cơ cấu vốn.

### ***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***

Theo MacKie-Macson (1990) [53], việc xây dựng hàm nghiên cứu tác động của thuế đến cơ cấu vốn lại dựa trên sự gia tăng của các quyết định tài chính làm biến phụ thuộc, chứ không sử dụng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu. Sở dĩ sử dụng biến phụ thuộc dựa trên sự gia tăng của các quyết định tài chính vì ông cho rằng việc sử dụng biến này thì kết quả kiểm nghiệm sẽ có tính thuyết phục cao hơn sử dụng hệ số nợ/vốn chủ sở hữu. Hơn nữa, chính sách thuế của chính quyền địa phương là cố định trong từng năm nên việc phân tích tác động của thuế cũng thay đổi trong từng năm. Do vậy, theo MacKie-Macson, việc phân tích tác động của thuế đến cơ cấu vốn nên sử dụng biến phụ thuộc là hệ số

nợ/vốn chủ sở hữu tích lũy, là kết quả của các quyết định tài chính chứ không phải là hệ số nợ thông thường, được xác định theo công thức sau:

$$\frac{\Delta LTD + \Delta STD - \Delta CA}{\Delta FA} \quad (3.1)$$

Trong

đó:  $\Delta LTD$  : Sự thay đổi của nợ dài hạn ( Nợ có thời hạn trên 5 năm)

$\Delta STD$  : Sự thay đổi nợ ngắn hạn ( Nợ có thời hạn dưới 5 năm)

$\Delta CA$  : Sự thay đổi tài sản ngắn hạn ( Tài sản lưu động)

$\Delta FA$  : Sự thay đổi tài sản cố định

Năm 1984, Harris [52] đã chứng minh bằng lý thuyết và thực tiễn về **tỷ suất lợi nhuận trung bình tăng sẽ kéo theo rủi ro tăng trong mô hình CAPM nhiều thời kỳ và kéo theo sự tăng lên của chi phí vốn**. Điều này có thể giải thích cho việc ưa thích tài trợ bằng nợ hơn là vốn chủ sở hữu. Một chỉ tiêu rút gọn của hệ số nợ là Nợ dài hạn/Tổng tài sản (LTD/TA) đã được sử dụng để dự đoán về mối quan hệ với mức độ rủi ro, càng sử dụng nhiều nợ thì rủi ro càng tăng lên.

Trong điều kiện Việt Nam và bộ số liệu hiện có, tác giả lựa chọn **biến phụ thuộc để nghiên cứu là hệ số Nợ dài hạn/ Tổng vốn**. Đây là hệ số phản ánh sự phụ thuộc vào nguồn vốn dài hạn bên ngoài của doanh nghiệp. Đồng thời chỉ tiêu này cũng phản ánh sự chủ động, linh hoạt của giám đốc doanh nghiệp Nhà nước. Bên cạnh đó, do đặc điểm bộ số liệu nghiên cứu chỉ có 1/3 các doanh nghiệp nhà nước sử dụng nợ dài hạn, một số doanh nghiệp không đủ số liệu cả 6 năm, trong số các doanh nghiệp nhà nước sử dụng nợ dài hạn thì hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu cũng rất thấp, nên tác giả lựa chọn biến giải thích để xây dựng mô hình cơ cấu vốn là hệ số Nợ dài hạn trên tổng vốn chứ không phải là hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu.

Do vậy, dùng biến phụ thuộc là hệ số nợ dài hạn làm cho việc lựa chọn các biến giải thích cũng dễ dàng hơn.

### ***Biến giải thích (biến độc lập)***

Trong các nghiên cứu trước về cơ cấu vốn, các tác giả đã đề xuất các biến giải thích khác nhau để nghiên cứu tác động của các biến này đến sự thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Ivo Welch (2004)[55] lựa chọn biến giải thích là tỷ suất sinh lời của cổ phiếu. Trong nghiên cứu về cơ cấu vốn của các công ty Mỹ, theo Ivo Welch, tỷ lệ sinh lời của cổ phiếu có thể giải thích được 40% sự thay đổi của cơ cấu vốn, trong khi các nhân tố khác là 60%. Trong nghiên cứu của Reinte E. Gropp (2002) [65] lại chọn biến giải thích là các loại thuế suất của các sắc thuế địa phương. Ông nghiên cứu tác động của hai loại thuế: thuế vốn thương mại (CCT) và thuế thu nhập thương mại (CET) lên sự thay đổi tỷ lệ nợ của hơn 500 công ty của Đức. Mayer (1990), cũng nghiên cứu tác động của thuế đến tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu của các nước OECD và kết luận: “chắc chắn giữa các yếu tố chưa xác định hết được chính sách thuế có ảnh hưởng rất lớn đến chính sách tài trợ của các công ty”. M.Miller năm 1977 cũng có một nghiên cứu về thuế và Nợ trên tạp chí tài chính [62].

Ngoài ra, các biến giải thích khác cũng có thể được lựa chọn trong các nghiên cứu khác, như: chi phí phá sản, thu nhập, khả năng sinh lời, tỷ số giữa giá thị trường và giá sổ sách của cổ phiếu hay yếu tố quản lý.

Lý thuyết về trật tự phân hạng (pecking order) do Miller và Mogan đưa ra 1985, không phải là mô hình duy nhất về tính linh hoạt, nhưng vẫn là lý thuyết nổi trội nhất. Các công ty rất linh hoạt khi huy động thêm vốn cổ phần khi giá cổ phiếu bị bóp méo bởi can thiệp tiêu cực của các nhà đầu tư. Lý thuyết này được biết đến khi nó có thể giải thích sâu sắc hơn về việc tại sao các công ty có thể dễ dàng cân bằng cơ cấu vốn khi giá cổ phiếu tăng. Lý thuyết về trật tự phân hạng cũng không cần thiết phải dựa vào quy luật của sử dụng nợ để giải thích một thực tế là sự thay đổi ngược chiều giá cổ phiếu khi công ty huy động vốn cổ phần.

Trong nghiên cứu của Harris về mối quan hệ giữa cơ cấu tài sản, mức đảm nhiệm doanh thu và cơ cấu vốn[52], ông đã chỉ ra những bằng chứng bác bỏ lý thuyết về tác động của chi phí giao dịch đến cơ cấu vốn trong nghiên cứu Fortune 500 công ty.

Như vậy, 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. Tuy nhiên, do điều kiện số liệu không thể thu thập được hết các thông tin liên quan đến các biến này, nên một số biến, mặc dù rất có ý nghĩa về lý thuyết nhưng do không có thông tin, sẽ không được đưa vào mô hình, như hệ số beta phản ánh mức độ rủi ro ngành. Tuy nhiên, trong kỹ thuật xây dựng mô hình, một số biến giả sẽ được đưa vào để đại diện cho các biến thiếu. Sau đó, bằng các kiểm định thống kê sẽ kiểm định xem mô hình có bị thiếu biến hay không. Các biến độc lập bao gồm:

**$r_a$  : chi phí nợ ( lãi vay ngân hàng) (ngược chiều)**

Lãi vay được sử dụng làm chi phí nợ vì tất cả các doanh nghiệp nghiên cứu đều không phát hành trái phiếu. Về lý thuyết, lãi vay càng cao thì việc sử dụng nợ sẽ giảm vì khi chi phí nợ tăng lên, doanh nghiệp sẽ chuyển sang sử dụng vốn chủ sở hữu. Quan hệ ngược chiều này sẽ được kiểm nghiệm bằng số liệu. Hơn nữa, bằng phân tích thực nghiệm, sẽ định lượng được mức độ ảnh hưởng của lãi vay đến việc sử dụng nợ của doanh nghiệp.

Trong điều kiện thị trường tài chính ở Việt Nam chưa phát triển, lãi vay chưa phản ánh hết mức độ rủi ro của các doanh nghiệp khi tiếp cận vốn vay ngân hàng, do vậy, lãi suất hầu như không thay đổi đối với các loại hình doanh nghiệp khác nhau. Tuy nhiên, trong từng thời kỳ của nền kinh tế, khi lãi suất thay đổi, đưa lãi vay vào mô hình sẽ nghiên cứu được tác động của lãi vay đến các doanh nghiệp trong từng thời kỳ khác nhau.

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

Chi phí vốn chủ sở hữu được đo lường bằng tỷ lệ lãi suất yêu cầu của chủ sở hữu đối với vốn đầu tư vào doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp Nhà nước, chủ sở hữu là Nhà nước, do vậy, chi phí vốn chủ sở hữu chính là lãi suất yêu cầu của Nhà nước đối với các doanh nghiệp Nhà nước. Đây là chi phí rất quan trọng ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam, như đã phân tích ở chương 2 của Luận án, vốn chủ sở hữu vẫn được cấp từ ngân sách Nhà nước, trên cơ chế cấp phát, không dựa vào khả năng sinh lời của doanh nghiệp hay tỷ lệ lãi suất yêu cầu của Nhà nước đối với doanh nghiệp.

Do vậy, về lý thuyết thì chi phí vốn chủ sở hữu sẽ biến động cùng chiều với cơ cấu vốn, chi phí vốn chủ sở hữu tăng sẽ hạn chế doanh nghiệp sử dụng vốn chủ sở hữu mà chuyển sang dùng nợ. Tuy nhiên, liệu đối với các doanh nghiệp Việt Nam, chi phí vốn chủ sở hữu có ý nghĩa quan trọng đối với việc lựa chọn cơ cấu vốn của doanh nghiệp hay không? Tác động của nó có đúng như lý thuyết hay không? Điều này sẽ được chứng minh bằng các phân tích thực nghiệm trong mô hình.

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

Bằng một số lý thuyết đã nghiên cứu và kiểm chứng bằng thực nghiệm, Ivo Welch cho rằng, tỷ lệ sinh lời trên cổ phiếu có ảnh hưởng ngược chiều đến hệ số nợ [ 55]. Vì nếu doanh nghiệp có tỷ lệ sinh lời trên cổ phiếu cao, các cổ đông sẵn sàng đồng ý giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư mà không nhận cổ tức. Khi đó, doanh nghiệp sẽ chuyển từ việc huy động nợ sang sử dụng vốn chủ sở hữu từ nguồn lợi nhuận tái đầu tư.

Đối với các doanh nghiệp Việt Nam nghiên cứu, là các doanh nghiệp Nhà nước chưa thực hiện cổ phần hoá nên việc tính tỷ suất sinh lời trên cổ phiếu sẽ được thay thế bằng tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

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



Bên cạnh ROE, hệ số sinh lời trên tổng tài sản cũng được sử dụng vì hiện tại việc đánh giá hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp Nhà nước được xem xét trên tổng tài sản mà doanh nghiệp sử dụng. Đây là chỉ tiêu bổ sung cho ROE vì ROE chỉ hữu ích trong trường hợp là doanh nghiệp cổ phần, khi khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu được quan tâm hơn.

ROA cũng có quan hệ ngược chiều với cơ cấu vốn. Mức độ ảnh hưởng của ROA đến cơ cấu vốn sẽ được ước lượng bằng mô hình kinh tế lượng.

Tuy nhiên, có thể hai biến ROA và ROE sẽ có mối quan hệ với nhau, vì theo lý thuyết, nếu doanh nghiệp đạt tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản cao thì tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu sẽ cao. Bằng các kiểm nghiệm trong mô hình, một trong hai biến sẽ được loại ra để lựa chọn biến có ý nghĩa hơn trong mô hình.

**TSCĐ/TS: Tỷ trọng tài sản cố định = Tổng tài sản cố định/Tổng tài sản (cùng chiều)**

Hệ số Tài sản cố định trên tổng tài sản được đưa vào mô hình. Đây là biến số phản ánh cơ cấu đầu tư tài sản của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định cao, hệ số nợ dài hạn của doanh nghiệp tăng. Có hai lý do giải thích cho điều này: thứ nhất, nếu tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, doanh nghiệp sẽ hướng tới sử dụng vốn dài hạn để cân bằng giữa kỳ hạn của nguồn và tài sản. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ tận dụng được tác động của đòn bẩy hoạt động, kết hợp với đòn bẩy tài chính, tạo thành đòn bẩy tổng hợp, làm gia tăng khả năng sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

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

Quy mô vốn chủ sở hữu là một nhân tố tác động đến cơ cấu vốn rất quan trọng về lý thuyết. Nếu doanh nghiệp có quy mô vốn chủ sở hữu lớn thì khả năng huy động nợ dài hạn sẽ giảm. Khi đó, doanh nghiệp sẽ tận dụng vốn chủ sở hữu để đảm bảo khả năng thanh toán chứ không phụ thuộc vào nợ. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp có nhu cầu mở rộng đầu tư, quy mô vốn chủ sở hữu

lớn sẽ dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn huy động từ bên ngoài hơn các doanh nghiệp có quy mô vốn chủ sở hữu nhỏ.

Quan hệ giữa qui mô vốn chủ sở hữu và cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam sẽ được kiểm nghiệm trong mô hình. Mặc dù vậy, chưa thể dự đoán được chiều cũng như mức độ ảnh hưởng của biến này đến cơ cấu vốn vì đối với các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam, việc vay vốn ngân hàng được hưởng một số ưu đãi nên có thể ngân hàng không căn cứ vào quy mô vốn chủ sở hữu để đưa ra hạn mức tín dụng hợp lý.

### **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.

Đây cũng là biến chất lượng duy nhất trong mô hình. Theo cơ sở phân loại của bộ số liệu, có 6 nhóm ngành: công nghiệp, nông nghiệp –thủy sản, thương mại-dịch vụ, giao thông vận tải, xây dựng và ngành khác.

Trường hợp này biến chất có nhiều hơn hai cặp phạm trù. Do vậy, có 5 biến giả cần thiết được đưa vào mô hình để xem yếu tố ngành có tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp không, đó là:

D6: Công nghiệp hay không

D7: Nông nghiệp - Thủy sản hay không

D8: Thương mại dịch vụ hay không

D9: Xây dựng hay không

D10: Giao thông vận tải hay không

***c. Xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước***

***\* Dạng của hàm hồi quy***

Mô hình hồi quy tuyến tính được hiểu theo nghĩa tuyến tính đối với các tham số. Nó có thể tuyến tính hay phi tuyến tính đối với các biến. Dạng của hàm hồi quy là một vấn đề quan trọng, một trong những nhân tố cơ bản quyết định đối với kết quả nghiên cứu. Tuy nhiên, vấn đề “dạng của hàm hồi quy” không có một cơ sở lý thuyết nào đủ mạnh để khẳng định dạng của hàm hồi quy là dạng này mà không phải dạng khác. Dạng của hàm hồi quy là vấn đề thực nghiệm. Do vậy, trong luận án, mô hình hồi quy tuyến tính và mô hình hồi quy loga sẽ được sử dụng lần lượt. Trên cơ sở kết quả thực nghiệm sẽ kết luận dạng của hàm hồi quy là dạng nào [26].

Mô hình hồi quy tuyến tính được sử dụng là mô hình hồi quy bội, vì có nhiều hơn một biến số tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp, sau đó sẽ được kiểm nghiệm dạng hàm có thích hợp hay không.

Các giả thiết của mô hình hồi quy bội cũng sẽ lần lượt được kiểm nghiệm sau khi đã xác định được dạng mô hình thích hợp: giả thiết về mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến, mô hình không có phương sai sai số thay đổi, mô hình không có hiện tượng tự tương quan, mô hình có bị thiếu biến hay không.

**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.

$$N\text{ỢDH/NV} = f(r_d, r_e, \text{ROE}, \text{ROA}, \text{TSCĐ/TS}, \text{VCSH}, \text{Ngànhi}, \text{năm})$$

Hay

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

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 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: Tỷ trọng 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:

QL: các yếu tố quản lý: trình độ, tuổi, giới tính của giám đốc

T: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Ps: Chi phí phá sản doanh nghiệp

Đây là phần không thể thiếu trong một mô hình kinh tế lượng, vì giả định rằng không thể dự báo được hết các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn, cho dù những nhân tố này đã được thừa nhận về lý thuyết. Tuy nhiên, trên thực tế, còn có các nhân tố khác mà có thể bằng thực nghiệm mới chứng minh được. Do vậy, phần bù U được đưa vào mô hình để đại diện cho các biến khác còn thiếu: có thể do không có thông tin hoặc chưa được xác định. Bằng mô hình hồi quy thống kê, sẽ xác định được liệu có thể bỏ được U trong mô hình không hay thực sự mô hình còn thiếu biến.

**\* Kết quả chạy mô hình hồi quy tuyến tính trên bộ số liệu gộp**

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, dựa trên 195 quan sát của 3 năm : 2003, 2004 và 2005 (**Kết quả chạy mô hình hồi quy loga trên bộ số liệu gộp được trình bày ở phần phụ lục 3.1 đến 3.4**). Tuy nhiên, kết quả kiểm định cho thấy mô hình chạy trên bộ số liệu gộp 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.

**Kết quả chạy mô hình 1:** đầy đủ, hai biến giả là năm 2003 và 2004 được đưa vào để nghiên cứu tác động của thời gian đến cơ cấu vốn.

$$\begin{aligned} \text{Mô hình 1: } N\text{ợDH/NV} &= \\ &= b_1 + b_2 r_d + b_3 r_e + b_4 ROE + b_5 ROA + b_6 TSCĐ/TS + b_7 VCSH + b_8 D_6 + \\ &+ b_9 D_7 + b_{10} D_8 + b_{11} D_9 + b_{12} D_{10} + b_{13} \text{năm}2003 + b_{14} \text{năm}2004 + U \end{aligned}$$

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>		<i>Tổng bình</i>					
Số nhân R	0,644541417						
R <sup>2</sup>	0,415433638						
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,37175914						
Sai số chuẩn	0,184313788						
Số quan sát	188						
		<i>Số quan sát</i>	<i>Bậc tự do</i>	<i>phương</i>	<i>MS</i>	<i>Mức ý nghĩa F</i>	
		13	4,20080706	0,323139	9,5120415	8,93E-15	
		174	5,9110536	0,033972			
		187	10,1118607				
		<i>Hệ số tương quan</i>			<i>Khoảng tin cậy</i>		
	<i>Tên biến</i>	<i>quan</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Kiểm định t</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Dưới</i>	<i>trên</i>
	Hệ số góc	0,28024435	0,060339	4,644493	<b>6,7E-06</b>	0,161154	0,399335
Biến 1	<b>Lãi vay</b>	-1,1183071	0,293109	-3,8153315	<b>0,000189</b>	-1,69681	-0,5398
Biến 2	<b>CPVCSH</b>	-0,0513733	0,078918	-0,6509702	<b>0,515924</b>	-0,20713	0,104386
Biến 3	<b>ROA</b>	-3,5176542	0,684194	-5,1413123	<b>7,29E-07</b>	-4,86804	-2,16727
Biến 4	<b>ROE</b>	0,53762765	0,189159	2,8422029	<b>0,005016</b>	0,164287	0,910968
Biến 5	<b>TSCĐ/TS</b>	0,23340614	0,06579	3,5477337	<b>0,0005</b>	0,103557	0,363256
Biến 6	<b>cn hay ko</b>	-0,0052085	0,046393	-0,1122674	<b>0,910741</b>	-0,09677	0,086358
Biến 7	<b>nn hay ko</b>	0,0774881	0,063843	1,2137254	<b>0,226498</b>	-0,04852	0,203495
	<b>tmdv hay</b>						
Biến 8	<b>ko</b>	-0,2378395	0,048879	-4,8659045	<b>2,54E-06</b>	-0,33431	-0,14137
Biến 9	<b>xd hay ko</b>	0,01980903	0,075978	0,2607189	<b>0,794618</b>	-0,13015	0,169767
	<b>gtvt hay</b>						
Biến 10	<b>ko</b>	-0,134138	0,047316	-2,8349679	<b>0,005126</b>	-0,22752	-0,04075
	<b>Qui mô</b>						
	<b>VCSH</b>						
Biến 11	<b>100</b>	-0,0232643	0,035335	-0,658384	<b>0,511162</b>	-0,09301	0,046477
Biến 12	<b>Năm 2003</b>	-0,0106891	0,034042	-0,3139986	<b>0,753898</b>	-0,07788	0,056499
Biến 13	<b>Năm 2004</b>	0,02592157	0,032911	0,787615	<b>0,431994</b>	-0,03904	0,090879

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu gộp năm 2003-2005-Phụ lục 3.5*

**Nhận xét:** Loại bỏ dần một số biến trong đó có biến thời gian vì giá trị P-value không có ý nghĩa: chi phí vốn chủ sở hữu, ngành công nghiệp, xây dựng, nông nghiệp, qui mô vốn chủ sở hữu, năm 2003 và năm 2004. (Giá trị P-value > 0.001)

**Kết quả chạy Mô hình 2: đã loại bỏ dần các biến không có ý nghĩa:** chi phí vốn chủ sở hữu, nông nghiệp, quy mô vốn chủ sở hữu và 2004. Mô hình chỉ còn 8 biến.

$$\text{Nợ DH/NV} = \mathbf{b1} + \mathbf{b2} r_d + \mathbf{b3ROE} + \mathbf{b4ROA} + \mathbf{b5TSCĐ/TS} + \mathbf{b6VCSH} + \mathbf{b8D7} + \mathbf{b9D8} + \mathbf{b10D10} + \mathbf{b11năm2004} + U$$

*Kết quả hồi quy thống kê*

Số nhân R	0,641306703
R <sup>2</sup>	0,411274287
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,384962524
Sai số chuẩn	0,182366694
Số quan sát	188

	Bậc tự do	Tổng bình	MS	Kiểm định	Mức ý nghĩa	Khoảng tin cậy	
		phương		F	F		
Hồi quy	8	4,158748	0,519844	15,63081	2,38E-17		
Phần dư	179	5,953112	0,033258				
Tổng	187	10,11186					

Tên biến	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	Kiểm định	Giá trị P	Khoảng tin cậy	
			t		Dưới	trên
Hệ số góc	0,268342	0,046435	5,778857	<b>3,28E-08</b>	0,176711	0,359973
Biến 1 <b>Lãi vay</b>	-1,11715	0,283386	-3,94214	<b>0,000116</b>	-1,67635	-0,55794
Biến 2 <b>ROA</b>	-3,5777	0,665534	-5,37569	<b>2,36E-07</b>	-4,891	-2,2644
Biến 3 <b>ROE</b>	0,534296	0,184467	2,896431	<b>0,004245</b>	0,170286	0,898305
Biến 4 <b>TSCĐ/TS</b>	0,234002	0,062469	3,745895	<b>0,000242</b>	0,110732	0,357272
Biến 5 <b>nn hay ko tmdv hay</b>	0,069247	0,051547	1,343388	<b>0,180847</b>	-0,03247	0,170965
Biến 6 <b>ko</b>	-0,23562	0,036182	-6,51225	<b>7,24E-10</b>	-0,30702	-0,16423
Biến 7 <b>gtvt hay ko</b>	-0,13679	0,035109	-3,8961	<b>0,000138</b>	-0,20607	-0,06751
Biến 8 <b>Năm 2004</b>	0,030982	0,027886	1,111029	<b>0,268046</b>	-0,02405	0,086009

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu gộp năm 2003-2005-Phụ lục 3.5*

**Kết quả chạy mô hình 3: đã loại bỏ các biến không có ý nghĩa:** ngành nông nghiệp và năm 2004 vì giá trị P-value > 0.03. Như vậy, yếu tố thời gian không có tác động đến cơ cấu vốn.

$$\text{Nợ DH/NV} = \mathbf{b1} + \mathbf{b2} r_d + \mathbf{b3ROE} + \mathbf{b4ROA} + \mathbf{b5TSCĐ/TS} + \mathbf{b6VCSH} + \mathbf{b8D8} + \mathbf{b9D10} + U$$

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>							
Số nhân R	0,633810943						
R <sup>2</sup>	0,401716312						
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,381883703						
Sai số chuẩn	0,182822579						
Số quan sát	188						
		<i>Tổng bình</i>			<i>Mức ý</i>		
<i>Bậc tự do</i>		<i>phương</i>	<i>MS</i>	<i>Kiểm định F</i>	<i>nghĩa F</i>		
Hồi quy	6	4,062099	0,677017	20,25534	4,56E-18		
	181	6,049761	0,033424				
	187	10,11186					
		<i>Hệ số</i>					
<i>Tên biến</i>		<i>tương quan</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Kiểm định T</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Khoảng tin cậy</i>	
		<i>quan</i>	<i>chuẩn</i>	<i>T</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>dưới</i>	<i>trên</i>
Hệ số góc		0,293914	0,043992	6,681022	<b>2,83E-10</b>	0,20711	0,380718
Biến 1	<b>Lãi vay</b>	-1,09612	0,283788	-3,86245	<b>0,000156</b>	-1,65607	-0,53616
Biến 2	<b>ROA</b>	-3,50588	0,665631	-5,26701	<b>3,91E-07</b>	-4,81928	-2,19249
Biến 3	<b>ROE</b>	0,46994	0,179201	2,622419	<b>0,009475</b>	0,116348	0,823532
Biến 4	<b>TSCĐ/TS</b>	0,229417	0,062254	3,685193	<b>0,000302</b>	0,10658	0,352253
Biến 5	<b>tmdv hay ko</b>	-0,24365	0,035547	-6,85445	<b>1,09E-10</b>	-0,31379	-0,17351
Biến 6	<b>gtvt hay ko</b>	-0,14619	0,034467	-4,24147	<b>3,54E-05</b>	-0,2142	-0,07818

**Nguồn:** Kết quả chạy trên bộ số liệu gộp năm 2003-2005-Phụ lục 3.5

Như vậy, mô hình 3 còn lại 6 biến có ý nghĩa: Lãi vay, Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, tỷ trọng TSCĐ, ngành giao thông vận tải và ngành thương mại dịch vụ là các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, cần kiểm tra xem mô hình 3 có thỏa mãn các giả thiết ban đầu của phương pháp bình phương nhỏ nhất không.

### **Kết quả kiểm định tính đa cộng tuyến trong mô hình 3**

Để kiểm tra tính đa cộng tuyến của mô hình 3, nghĩa là kiểm tra xem các biến giải thích của mô hình 3 có mối tương quan với nhau không, một hàm hồi quy phụ được xây dựng. Mô hình hồi quy phụ sẽ được kiểm định có phù hợp không để kết luận mô hình 3 có hiện tượng đa cộng tuyến không.



$$\text{Lãi vay} = b_1 + b_2 \cdot \text{ROA} + b_3 \cdot \text{ROE} + b_4 \cdot \text{TSCĐ/TS} + b_5 \cdot \text{tmdv hay không} + b_6 \cdot \text{gtvt hay không} + U$$

*Kết quả hồi quy thống kê*

Hệ số nhân R	0,824883
R <sup>2</sup>	0,680432
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,671653
Sai số chuẩn	0,075623
Số quan sát	188

	Bậc tự do	Tổng bình phương	MS	Kiểm định F	Mức ý nghĩa F
Hồi quy	5	2,216153	0,443231	77,50376	3,1E-43
Phần dư	182	1,040827	0,005719		
Tổng	187	3,25698			

Tên biến	Hệ số		Kiểm định T	Giá trị P	Khoảng tin cậy		
	tương quan	Độ lệch chuẩn			đưới	trên	
Hệ số góc	0,063942	0,017569	3,639516	0,000356	0,029277	0,098607	
Biến 1	<b>ROA</b>	-0,03212	0,117362	-0,27371	0,78462	-0,26369	0,199442
Biến 2	<b>ROE</b>	2,985449	0,163817	18,22433	6,67E-43	2,662225	3,308673
Biến 3	<b>TSCĐ/TS</b>	-0,12714	0,023964	-5,30552	3,24E-07	-0,17443	-0,07986
Biến 4	<b>tmdv hay ko</b>	0,018859	0,014637	1,288454	0,199224	-0,01002	0,047739
Biến 5	<b>gtvt hay ko</b>	0,009208	0,014241	0,646615	0,518696	-0,01889	0,037306

**Nguồn:** Kết quả chạy trên bộ số liệu gộp năm 2003-2005 Phụ lục 3.5

**Kiểm định cặp giả thiết:**

Ho: Mô hình hồi quy có hiện tượng đa cộng tuyến

H1: Mô hình hồi quy không có hiện tượng đa cộng tuyến

Với mức ý nghĩa  $\alpha = 0.05$  (5%) thì hệ số F significant = 3.1E-43 là không có ý nghĩa, như vậy, bác bỏ giả thiết H1, kết luận hàm hồi quy phụ là phù hợp, như vậy, hàm hồi quy 3 có hiện tượng đa cộng tuyến.

Xét trên giác độ lý thuyết, giữa ROA và ROE có mối quan hệ với nhau. Do vậy, loại bỏ biến thừa là ROA.

**Kết quả kiểm định mô hình 4 (đã bỏ ROA)**

$$\text{Nợ DH/NV} = b_1 + b_2 * \text{Lãi vay} + b_3 * \text{ROE} + b_4 * \text{TSCĐ/TS} + b_5 * \text{tmdv hay không} + b_6 * \text{gtvthay không} + U$$

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>	
Số nhân R	0,556793566
R <sup>2</sup>	0,310019075
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,291063555
Sai số chuẩn	0,195793553
Số quan sát	188

	<i>Bậc tự do</i>	<i>Tổng bình phương</i>	<i>MS</i>	<i>Kiểm định F</i>	<i>Mức ý nghĩa F</i>
Hồi quy	5	3,13487	0,626974	16,35508	2,57E-13
Phần dư	182	6,976991	0,038335		
Tổng	187	10,11186			

Tên biến	<i>Hệ số tương quan</i>	<i>Sai số chuẩn</i>	<i>Kiểm định t</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Khoảng tin cậy</i>	
					<i>dưới</i>	<i>trên</i>
Hệ số góc	0,324185	0,04671	6,94041	6,65E-11	0,232023	0,416347
Biến 1 <b>Lãi vay</b>	-1,00821	0,303396	-3,3231	0,001076	-1,60684	-0,40959
Biến 2 <b>ROE</b>	-0,28867	0,114185	-2,52812	0,012318	-0,51397	-0,06338
Biến 3 <b>TSCĐ/TS</b>	0,120672	0,062897	1,918565	0,056604	-0,00343	0,244774
Biến 4 <b>tmdv hay ko</b>	-0,23449	0,038023	-6,16713	4,38E-09	-0,30951	-0,15947
Biến 5 <b>gtvt hay ko</b>	-0,16144	0,036782	-4,38905	1,93E-05	-0,23401	-0,08886

**Nguồn:** Kết quả chạy trên bộ số liệu gộp năm 2003-2005-Phụ lục 3.5

Như vậy, mô hình 4 còn 5 biến: lãi vay, ROE, TSCĐ/TS, ngành thương mại dịch vụ và giao thông vận tải đều có ý nghĩa ( giá trị P-value <0.001). Cần kiểm định xem mô hình 4 có hiện tượng đa cộng tuyến không.

**Kết quả kiểm định tính đa cộng tuyến của mô hình 4**

Tương tự, một hàm hồi quy phụ được xây dựng, lấy lãi vay làm biến phụ thuộc, các biến còn lại của mô hình 4 là biến giải thích.

$$\text{Lãi vay} = b_1 + b_2 * \text{ROE} + b_3 * \text{TSCĐ/TS} + b_4 * \text{tmdv hay không} + b_5 * \text{gtvthay không} + U$$

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>						
Số nhân R		0,311869				
R <sup>2</sup>		0,097262				
R <sup>2</sup> điều chỉnh		0,07753				
Sai số chuẩn		0,126754				
Số quan sát		188				

	<i>Bậc tự do</i>	<i>Tổng bình phương</i>	<i>MS</i>	<i>Kiểm định F</i>	<i>Mức ý nghĩa F</i>	
Hồi quy	4	0,316781	0,079195	4,929173	0,00085	
Phần dư	183	2,940199	0,016067			
Tổng	187	3,25698				

<i>Tên biến</i>	<i>Hệ số</i>		<i>Kiểm định t</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Khoảng tin cậy</i>	
	<i>tương quan</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>			<i>Dưới</i>	<i>trên</i>
Hệ số góc	0,107811	0,02917	3,695935	0,000289	0,050258	0,165364
ROE	-0,3022	0,19514	-1,54861	0,123203	-0,68721	0,082818
TSCĐ/TS	-0,09757	0,040075	-2,43472	0,015863	-0,17664	-0,0185
tmdv hay ko	0,03124	0,024507	1,274745	0,204016	-0,01711	0,079593
gtvt hay ko	0,062689	0,023357	2,68396	0,007943	0,016606	0,108773

**Nguồn:** Kết quả chạy trên bộ số liệu gộp năm 2003-2005-Phụ lục 3.5

Từ giá trị ý nghĩa của F (significant F = 0.0085), kết luận hàm hồi quy phụ là phù hợp, như vậy, hàm hồi quy 4 có hiện tượng đa cộng tuyến.

**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.

**\* Kết quả chạy mô hình hồi quy tuyến tính trên bộ số liệu chéo năm 2005**  
**Mô hình 5.**

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

Kết quả Hồi quy thống kê	
Số nhân R	0,62432291
R <sup>2</sup>	0,3897791
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,26773492
Sai số chuẩn	0,20416586
Số quan sát	97

	Bậc tự do	Tổng bình phương	MS	Hệ số F	Mức ý nghĩa F
Hồi quy	11	1,46440222	0,13312747	3,1937540 7	<b>0,0020703</b>
Phần dư	88	2,2926033	0,0416837		
Tổng	97	3,75700552			

Tên biến	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	Kiểm định t	Giá trị P	Khoảng tin cậy dưới	Khoảng tin cậy trên	
Hệ số góc	0,29364654	0,1144181	2,56643428	<b>0,0130278</b>	0,0643476	0,52294549	
Biến 1	Lãi Vay Chi phí	-1,09473524	0,54736447	-2,0000115	<b>0,0504469</b>	-2,1916779	0,00220741
Biến 2	VCSH	-0,05055819	0,14926247	-0,3387201	<b>0,7361104</b>	-0,3496868	0,24857041
Biến 3	ROA	-2,97608169	1,26265368	-2,3570055	<b>0,0220104</b>	-5,5064956	-0,44566678
Biến 4	ROE	0,30370645	0,30689899	0,98959742	<b>0,3267047</b>	-0,3113327	0,91874563
Biến5	TSCĐ/NV	0,209914	0,11363294	1,8472989	<b>0,0700852</b>	-0,0178114	0,43763945
Biến 6	CN hay ko	-0,00499379	0,08726859	-0,0572232	<b>0,9545748</b>	-0,1798839	0,16989634
Biến 7	NN hay ko	0,06989108	0,10388183	0,67279403	<b>0,5038954</b>	-0,1382927	0,27807487
Biến 8	TMDV hay ko	-0,24398112	0,09364636	-2,6053456	<b>0,0117834</b>	-0,4316526	-0,05630968
Biến 9	XD hay ko	0,07334979	0,14539544	0,50448483	<b>0,615936</b>	-0,2180291	0,36472869
Biến10	GTVT hay ko	-0,12757965	0,09110543	-1,4003517	<b>0,1670243</b>	-0,310159	0,05499967
Biến11	Qui mô VCSH	0,00087925	0,02172559	0,04047087	<b>0,9678643</b>	-0,0426598	0,0444183

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu chéo năm 2005-Phụ lục 3.6*

**Nhận xét:**

Các biến không có ý nghĩa sẽ bị loại bỏ dần khỏi mô hình 1: biến 2: chi phí vốn chủ sở hữu, ROE: khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu, biến 6, biến 7, biến 9, biến 10: các ngành công nghiệp, nông nghiệp, xây dựng và giao thông vận tải có tác động đến cơ cấu vốn không đáng kể, biến 11: qui mô vốn chủ sở hữu cũng không tác động đến cơ cấu vốn.

**Mô hình 6. Loại bớt biến không có ý nghĩa :**

$$N\text{ỢDH/NV} = b_1 + b_2 r_d + b_3 \text{ROA} + b_4 \text{ROE} + b_5 \text{TSCĐ/TS} + b_6 \text{Ngành} + U$$

Kết quả hồi quy thống kê	
Số nhân R	0,623168173
R <sup>2</sup>	0,388338572
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,303971479
Sai số chuẩn	0,199050131
Số quan sát	97

	Bậc tự do	Tổng bình phương	MS	Hệ số F	Mức ý nghĩa F
Hồi quy	8	1,45899016	0,182374	4,602963	0,0002196
Phần dư	58	2,298015364	0,039621		
Tổng	66	3,757005524			

Tên biến	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	Kiểm định t	Giá trị P	Khoảng tin cậy dưới	Khoảng tin cậy trên	
Hệ số góc					0,12707		
Biến 1	Lãi Vay	0,293085421	0,082934	3,533971	0,0008113	6	0,459095
Biến 2	ROA	-1,100539868	0,527079	-2,088	0,0411993	-2,1556	-0,04548
Biến 3	ROE	-2,950052261	1,165677	-2,53076	0,0141166	-5,28341	-0,6167
Biến 4	TSCĐ/NV	0,291771529	0,291845	0,999748	0,3215854	-0,29242	0,875963
Biến 5	NN hay ko TMDV hay ko	0,205975918	0,108932	1,890864	0,0636409	-0,01208	0,424027
Biến 6		0,064925277	0,079613	0,815509	0,4181176	-0,09444	0,224288
Biến 7		-0,243057492	0,069078	-3,51861	0,0008509	-0,38133	-0,10478
Biến 8		0,079252795	0,129498	0,612001	0,542929	-0,17997	0,338471
Biến 9		-0,123011177	0,068727	-1,78984	0,0786996	-0,26058	0,014561

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu chéo năm 2005-Phụ lục 3.6*

**Mô hình 7: Loại bỏ ROE, biến 5: ngành nông nghiệp và biến 7: ngành xây dựng**

$$N\text{ỢDH/NV} = b_1 + b_2 * \text{Lãivay} + b_3 * \text{ROA} + b_4 * \text{TSCĐ/TS} + b_5 * D_3 + b_6 * D_5 + U$$

Trong đó:

D3 = 1 nếu doanh nghiệp thuộc lĩnh vực TMDV

= 0 nếu doanh nghiệp không thuộc lĩnh vực TMDV

D5 = 1 nếu doanh nghiệp thuộc lĩnh vực GTVT

= 0 nếu doanh nghiệp không thuộc lĩnh vực GTVT

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>					
Số nhân R	0,608714487				
R <sup>2</sup>	<b>0,370533327</b>				
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,318937698				
Sai số chuẩn	0,196898483				
Số quan sát	97				
	<i>Bậc tự do</i>	<i>Tổng bình phương</i>	<i>MS</i>	<i>Hệ số F</i>	<i>Mức ý nghĩa F</i>
Hồi quy	5	1,39209576	0,278419	7,18149	<b>2,4292E-05</b>
Phần dư	92	2,36490977	0,038769		
Tổng	97	3,75700552			

<i>Tên biến</i>		<i>Hệ số tương quan</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Kiểm định t</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Khoảng tin cậy</i>	
						<i>dưới</i>	<i>trên</i>
Hệ số góc		0,32816847	0,077057	4,25879	<b>7,2208E-05</b>	0,199467	0,45687
Biến 1	Lãi Vay (%)	-1,1324545	0,508668	-2,2263	<b>0,02969714</b>	-1,982042	-0,28287
Biến 2	ROA (%)	-2,1637222	0,740691	-2,9212	<b>0,00488217</b>	-3,400837	-0,92661
Biến 3	TSCĐ/NV TMDV hay	0,18836941	0,100712	1,87038	<b>0,0662311</b>	0,020158	0,35658
Biến 4	ko (D3) GTVT hay ko	-0,2561323	0,063227	-4,051	<b>0,00014648</b>	-0,361736	-0,15053
Biến 5	(D5)	-0,140451	0,064929	-2,1632	<b>0,03445752</b>	-0,248896	-0,03201

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu chéo năm 2005-Phụ lục 3.6*

**Căn cứ vào giá trị P-value, các biến trong mô hình 7 đều có ý nghĩa, như vậy, các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn có thể được ước lượng qua mô hình sau:**

**Mô hình 7:**

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

Ta 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 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:** Tỷ trọng 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 3 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:**

Phương pháp được sử dụng để ước lượng các tham số của mô hình là phương pháp rất phổ biến OLS (phương pháp bình phương nhỏ nhất thông thường).

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.

### **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:

*Giả thiết 1:* Các sai số ngẫu nhiên có kỳ vọng bằng 0:  $E(U_i | ) = 0$  ( $\forall i$ ). Trên thực tế giả thiết này chỉ có ý nghĩa trên phương diện lý thuyết vì khi ước lượng theo phương pháp OLS, hình ảnh của các sai số ngẫu nhiên trong mẫu là các phần dư đã có kỳ vọng = 0

*Giả thiết 2:* Không có tương quan giữa các sai số ngẫu nhiên

Phương sai  $(U_i, U_j) = 0$  ( $\forall i \neq j$ )

*Giả thiết 3:* Các sai số ngẫu nhiên là đồng đều

Phương sai  $(U_i) = \sigma^2$  ( $\forall i$ )

*Giả thiết 4:* Giữa các biến độc lập không có quan hệ tuyến tính

*Giả thiết 5:* Sai số ngẫu nhiên  $U_i$  có phân bố chuẩn  $U_i \sim N(0, \sigma^2)$

*Giả thiết 6:* Mô hình có dạng đúng và không bị thiếu biến

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

### **Kết quả kiểm nghiệm mô hình 7 có hiện tượng đa cộng tuyến hay không?**

Trong mô hình hồi quy bội đối với hệ số Nợ dài hạn/Nguồn vốn ở trên, ta có thể giả định là giữa các biến giải thích của mô hình không có đa cộng tuyến. Đa cộng tuyến là hiện tượng giữa các biến ROA, lãi vay và tỷ trọng đầu



tư tài sản có quan hệ với nhau. Mô hình hồi quy phụ sẽ được xây dựng để kiểm nghiệm tính đa cộng tuyến của mô hình 7.

**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 hồi quy phụ được xác định như sau:**

**Mô hình 8**

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

**Kết quả ước lượng mô hình như sau:**

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>					
Số nhân R	0,203931				
$R^2$	0,0415878				
$R^2$ điều chỉnh	0,0116375				
Sai số chuẩn	0,0340164				
Số quan sát	97				
	<i>Bậc tự do</i>	<i>Tổng bình phương</i>	<i>MS</i>	<i>Hệ số F</i>	<i>Mức ý nghĩa F</i>
Hồi quy	2	0,00321345	0,0016067	1,38855786	<b>0,256846795</b>
Phần dư	95	0,07405554	0,0011571		
Tổng	97	0,07726899			

	<i>Tên biến</i>	<i>Hệ số tương quan</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Kiểm định t</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Khoảng tin cậy</i>	
						<i>dưới</i>	<i>trên</i>
	Biến Lãi	0,02977701	0,0112647	2,643386185	0,010309853	0,0072732	0,0522808
Biến 1	Vay	0,13081991	0,0795924	-1,64362261	0,105158392	-0,289824	0,0281841
	TSCĐ	-	-	-	-	-	-
Biến 2	/NV	0,00198158	0,0169535	-0,11688319	0,907318637	-0,03585	0,0318869

**Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu chéo năm 2005-Phụ lục 3.6**

**Kết luận:**

Từ giá trị ý nghĩa của F (significant F = 0.256846795), kết luận hàm hồi quy phụ là không phù hợp, như vậy, hàm hồi quy 7 không có hiện tượng đa cộng tuyến.

**Kết quả 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.

Phương sai sai số thay đổi có thể do bản chất của các môi liên hệ kinh tế.

**Mô hình 9** được xây dựng dựa trên các giá trị ước lượng của mô hình 7 và giá trị các phần dư của mô hình 7.

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

Trong đó: Residual: các giá trị phần dư của mô hình 7

Predicted Y: là giá trị ước lượng của các biến phụ thuộc trong mô hình 7.

*Kết quả hồi quy thống kê*

Số nhân R	0,166287374
R <sup>2</sup>	0,027651491
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,012692283
Sai số chuẩn	0,072686275
Số quan sát	97

	Bậc tự do	Tổng bình phương	MS	Hệ số F	Mức ý nghĩa F
Hồi quy	1	0,00976596	0,009766	1,8484595	0,178660539
Phần dư	96	0,34341414	0,005283		
Tổng	97	0,3531801			

Tên biến	Hệ số tương quan	Độ lệch chuẩn	Kiểm định t	Giá trị P	Khoảng tin cậy		
					dưới	trên	
Hằng số	0,02260914	0,012882	1,7550897	0,083955917	0,00312	0,048336	
Biến	(Predicted Y) <sup>2</sup>	0,17112716	0,125868	1,3595807	0,178660539	0,08025	0,422502

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu chéo năm 2005-Phụ lục 3.6*

Từ kết quả ước lượng trên, kiểm định cặp giả thiết:

$H_0$ : Mô hình 7 có phương sai sai số ngẫu nhiên đồng đều

$H_1$ : Mô hình 7 có phương sai sai số ngẫu nhiên thay đổi

Kiểm định Chi - bình phương thống kê =  $n \cdot R^2 = 1.852469869$

Chi - bình phương ( $\alpha = 0.05, df = 1$ ) = 3.83146

Như vậy, chấp nhận  $H_0$ , mô hình 7 không có phương sai sai số thay đổi.

### **Kết quả 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.

**Trong phạm vi hàm hồi quy**, mô hình tuyến tính giả định rằng không có sự tương quan giữa các nhiễu  $U_i$ , nghĩa là:

$$E(U_i, U_j) = 0 \quad (i \text{ khác } j)$$

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.

Phương pháp sử dụng để kiểm định xem mô hình 7 có hiện tượng tự tương quan hay không là phương pháp Durbin-Watson.

Thống kê Durbin-Watson được định nghĩa như sau:

$$d = \frac{\sum_{t=1}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2} \quad (3.2)$$

Như vậy, thống kê  $d$  là tỷ số của tổng bình phương các hiệu số của các phần dư kế tiếp nhau RSS. Theo quy tắc ngón tay cái, nếu  $d$  gần bằng 2 thì có

thể giả định rằng không có tự tương quan bậc nhất. Nếu  $d$  càng gần 0 thì càng chứng tỏ có sự tương quan thuận chiều.

Kết quả tính toán cho: DW thống kê = 2.11444785, với mức ý nghĩa  $\alpha = 0.05$   $n = 66$ ,  $k = 3$  biến độc lập thì  $D_L = 1.471$ ,  $D_U = 1.731$ . DW nằm trong đoạn  $[D_U, 4 - D_L]$ . Theo quy tắc ra quyết định của kiểm định Durbin-Watson, kết luận mô hình 3 không có hiện tượng tự tương quan.

**Kết quả 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 10, đưa thêm các biến  $(\text{Predicted } Y)^2$  đại diện cho các biến thiếu.

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

**Mô hình 10:**  $Nợdài hạn/NV =$

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

**Mô hình 7**

$$Nợdài hạn/NV = b_1 + b_2 * Lãi vay + b_3 * ROA + b_4 * TSCĐ/TS + b_5 * D3 + b_6 * D5 + U$$

**Kết quả ước lượng mô hình 10 như sau:**

<i>Kết quả hồi quy thống kê</i>	
Số nhân R	0,675189591
R <sup>2</sup>	<b>0,455880984</b>
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,401469082
Sai số chuẩn	0,184583231
Số quan sát	97

	<i>Bậc tự do</i>	<i>Tổng bình phương</i>	<i>MS</i>	<i>Hệ số F</i>	<i>Mức nghĩa F</i>
Hồi quy	6	1,71274738	0,285458	8,37833	1,3103E-06
Phần dư	91	2,04425815	0,034071		
Tổng	97	3,75700552			

	<i>Tên biến</i>	<i>Hệ số tương quan</i>	<i>Sai số chuẩn</i>	<i>Kiểm định t</i>	<i>Giá trị P</i>	<i>Khoảng tin cậy dưới trên</i>	
Hệ số góc	Không đổi	-0,00098688	0,129346	-0,0076	0,99393769	-0,2597164	0,257743
Biến 1	LãVay (%)	0,78695173	1,186276	0,66338	0,50962805	-1,5859525	3,159856
Biến 2	ROA (%)	0,4104609	0,693065	0,59224	0,55591519	-0,9758752	1,796797
Biến 3	TSCD/NV	-0,11221667	0,136067	-0,8247	0,41279859	-0,3843906	0,159957
	TMDV hay ko						
Biến 4	(D3)	0,10412172	0,131542	0,79155	0,43174394	-0,159002	0,367245
	GTVT hay ko						
Biến 5	(D5)	0,02524059	0,081376	0,31017	0,75750371	-0,1375349	0,188016
Biến 6	(Predicted Y)^2	2,99715756	0,976979	3,06778	0,00323379	1,04290981	4,951405

*Nguồn: Kết quả chạy trên bộ số liệu chéo năm 2005-Phụ lục 3.6*

Kiểm định cặp giả thuyết:

Ho : Mô hình 7 không thiếu biến

H1: Mô hình 7 có thiếu biến

$$F \text{ Statistic} = \frac{(R \text{ square})_6 - (R \text{ square})_3/1}{1 - (R \text{ square})_6/(97 - 6)} = 9.41496254$$

F( alpha = 0.05. df1 = 1, df2 = 60)

**Kết luận:**

Bác bỏ giả thuyết Ho, nghĩa là chấp nhận giả thuyết H1, 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

***d. Hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng nghiên cứu cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam***

Trong mô hình 7 đề xuất ở trên, có 4 nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp đã được ước lượng là: lãi vay, ROA, tỷ trọng TSCĐ trong tổng tài sản và yếu tố ngành. Tuy nhiên, mô hình trên vẫn còn thiếu biến vì các biến độc lập mới chỉ giải thích được 45% sự thay đổi của cơ cấu vốn. Như vậy, còn lại 55% là do các biến khác chưa được đưa vào mô hình. Trong quá trình xây dựng mô hình, hai biến rất có ý nghĩa về lý thuyết là Chi phí vốn chủ sở hữu và ROE (thu nhập trên vốn chủ sở hữu) đã bị loại ra vì hệ số P-value không có ý nghĩa. Ngay biến số có ý nghĩa là lãi vay cũng chưa được xác định chuẩn theo nguyên tắc thị trường. Điều này là do một số nguyên nhân sau:

***Thứ nhất***, chi phí vốn chủ sở hữu hiện tại của các doanh nghiệp Nhà nước hoàn toàn không dựa trên chi phí thị trường mà chủ yếu dựa vào cơ chế cấp phát từ ngân sách Nhà nước, theo tỷ lệ thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước. Do vậy, chi phí vốn chủ sở hữu không phản ánh được tỷ lệ lãi suất yêu cầu của chủ sở hữu đối với việc sử dụng vốn của doanh nghiệp.

***Thứ hai***, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu thực chất là biến giả được đưa vào thay thế cho tỷ suất sinh lời trên giá thị trường của cổ phiếu. Do điều kiện các doanh nghiệp Nhà nước còn chưa cổ phần hoá hết, hơn nữa các doanh nghiệp đã cổ phần hoá cũng rất ít doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên thị trường nên việc xác định tỷ suất sinh lời trên giá cổ phiếu là không thực hiện được. Tuy

nhiên, cả hai biến ROA và ROE đều được đưa vào mô hình để nghiên cứu xem biến nào sẽ có tác động lớn hơn đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước.

Do vậy, cần xác định chính xác phương pháp tính toán chi phí vốn chủ sở hữu và tỷ suất sinh lời trên giá thị trường của cổ phiếu.

### ***3.2.1.2. Hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay***

Để mô hình kinh tế lượng nghiên cứu cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước được hoàn thiện cần xác định lại các biến số chuẩn tác động đến cơ cấu vốn. Các biến cần xác định lại là Chi phí vốn chủ sở hữu và Tỷ suất sinh lời trên giá thị trường của cổ phiếu.

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 [55].

Các nghiên cứu trước đây cũng đã chứng tỏ cơ cấu vốn không chỉ phụ thuộc vào giá thị trường của vốn cổ phần mà còn phụ thuộc vào cả giá trị sổ sách. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp nhỏ giá trị sổ sách không có tương quan chặt chẽ với giá thị trường. Bên cạnh đó, khả năng sinh lợi và tài sản cố định là các nhân tố quan trọng để dự đoán cơ cấu vốn theo giá trị sổ sách. Thế nhưng một vài nhà nghiên cứu cũng cho rằng giá trị sổ sách cũng khá quan trọng vì nó có tính ổn định hơn giá thị trường của vốn cổ phần và do đó, làm cho hoạt động huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán trở nên quan trọng hơn.

Rajan và Zingales (1955) đã đưa ra một nghiên cứu rất điển hình về cơ cấu vốn của các nước OECD và đã phát hiện ra mối quan hệ ngược chiều rất chặt chẽ giữa giá trị sổ sách của cổ phiếu với đòn bẩy tài chính. Giống như Rajan và Zingales, Barclay, Smith và Watts (1955) cũng đã phát hiện ra rằng tỷ lệ nợ có quan hệ ngược chiều với tỷ lệ giá thị trường và giá sổ sách. Benartzi, Michaely và Thaler (1997) cũng cho rằng, trái ngược với những lý

thuyết tối ưu về chi trả cổ tức, các giám đốc dường như chi trả cổ tức dựa trên cơ sở thu nhập trong quá khứ nhiều hơn, mà không phải là thu nhập trong tương lai [55].

Do vậy, 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.

Bên cạnh việc xác định chuẩn các biến của mô hình, mô hình 7 còn thiếu biến, do vậy, để xây dựng mô hình hoàn thiện nghiên cứu đầy đủ các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước, cần bổ sung các biến còn thiếu, đó là: Các biến thuộc về yếu tố quản lý, thuế và hệ số rủi ro ngành beta.

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

Đây là các biến chất, không thể định lượng được mà chỉ có thể định tính. Để thu thập thông tin liên quan đến trình độ, sự ưa thích sử dụng nợ của giám đốc doanh nghiệp cần thực hiện điều tra khảo sát riêng. Trong điều kiện bộ số liệu hiện có, không thể có được số liệu này. Tuy nhiên, để hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng nghiên cứu cơ cấu vốn, cần đưa các biến chất vào mô hình. Khi đó, có thể xây dựng các biến giả như sau:

Trình độ của giám đốc được chia làm 3 loại: dưới đại học, đại học và trên đại học. Như vậy, biến trình độ có 3 cặp phạm trù. Phạm trù cơ sở là giám đốc có trình độ đại học. Ta sẽ gán cho biến trình độ các phạm trù sau:

$D1 = 1$  nếu giám đốc có trình độ dưới đại học

$= 0$  nếu giám đốc không có trình độ dưới đại học



$D2 = 1$  nếu giám đốc có trình độ trên đại học

$= 0$  nếu giám đốc không có trình độ trên đại học.

Sự ưa thích dùng nợ hay không được chia làm hai loại: có và không hay nói cách khác là giám đốc mạo hiểm và không mạo hiểm

$D3 = 1$  nếu giám đốc mạo hiểm thích sử dụng nợ

$= 0$  nếu giám đốc không mạo hiểm, không thích sử dụng nợ

Một mô hình hồi quy đơn giản với hai biến chất và một biến lượng, giả sử là lãi vay, sẽ được xây dựng như sau:

$$\text{Nợ DH/NV} = b1 + b2D1i + b3D2i + b4D3i + b5L\ddot{a}i\text{vay} + U_i$$

### ***b. Bổ sung biến Hệ số rủi ro ngành beta***

Rủi ro có hệ thống là một trong những yếu tố quyết định mức doanh lợi dự kiến của một tài sản, vì thế cần biết cách đo mức độ rủi ro có hệ thống cho các khoản đầu tư khác nhau. Thước đo sẽ sử dụng là hệ số beta ( $\beta$ ).

Rủi ro ngành của các doanh nghiệp chính là rủi ro có hệ thống, tác động đến toàn bộ hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cũng như tình hình tài chính. Do vậy, cần phải nhận biết và đo lường được rủi ro ngành. Đây là cơ sở để xác định chính xác chi phí vốn chủ sở hữu và nợ. Các nhà đầu tư chỉ chấp nhận đầu tư vào doanh nghiệp nếu khả năng sinh lời dự kiến đủ để bù đắp rủi ro mà họ chấp nhận. Và các doanh nghiệp nếu xác định được mức rủi ro ngành sẽ xác định được chi phí huy động vốn, từ đó, xây dựng được một cơ cấu vốn tối ưu.

Hệ số beta sẽ được xác định bằng 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). Hay nói cách khác hệ số beta của một ngành đo lường sự thay đổi của tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các doanh

ngành trong ngành. Nếu  $\beta = 1.5$  nghĩa là nếu tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của trung bình ngành thay đổi 1% thì tỷ lệ này ở các doanh nghiệp trong ngành sẽ thay đổi 1.5% [25].

Như vậy, khi đưa biến này vào mô hình sẽ kiểm chứng được sự thay đổi mức độ rủi ro của các doanh nghiệp ở các ngành kinh doanh khác nhau sẽ tác động đến sự thay đổi cơ cấu vốn như thế nào.

### ***c. Bổ sung biến Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp***

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp nói riêng và các thuế suất khác tác động đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp là một nhân tố tác động khá lớn đến cơ cấu vốn. Các nghiên cứu trước cũng đã đề cập đến tác động của thuế đến việc lựa chọn dùng nợ hay vốn chủ sở hữu bằng việc xây dựng các mô hình kinh tế lượng trong đó biến giải thích là các sắc thuế khác nhau.

Xem xét chính sách thuế hiện tại và cơ cấu vốn, đầu tiên, DeAngelo và Masulis (1980) đã cho rằng các doanh nghiệp đang phải đối mặt với tỷ suất thuế cận biên ngày càng cao đã có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn vì những khoản tiết kiệm thuế có ý nghĩa lớn đối với các công ty [65]. Tuy nhiên, trong suốt những năm 80, các nghiên cứu về kiểm nghiệm lý thuyết đã cho thấy thuế rất ít có tác động đến cơ cấu vốn. Gordon và Malkiel (1985), Taggart (1985) và Porterba (1990) [62] đã sử dụng phương pháp dãy số liệu để nghiên cứu thì thấy thuế hầu như tác động không đáng kể đến việc sử dụng nợ. Mayer (1990) đã so sánh tiết kiệm thuế do nợ với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tại các nước OECD và kết luận rằng: “chắc chắn chính sách thuế là một nhân tố quan trọng để giải thích về chính sách sử dụng nợ” [60].

Trong các nghiên cứu trước đây về thuế và cơ cấu vốn có hai hạn chế nhất định. Thứ nhất, việc sử dụng tỷ số nợ và vốn chủ sở hữu cộng dồn đã bỏ qua sự thay đổi tiết kiệm thuế với các mức hệ số nợ khác nhau, ví dụ đối với

các doanh nghiệp không sử dụng nợ. Thứ hai, sức mạnh của các phần mềm xử lý số liệu bị hạn chế bởi sự thay đổi liên tục, thường xuyên của chính sách thuế. MacKie-Jackson(1990) đã chỉ ra cả hai hạn chế trên [52]. Ông đã dự đoán xác suất của việc sử dụng nợ hơn là vốn chủ sở hữu sẽ phụ thuộc vào việc doanh nghiệp sẽ lựa chọn dùng nguồn vốn bên ngoài và ông cũng cho rằng doanh nghiệp có tỷ suất thuế thu nhập doanh nghiệp cận biên thấp sẽ ít dùng nợ. Cách tiếp cận của ông đã khắc phục được nhược điểm của phần lớn các doanh nghiệp trong phần mềm COMPUSTAT (bộ số liệu gồm 17.000 doanh nghiệp nhưng chỉ có khoảng 10% trong số đó sử dụng cả nợ và vốn chủ sở hữu), trong đó, không xem xét đến các doanh nghiệp không phát hành trái phiếu hay cổ phiếu. Hơn nữa, vì một số biến còn thiếu trong chính sách thuế hiện tại của Mỹ, ông đã buộc phải sử dụng các biến giả. Những biến giả này, tuy vậy, sẽ liên quan đến các nhân tố khác ảnh hưởng đến sự lựa chọn nợ và vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp.

Gentry (1994) đã so sánh mức độ đòn bẩy và tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty liên danh của Mỹ trong ngành công nghiệp khai thác dầu mỏ và khí đốt. Ông đã phát hiện ra rằng, các công ty liên danh, mặc dù không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp, có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn và sử dụng nợ ít hơn. Điều này cũng phù hợp với các nghiên cứu về tác động của thuế đến sự lựa chọn cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Mỹ. Tuy nhiên, Gentry (1994) đã cho rằng việc nghiên cứu một ngành chắc hẳn sẽ có những hạn chế nhất định nên đã không đồng ý với kết luận này cho các doanh nghiệp trong các ngành công nghiệp khác [56].

Reint E. Gropp cũng đã đề xuất một mô hình nghiên cứu kết hợp nhiều loại thuế của chính phủ Đức [66]. Mô hình bao gồm các loại thuế kinh doanh của chính quyền địa phương. Hơn nữa, mô hình ông đưa ra cho rằng phần tiết kiệm thuế theo Luật thuế của Đức khi các doanh nghiệp tài trợ một tỷ lệ nhất định bằng nợ sẽ thay đổi theo sắc thuế của từng địa phương. Sự thay đổi này

sẽ được kiểm chứng xem liệu có phải các doanh nghiệp thay đổi cơ cấu vốn là do thuế thay đổi hay không? Tác động của thuế sẽ được phân tích khi sử dụng bảng cân đối kế toán của các doanh nghiệp Đức. Phương pháp này cho phép dự đoán được sự thay đổi tác động của thuế đến các ngành công nghiệp khác nhau và cho phép đưa tỷ suất thuế hiện tại của các doanh nghiệp vào mô hình. Ông đã phát hiện ra tác động rất đáng kể của thuế đến cơ cấu vốn.

Như vậy, có thể thấy, thuế là một nhân tố rất quan trọng tác động đến sự thay đổi cơ cấu vốn của các doanh nghiệp, cả trên lý thuyết và các kiểm chứng thực tế. Tuy nhiên, trong điều kiện chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay, áp dụng một mức thuế suất chung nhất cho mọi ngành nghề, mọi doanh nghiệp ở các địa phương khác nhau đều cố định ở mức 28% (trước năm 2004 là 32%, trừ một số loại hình doanh nghiệp ưu đãi đầu tư) thì không thể nghiên cứu được tác động của thuế đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp Việt Nam. Do vậy, trong mô hình kinh tế lượng đề xuất không có biến giải thích là thuế thu nhập doanh nghiệp. Trong điều kiện sau này khi chính sách thuế của Việt Nam phát triển thì nhất thiết biến này cần được đưa vào để hoàn thiện mô hình.

### **3.2.2. Giải pháp định tính**

#### **3.2.2.1. Đổi mới nhận thức về cơ cấu vốn của giám đốc doanh nghiệp Nhà nước**

Trên cơ sở phân tích các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp Nhà nước, có thể thấy, bên cạnh các nhân tố có thể định lượng, các nhân tố định tính mang tính chủ quan của ban lãnh đạo doanh nghiệp. Một trong những nguyên nhân dẫn đến việc cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay chưa hợp lý là ở chính yếu tố định tính này. Các giám đốc doanh nghiệp chưa nhận thức đúng và đầy đủ về vai trò của cơ cấu vốn cũng như phương pháp thiết lập một cơ cấu vốn tối ưu. Cho dù lý thuyết về cơ cấu vốn có hay đến đâu mà không được ý muốn chủ quan của con người sử dụng thì lý thuyết đó cũng chỉ dùng để trang trí mà thôi.

**Vậy, vấn đề đầu tiên cần giải quyết trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Nhà nước là đổi mới nhận thức của các giám đốc doanh nghiệp Nhà nước nói riêng và các doanh nghiệp nói chung.** Việc thiết lập cơ cấu vốn tối ưu là nội dung cơ bản trong kế hoạch tài chính của doanh nghiệp. Có xây dựng được một cơ cấu vốn mục tiêu thì các doanh nghiệp mới chủ động trong cách thức huy động vốn và lựa chọn dự án đầu tư. 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.

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang chuyển dịch theo hướng phát triển của nền kinh tế thị trường, thì vấn đề bao cấp hay ưu đãi trong việc cấp vốn hay cho vay đối với các doanh nghiệp Nhà nước sẽ không còn. Lúc này, tất yếu các giám đốc doanh nghiệp phải là người đứng mũi chịu sào, chủ động xây dựng kế hoạch tài chính, xây dựng một cơ cấu vốn hợp lý, tìm kiếm các phương án sản xuất kinh doanh khả thi. Do vậy, các quy luật của nền kinh tế thị trường sẽ điều tiết các quan hệ kinh tế, trong đó có quan hệ đầu tư, vay trả. Nếu các giám đốc chưa nhận thức được tầm quan trọng của một cơ cấu vốn hợp lý với các phương pháp xác định chi phí vốn theo nguyên tắc thị trường, tất yếu sẽ bị đào thải.

### **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***

Nguyên lý của rủi ro có hệ thống khẳng định: doanh lợi dự kiến cho một tài sản chỉ phụ thuộc vào rủi ro có hệ thống. Nghĩa là, chỉ riêng rủi ro có hệ thống là loại rủi ro có liên quan đến việc quyết định mức doanh lợi dự kiến và mức bù đắp rủi ro của một tài sản [23].

Để đo lường rủi ro của từng tài sản, người ta có thể sử dụng một số thước đo khác nhau. Ví dụ như dự đoán khả năng và xác suất xảy với từng khoản thu

nhập trong tương lai. Người ta đo lường độ chênh lệch của thu nhập thực tế với thu nhập mong đợi. Tuy nhiên, cách dự tính này liên quan đến các dự báo về khả năng thu nhập trong tương lai, mà đến lượt nó, lại là kết quả của các dự báo và giả định khác nên việc tính toán thường phức tạp.

Cách thứ hai, người ta thường sử dụng các số liệu trong quá khứ về biến động giá trị và đo lường sự biến động của thu nhập của tài sản trong quá khứ để xác định mức rủi ro có thể có của tài sản này trong tương lai.

Công thức (1.20) tính hệ số bê ta:

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

Trong đó,  $Cov(R_i, R_M)$  là hiệp phương sai của thu nhập của tài sản  $i$  ( $R_i$ ) và thu nhập của danh mục thị trường ( $R_M$ ).  $\sigma^2(R_M)$  là phương sai của thu nhập của danh mục thị trường.  $\beta_i$  là rủi ro thị trường của tài sản  $j$ .

Bằng cách tính toán như vậy, người ta thấy các tài sản đầu tư tại thị trường Mỹ, trong suốt những năm của thế kỷ 20, những tài sản có thu nhập bình quân cao thì đồng thời có hệ số bê ta cao, tức là mức rủi ro lớn và ngược lại, những tài sản có thu nhập bình quân thấp như trái phiếu chính phủ Mỹ thì có hệ số bê ta thấp [20].

Như vậy, để có thể ứng dụng tính toán được hệ số bê ta ở Việt Nam cần có hai điều kiện sau: (i) số liệu về mức thu nhập thị trường và (ii) số liệu về thu nhập của tài sản hoặc của nhóm tài sản tính hệ số bê ta.

Với thị trường chứng khoán còn rất sơ khai ở Việt Nam, việc thu thập số liệu là rất khó khăn. Đối với danh mục thị trường, rõ ràng, chỉ số Vn-index không thể đại diện cho thị trường Việt Nam được. Bởi lẽ các công ty niêm yết chỉ chiếm một tỷ trọng rất nhỏ trong tổng số các công ty cổ phần và chỉ là một bộ phận nhỏ trong nền

kinh tế Việt Nam. Về bản chất, danh mục đầu tư phải mang tính đại diện cho thị trường, không chỉ là cổ phiếu mà còn bao gồm cả cổ phiếu của các ngân hàng, trái phiếu chính phủ và các tài sản tài chính khác. Vì vậy, chỉ số chứng khoán của Việt Nam chưa đủ đại diện để xây dựng một danh mục thị trường.

Trong luận án, tác giả cố gắng xây dựng phương pháp xác định hệ số beta phản ánh mức rủi ro của ngành, dựa trên bộ số liệu hiện có, 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 beta 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. Trong điều kiện thị trường chứng khoán chưa phát triển, các doanh nghiệp Nhà nước chưa cổ phần hoá hết thì việc sử dụng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE thay cho thu nhập trên cổ phiếu EPS của các doanh nghiệp là chấp nhận được. Hơn nữa, danh mục thị trường chưa có, mức biến động thu nhập của doanh nghiệp sẽ được so sánh với mức biến động của thu nhập trung bình ngành (Bảng 3.1)

### **b. Xác định đúng chi phí vốn chủ sở hữu**

Trong tương lai, cùng với xu thế đổi mới và phát triển, các doanh nghiệp Nhà nước cũng sẽ phát triển thành tập đoàn kinh doanh, mà một trong những chủ sở hữu là Nhà nước. Do vậy, Nhà nước sẽ đóng vai trò là chủ sở hữu, đầu tư vốn vào các công ty nhà nước hay tập đoàn để hưởng thu nhập trên vốn chủ sở hữu.

**Bảng 3.1. Xác định hệ số rủi ro beta của các doanh nghiệp nhà nước  
Việt nam - ngành công nghiệp**

Tên doanh nghiệp	ROE						Hệ số beta
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Cty cơ khí hà nội	0,07%	0,04%	0,18%	0,20%	0,23%	0,26%	0,023284
Cty chế tạo bơm		11,98%	6,84%	7,68%	8,63%	9,70%	0,243098
Vp Tcty XD Bạch Đằng					14,81%	18,51%	0,181179
Xí nghiệp Hải Âu						4,81%	0
Vp Tcty bay dịch vụ	3,48%	4,55%	4,92%	4,81%	5,16%	4,81%	0,145565
Công ty bay dịch vụ Miền Nam	11,81%	10,88%	11,13%	10,78%	10,57%	10,25%	0,117289
Cty XD công trình hàng không	17,48%	13,34%	14,23%	10,98%	11,97%	12,86%	0,452316
Cty bay dịch vụ Miền Bắc	11,67%		8,40%	7,96%	8,05%	7,55%	0,405606
Cty đầu tư phát triển nhà số 2				14,11%	15,54%	16,08%	0,087162
Cty XD đầu tư phát triển đô thị số 3					4,70%	4,18%	0,02589
Tcty điện lực Việt Nam	4,12%	4,91%	4,56%	4,73%	4,92%	5,43%	0,076663
Tổng công ty thép Việt Nam	5,77%	3,01%	8,29%	7,27%	7,87%	8,19%	0,446136
Công ty Điện tử Thủ Đức	12,31%	12,60%		9,44%	83,00%	0,00%	5,64646
Công ty Cao su thống nhất	9,73%	6,11%	11,29%	0,00%	0,00%	0,00%	0,947376
Xí nghiệp chế biến HXK Cầu Tre	7,06%	6,93%	7,82%	7,14%	7,58%	7,60%	0,077006
Công ty cơ khí ô tô Sài Gòn	7,01%	4,60%	11,06%	13,19%	16,35%	16,66%	1,293606
Công ty 27/7				7,92%	8,16%	9,12%	0,013551
Công ty phát triển công nghiệp Tân Thuận	10,24%	66,54%	10,81%	4,87%	15,22%	18,74%	2,45624
Công ty cơ khí và khai thác cát đá sỏi				7,87%	9,57%	11,31%	0,102407
Công ty giấy Bãi Bằng	7,07%	8,86%	7,64%	2,92%	1,46%	14,60%	0,236725
Công ty giấy Tân Mai	0,00%	0,69%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,037417
Công ty giấy Đồng Nai	0,00%	0,00%	0,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,001507
Công ty giấy Bình An		0,00%	0,09%	0,00%	0,00%		0,000526
Công ty VPP Hồng Hà				2,14%	3,00%		0,080564

*Nguồn: Số liệu điều tra 375 doanh nghiệp nhà nước của Cục TCDN và tính toán của tác giả*



Vì thế, **khoản thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước không còn mang tính chất bao cấp hay phi thương mại như hiện nay mà phải được xác định trên cơ sở lãi suất thị trường sao cho đúng với chi phí vốn chủ sở hữu**, được xác định trên cơ sở tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng đạt được của vốn chủ sở hữu [43]. Điều này đảm bảo cho Nhà nước có được những dự án có khả năng sinh lời cao nhất, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn Nhà nước. Điều này cũng buộc các doanh nghiệp sử dụng vốn Nhà nước phải có trách nhiệm, yêu cầu trình độ quản lý cao hơn để có thể đạt được tỷ lệ thu nhập trên vốn chủ sở hữu cao nhất. Có như vậy, mới thu hút được vốn Nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, góp phần nâng cao uy tín của chính doanh nghiệp.

Mô hình Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước có thể được coi là một giải pháp chiến lược cho việc quản lý vốn Nhà nước [38]. Công ty Đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước sẽ được quyền góp vốn Nhà nước hay rút vốn Nhà nước khỏi các doanh nghiệp, nắm giữ cổ phần của Nhà nước tại các doanh nghiệp Nhà nước đã được cổ phần hoá. Như vậy, công ty là đại diện cho chủ sở hữu là Nhà nước, tham gia góp vốn vào các doanh nghiệp nhằm mục tiêu tối đa hoá khả năng sinh lợi của vốn Nhà nước.

Cơ sở để công ty đưa ra quyết định dùng vốn Nhà nước đầu tư vào dự án, doanh nghiệp nào phải xuất phát từ tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng cần đạt được của dự án đó. Doanh nghiệp được Nhà nước cấp vốn thông qua công ty phải có trách nhiệm sử dụng, tạo ra một tỷ suất sinh lợi cao hơn tỷ lệ thu nhập sử dụng vốn cho Nhà nước. Khi đó, Vốn do Ngân sách Nhà nước cấp thực sự có chi phí thị trường. Nhà nước đầu tư vốn vào các doanh nghiệp thu được tỷ suất lợi nhuận tương đương lãi cổ đông.

**Như vậy**, để vốn của Nhà nước được các DNNN sử dụng thực sự có hiệu quả, phải xác định thu sử dụng vốn Ngân sách Nhà nước như 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, 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 (đã phân tích trong chương 1)**

Khi đó, công thức xác định chi phí của việc phát hành cổ phiếu mới là:

$$Re = \frac{D}{P_0} + g \quad (1.7)$$

Trong trường hợp doanh nghiệp phải trả chi phí phát hành thì chi phí cho việc huy động vốn chủ sở hữu thêm bằng cách phát hành cổ phiếu sẽ tăng:

$$Re = \frac{D}{P_0 - N} + g \quad (1.8)$$

Trong đó:

Re : Chi phí của việc sử dụng vốn do phát hành cổ phiếu

D: Cổ tức chi trả hàng năm

P<sub>0</sub>: Giá thị trường của cổ phiếu

N: Chi phí phát hành tính trên một cổ phiếu

g: tỷ lệ tăng trưởng cổ tức dự tính

Trong công thức trên, bên cạnh việc xác định lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với cổ phiếu, các doanh nghiệp cần hết sức chú ý đến chi phí phát hành. Đây là một chi phí khá quan trọng, ảnh hưởng đến chi phí huy động vốn trên thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp. Đặc biệt với các doanh nghiệp lần đầu phát hành thì chi phí này khá cao, bao gồm: chi phí kiểm toán, chi phí tư vấn phát hành, chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí in ấn, lệ phí niêm yết...

Bên cạnh việc phát hành cổ phiếu, các doanh nghiệp còn có thể sử dụng một bộ phận vốn chủ sở hữu rất quan trọng khác là lợi nhuận giữ lại. Chi phí của lợi nhuận giữ lại sẽ được xác định theo 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.

Mô hình CAPM như sau:

$$k_{re} = r_f + (r_m - r_f) \beta \quad (1.19)$$

Trong đó,

$k_{re}$  : chi phí lợi nhuận giữ lại

$r_f$  : lãi suất trái phiếu chính phủ

$r_m$  : lãi suất thị trường hay lãi suất trung bình

$\beta$  : hệ số rủi ro ngành

Mặc dù mô hình CAPM còn nhiều nhược điểm, song hiện nay, đây vẫn là mô hình ưu việt nhất trong lý thuyết kinh tế hiện đại về xác định giá trị của tài sản tài chính. Trên cơ sở số liệu beta tính toán được ở mục 3.4.2.1 và lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam hiện nay, chúng ta sẽ dễ dàng xác định được chi phí của lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp Nhà nước.

Trong mô hình CAPM, lãi suất phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam thời hạn 5 năm, được xác định tại thời điểm hiện tại là 8.5%, tuy nhiên, các ngành nông nghiệp, giao thông vận tải và thương mại dịch vụ có tỷ suất dinh lời trên vốn chủ sở hữu thấp hơn lãi suất phi rủi ro, nên không có kết quả. Do vậy, mô hình phân bù rủi ro sẽ được sử dụng bổ sung cho các ngành này. Khi đó, chi phí của lợi nhuận giữ lại sẽ được xác định theo công thức sau:

$$k_{re} = r_f + \beta \quad (1.9)$$

Trong đó:

$k_{re}$  : chi phí lợi nhuận giữ lại

$r_f$ : lãi suất trái phiếu chính phủ

$\beta$ : hệ số rủi ro ngành

Chi phí vốn chủ sở hữu nói chung và chi phí của lợi nhuận giữ lại sẽ được xác định qua bảng 3.2.

**Bảng 3.2. Chi phí của lợi nhuận giữ lại –  
theo mô hình phần bù rủi ro và CAPM**

Ngành	Lãi suất TPCP ( $r_f$ )	Hệ số $\beta$	Lãi suất TB ngành (ROE TB)	Chi phí LNGL (Phần bù rủi ro)	Chi phí LNGL (CAPM)
Công nghiệp	8,5	0,0857	9,2	8,5857	8,559
Nông nghiệp	8,5	0,16	3,2	8,66	NA
GTVT	8,5	0,14	4,5	8,64	NA
Xây dựng	8,5	0,03	13,9	8,53	8,662
TMDV	8,5	0,02	6,0	8,52	NA
Khác	8,5	0,04	11,9	8,54	8,636

*Nguồn: Bảng kết quả tính hệ số beta cho từng ngành - Kết quả tính toán của tác giả*

### **c. Xác định đúng chi phí nợ**

Để có thể xác định chính xác chi phí nợ, cần căn cứ vào lãi suất cho vay của 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 trên thị trường chứng khoán bằng cách phát hành trái phiếu.

#### **\* Lãi suất vay ngân hàng**

Hiện tại việc điều hành cơ chế lãi suất của thị trường tài chính Việt Nam đã và đang tiến dần đến cơ chế lãi suất tự do, phản ánh đúng chi phí của việc sử dụng vốn. Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại một số bất cập của cơ chế hiện tại, đặc biệt đối với lãi suất cho vay của ngân hàng áp dụng cho các doanh nghiệp Nhà nước, tạo nên sự bất bình đẳng giữa các doanh nghiệp.

**Thứ nhất**, có quá nhiều lãi suất ưu đãi trong nền kinh tế: lãi suất cho vay vốn giải quyết việc làm, lãi suất cho vay trồng rừng nguyên liệu, cơ chế

miễn giảm lãi suất cho một số doanh nghiệp Nhà nước và chương trình của Chính phủ, giảm 100% lãi vay đối với một số chương trình kinh tế của tỉnh, thành phố...[31]. Việc tồn tại quá nhiều lãi suất ưu đãi vừa làm bóp méo thị trường tiền tệ, vừa tạo ra cơ chế xin cho, tâm lý ỷ lại của các doanh nghiệp Nhà nước.

**Thứ hai**, do các ngân hàng thương mại Việt Nam hiện đang sử dụng công cụ cạnh tranh chủ yếu là lãi suất, nên dẫn đến tình trạng đôi khi các ngân hàng không xem xét, đánh giá khách quan, thận trọng về tính hiệu quả của dự án vay vốn, mà chỉ đặt mục tiêu tăng doanh số cho vay. Cơ chế lãi suất thoả thuận là một cải cách cơ bản trong điều hành lãi suất nhưng nếu các ngân hàng không tính toán kỹ những rủi ro sẽ phải đối mặt để thoả thuận một mức lãi suất đủ để bù đắp rủi ro thì chính các ngân hàng sẽ là người đầu tiên hứng chịu rủi ro.

Do vậy, để có thể phản ánh được rủi ro mà ngân hàng sẽ gánh chịu khi cho vay, cần xác định lãi suất dựa trên các tiêu thức sau:

**Rủi ro của dự án vay vốn**, đây là tiêu thức có thể xác định được thông qua hệ số bêta, được xác định trong phần 3.4.2.1. Các ngân hàng có thể sử dụng hệ số bê ta này để đánh giá mức độ rủi ro của ngành kinh doanh để đưa ra mức lãi suất thoả thuận, theo nguyên tắc sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận.

**Uy tín của doanh nghiệp**, được thể hiện thông qua tình hình tài chính và lịch sử quan hệ tín dụng của doanh nghiệp. Bên cạnh dự án vay vốn khả thi, doanh nghiệp cần chứng minh được tình hình tài chính lành mạnh, vì trong trường hợp thu nhập từ dự án không đủ để trả nợ thì phải sử dụng các nguồn thu nhập khác của doanh nghiệp[21]. Một doanh nghiệp có quan hệ tín dụng tốt với ngân hàng có thể được hưởng các ưu đãi về vay vốn.

#### **\*Lãi suất trái phiếu**

Mặc dù hiện tại các doanh nghiệp Việt Nam huy động nợ bằng cách phát hành trái phiếu là rất khiêm tốn. Song, trong tương lai, khi thị trường

chứng khoán phát triển, đây sẽ là một kênh huy động vốn rất linh hoạt thì các doanh nghiệp cần có phương pháp xác định chính xác chi phí của việc phát hành trái phiếu. Chi phí của phát hành trái phiếu bao gồm hai bộ phận chính: tỷ lệ lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư và chi phí phát hành. Chi phí phát hành trái phiếu cũng tương tự như chi phí phát hành cổ phiếu, tất nhiên, còn tùy thuộc vào uy tín của doanh nghiệp phát hành mà chi phí này sẽ cao hay thấp.

Lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với trái phiếu chính là lãi suất làm cân bằng giữa giá trị hiện tại (giá thị trường) của trái phiếu với các thu nhập do trái phiếu mang lại trong suốt thời hạn của trái phiếu. Công thức xác định lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư được xác định qua công thức sau:

$$PV = \frac{D1}{(k_b + 1)} + \frac{D2}{(k_b + 1)^2} + \dots + \frac{Dn}{(k_b + 1)^n} + \frac{Pn}{(k_b + 1)^n} \quad (3.1)$$

*Trong đó:*

PV: Giá hiện tại hay giá thị trường của trái phiếu

$K_b$ : Lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư đối với trái phiếu

$D_i$ : Trái tức chi trả năm thứ  $i$

$P_n$ : Mệnh giá của trái phiếu

$n$ : kỳ hạn của 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. Đa số các nhà đầu tư Việt nam hiện không yên tâm về khả năng đảm bảo giá trị của đồng nội tệ nên không muốn nắm giữ các trái phiếu có kỳ hạn dài. Do vậy, đối với các trái phiếu có kỳ hạn từ 5 năm trở lên, các doanh nghiệp có thể xây dựng cơ chế lãi suất linh hoạt, biến động trong một biên độ nào đó. Tất nhiên, 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 doanh nghiệp và nhà đầu tư có thể kiểm soát được 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 đa dạng vốn dài hạn để đảm bảo 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.

Tuy nhiên, ở Việt Nam hiện nay hình thức huy động vốn gián tiếp này vẫn chưa phát triển. Năm 2004, Petro Vietnam đã phát hành trái phiếu với tổng số tiền 300 tỷ VNĐ, công ty Tài chính Tàu thuỷ phát hành trái phiếu với tổng giá trị 50 tỷ. Năm 2005, tổng giá trị trái phiếu phát hành là 38.800 tỷ đồng, tuy nhiên, chủ yếu là trái phiếu chính phủ, chỉ có 3000 tỷ trái phiếu của các tổng công ty Nhà nước như: tổng công ty xi măng, tổng công ty Điện lực và tổng công ty Vinaconex.

Rõ ràng, các doanh nghiệp Việt nam hiện còn rất xa lạ với cách thức huy động vốn này, là do các nguyên nhân sau:

- Thiếu các quy định rõ ràng trong tiêu chí về năng lực của tổ chức phát hành trái phiếu. Điều này khiến các doanh nghiệp phát hành và cơ quan phê duyệt phát hành tốn khá nhiều thời gian cho đàm phán, và vì thế không khuyến khích các nhà phát hành tiềm năng huy động vốn thông qua kênh phát hành trái phiếu.

- Cầu đầu tư trái phiếu rất thấp, chủ yếu do: lãi suất coupon của trái phiếu vẫn chịu sự kiểm soát của Bộ tài chính hay NHNN. Nói cách khác, vẫn có sự kiểm soát giá cả của trái phiếu. Việc qui định lãi suất trần trong các phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ quá thấp nên không hấp dẫn các nhà đầu tư. Trong khi đó, các trái phiếu doanh nghiệp lại không được phép đưa ra lãi suất cao hơn so với lãi suất trái phiếu chính phủ. Đây là thực tế trái ngược với nguyên tắc đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Rõ ràng, TPCP có độ an toàn cao hơn so với trái phiếu doanh nghiệp thì phải có lãi suất thấp hơn. Ngoài ra việc

chưa có một tổ chức đánh giá mức tín nhiệm quốc tế ở thị trường chứng khoán Việt Nam và hiểu biết của công chúng về trái phiếu, nhất là trái phiếu doanh nghiệp còn thấp, nên thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn rất non yếu.

Do vậy, trong bối cảnh các yếu tố môi trường còn nhiều khó khăn như hiện nay, 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 nhượng thành cổ phiếu. Khi đó, các nhà đầu tư sẽ yên tâm hơn khi mua trái phiếu. Các tổng công ty lớn có thể phát hành trong nội bộ tổng công ty trước, hay thông qua công ty tài chính trong tổng công ty, rồi sau đó mới phát hành rộng rãi ra công chúng.

Bên cạnh đó, có thể phát hành trái phiếu dài hạn đảm bảo giá trị tương đương bằng ngoại tệ mạnh, ví dụ như đô la Mỹ. Khi đó, những người đầu tư trái phiếu với số lượng lớn có thể an tâm đầu tư, cũng có nghĩa là việc huy động nợ bằng phát hành trái phiếu của doanh nghiệp mới phát triển được.

Hơn nữa, các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu có đảm bảo bởi bên thứ ba. Người dân Việt Nam vẫn có tâm lý gửi tiền vào ngân hàng thì yên tâm hơn nắm giữ trái phiếu của doanh nghiệp. Do vậy, các doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu có đảm bảo của bên thứ ba, như các công ty chứng khoán hay công ty tài chính. Đây cũng là điều kiện để tăng tính hấp dẫn và khả năng thanh khoản cho các trái phiếu doanh nghiệp.

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

Trong định hướng phát triển các doanh nghiệp Nhà nước, các doanh nghiệp Nhà nước sẽ chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần là chủ yếu, khi đó, việc trông chờ vào vốn cấp phát của Nhà nước là không còn nữa. Vấn đề đặt ra là làm thế nào các công ty Nhà nước có thể tăng được vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu.

Chính phủ cũng đã có những định hướng, giải pháp chỉ đạo hỗ trợ các doanh nghiệp Nhà nước cổ phần hoá huy động vốn 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. Quyết định 155/QĐ-TTg quy định chỉ những doanh nghiệp Nhà nước có vốn trên 20 tỷ VNĐ, mức nộp ngân sách bình quân trong 3 năm liền kể từ 2 tỷ VNĐ trở lên và hoạt động trong một số ngành nghề, lĩnh vực trong danh mục mới được Nhà nước nắm giữ trên 50% tổng số cổ phần khi cổ phần hoá. Các doanh nghiệp còn lại, sau khi CPH, cơ quan Nhà nước có thẩm quyền sẽ quyết định việc Nhà nước giữ cổ phần ở mức bao nhiêu. Quy định này được coi là tiến bộ so với Chỉ thị 01/2003/CT-TTg, theo đó, những doanh nghiệp Nhà nước có vốn từ 5 tỷ VNĐ trở lên, đang sản xuất kinh doanh có lãi, khi thực hiện bán cổ phần lần đầu, Nhà nước giữ cổ phần thấp nhất là 51%.

### **3.2.2.5. Nâng cao trình độ quản lý**

Yếu tố quản lý là một trong những biến rất có ý nghĩa trong các mô hình kinh tế lượng nghiên cứu về cơ cấu vốn. Do vậy, việc nâng cao trình độ quản lý của giám đốc các doanh nghiệp nhà nước có vai trò quan trọng trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Theo tổ chức các nước hợp tác kinh tế và phát triển (OECD), quản trị doanh nghiệp (QTDN) là hệ thống các quy định và nguyên tắc, theo đó, các doanh nghiệp thực hiện việc điều hành và quản lý của mình. Từ năm 1999, các nước thành viên OECD đã nhất đưa ra những nguyên tắc cơ bản về quản trị doanh nghiệp 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] .

Như vậy, QTDN có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng quản lý của các giám đốc doanh nghiệp. 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.

Trong nền kinh tế thị trường, giám đốc của doanh nghiệp Nhà nước là người đứng mũi chịu sào, được Nhà nước bổ nhiệm, chịu trách nhiệm trước Hội đồng quản trị, do vậy, đòi hỏi giám đốc phải có trình độ và khả năng nhanh nhạy trong việc ra các quyết định của mình. Các tố chất cần có của giám đốc có thể khái quát qua các yếu tố sau: (i) khát vọng làm giàu chính đáng, (ii) kiến thức sâu rộng trong ngành nghề kinh doanh của doanh nghiệp, (iii) có năng lực quản lý và kinh nghiệm tích lũy, (iv) sự thông minh, nhạy bén, (v) có óc quan sát, (vi) tự tin, (vii) ý chí nghị lực và (viii) phong cách. Việc rèn luyện để hội đủ tất cả các tố chất trên sẽ giúp cho giám đốc doanh nghiệp Nhà nước và sau này khi không còn hoàn toàn là các doanh nghiệp Nhà nước thì cũng vẫn đủ khả năng để chèo lái vận mệnh của doanh nghiệp.

Trước áp lực ngày càng lớn với các giám đốc doanh nghiệp Việt Nam hiện nay, đặc biệt là các tổng công ty lớn, thì việc đảm đương trách nhiệm tổng giám đốc không phải đơn giản, với những ràng buộc về trách nhiệm và quyền hạn. Một trong những giải pháp cho vấn đề này là thuê tổng giám đốc. Hiện đã có 5 tổng công ty thực hiện đề án thuê tổng giám đốc, đó là: Tổng Công ty Công nghiệp tàu thủy, Tổng Công ty Công nghiệp ô tô, Tổng Công ty Thủy tinh và Gốm xây dựng, Tổng Công ty Xây dựng sông Hồng [72]. Mô hình thuê tổng giám đốc điều hành có điểm ưu việt nổi trội là chống được căn bệnh ỷ lại, thiếu năng động của một bộ phận trong đội ngũ lãnh đạo, kéo theo sự trì trệ của các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay. Như vậy, khi tổng giám đốc là người ký kết hợp đồng lao động thì sẽ tạo thành một cơ chế gắn chặt quyền lợi và trách nhiệm của lãnh đạo doanh nghiệp với quyền lợi chung của doanh nghiệp và các cổ đông.

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

Hoàn thiện, cập nhật và xây dựng các chương trình, phần mềm hỗ trợ quản trị doanh nghiệp là điều kiện để nâng cao chất lượng quản lý, ra quyết định của giám đốc doanh nghiệp. Hiện tại, các công ty tư vấn kế toán và kiểm toán, tài chính Việt Nam đã chào mời việc cung cấp các phần mềm quản trị doanh nghiệp như: phần mềm về quản lý tài chính, phần mềm về quản lý khách hàng, phần mềm kế toán thông dụng. Tuy nhiên, theo khảo sát của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam, mức độ tin học hoá các chương trình quản lý của các doanh nghiệp Việt Nam hiện rất thấp. Chỉ có khoảng 20% các doanh nghiệp hiện đang có những chương trình phần mềm quản lý tự động, nhưng cũng chỉ khoảng 30% trong số này sử dụng hiệu quả, còn lại chỉ trang bị về hình thức. Và chủ yếu đó là các công ty nhỏ hay các công ty tư nhân.

Lý do để các doanh nghiệp Nhà nước và các công ty lớn chưa trang bị hệ thống phần mềm tự động trong quản lý vì lập trình một chương trình riêng cho các công ty có quy mô hoạt động lớn và đa dạng nhiều ngành nghề đòi hỏi thời gian và chi phí rất tốn kém. Thế nhưng, chính các công ty lớn mới cần quản lý tự động để tiết kiệm thời gian và chi phí của việc ra quyết định. Song, vấn đề ở đây là các giám đốc doanh nghiệp chưa nhận thức được vai trò của tự động hoá trong việc đưa quyết định nên họ vẫn chần chừ chưa muốn thay đổi một phương pháp làm việc cũ không còn phù hợp trong giai đoạn phát triển mới hiện nay.

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 cài đặt và sử dụng thành thạo các phần mềm phân tích thống kê có sẵn như SPSS hay STATA hoặc EVIEW.

### ***3.2.3. Ứng dụng xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho một doanh nghiệp điển hình: Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1 (CIENCO 1)***

Trên cơ sở các báo cáo tài chính trong 3 năm 2002, 2003, 2004 của CIENCO 1, tác giả lập các dự báo tài chính của tổng công ty trong 3 năm 2005, 2006, 2007. Việc nghiên cứu ứng dụng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho CIENCO 1 sẽ dựa trên hai nền tảng sau:

(i) Lý thuyết tĩnh về cơ cấu vốn tối ưu sẽ được vận dụng để xây dựng kế hoạch huy động vốn và lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp. Căn cứ thiết lập cơ cấu vốn sẽ được xác định chính xác theo cơ chế thị trường.

(ii) Các yếu tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn được ước lượng trong mô hình kinh tế lượng đã đề xuất là cơ sở để dự báo các tình huống lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu. Các giải pháp hoàn thiện mô hình được giả định là đã thực hiện để nghiên cứu tác động của các giải pháp này đến việc xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho công ty.

#### ***3.2.3.1. Một số giả định khi xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu của CIENCO 1***

**Giả định 1:** Công ty không thay đổi ngành nghề kinh doanh và cơ cấu tài sản trong 3 năm tới.

Đây là giả định nhằm cố định hệ số phản ánh rủi ro kinh doanh của công ty. Chỉ có cơ cấu vốn thay đổi, nghĩa là hệ số rủi ro tài chính thay đổi trong 3 năm tới.

**Giả định 2:** Công ty sẽ vay nợ với lãi suất thị trường, không hưởng những bao cấp hay ưu đãi với các doanh nghiệp nhà nước.

Đây là giả định đảm bảo cho việc xác định chi phí nợ của doanh nghiệp phản ánh đúng chi phí thị trường.

**Giả định 3:** Công ty sẽ phát hành trái phiếu để huy động nợ, trong hai kịch bản là tỷ lệ phát hành trái phiếu trong tổng nợ dài hạn là 50%.

**Giả định 4:** Công ty sẽ tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu, tỷ lệ chi trả cổ tức dự tính sẽ được xác định trên cơ sở chi phí của lợi nhuận giữ lại.

### ***3.2.3.2. Xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1 (CIENCO 1)***

#### **a. Khái quát về CIENCO1 và thực trạng cơ cấu vốn của CIENCO1**

Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 1 (Tên tiếng Anh: Civil Engineering Construction Coporation No 1 - CIENCO1) là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Bộ Giao thông vận tải). Tổng công ty hiện có 24 công ty thành viên, 1 trường đào tạo công nhân kỹ thuật, 3 chi nhánh, 6 công ty cổ phần, 1 ban quản lý đầu tư xây dựng nhà đất, 1 ban quản lý dự án nhà máy xi măng Sơn la, 2 công ty hoạt động trong lĩnh vực BOT-BT-BTO, hàng chục đơn vị liên doanh kiên kết, 5 đơn vị phối thuộc.

Lĩnh vực kinh doanh chủ yếu của CIENCO1 là cung cấp các sản phẩm chất lượng cao, liên quan đến các công trình xây dựng công nghiệp, giao thông và dân dụng, các công trình kiến trúc trong lĩnh vực năng lượng điện, môi trường, nông nghiệp. Bên cạnh đó, cùng với xu thế đa dạng hoá ngành nghề, tiến tới chuyển sang mô hình tập đoàn, tổng công ty cũng đã phát triển các ngành sản xuất vật liệu xây dựng, gia công kết cấu thép, tư vấn đầu tư xây dựng.

Trong vòng 10 năm trở lại đây, mức tăng trưởng trung bình tổng tài sản của CIENCO1 đạt 26%/năm, tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt khoảng hơn 10%/năm. Tình hình tài chính của doanh nghiệp lành mạnh, khả năng sinh lời cao, khả năng thanh toán tương đối tốt. Tuy nhiên, ban lãnh đạo CIENCO1 vẫn

chưa thực sự quan tâm đến việc hoạch định, xây dựng chiến lược quản lý vốn, chủ yếu phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng và vốn chiếm dụng ngắn hạn của nhà cung cấp.

**Bảng 3.3. Cơ cấu vốn và chi phí vốn hiện tại của CIENCO1  
trong 3 năm 2002-2004**

Chỉ tiêu	2002	2003	2004	TB	TB ngành 3 năm
<b>Hệ số nợ</b>	84.9%	88.0%	90.0%	87.6%	<b>89.4%</b>
Vốn chủ sở hữu/Nợ DH	138.8%	107.3%	143.1%	129.7%	<b>63.0%</b>
NợDH/NV	10.8%	11.2%	7.0%	9.7%	<b>17.2%</b>
Vốn chủ sở hữu/NV	15.1%	12.0%	10.0%	12.4%	<b>10.6%</b>
Chi phí lãi vay	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	<b>2.7%</b>
Chi phí vốn chủ sở hữu	3.0%	3.0%	1.0%	2.3%	<b>3.1%</b>
Chi phí vốn TB	1.7%	1.5%	1.1%	1.4%	<b>3.9%</b>
ROA	0.6%	0.6%	0.1%	0.4%	<b>3.4%</b>
ROE	4.1%	4.9%	1.4%	3.5%	<b>22.3%</b>
TSCĐ/NV	23,8%	23,9%	24,5%	24,0%	<b>15,8%</b>
TSCĐ/DT	2,5%	2,2%	2,3%	2,3%	<b>4,5%</b>

*Nguồn: Báo cáo tài chính của CIENCO1 (Phụ lục 3.7 và 3.8) trong 3 năm 2002-2004 và tính toán của tác giả*

Qua Bảng 3.3, có thể thấy, hệ số nợ của CIENCO1 khá cao, chiếm từ 85% đến 90% tổng vốn, trong đó, nợ dài hạn chỉ chiếm một tỷ lệ thấp, khoảng 10%, còn lại là nợ ngắn hạn. Điều này cho thấy, doanh nghiệp sử dụng chủ yếu là nợ ngắn hạn, trong khi đó, tỷ trọng tài sản cố định của doanh nghiệp khoảng hơn 20% tổng tài sản. Như vậy, chính sách tài trợ của doanh nghiệp là tương đối mạo hiểm, vì một phần tài sản cố định được tài trợ bởi nguồn ngắn hạn. Đây là thực trạng chung của các doanh nghiệp xây dựng hiện nay, trung bình các doanh nghiệp trong ngành cũng sử dụng đến gần 90% là nợ, và tỷ trọng nợ dài hạn cũng rất thấp. Tuy nhiên, CIENCO1 là doanh nghiệp chuyên về cung cấp các công trình xây dựng công nghiệp và giao thông, không giống các

doanh nghiệp xây dựng dân dụng khác, nên việc sử dụng vốn ngắn hạn để tài trợ dài hạn là tương đối rủi ro.

Chi phí vốn của doanh nghiệp hiện cũng rất thấp, cả chi phí lãi vay và chi phí vốn chủ sở hữu, đây là một ưu đãi của nhà nước đối với các doanh nghiệp nhà nước, thậm chí trong một số công trình xây dựng mang tính chất trọng điểm quốc gia hay đầu tư bằng nguồn vốn ODA lãi suất ưu đãi gần bằng 0 hoặc không phải trả lãi chỉ trả phí. Trong tương lai, để có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp khác, đặc biệt là khi nhà nước xoá bỏ hoàn toàn những ưu đãi đối với doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp cần xây dựng chiến lược tiếp cận các nguồn vốn với lãi suất thị trường.

Mặc dù doanh nghiệp kinh doanh có lãi, tốc độ tăng trưởng doanh thu và tổng tài sản khác cao, nhưng chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời thấp, so với chi phí vốn và so với chỉ tiêu trung bình ngành. Điều này cho thấy, nếu không thay đổi kế hoạch tài chính và có chiến lược đầu tư thích hợp, CIENCO1 khó có thể giữ vững vị thế trong tương lai.

Để xây dựng cơ cấu vốn cho CIENCO1 trong giai đoạn 3 năm 2005 đến 2007, các giải pháp đề xuất ở trên được ứng dụng như: xác định chi phí vốn theo lãi suất thị trường, doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu để huy động nợ dài hạn, cắt bỏ những ưu đãi của nhà nước v.v.. Quá trình hoạch định cơ cấu vốn tối ưu cho CIENCO1 được thực hiện theo các bước sau:

Bước 1. Lập kế hoạch tài chính trong 3 năm từ 2005 đến 2007 bằng mô hình dự báo dựa trên tốc độ tăng trưởng của doanh thu

Bước 2. Xác định chi phí vốn: chi phí vốn vay ngân hàng, chi phí phát hành trái phiếu, chi phí phát hành cổ phiếu, chi phí vốn trung bình

Bước 3. Lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu cho CIENCO1 theo mô hình M.Miller

Bước 4. Đề xuất các giải pháp cụ thể để CIENCO1 theo đuổi được mô hình cơ cấu vốn tối ưu đã đưa ra.

**b. Lập kế hoạch tài chính 3 năm 2005 đến 2007 và xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu của CIENCO1**

**Mô hình dự báo**

Mô hình dự báo được sử dụng phổ biến nhất là dựa trên tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Trong 3 năm từ 2002 đến 2004, DCIENCO1 đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình là 10,6%. Do vậy, mô hình sẽ giả định được xây dựng trên hai trường hợp: tốc độ tăng trưởng doanh thu là 10%, và nếu thị trường thuận lợi, tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 3 năm tới sẽ đạt 15%. Dựa trên các phương trình của Báo cáo kết quả kinh doanh (BCKQKD) và Bảng Cân đối kế toán (BCĐKT), Dự báo báo cáo tài chính của doanh nghiệp trong 3 năm 2005 đến 2007 sẽ được xây dựng như sau:



**Các phương trình của BCKQKD**

Doanh thu	DT
a1: tỷ lệ giá vốn/DT	$GV = a1 * DT$
<b>a2: lãi suất vay</b>	<b><math>LV = a2 * N</math></b>
a3: thuế suất TTNDN	$T = a3 * (DT - GV - LV - CPQL)$
Quan hệ kế toán	$TNST = DT - GV - LV - CPQL - T$

**Các phương trình của BCĐKT**

a6: tỷ lệ TSLĐ/DT	$TSLĐ = a6 * DT$
a7: tỷ lệ TSCĐ/DT	$TSCĐ = a7 * DT$
<b>a8: tỷ lệ Nợ DH/NV</b>	<b><math>N = a8 * NV</math></b>
<b>a9: Hệ số nợ/NV</b>	

**Các Giả định mô hình dự báo**

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 3 năm tới	10%, 15%
Tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu không đổi	88.60%
Tỷ lệ TSCĐ/DT không đổi	44,04%
Tỷ lệ TSLĐ/DT không đổi	138,88%

**Kết quả dự báo**

<b>Dự báo Bảng cân đối kết toán</b>		<b>Năm</b>	<b>Năm 2005-07</b>	<b>Năm 2005-07</b>
<b>đơn vị tính: triệu VNĐ</b>		<b>2002-04</b>	<b>DT tăng 15%</b>	<b>DT tăng 10%</b>
<b>Tài sản</b>				
TSLĐ	TSLĐ	3.039.451	3.495.368	3.343.395
TSCĐ	TSCĐ	963.726	1.108.284	1.060.098
<b>Tổng TS</b>		<b>4.003.176</b>	<b>4.603.653</b>	<b>4.403.494</b>
<b>Nợ và Vốn chủ sở hữu</b>				
Nợ	a9*NV	3.522.219	4.097.251	3.919.109
Trong đó Nợ dài hạn	a8*NV		460.365	440.349
Vốn chủ sở hữu	VCSH	480.958	506.401	484.384
<b>Tổng Nợ và VCSH</b>		<b>4.003.176</b>	<b>4.603.653</b>	<b>4.403.494</b>

**Dự báo Báo cáo KQKD rút gọn- đơn vị tính: triệu VNĐ**

Doanh thu	DT	2,188,499	2,516,773	2,407,348
GVHB	GV/DT		2,229,861	2,132,910
Lãi gộp	LG		286,912	274,437
	CPQL/D			
Chi phí bán hàng, QLDN	T	9%DT	226,509	216,661
TNTT và lãi vay			60,402	57,776
<b>Lãi vay</b>	<b>LV</b>	<b>a2*a8*NV</b>	<b>418</b>	<b>400</b>
TNTT	TNTT		59,983	57,375
Thuế	T	28%*TNTT	16,795	16,065
Thu nhập sau thuế	TNST		43,188	41,310

*Nguồn: Báo cáo tài chính 3 năm :2002 đến 2004 của CIENCO1 và tính toán của tác giả*

### Dự báo Chi phí vốn

Chi phí vốn của CIENCO1 sẽ được xác định theo nguyên tắc thị trường, căn cứ vào các thông tin lãi vay, lãi suất trái phiếu chính phủ hiện tại và hệ số beta tính cho ngành xây dựng ở Bảng 3.2, chi phí vốn của doanh nghiệp sẽ được tính như sau:

**Bảng 3.4. Dự báo cơ cấu vốn của CIENCO1**

<b>Cơ cấu vốn</b>	<b>TH1</b>	<b>TH2</b>	<b>TH3</b>	<b>TH4</b>
Lãi vay NH	8,00%	8,50%	9,00%	9,50%
Lãi PHTP	8,50%	9,00%	9,50%	10,00%
<b>Hệ số Nợ DH</b>	<b>10,00%</b>	<b>15,00%</b>	<b>20,00%</b>	<b>25,00%</b>
<b>Hệ số Nợ</b>	<b>89,00%</b>	<b>80,00%</b>	<b>75,00%</b>	<b>70,00%</b>
Vốn chủ sở hữu/NV	11,00%	20,00%	25,00%	30,00%
<b>CPVCSH(GLLN)</b>	<b>8,65%</b>	<b>9,00%</b>	<b>9,50%</b>	<b>10,00%</b>
Cơ cấu TSCĐ (15-25%)	15,80%	15,00%	20,00%	25,00%

*Nguồn: Báo cáo tài chính 3 năm :2002 đến 2004 của CIENCO1 và tính toán của tác giả*

Cơ cấu vốn của doanh nghiệp cũng được xây dựng trong các tình huống khác nhau, đó là:

- Hệ số nợ dài hạn lần lượt thay đổi: tăng từ 10% đến 25% tổng vốn
- Hệ số nợ nói chung có xu hướng giảm dần: từ 89% như hiện tại xuống còn 70%, vì chính sách tài trợ của doanh nghiệp hiện tại là chủ yếu là dùng nợ ngắn hạn, do vậy, doanh nghiệp nên giảm dần tỷ lệ nợ ngắn hạn
- Trong cả 4 tình huống, doanh nghiệp sẽ lần lượt thay đổi cơ cấu vốn vay ngân hàng và phát hành trái phiếu, với tỷ lệ là 50:50 và 70:30, không sử dụng toàn bộ là vay ngân hàng như hiện nay
- Tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong tổng vốn được giả định là có xu hướng gia tăng từ 8.6% như hiện tại lên 10%, từ nguồn lợi nhuận giữ lại và gia tăng phát hành cổ phiếu của các công ty con đã cổ phần hoá.

- Tương ứng với các cơ cấu vốn khác nhau, chi phí vốn của doanh nghiệp cũng tăng do mức rủi ro tăng.

**c. Các tình huống lựa chọn cơ cấu vốn của CIENCO 1 (4 tình huống, 4 kịch bản)**

Trên cơ sở các báo cáo tài chính dự báo và dự báo chi phí vốn, các tình huống cụ thể tương ứng với các kịch bản khác nhau cho doanh nghiệp được xây dựng như sau:

**Kịch bản 1: Doanh thu tăng 15%, Vay NH 50%, PHTP 50%**

**đơn vị tính: triệu VND**

<b>Báo cáo KQKD rút gọn</b>	<b>TH1</b>	<b>TH2</b>	<b>TH3</b>	<b>TH4</b>
Doanh thu	2.516.773	2.516.773	2.516.773	2.516.773
GVHB	2.132.911	2.132.911	2.132.911	2.132.911
Lãi gộp	274.438	274.438	274.438	274.438
Chi phí bán hàng, QLDN	216.661	216.661	216.661	216.661
TNTT và lãi vay	167.201	167.201	167.201	167.201
<b>Lãi vay</b>	32.778.0	48.338.4	63.875.7	78.549.8
TNTT	134.423	118.863	103.326	88.651
Thuế	37.639	33.282	28.931	24.822
Thu nhập sau thuế	96.785	85.581	74.394	63.829
<b>ROE</b>	<b>19%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>
<b>WACC</b>	<b>6,24%</b>	<b>6,84%</b>	<b>7,37%</b>	<b>7,91%</b>

*Nguồn: Báo cáo tài chính 3 năm :2002 đến 2004 của CIENCO1 và tính toán của tác giả*

**Kịch bản 2: Doanh thu tăng 10%, Vay NH 50%, PHTP 50%**

đơn vị tính: triệu VND

<b>Báo cáo KQKD rút gọn</b>	<b>TH1</b>	<b>TH2</b>	<b>TH3</b>	<b>TH4</b>
Doanh thu	2.407.349	2.407.349	2.407.349	2.407.349
GVHB	2.132.911	2.132.911	2.132.911	2.132.911
Lãi gộp	274.438	274.438	274.438	274.438
Chi phí bán hàng, QLDN	216.661	216.661	216.661	216.661
TNTT và lãi vay	57.776	57.776	57.776	57.776
<b>Lãi vay</b>	36.329	57.796	81.465	107.335
TNTT	21.448	-20	-23.688	-49.559
Thuế	6.005	0	0	0
Thu nhập sau thuế	21.448	-20	-23.688	-49.559
<b>ROE</b>	<b>4,43%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-2,15%</b>	<b>-3,75%</b>
<b>WACC</b>	<b>6,24%</b>	<b>6,84%</b>	<b>7,37%</b>	<b>7,91%</b>

*Nguồn: Báo cáo tài chính 3 năm :2002 đến 2004 của CIENCO1 và tính toán của tác giả*

**Kịch bản 3: Doanh thu tăng 10%, Vay NH 70%, PHTP 30%**

đơn vị tính: triệu VND

<b>Báo cáo KQKD dự báo</b>	<b>TH1</b>	<b>TH2</b>	<b>TH3</b>	<b>TH4</b>
Doanh thu	2.407.348	2.407.348	2.407.348	2.407.348
GVHB	2.132.910	2.132.910	2.132.910	2.132.910
Lãi gộp	274.437	274.437	274.437	274.437
Chi phí bán hàng, QLDN	216.661	216.661	216.661	216.661
TNTT và lãi vay	57.776	57.776	57.776	57.776
<b>Lãi vay</b>	35.888	57.135	80.583	106.234
TNTT	21.887	641	-22.807	-48.457
Thuế	6.129	179	0.0	0.0
Thu nhập sau thuế	15.759	461	-22.807	-48.457
<b>ROE</b>	<b>4,52%</b>	<b>0,07%</b>	<b>-2,07%</b>	<b>-3,67%</b>
<b>WACC</b>	<b>5,61%</b>	<b>6,17%</b>	<b>6,65%</b>	<b>7,15%</b>

*Nguồn: Báo cáo tài chính 3 năm :2002 đến 2004 của CIENCO1 và tính toán của tác giả*

**Kịch bản 4: Doanh thu tăng 15%, Vay NH 70%, PHTP 30%**

đơn vị tính: triệu VND

<b>Báo cáo KQKD dự báo</b>	<b>TH1</b>	<b>TH2</b>	<b>TH3</b>	<b>TH4</b>
Doanh thu	2.516.773	2.516.773	2.516.773	2.516.773
GVHB	2.132.910	2.132.910	2.132.910	2.132.910
Lãi gộp	274.437	274.437	274.437	274.437
Chi phí bán hàng, QLDN	216.661	216.661	216.661	216.661
TNTT và lãi vay	167.201	167.201	167.201	167.201
Lãi vay	37.519	59.732	84.246	111.063
TNTT	129.681	107.468	82.954	56.138
Thuế	25.936	21.493	23.227	15718
Thu nhập sau thuế	93.370	77.376	59.727	79.965
<b>ROE</b>	<b>25,61%</b>	<b>11,67%</b>	<b>7,21%</b>	<b>4,06%</b>
<b>WACC</b>	<b>5,61%</b>	<b>6,17%</b>	<b>6,65%</b>	<b>7,15%</b>

*Nguồn: Báo cáo tài chính 3 năm :2002 đến 2004 của CIENCO1 và tính toán của tác giả*

**d. Lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu cho CENCIO 1**

Qua phân tích các tình huống sử dụng nợ dài hạn khác nhau của CIENCO1, tương ứng với các kịch bản dự báo về tốc độ tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ phát hành trái phiếu của doanh nghiệp, có thể rút ra các kết luận sau:

**Thứ nhất**, mô hình lý thuyết của M.Miller hoàn toàn thích hợp với CIENCO1, trong các tình huống khác nhau về sử dụng nợ dài hạn và tỷ lệ phát hành trái phiếu, cơ cấu vốn tối ưu được xác định khi doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE của doanh nghiệp đạt cao nhất, đồng thời, chi phí vốn trung bình WACC là thấp nhất.

**Thứ hai**, doanh nghiệp càng sử dụng nhiều nợ dài hạn, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu càng giảm, vì trong cả hai kịch bản, tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp là 10% và 15% trong giai đoạn 2005-2007, chi

phí lãi vay cao, ảnh hưởng đến thu nhập trước và sau thuế của doanh nghiệp, nên sử dụng thêm nợ sẽ làm giảm khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu, đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực. Thậm chí, có trường hợp doanh nghiệp có thu nhập sau thuế âm vì chi phí lãi vay quá lớn, trong khi doanh thu thấp, tăng trưởng chậm.

**Thứ ba**, trong tình huống tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 15%, nếu doanh nghiệp sử dụng nợ dài hạn nhỏ hơn 15%, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu mới cao hơn chi phí vốn trung bình, còn nếu tốc độ tăng trưởng doanh thu chỉ đạt 10%, mặc dù vẫn có lãi, nhưng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp thấp hơn chi phí vốn trung bình. Đây chính là tình trạng chung của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay. Nếu doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ hơn, trong cả hai tình huống tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hay thấp, doanh nghiệp đều có tỷ suất sinh lợi nhỏ hơn chi phí vốn, thậm chí thua lỗ. Như vậy, khả năng tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp là yếu tố quyết định đến việc lựa chọn cơ cấu vốn của doanh nghiệp, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi.

**Thứ tư**, cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp sẽ đạt được tại TH1, khi doanh nghiệp đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu là 15%, tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng vốn là 10%, trong đó phát hành trái phiếu 30%. Khi đó, chi phí vốn trung bình của doanh nghiệp là 8,65% thấp hơn tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu là 25,61%.

Tóm lại, để thay đổi cơ cấu vốn hiện tại, hướng tới cơ cấu vốn mục tiêu, CIENCO1 cần thay đổi, điều chỉnh các nội dung sau trong chiến lược quản lý vốn:

**Một là**, doanh nghiệp cần giảm bớt sự phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng, bằng cách tăng dần tỷ lệ phát hành trái phiếu, trước mắt, có thể phát hành trái phiếu trong nội bộ doanh nghiệp, hay trái phiếu dài hạn cho nhà cung cấp là đối tác trong các hợp đồng xây dựng. Trong điều kiện thị trường

tài chính ở Việt nam chưa phát triển, chênh lệch giữa lãi vay ngân hàng và lãi suất phát hành trái phiếu là không đáng kể, doanh nghiệp nên tận dụng nguồn vốn linh hoạt này.

*Hai là*, để tăng khả năng huy động vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp cần tiếp tục thực hiện cổ phần hoá một số công ty con, đơn vị thành viên, kinh doanh có hiệu quả bên cạnh các công ty con đã cổ phần hoá thành công, tăng cường huy động vốn góp liên doanh, liên kết của bên nước ngoài, giảm dần tỷ trọng vốn chủ sở hữu của nhà nước.

*Ba là*, khi các căn cứ xây dựng cơ cấu vốn tối ưu đã được xác định theo nguyên tắc thị trường: chi phí nợ, chi phí vốn chủ sở hữu, chi phí vốn trung bình, doanh nghiệp cần quán triệt nguyên tắc lựa chọn dự án đầu tư, phải đảm bảo tỷ suất sinh lời tối thiểu của dự án lớn hơn hoặc bằng chi phí vốn tài trợ cho dự án đó.

*Bốn là*, doanh nghiệp cần giảm bớt hệ số nợ, vì nợ ngắn hạn của doanh nghiệp chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nợ, trong khi cơ cấu tài sản cố định lại khá cao, đây là sự bất hợp lý trong chính sách tài trợ của doanh nghiệp. Hơn nữa, mặc dù hệ số nợ cao nhưng doanh nghiệp không tận dụng được đòn bẩy tài chính. Như vậy, việc sử dụng nợ của doanh nghiệp có tác động tiêu cực, vừa ảnh hưởng đến khả năng thanh toán, vừa làm giảm thu nhập trên vốn chủ sở hữu.

### **3.3. Điều kiện thực hiện giải pháp đổi mới cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay**

Để thực hiện thành công các giải pháp trên, góp phần đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay, không chỉ phụ thuộc vào ban giám đốc doanh nghiệp, các chiến lược huy động và quản lý vốn của doanh nghiệp, mà còn phụ thuộc vào các yếu tố bên ngoài, không thuộc quyền kiểm soát của doanh nghiệp. Đó là: các chính sách quản lý tài chính đối với doanh



ng nghiệp nhà nước, sự phát triển của thị trường chứng khoán, mức độ hiệu quả của thông tin trên thị trường .v.v..

### ***3.3.1. Đổi mới chính sách quản lý tài chính đối với doanh nghiệp Nhà nước***

Chính sách quản lý tài chính đối với các doanh nghiệp nhà nước hiện đã được đổi mới, bổ sung, chỉnh sửa nhiều theo hướng tăng dần quyền tự chủ, tự chịu trách nhiệm cho các doanh nghiệp nhà nước. Song, trên thực tế, quá trình vận dụng chính sách này đã tạo không ít vướng mắc, khó khăn cho doanh nghiệp. Do vậy, để các giải pháp đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước đề xuất có hiệu quả, cần tập trung đổi mới những nội dung cơ bản sau của chính sách quản lý tài chính đối với doanh nghiệp nhà nước: chính sách thuế, chính sách quản lý vốn và thiết lập cơ chế liên danh giữa nhà nước và tư nhân.

#### ***a. Đổi mới chính sách thuế***

Trong mô hình Miller đưa ra về cơ cấu vốn tối ưu, vai trò của thuế thu nhập doanh nghiệp rất quan trọng, thông qua cơ chế đòn bẩy tài chính, tạo ra khả năng sinh lợi cao hơn cho vốn chủ sở hữu. Song, chính sách thuế hiện tại của Việt Nam còn cứng nhắc, chưa phát huy được tác dụng “ thần kỳ” của nó đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

Với sự phát triển ngày càng mạnh mẽ của các thị trường tài chính quốc tế và khu vực, xu thế hội nhập các thông lệ quốc tế và khu vực về thuế quan và các chính sách kinh tế vĩ mô đã và đang đặt ra thách thức với ngành thuế của Việt Nam. Trong Chiến lược cải cách thuế giai đoạn 2001-2010, hệ thống chính sách thuế đã đưa ra 10 nội dung cải cách đối với các sắc thuế hiện tại và hoàn thiện, bổ sung một số sắc thuế mới. Trong đó, có hai chính sách thuế ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động đầu tư và cơ cấu vốn của doanh nghiệp, đó là: thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế tài sản.

Chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp có xu hướng giảm từ mức 28% xuống còn 25%, chuyển các hộ sản xuất, kinh doanh cá thể, cá nhân hành nghề

độc lập, những cá nhân có tài sản cho thuê sang áp dụng thuế thu nhập cá nhân, chuyển các mức ưu đãi, miễn giảm thuế do thực hiện các chính sách xã hội sang các biện pháp tài chính khác.

Tuy nhiên, theo kinh nghiệm của các nước có chính sách thuế phát triển, và do điều kiện Việt Nam hiện nay, chỉ số năng lực cạnh tranh giữa các tỉnh là khác nhau (Thời báo kinh tế Việt nam, số 110 ra ngày 2/6/2006), do vậy, không nên áp dụng một mức thuế suất chung là 28% cho tất cả các doanh nghiệp ở các địa phương khác nhau. Ví dụ ở các tỉnh vùng sâu vùng xa, khuyến khích thu hút đầu tư, nên áp dụng mức thuế suất ưu đãi, các tỉnh, thành phố phát triển như Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Bình Dương, Hải Phòng nên áp dụng mức thuế suất cao hơn. Ở các trung tâm chính trị hay thủ đô Hà Nội, có thể sử dụng thuế suất linh hoạt cho các doanh nghiệp. Khi đó, các doanh nghiệp sẽ tận dụng được tối đa phần tiết kiệm thuế do sử dụng nợ, chính sách xây dựng cơ cấu vốn của doanh nghiệp sẽ đa dạng, phong phú hơn.

Trên thế giới, bên cạnh các sắc thuế trực thu tác động đến thu nhập và chi phí của doanh nghiệp, còn có các sắc thuế tác động đến vốn và tài sản của doanh nghiệp. Trong chiến lược cải cách thuế của Việt Nam, thuế tài sản cũng đã được nghiên cứu đề xuất, tuy nhiên, đối tượng áp dụng mới chỉ là các tài sản thuộc sở hữu của cá nhân như: ô tô, tàu thuyền, nhà. Trong thời gian tới, nên mở rộng đối tượng áp dụng sang các tài sản của doanh nghiệp. Khi đó, các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp cũng sẽ được điều chỉnh, buộc các doanh nghiệp phải thận trọng và cân nhắc khi mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Từ đó, các kế hoạch huy động vốn sẽ được quan tâm thích đáng, xây dựng một cách chủ động, gắn liền với kế hoạch sử dụng vốn của doanh nghiệp.

### ***b. Đổi mới chính sách quản lý vốn***

Chính sách quản lý vốn đối với doanh nghiệp Nhà nước trước đây được điều chỉnh bởi hai Nghị định rất quan trọng là: Nghị định 59 và Nghị định 27 về Quy chế quản lý tài chính đối với doanh nghiệp Nhà nước. Song, cùng với xu thế đổi mới doanh nghiệp Nhà nước và với Luật Doanh nghiệp thống nhất áp dụng chung cho các loại hình doanh nghiệp mới được ban hành tháng 11 năm 2005, cơ chế quản lý tài chính đối với doanh nghiệp đã được đổi mới và cải cách rất nhiều.

Nghị định 199/2004/NĐ-CP ngày 3/12/2004 về Quy chế quản lý tài chính đối với công ty Nhà nước và quản lý vốn Nhà nước đầu tư ở doanh nghiệp khác và Thông tư 33/2005/TT-BTC hướng dẫn thực hiện Nghị định này đã thể hiện rõ phân cấp, phân quyền cho các công ty Nhà nước trong việc nhận vốn Nhà nước giao tại công ty và huy động vốn [11].

Tuy nhiên, trong Nghị định lần này cũng chưa chỉ rõ tiêu chí và cơ sở để Nhà nước giao vốn cho các công ty Nhà nước và trách nhiệm của Hội đồng quản trị và Tổng giám đốc công ty Nhà nước trong những hợp đồng vay vốn. Bên cạnh đó, mặc dù các công ty Nhà nước được phép vay vốn của các tổ chức, cá nhân trực tiếp, nhưng Thông tư 33 lại quy định không được huy động với lãi suất cao hơn lãi suất thị trường. Rõ ràng, khi cho vay đối với các doanh nghiệp, rủi ro cao hơn nên người cho vay phải đòi hỏi lãi suất cao hơn so với vay ngân hàng. Lãi suất thị trường trong Thông tư chưa chỉ rõ là lãi suất trên thị trường tiền tệ hay lãi suất trên thị trường vốn. Nếu các doanh nghiệp không được phép huy động lãi suất cao hơn lãi suất ngân hàng thì rõ ràng, không thể thu hút các nhà đầu tư bằng cách phát hành trái phiếu được.

Do vậy, cần thiết lập cơ chế quản lý vốn của các công ty Nhà nước linh hoạt hơn nữa, giúp các doanh nghiệp có được một cơ sở để xây dựng kế hoạch và chiến lược huy động vốn dài hạn, từ đó, đảm bảo được cơ cấu vốn tối ưu.

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

Một trong những chức năng của các doanh nghiệp Nhà nước là thực hiện cung cấp các dịch vụ công cộng như : xây dựng cơ sở hạ tầng, bưu chính viễn thông .v.v...Tuy nhiên, một thực tế hiện nay là các doanh nghiệp Nhà nước tỏ ra yếu kém và không đủ năng lực trong việc cung cấp các dịch vụ công cộng. Do vậy, mô hình thiết lập cơ chế liên doanh giữa Nhà nước và tư nhân bằng các hợp đồng liên danh để thực hiện cung cấp các dịch vụ công cộng đang được sử dụng rộng rãi trên thế giới. Mô hình PPP (Public and Private Partnership) là mô hình xây dựng một cơ chế liên doanh giữa một bên là doanh nghiệp Nhà nước hay Nhà nước và một bên là doanh nghiệp tư nhân thông qua các hợp đồng. PPP không hình thành nên một pháp nhân mà chỉ có giá trị pháp lý qua hợp đồng ký kết, trách nhiệm và quyền lợi của các bên được thể hiện trên hợp đồng một cách đầy đủ và cụ thể.

Các hợp đồng liên danh giữa nhà nước và tư nhân có thể ở 3 dạng: (i) hợp đồng quản lý,(ii) hợp đồng thuê mua và (iii) hợp đồng tài trợ. Trong đó, hợp đồng quản lý sẽ chuyển giao dần quyền quản lý từ khu vực nhà nước sang khu vực tư nhân, các hợp đồng thuê mua cho phép bên tư nhân được tham gia vào điều hành các hoạt động đấu thầu, thuê mua đối với các tài sản sửa chữa lớn hay bảo dưỡng, còn trong các hợp đồng tài trợ thì bên tư nhân không những được quyền điều hành mà còn tài trợ cho các tài sản, thiết bị đầu tư mới.

Lợi ích chính của PPP là: chất lượng cung cấp dịch vụ sẽ tốt hơn vì có cơ chế đấu thầu và kiểm soát chất lượng của các bên tham gia, chia sẻ rủi ro trong đầu tư giữa nhà nước và tư nhân, tạo động lực khuyến khích tiết kiệm chi phí và hoàn thành đúng tiến độ, và đặc biệt là giảm được áp lực chi tiêu của ngân sách nhà nước vào các công trình công cộng. Do đó, thay vì việc nhà

nước đứng ra cung cấp các sản phẩm, dịch vụ công cộng, với sự lãng phí về nguồn lực, nhà nước sẽ kết hợp với tư nhân để tranh thủ tối đa các nguồn tài chính, nhân công, vừa nâng cao chất lượng sản phẩm cung cấp, vừa tạo cơ chế để vốn nhà nước được sử dụng hiệu quả.

Đây là một cách thức mới trong quản lý tài chính đối với các doanh nghiệp Nhà nước, được ứng dụng rộng rãi, đặc biệt trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng, lĩnh vực đòi hỏi vốn đầu tư rất lớn. Sự tham gia của các bên không phải Nhà nước sẽ góp phần giảm bớt gánh nặng cho ngân sách Nhà nước, đồng thời cơ chế gắn chặt quyền lợi và trách nhiệm của các bên tham gia sẽ góp phần nâng cao hiệu quả của các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, giảm bớt tiêu cực và lãng phí trong đầu tư vốn xây dựng cơ bản tại các doanh nghiệp Nhà nước hiện nay.

Tuy nhiên, khi thực hiện các hợp đồng liên danh giữa nhà nước và tư nhân, cần chú ý đến một số vấn đề như: thời gian và chi phí chuẩn bị thành lập cơ chế liên danh và ký kết hợp đồng, khả năng tham gia của các nhà đầu tư tư nhân, rủi ro trong quá trình đàm phán, trách nhiệm và cơ chế kiểm soát cần được nghiên cứu kỹ.

### ***3.3.2. Thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển***

Thị trường chứng khoán là một bộ phận rất quan trọng của thị trường tài chính. Sự phát triển của thị trường chứng khoán là điều kiện tiên quyết để thị trường tài chính phát triển. 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, chắc chắn phải có nền tảng hỗ trợ là một thị trường chứng khoán phát triển.

Do vậy, giải pháp thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán đề xuất trong Luận án tập trung vào các điều kiện để tăng tính thanh khoản của chứng khoán lưu hành trên thị trường. Nếu như các doanh nghiệp huy động vốn ban đầu trên thị trường sơ cấp thì trên thị trường thứ cấp, nơi các

chứng khoán được mua bán lại, sẽ tạo ra tính thanh khoản của chứng khoán. Thị trường thứ cấp sôi động sẽ thúc đẩy sự phát triển của thị trường sơ cấp, do đó, các doanh nghiệp có thể dễ dàng phát hành trái phiếu, cổ phiếu để huy động vốn.

Tính thanh khoản của chứng khoán được đo bằng hệ số giữa Tổng giá trị giao dịch chứng khoán so với GDP. Hệ số này ở Việt Nam vẫn còn tương đối thấp. Độ thanh khoản của cổ phiếu, mặc dù cao hơn trái phiếu, song vẫn còn khá thấp, chỉ dao động trong khoảng 0.04% đến 0.26% GDP [33]. Trên thực tế, tính thanh khoản của các chứng khoán còn thấp là do một khối lượng cổ phiếu khá lớn không được giao dịch (như cổ phiếu quỹ, cổ phiếu do Nhà nước nắm giữ). Chẳng hạn, có tới 49% tổng số cổ phiếu của SACOM được Nhà nước nắm giữ và không đưa ra giao dịch trên thị trường chứng khoán.

Hiện tại, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng của các công ty niêm yết, mới chỉ có vai trò tăng tính thanh khoản cho các cổ phiếu của công ty niêm yết. Mặc dù khối lượng vốn huy động qua các trung tâm giao dịch chứng khoán bắt đầu tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2005 (tính đến 24/6/2005) đã đạt 1.217,7 tỷ VNĐ, song lượng vốn huy động mới chỉ tương đương 0,36% tổng khối lượng tín dụng cung cấp cho nền kinh tế trong 6 tháng đầu năm 2004 [33]. Đây là con số nhỏ hơn nhiều so với mức trung bình khoảng 4% ở thị trường chứng khoán Trung Quốc sau 5 năm hoạt động và mức trung bình 10% sau 15 năm hoạt động.

### ***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 doanh nghiệp, 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. Các thông tin này cho phép các nhà đầu tư, các công ty cung cấp thông tin chuyên nghiệp có thể đánh giá giá trị công ty theo thực trạng, nghĩa là đánh giá giá trị công ty nếu công ty giải thể và thanh lý các tài sản.

Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn của doanh nghiệp cần được coi là một trong những yêu cầu bắt buộc phải công khai và cung cấp cho các cơ quan chức năng như: kiểm toán, trung gian tài chính, các cơ quan quản lý đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán một cách định kỳ. Khi đó, các doanh nghiệp buộc phải thận trọng trong việc đưa ra các quyết định huy động vốn, tránh quan điểm tùy tiện hay chỉ là giải pháp tình thế như hiện nay.

Trong 20 năm đổi mới, cải cách doanh nghiệp Nhà nước, mặc dù đã đạt được một số thành công, nhưng “ công khai”, “ minh bạch” và “trách nhiệm giải trình” thực sự còn xa lạ với cơ cấu quản trị doanh nghiệp Nhà nước. Luật Doanh nghiệp 2005 đã thiết lập một cơ cấu quản trị phù hợp với các chuẩn mực quốc tế, áp dụng cho doanh nghiệp Nhà nước. Luật đã thiết lập những yêu cầu và cơ chế công khai hoá bắt buộc tương đối đầy đủ và cụ thể. Tuy vậy, hiệu quả và hiệu lực của công khai hoá bắt buộc còn phụ thuộc vào tính kỷ luật của những người quản lý, những người đại diện quyền chủ sở hữu, tính nhất quán và nghiêm khắc trong thực thi pháp luật, nhất là xử lý nghiêm các cá nhân không công khai hoá các lợi ích liên quan theo quy định.

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. Trên thế giới, có rất nhiều công ty định mức tín nhiệm nổi tiếng chuyên cung cấp các thông tin

liên quan đến đánh giá, xếp hạng chứng khoán và doanh nghiệp, như Standard&Poor. Các công ty này chuyên thu thập, thống kê các thông tin của giá cổ phiếu các công ty niêm yết trên các thị trường chứng khoán lớn trên thế giới như NewYork, Frankfurt.v.v... Tùy thuộc vào hệ số beta và tình hình tài chính của công ty niêm yết mà các loại chứng khoán sẽ được xếp hạng AAA, ABB hay BBB .v.v... 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.

Ở Việt Nam hiện nay, hoạt động của các tổ chức cung cấp thông tin này còn rất sơ khai, mờ nhạt, thậm chí có thể nói còn xa mới đạt đến yêu cầu của thị trường tài chính phát triển. Hiện tại, Ngân hàng Nhà nước đã thành lập Trung tâm Thông tin tín dụng, hoạt động của trung tâm này đã và đang đáp ứng dần yêu cầu của các nhà đầu tư, ngân hàng với các dịch vụ ngày càng đa dạng: như các thông tin định kỳ, thông tin phân tích, tổng hợp theo ngành, theo thành phần kinh tế, thông tin về tài chính khách hàng với mức thu từ 40.000đ đến 120.000đ. Ngoài ra còn có các thông tin về các khách hàng là doanh nghiệp nước ngoài, các thông tin về tình hình kinh tế, tài chính quốc tế. Tuy nhiên, các thông tin này trung tâm còn phải khai thác qua trung gian là các tổ chức cung cấp thông tin nước ngoài, do vậy, chi phí này vẫn còn cao.

Ngoài ra, các công ty chứng khoán hiện tại cũng đang phát triển với dịch vụ cung cấp thông tin và tư vấn cho nhà đầu tư. Nhưng số lượng các công ty này còn rất khiêm tốn, chỉ có 9 công ty chứng khoán, phần lớn thuộc các NHTM Nhà nước. Các dịch vụ tư vấn đầu tư của các công ty, nếu hạch toán



độc lập, thì vẫn thua lỗ. Các công ty kiểm toán và tư vấn kế toán cũng có các dịch vụ cung cấp thông tin nhưng chủ yếu khách hàng của họ là các tổng công ty lớn hoặc doanh nghiệp nước ngoài theo hợp đồng chứ chưa phát triển thành một dịch vụ mang tính phổ biến.

Nhìn chung, hoạt động của các tổ chức cung cấp thông tin hiện có ở Việt Nam về số lượng còn khan hiếm, về chất lượng thì vẫn chưa thoả mãn được yêu cầu của nhà đầu tư trên thị trường. Do vậy, để đảm bảo các thông tin trên thị trường được hiệu quả, nhất thiết phải hỗ trợ, tạo điều kiện thuận lợi để các tổ chức này có thể hoạt động có chất lượng. Không nhất thiết là tổ chức của Nhà nước thực hiện dịch vụ này, mà nên khuyến khích các doanh nghiệp tư nhân, không phải Nhà nước tham gia vào thị trường đầy tiềm năng này, một mặt vừa gia tăng sức cạnh tranh của thị trường, mặt khác góp phần đa dạng hoá dịch vụ trên thị trường. Khi đó, chắc chắn các thông tin cung cấp trên thị trường sẽ đầy đủ và hiệu quả, là điều kiện tiên quyết để các doanh nghiệp có thể đa dạng hoá được các hình thức huy động vốn, từ đó giúp các doanh nghiệp chủ động trong việc xây dựng cơ cấu vốn tối ưu.

## 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, mô hình cơ cấu vốn tối ưu. Đây là cơ sở để xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho DNNN nói riêng và doanh nghiệp ở Việt nam nói chung.

Bên cạnh đó, tác giả luận án đã 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. Những mô hình này có ý nghĩa quan trọng không chỉ đối với các nhà nghiên cứu lý thuyết mà còn đối với nhà hoạch định chính sách và các giám đốc doanh nghiệp. Các nhân tố: lãi vay, tỷ trọng đầu tư tài sản cố định trong tổng tài sản, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, yếu tố ngành nghề được xác định là có ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của các DNNN qua mô hình kinh tế lượng do tác giả nghiên cứu đề xuất trong luận án. Bên cạnh đó, nhằm tăng khả năng ứng dụng của mô hình đề xuất, tác giả cũng đưa ra các giải pháp hoàn thiện các điều kiện xây dựng mô hình kinh tế lượng để nghiên cứu cơ cấu vốn của DNNN Việt nam hiện nay: (i) bổ sung các biến còn thiếu trong mô hình: chi phí vốn chủ sở hữu, hệ số rủi ro ngành, yếu tố quản lý, thuế suất thuế TNDN (ii) xây dựng phương pháp xác định chuẩn các biến lãi vay, chi phí vốn chủ sở hữu.

Hệ thống các giải pháp định tính có ý nghĩa rất quan trọng trong quá trình đổi mới cơ cấu vốn của các DNNN đã được nghiên cứu đề xuất, đó là: (i) đổi mới nhận thức của giám đốc DNNN, (ii) xác định chính xác cơ sở thiết lập cơ cấu vốn tối ưu, (iii) đa dạng hóa các kênh huy động nợ dài hạn, tăng cường

huy động vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu, (iv) nâng cao trình độ quản lý và (v) cải thiện cơ sở vật chất, kỹ thuật phục vụ quản lý.

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.

Để đảm bảo tính khả thi của việc xây dựng mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho các doanh nghiệp, các giải pháp hỗ trợ mang tính hệ thống cũng đã được đưa ra. Đó là các giải pháp: (i) đổi mới chính sách quản lý tài chính đối với DNNN, trong đó tập trung vào chính sách thuế, xây dựng cơ chế liên danh giữa nhà nước và tư nhân PPP và đổi mới chính sách quản lý vốn, (ii) giải pháp thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển, và (iii) giải pháp công khai hóa thông tin và hỗ trợ các tổ chức cung cấp thông tin hoạt động có hiệu quả.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. Bộ Tài chính (2001), *Thông tư 64/2001/TT-BTC ngày 10 tháng 8 năm 2001 - Hướng dẫn thực hiện Quy chế quản lý phần vốn Nhà nước ở doanh nghiệp khác.*
2. Bộ Tài chính (2002), *Thông tư 76/2002/TT-BTC ngày 9 tháng 9 năm 2002 về hướng dẫn những vấn đề về tài chính khi chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần.*
3. Bộ Tài chính (2005), *Thông tư 72/2005/TT-BTC ngày 1 tháng 9 năm 2005 Hướng dẫn thực hiện quy chế quản lý tài chính đối với công ty Nhà nước hoạt động theo mô hình công ty mẹ công ty con.*
4. Bộ Tài chính (2005), *Thông tư 81/2005/TT-BTC ngày 19/9/2005 về Hướng dẫn việc chuyển giao quyền đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước đầu tư tại các doanh nghiệp về Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước*
5. Bộ Tài chính (2005), *Thông tư 90/2005/TT-BTC ngày 17/10/2005 về Hướng dẫn thi hành Quyết định số 288/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 29 tháng 9 năm 2005 về tỷ lệ tham gia của người nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam.*
6. Chính phủ (1996), *Nghị định 59/1996/NĐ-CP ngày 3 tháng 10 năm 1996 về Quy chế quản lý tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp Nhà nước.*
7. Chính phủ (1999), *Nghị định 27/1999NĐ-CP ngày 20 tháng 4 năm 1999 về sửa đổi, bổ sung một số điều Nghị định 59/1996/NĐ-CP ngày 3 tháng 10 năm 1996 về Quy chế quản lý tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp Nhà nước.*

8. Chính phủ (1999), *Nghị định 103/1999/NĐ-CP ngày 10 tháng 9 năm 1999 của Chính phủ về giao, bán, khoán, cho thuê doanh nghiệp Nhà nước.*
9. Chính Phủ (2000), *Nghị định số 73/2000/NĐ-CP ngày 6 tháng 12 năm 2000 - Ban hành Quy chế quản lý phần vốn Nhà nước ở doanh nghiệp khác.*
10. Chính phủ (2002), *Nghị định 69/2002/NĐ-CP ngày 12 tháng 4 năm 2002 về quản lý và xử lý nợ tồn đọng đối với doanh nghiệp Nhà nước.*
11. Chính phủ (2002), *Nghị định 64/2002/NĐ-CP ngày 19 tháng 6 năm 2002 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần.*
12. Chính phủ (2004), *Quyết định số 155/2004/QĐ-TTg ngày 24 tháng 8 năm 2004 của Thủ tướng Chính phủ về ban hành tiêu chí, danh mục phân loại công ty Nhà nước và công ty thành viên hạch toán độc lập thuộc Tổng công ty Nhà nước.*
13. Chính phủ (2004), *Nghị định 187/2004/NĐ-CP ngày 16 tháng 11 năm 2004 của Chính phủ về chuyển doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần.*
14. Chính phủ (2004), *Nghị định số 153/2004/NĐ-CP ngày 09/8/2004 của Chính phủ về tổ chức, quản lý tổng công ty nhà nước và chuyển đổi tổng công ty Nhà nước, công ty Nhà nước độc lập theo mô hình công ty mẹ-công ty con.*
15. Chính phủ (2004), *Nghị định số 199/2004/NĐ-CP ngày 3/12/1004 của Chính phủ ban hành quy chế quản lý tài chính của công ty Nhà nước và quản lý vốn Nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp khác.*
16. Nguyễn Cúc (2005), *Sở hữu Nhà nước và Doanh nghiệp Nhà nước – Vị trí và vai trò của nó trong nền kinh tế thị trường ở Việt Nam - Đề tài khoa học cấp Nhà nước KX01.02, Hà nội.*
17. Hà Quang Đào (2003), “Nhìn lại cơ chế điều hành lãi suất trong thời gian qua, giải pháp cho thời gian tới”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, (310), tr 17-22.

18. Trần Văn Đầu (2001), “*Một số biện pháp nâng cao chất lượng đội ngũ giám đốc doanh nghiệp Nhà nước*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, Hà nội.
19. Nguyễn Văn Định (2004), “Bàn về tính toán hệ số beta của Việt Nam”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, (9), tr 9-13.
20. Phan Thu Hà, Nguyễn Thị Thu Thảo (2002), *Ngân hàng thương mại, quản trị và nghiệp vụ*, NXB Thống Kê, Hà nội.
21. Phạm Quang Huân (2004), “Vai trò của kinh tế Nhà nước trong nền kinh tế quốc dân”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, (313), tr 23-27.
22. Hoàng Kim Huyền (2003), “*Một số giải pháp thúc đẩy tiến trình cổ phần hoá doanh nghiệp Nhà nước trong công nghiệp Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
23. Lưu Thị Hương (2002), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, NXB Giáo dục, Hà Nội.
24. Lưu Thị Hương (2004), *Thẩm định tài chính dự án*, NXB Thống kê, Hà Nội.
25. Khoa Toán Kinh tế, Bộ môn điều khiển học (2002), *Kinh tế lượng-chương trình nâng cao*, NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà nội.
26. Khoa Toán Kinh tế, Bộ môn điều khiển học (2002), *Bài giảng kinh tế lượng*, NXB Thống kê, Hà nội.
27. Dương Hoàng Linh (2004), “*Những đổi mới cơ bản trong Luật doanh nghiệp Nhà nước mới*”, *Tạp chí Tài chính doanh nghiệp*, (6), tr 21-29.
28. Nguyễn Khắc Minh (2002), *Các phương pháp phân tích và dự báo trong kinh tế*, NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà nội.
29. Nguyễn Văn Nam, Vương Trọng Nghĩa (2003), *Giáo trình Thị trường chứng khoán*, NXB Tài chính, Hà nội.

30. Lý Hoàng Oánh, Phạm Khắc Thoan (2004), “Xử lý nợ tồn đọng của hệ thống ngân hàng thương mại: Những khó khăn vướng mắc”, *Tạp chí Tài chính*, (6), tr 23-26
31. Nguyễn Mạnh Quân (2002), *Những vấn đề lý luận cơ bản về doanh nghiệp Nhà nước và vận dụng nó vào việc tiếp tục đổi mới doanh nghiệp Nhà nước ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
32. Lê Xuân Sang (2005), *Các hạn chế đối với sự phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam và các giải pháp chính sách*, Đề tài Nghiên cứu khoa học cấp Bộ, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Hà nội.
33. Nguyễn Hữu Tài (2002), *Giáo trình Lý thuyết tài chính tiền tệ*, NXB Thống Kê, Hà nội.
34. Vũ Thiệu, Nguyễn Quang Dong, Nguyễn Khắc Minh (1996), *Giáo trình kinh tế lượng*, Nhà xuất bản Khoa học và kỹ thuật, Hà nội.
35. Thủ tướng Chính phủ (2001), *Phê duyệt Chiến lược cải cách hệ thống thuế giai đoạn 2001-2010*, Hà nội.
36. Thủ tướng Chính phủ (2002), *Quyết định số 58/2002/QĐ-TTg ngày 26 tháng 4 năm 2002 về ban hành Tiêu chí, danh mục phân loại sắp xếp doanh nghiệp Nhà nước và Tổng công ty Nhà nước*, Hà nội.
37. Thủ tướng Chính phủ (2003), *Quyết định số 109/2003/QĐ-TTg ngày 5 tháng 12 năm 2003 của Thủ tướng Chính phủ về thành lập công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp*, Hà nội.
38. Thủ tướng Chính phủ (2005), *Quyết định số 151/2005/QĐ-TTg ngày 20/06/2005 của Thủ tướng Chính phủ về việc thành lập Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước*, Hà nội.
39. Thủ tướng Chính phủ (2005), *Quyết định số 152/2005/QĐ-TTg ngày 20/06/2005 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt điều lệ tổ chức*

và hoạt động của Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước, Hà nội.

40. Nguyễn Văn Thường (2005), *Kinh tế Việt Nam 2004, những rào cản cần phải vượt qua*, NXB Lý luận chính trị, Hà nội.
41. Trần Thị Thanh Tú (2002), “Sử dụng đòn bẩy tài chính trong kinh doanh”, *Tạp chí Thị trường Tài chính tiền tệ*, (8), tr 14-15.
42. Trần Thị Thanh Tú, Lưu Linh Hương (2002), “Bàn về phương pháp xác định chi phí vốn của doanh nghiệp”, *Tạp chí Tài chính doanh nghiệp*, (4), tr 24-29.
43. Trần Thị Thanh Tú (2004), “Bàn về thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước”, *Tạp chí Ngân hàng*, (1), tr 79-80.
44. Trần Thị Thanh Tú (2006), “ Một số vấn đề về cơ cấu vốn của DNNN Việt nam hiện nay”, *Tạp chí Thanh tra Tài chính*, (44), tr22-24.
45. Nguyễn Cao Văn, Trần Thái Ninh (1999), *Lý thuyết xác suất và thống kê toán*, NXB Khoa học và Kỹ thuật, Hà nội.
46. Văn kiện đại hội Đảng lần thứ 6, 7, 8, 9
47. Văn kiện trong đại hội 10 của Đảng (dự thảo), tháng 9 năm 2005

### **Tiếng Anh**

48. Atman.E (1968) “Financial Ratio, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance* 23, pp 589-609
49. M.Aoki, B.Gustaffsson and O.Williamson, Sage Publication, “Capital Structure as Mechanism of Control: a Comparison of Financial Systems”, *Journal of Political Economy* 32, pp 234-241
50. Bolton, Patrick and Scharfstein, David (1996), “Optimal debt structure and number of creditor”, *Journal of Political Economy* 24, pp104.
51. Craig,Ben, Richardson, Christophe (1996), *The reduces form as an empirical tool: A cautionary tale from the financial veil*, Economic



- Review-Federal Reserve Bank of Cleveland, First Quarter 1996.  
Vol.32.Iss 1,p.16
52. Frederick Harris (1994), "Asset Specificity, Capital Intensity and capital Structure: An Empirical Test", *Managerial and decision Economics*, (1986-1988:Nov/Dec 1994,ABI/Inform Research, page 563
  53. Gordon.R and J.Mackie Jackson (1990), *Effect of the Tax reform Act of 1986 on Corporate Financial Policy and Organisation Form*, MIT Press, pp91-131
  54. Guo. Shuqing and Han.Wenxiu, Beijing (1991), "Distribution and the use of GNP in China", *China's People's University Press*, China.
  55. Gou Ying Luo, Ivan brick, Michael Friedman (2002), "Strategic Decision Making of the firm Under Asymmetric Information", *Review of Quantitative Finance Accounting*, pp 124-127.
  56. Ivo Welch (2004), "Capital Structure and Stock Return", *The Journal of Political Economy*, Chicago, Vol 112, Part 1 p 106-131
  57. Li.Yinin (1986), "A proposal of Ownership reform for China", *People's Daily*, September 26.
  58. Liu.Li (1996), "An analysis of Capital Structure of SOEs", *Economic Science*, Vol 56, p 105-109
  59. MacGraw Hill Inc (1995), *Basic Econometrics*,Third Edition, US.
  60. Mayer.C.(1990), *Financial System, Corporate Finance and Economic Development*, University of Chicago Press.
  61. Mayer.S and N.Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when firmshave information that investor do not have", *Journal of Financial Economics 13*, p187-221
  62. Miller.M.(1977), "Debt abd Taxes", *Journal of Finance 24*, 261-257

63. Perotti, Enrico.C, Spier, Kathryn.E (1993), “Capital Structure as a bargaining tool: the role of Leverage in the contract renegotiation”, *The American review Nashville*, Vol 83, Iss.5, p 1131(11pp)
64. Ha Nguyen Son (2000), *Lessons learnt for Vietnam from Renovation of Chinese SOEs*, Thesis, Vietnam Netherland Project, National Economics University.
65. Richard A.Brealey and Stewart C.Myers (1996), *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, Inc.
66. Reinte Gropp 2002), “Local Taxes and Capital Structure Choice”, *Journal of International Tax and Public Finance*, 9, p 51-57.
67. Rune Stenbacka,Mihkel Tombak (2002), “Investment, capital structure, and complementateries between debt and new equity”, *Management Science Linthicum*: Feb 2002.Vol 48, p 257-272(16pp)
68. Stephen A.Ross (2003), *Fundamental of Corporate Finance*, Mc Graw Hill, Australia.
69. William Sackley (1993), *Fundamental of Corporate Finance*, Mc Graw Hill, Inc,Australia.
70. Wiggins James B (1990), “The relation between Risk and Optimal Debt Maturity and the Value of Leverage”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis Settle*, Vol 23, p 119-132.
71. Wu.Xiaolin (1997), “Research report on debt restructuring of China’s State sector”, *China Financial Press*.
72. [www.vnexpress.com.vn](http://www.vnexpress.com.vn), [www.vneconomy.com.vn](http://www.vneconomy.com.vn), [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn), [www.mof.gov.vn](http://www.mof.gov.vn), [www.worldbank.org.vn](http://www.worldbank.org.vn), [www.ciem.org.vn](http://www.ciem.org.vn)