

**ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ**

NGUYỄN THỊ VÂN ANH

**CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU
CHO CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG NIÊM YẾT
TẠI VIỆT NAM**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH
CHƯƠNG TRÌNH ĐỊNH HƯỚNG THỰC HÀNH**

Hà Nội – 2015

ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ

NGUYỄN THỊ VÂN ANH

CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU
CHO CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG NIÊM YẾT
TẠI VIỆT NAM

Chuyên ngành: Quản trị kinh doanh

Mã số: 60 34 01 02

LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH
CHƯƠNG TRÌNH ĐỊNH HƯỚNG THỰC HÀNH

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: TS. TRẦN KIM HÀO

XÁC NHẬN CỦA
CÁN BỘ HƯỚNG DẪN

XÁC NHẬN CỦA CHỦ TỊCH HĐ
CHẤM LUẬN VĂN

Hà Nội – 2015

LỜI CAM KẾT

Luận văn này là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của tác giả dựa trên cơ sở nghiên cứu lý thuyết và thu thập thông tin từ thực tế. Các số liệu, thông tin trong luận văn có nguồn gốc rõ ràng, tin cậy. Kết quả nghiên cứu của luận văn chưa từng được người khác công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu nào. Tác giả chịu hoàn toàn trách nhiệm về nội dung luận văn

LỜI CẢM ƠN

Để luận văn thạc sỹ này được hoàn thành với kết quả tốt nhất, bên cạnh nỗ lực của bản thân, tôi đã nhận được những lời khuyên và sự giúp đỡ từ rất nhiều người:

Trước hết, tôi xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến Tiến sĩ Trần Kim Hào, đã tận tình chỉ dẫn và định hướng nghiên cứu cho luận văn này.

Đồng thời, tôi xin trân trọng cảm ơn PGS.Ts Trần Thị Thanh Tú đã hỗ trợ tôi rất nhiều về phương pháp nghiên cứu và các tài liệu tham khảo hữu ích.

Bên cạnh đó, tôi xin cảm ơn Khoa Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội đã tạo môi trường học tập tốt nhất để tôi được nâng cao trình độ nghiệp vụ chuyên môn, trang bị được thêm nhiều kiến thức cho bản thân.

Cuối cùng, tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành đến gia đình, bạn bè cũng như các thầy cô giáo đã giúp đỡ, động viên tôi rất nhiều trong học tập, công việc, cuộc sống để tôi hoàn thành tốt nhất luận văn này.

TÓM TẮT

Luận văn đã hệ thống hóa lý luận về cơ cấu vốn và cơ cấu vốn tối ưu của các công ty xây dựng niêm yết: các nguồn hình thành vốn, chi phí sử dụng vốn, các tiêu chí đánh giá cơ cấu vốn tối ưu đối với các công ty xây dựng niêm yết, các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn tối ưu cũng như những lý thuyết về cơ cấu vốn.

Bằng phương pháp phân tích số liệu thứ cấp từ những nguồn đáng tin cậy như báo cáo tài chính có kiểm toán của các công ty xây dựng niêm yết, các số liệu của Tổng cục Thống kê Việt Nam về ngành xây dựng, kết hợp với phương pháp phân tích tình huống điển hình (case study), và dựa trên các tiêu chí đánh giá về cơ cấu vốn cho các công ty xây dựng niêm yết, luận văn đã phát hiện ra nhiều điểm bất hợp lý trong cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam hiện nay như: Hệ số nợ và tỷ trọng nợ ngắn hạn quá cao, không phù hợp với cơ cấu tài sản; các phương thức tài trợ thiếu linh hoạt, chưa khai thác được các nguồn vốn vay dài hạn từ thị trường trái phiếu hay thị trường thuê tài chính; khó khăn trong việc áp dụng các lý thuyết về cơ cấu vốn vào thực tế;...

Dựa trên phân tích về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn, luận văn cũng nhận diện những nguyên nhân dẫn đến những hạn chế còn tồn tại trong cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết. Trên cơ sở đó, đề xuất những giải pháp định tính và giải pháp mang tính ứng dụng để các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam có thể tham khảo khi hoạch định cơ cấu vốn cũng như những điều kiện để có thể thực hiện các giải pháp đó.

Từ khóa: *Cơ cấu vốn, cơ cấu vốn tối ưu, công ty xây dựng niêm yết.*

MỤC LỤC

Danh mục chữ viết tắt	i
Danh mục bảng	ii
Danh mục hình vẽ	iii
MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU	5
1.1 Khái niệm vốn và các nguồn hình thành vốn kinh doanh	5
1.1.1 Khái niệm về vốn kinh doanh	5
1.1.2 Các nguồn hình thành vốn.....	6
1.1.3 Chi phí sử dụng vốn.....	10
1.2 Cơ cấu vốn và các tiêu chí đánh giá cơ cấu vốn tối ưu đối với các công ty xây dựng niêm yết.....	Error! Bookmark not defined.
1.2.1 Khái niệm cơ cấu vốn và lợi ích của cơ cấu vốn tối ưu.....	Error! Bookmark not defined.
1.2.2 Các tiêu chí đánh giá cơ cấu vốn tối ưu đối với các công ty xây dựng niêm yết	Error! Bookmark not defined.
1.3 Các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn tối ưu của các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam	Error! Bookmark not defined.
1.3.1 Các nhân tố thuộc về doanh nghiệp	Error! Bookmark not defined.
1.3.2 Các nhân tố ngành	Error! Bookmark not defined.
1.3.3 Các nhân tố môi trường kinh tế.....	Error! Bookmark not defined.
1.4 Tổng quan tình hình nghiên cứu	Error! Bookmark not defined.
1.4.1 Những nghiên cứu về cơ cấu vốn trên thế giới.....	Error! Bookmark not defined.
1.4.2 Ở Việt Nam	30
CHƯƠNG 2: PHƯƠNG PHÁP VÀ THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU.....	Error! Bookmark not defined.
2.1 Phương pháp nghiên cứu được sử dụng	Error! Bookmark not defined.

2.2 Thiếu kế nghiên cứu	Error! Bookmark not defined.
2.1.1 Các dữ liệu cần thu thập	Error! Bookmark not defined.
2.1.2 Nguồn thu thập dữ liệu.....	Error! Bookmark not defined.
2.1.3 Cách thức thu thập dữ liệu	Error! Bookmark not defined.
2.1.4 Xử lý dữ liệu	Error! Bookmark not defined.
CHƯƠNG 3: THỰC TRẠNG CƠ CẤU VỐN TẠI CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.....	
3.1 Tổng quan ngành xây dựng và các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam	Error! Bookmark not defined.
3.1.1 Tổng quan ngành xây dựng Việt Nam	Error! Bookmark not defined.
3.1.2 Khái quát về các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam.....	Error! Bookmark not defined.
Bookmark not defined.	
3.1.3 Phân tích 5 yếu tố cạnh tranh – M.Porter...	Error! Bookmark not defined.
3.2 Thực trạng cơ cấu vốn tại các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam ..	Error! Bookmark not defined.
Bookmark not defined.	
3.2.1 Cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết	Error! Bookmark not defined.
defined.	
3.2.2 Phân tích tình huống cụ thể tại công ty Cổ phần đầu tư và xây dựng số 18.	Error! Bookmark not defined.
3.2.3 Đánh giá thực trạng cơ cấu vốn tại các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam	Error! Bookmark not defined.
CHƯƠNG 4: CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU CHO CÁC CÔNG TY XÂY DỰNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.....	
4.1 Triển vọng và xu hướng phát triển của ngành xây dựng Việt Nam trong thời gian tới.....	Error! Bookmark not defined.
4.1.1 Triển vọng phát triển của ngành trong những năm tới	Error! Bookmark not defined.
not defined.	
4.1.2 Xu hướng ngành xây dựng trong những năm tiếp theo	Error! Bookmark not defined.
not defined.	

4.2 Giải pháp tối ưu hóa cơ cấu vốn cho các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam

Error! Bookmark not defined.

4.2.1 Những thuận lợi và khó khăn trong hoạch định cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam.....**Error! Bookmark not defined.**

4.2.2 Giải pháp tối ưu hóa cơ cấu vốn cho các công ty xây dựng niêm yết**Error! Bookmark not defined.**

4.3 Một số kiến nghị để thực hiện giải pháp tối ưu hóa cơ cấu vốn cho các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam**Error! Bookmark not defined.**

4.3.1 Hoàn thiện hành lang pháp lý điều chỉnh hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp niêm yết**Error! Bookmark not defined.**

4.3.2 Đẩy mạnh tự do hóa tài chính**Error! Bookmark not defined.**

4.3.3 Tạo điều kiện cho sự phát triển của các công ty tư vấn tài chính.....**Error! Bookmark not defined.**

4.3.4 Nâng cao hiệu quả hoạt động của các công ty cho thuê tài chính.....**Error! Bookmark not defined.**

4.3.5 Thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp.**Error! Bookmark not defined.**

4.3.6 Tăng cường công tác giám sát và xử lý vi phạm công bố thông tin...**Error! Bookmark not defined.**

KẾT LUẬN**Error! Bookmark not defined.**

Tài liệu tham khảo.....11

PHỤ LỤC

DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU VIẾT TẮT

STT	Ký hiệu	Nguyên nghĩa
1	BCTC	Báo cáo tài chính
2	BĐS	Bất động sản
3	CSHT	Cơ sở hạ tầng
4	CTTC	Cho thuê tài chính
5	DGM	Dividend Growth Model - Mô hình tăng trưởng cô tức
6	DNNY	Doanh nghiệp niêm yết
7	DTT	Doanh thu thuần
8	GSO	General Statistics Office of Viet Nam - Tổng cục thống kê Việt Nam
9	HNX	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
10	HSX	Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
11	NHNN	Ngân hàng nhà nước
12	NHTM	Ngân hàng thương mại
13	SGDCK	Sở giao dịch chứng khoán
14	TCT	Tổng công ty
15	TSCĐ	Tài sản cố định
16	TSLĐ	Tài sản lưu động
17	TTCK	Thị trường chứng khoán
18	TTTP	Thị trường trái phiếu
19	UBCKNN	Ủy ban chứng khoán Nhà nước
20	WACC	Weighted Average Cost of Capital – Chi phí vốn bình quân theo trọng số.

DANH MỤC BẢNG

STT	Bảng	Nội dung	Trang
1	Bảng 2.1	So sánh các phương pháp nghiên cứu	33
2	Bảng 2.2	Mẫu bảng tập hợp dữ liệu thu thập từ Bảng cân đối kế toán của 108 công ty xây dựng niêm yết	37
3	Bảng 2.3	Mẫu bảng tập hợp dữ liệu thu thập từ Báo cáo kết quả KD của 108 công ty xây dựng niêm yết	38
4	Bảng 3.1	Các chỉ tiêu tài chính của các công ty tiêu biểu	51
5	Bảng 3.2	Các chỉ tiêu tài chính của LICOGI 18	64
6	Bảng 3.3	Chi phí sử dụng vốn trung bình từ năm 2010-2014 của LICOGI 18	66
7	Bảng 3.4	Dự báo bảng cân đối kế toán	70
8	Bảng 3.5	Dự báo báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh	70
9	Bảng 3.6	Các phương án huy động vốn và chi phí vốn	72
10	Bảng 3.7	Dự báo KQKD của các phương án trong tình huống 1	73
11	Bảng 3.8	Dự báo KQKD của các phương án trong tình huống 2	73
12	Bảng 3.9	Dự báo KQKD của các phương án trong tình huống 3	74
13	Bảng 3.10	Dự báo KQKD của các phương án trong tình huống 4	74

DANH MỤC HÌNH VẼ

STT	Hình	Nội dung	Trang
1	Hình 1.1	Cơ cấu vốn tối ưu và giá trị doanh nghiệp	29
2	Hình 3.1	Biến động của ngành xây dựng và GDP	42
3	Hình 3.2	Tỷ trọng các thành phần kinh tế trong ngành xây dựng	43
4	Hình 3.3	Cơ cấu giá trị ngành xây dựng theo nhóm công trình	44
5	Hình 3.4	P/E ngành xây dựng	47
6	Hình 3.5	Quy mô doanh thu của 14 công ty niêm yết vốn hóa lớn nhất	48
7	Hình 3.6	Biên lợi nhuận gộp và LN sau thuế của 14 công ty vốn hóa lớn nhất	50
8	Hình 3.7	Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu của các công ty tiêu biểu	51
9	Hình 3.8	5 yếu tố cạnh tranh của M.Porter	51
10	Hình 3.9	Cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết giai đoạn 2010 - 2014	54
11	Hình 3.10	Hệ số Nợ/Tổng tài sản của các ngành	55
12	Hình 3.11	Cơ cấu nợ dài hạn và TS dài hạn	56
13	Hình 3.12	Hiệu suất sinh lời của 14 công ty xây dựng niêm yết có vốn hóa lớn nhất	57
14	Hình 3.13	Phân tích Dupont 14 công ty vốn hóa lớn nhất ngành	58

		xây dựng	
15	Hình 3.14	Xu hướng biến động của nợ và ROA, ROE	61
16	Hình 3.15	So sánh WACC và ROE	63
17	Hình 4.1	Dự báo tốc độ tăng trưởng ngành và tổng mức đầu tư	82

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Xây dựng và duy trì cơ cấu vốn tối ưu là một trong những nội dung quan trọng trong quản trị tài chính doanh nghiệp. Đặc biệt là đối với các doanh nghiệp xây dựng, với chu kỳ sản xuất kéo dài, vốn bị ứ đọng lâu trong các hạng mục công trình dở dang dẫn đến những rủi ro về vốn theo thời gian. Điều đó đe dọa đến sự phát triển của doanh nghiệp và thậm chí nếu không được kiểm soát tốt có thể đẩy doanh nghiệp đến chỗ phá sản.

Đặc thù các doanh nghiệp xây dựng là quy mô đầu tư khá lớn nên thường xuyên phải sử dụng vốn vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Theo Bloomberg – hãng tin tài chính hàng đầu thế giới, tỷ lệ đòn bẩy tài chính, hay hệ số nợ của các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam hiện nay là rất cao, khoảng trên 70% tổng nguồn vốn, trong đó, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất lớn, nợ vay dài hạn chỉ chiếm không tới 10% tổng vốn. Hệ số nợ cao và có xu hướng tăng lên nhưng các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời cũng như phản ánh khả năng thanh toán của doanh nghiệp lại giảm đi liên tục trong những năm gần đây, cho thấy đòn bẩy tài chính các công ty xây dựng niêm yết đang sử dụng đang có những tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, nợ ngắn hạn quá cao trong khi ngành xây dựng luôn đòi hỏi tỷ trọng tài sản dài hạn trong tổng tài sản là tương đối cao, điều này gây ra những điểm bất hợp lý trong cơ cấu tài trợ của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết. Hệ số nợ cao cùng với sự bất hợp lý trong cơ cấu tài trợ có thể đe dọa đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp, làm giảm giá trị của doanh nghiệp và về lâu dài, ảnh hưởng đến sự phát triển bền vững của doanh nghiệp trong tương lai.

Với sự phát triển của thị trường tài chính, các doanh nghiệp, đặc biệt là các công ty xây dựng đã niêm yết, đã có nhiều sự lựa chọn hơn để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tuy nhiên, nguồn huy động nợ chính của các công ty xây dựng niêm yết hiện nay là vay vốn từ ngân hàng và chiếm dụng từ nhà cung cấp, nhiều kênh huy động khác rất ít hoặc chưa được sử dụng như phát hành

trái phiếu doanh nghiệp để huy động nợ dài hạn hay thuê tài sản. Các công ty cũng hầu như chưa có bộ phận chuyên trách về tài chính để tư vấn cho ban lãnh đạo mà thường kiêm nhiệm với bộ phận kế toán. Có thể thấy các công ty xây dựng niêm yết hiện nay chưa có sự quan tâm thỏa đáng đến việc hoạch định cơ cấu vốn tối ưu. Thêm vào đó, các lý thuyết về cơ cấu vốn hiện tại còn quá phức tạp để các doanh nghiệp có thể vận dụng xây dựng cấu trúc vốn tối ưu cho doanh nghiệp của mình và cũng không có một mô hình nào phù hợp cho tất cả các doanh nghiệp mà nó phụ thuộc vào nhiều yếu tố nội tại của doanh nghiệp cũng như môi trường kinh doanh.

Nhận thức được tầm quan trọng của cơ cấu vốn, mong muốn được vận dụng lý thuyết đã được học tập và nghiên cứu nên tôi lựa chọn đề tài luận văn thạc sĩ: **“Cơ cấu vốn tối ưu cho các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam”**

Đây là một đề tài rất phù hợp với chuyên ngành Quản trị kinh doanh mà tôi đang theo học bởi ngoài mục tiêu giúp các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán có thể vận dụng vào việc hoạch định cơ cấu vốn tối ưu cho công ty, còn có ý nghĩa khác là góp phần hệ thống hóa lý luận về cơ cấu vốn để từ đó các doanh nghiệp khác có thể dễ dàng tham khảo và xác định cơ cấu vốn hợp lý nhất cho mình.

Đề tài này tập trung giải quyết những câu hỏi nghiên cứu sau:

- Cơ cấu vốn hiện tại của các công ty xây dựng niêm yết đã hợp lý chưa? Còn tồn tại những hạn chế gì?
- Nguyên nhân nào dẫn đến những hạn chế trong cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam?
- Làm thế nào để hoạch định cơ cấu vốn tối ưu cho các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam?

2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục đích nghiên cứu:

Đưa ra quy trình hoạch định cơ cấu vốn tối ưu cho các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam.

Nhiệm vụ nghiên cứu

Hệ thống hóa những vấn đề lý luận về cơ cấu vốn của doanh nghiệp và tiêu chí đánh giá cơ cấu vốn tối ưu đối với các công ty xây dựng niêm yết.

Căn cứ vào các tiêu chí, đánh giá thực trạng cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam hiện nay.

Phân tích những nhân tố tác động đến cơ cấu vốn để tìm ra những nguyên nhân của những hạn chế trong cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết.

Đề xuất mô hình lý thuyết phù hợp để các công ty xây dựng niêm yết có thể tham khảo hoạch định cấu trúc vốn tối ưu.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu

Cơ cấu vốn theo nguồn hình thành của các công ty xây dựng niêm yết trên 2 sàn giao dịch là SGDCK TP. Hồ Chí Minh và SGDCK Hà Nội.

Phạm vi nghiên cứu

Không gian: Các công ty xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Thời gian: Từ năm 2010- 2014

4. Dự kiến đóng góp mới của đề tài:

- Bên cạnh việc hệ thống hóa các vấn đề lý luận về cơ cấu vốn, luận văn là công trình đầu tiên nghiên cứu về cơ cấu vốn tối ưu của các công ty niêm yết ngành xây dựng ở Việt Nam.

- Phát hiện những hạn chế còn tồn tại trong cơ cấu vốn của các công ty xây dựng niêm yết dựa trên việc đánh giá thực trạng theo các tiêu chí đối với cơ cấu vốn tối ưu của các công ty niêm yết ngành xây dựng.

- Đề xuất các giải pháp hoàn thiện chính sách tài trợ để tối ưu hóa cơ cấu vốn cho các công ty xây dựng niêm yết.

- Luận văn cũng đã xây dựng mô hình kế hoạch hóa tài chính và mô hình cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp điển hình là LICOGI 18, đây là mô hình có tính ứng dụng cao trong quản lý tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay nói chung và các công ty xây dựng niêm yết nói riêng.

5. Kết cấu của đề tài

Ngoài phần Mở đầu và Kết luận, luận văn được chia thành 4 chương như sau:

Chương 1: Cơ sở lý luận và tổng quan tình hình nghiên cứu

Chương 2: Phương pháp và thiết kế nghiên cứu

Chương 3 Thực trạng cơ cấu vốn tại các công ty xây dựng niêm yết ở Việt Nam

Chương 4 Giải pháp hoạch định cơ cấu vốn tối ưu cho các công ty xây dựng niêm yết tại Việt Nam.

CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

1.1 Khái niệm vốn và các nguồn hình thành vốn kinh doanh

1.1.1 Khái niệm về vốn kinh doanh

Trong cuốn Từ điển kinh tế hiện đại có giải thích:

"Capital - tư bản/vốn: một từ dùng để chỉ một yếu tố sản xuất do hệ thống kinh tế tạo ra. Hàng hoá tư liệu vốn là hàng hoá được sản xuất để sử dụng như yếu tố đầu vào cho quá trình sản xuất sau. Vì vậy, tư bản này có thể phân biệt được với đất đai và sức lao động, những thứ không được coi là do hệ thống kinh tế tạo ra. Do bản chất không đồng nhất của nó mà sự đo lường tư bản trở thành nguyên nhân của nhiều cuộc tranh cãi trong lý thuyết kinh tế." (Từ điển kinh tế học hiện đại, NXB Chính trị quốc gia - Hà Nội, 1999, Tr. 129)

Cũng có nhiều quan niệm cho rằng vốn có nghĩa là nguồn lực cho sản xuất. Muốn tiến hành sản xuất và tái sản xuất cần chi phí về đất đai, tài chính và lao động. Người ta cũng có thể nói: "Lao động là vốn quý".

Tuy nhiên, theo tác giả, không nên coi toàn bộ lao động là vốn: sức lao động chỉ trở thành vốn khi nó được sử dụng để sản xuất ra các yếu tố đầu vào cho quá trình tái sản xuất.

Như vậy, có thể hiểu: ***Vốn kinh doanh của doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ các nguồn lực, tài sản hữu hình và vô hình được đầu tư vào kinh doanh nhằm mục đích sinh lời.***

Đặc trưng của vốn kinh doanh

Với khái niệm như trên về vốn kinh doanh, có thể thấy vốn kinh doanh của doanh nghiệp có những đặc trưng sau:

Vốn kinh doanh của doanh nghiệp là một quỹ tiền tệ đặc biệt, vì nó nhằm phục vụ cho sản xuất kinh doanh (tức là nhằm mục đích tích lũy);

Vốn kinh doanh của doanh nghiệp có trước khi diễn ra hoạt động sản xuất kinh doanh;

Vốn kinh doanh của doanh nghiệp phải đạt tới mục tiêu sinh lời và luôn thay đổi hình thái biểu hiện, nó vừa tồn tại dưới hình thái vật tư hoặc tài sản vô hình, nhưng kết thúc vòng tuần hoàn phải là hình thái tiền.

1.1.2 Các nguồn hình thành vốn

Tuỳ theo loại hình doanh nghiệp và các đặc điểm cụ thể, mỗi doanh nghiệp có thể có các phương thức huy động vốn khác nhau. Dưới đây là các nguồn vốn và các phương thức huy động vốn cơ bản mà các doanh nghiệp có thể sử dụng.

1.1.2.1 Nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp

Đối với mọi loại hình doanh nghiệp, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bao gồm các bộ phận chủ yếu:

- Vốn góp ban đầu
- Lợi nhuận không chia
- Tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu mới.

Vốn góp ban đầu

Khi doanh nghiệp được thành lập bao giờ chủ doanh nghiệp cũng phải có một số vốn ban đầu nhất định do các cổ đông - chủ sở hữu góp. Khi nói đến nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bao giờ cũng phải xem xét hình thức sở hữu của doanh nghiệp đó, vì hình thức sở hữu sẽ quyết định tính chất và hình thức tạo vốn của bản thân doanh nghiệp.

Chẳng hạn, đối với công ty cổ phần, vốn do các cổ đông đóng góp là yếu tố quyết định để hình thành công ty. Mỗi cổ đông là một chủ sở hữu của công ty và chỉ chịu trách nhiệm hữu hạn trên giá trị số cổ phần mà họ nắm giữ. Tuy nhiên, các công ty cổ phần cũng có một số dạng tương đối khác nhau, do đó cách thức huy động vốn cổ phần cũng khác nhau.

Nguồn vốn từ lợi nhuận không chia

Quy mô số vốn ban đầu của chủ doanh nghiệp là một yếu tố quan trọng, tuy nhiên, thông thường, số vốn này cần được tăng theo quy mô phát triển của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động sản xuất - kinh doanh, nếu doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả thì doanh nghiệp sẽ có những điều kiện thuận lợi để tăng trưởng

nguồn vốn. Nguồn vốn tích lũy từ lợi nhuận không chia là bộ phận lợi nhuận được sử dụng tái đầu tư, mở rộng sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

Tự tài trợ bằng lợi nhuận không chia - nguồn vốn nội bộ là một phương thức tạo nguồn tài chính quan trọng và khá hấp dẫn của các doanh nghiệp, vì doanh nghiệp giảm được chi phí, giảm bớt sự phụ thuộc vào bên ngoài. Rất nhiều doanh nghiệp coi trọng chính sách tái đầu tư từ lợi nhuận để lại, họ đặt ra mục tiêu phải có một khối lượng lợi nhuận để lại đủ lớn nhằm tự đáp ứng nhu cầu vốn ngày càng tăng.

Phát hành cổ phiếu

Trong hoạt động sản xuất - kinh doanh, doanh nghiệp có thể tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu mới. Một nguồn tài chính dài hạn rất quan trọng là phát hành cổ phiếu để huy động vốn cho doanh nghiệp. Phát hành cổ phiếu được gọi là hoạt động tài trợ dài hạn của doanh nghiệp. Có nhiều loại cổ phiếu khác nhau:

Cổ phiếu thường (Common Stock/Share)

Cổ phiếu thường là loại cổ phiếu thông dụng nhất vì nó có những ưu thế trong việc phát hành ra công chúng và trong quá trình lưu hành trên thị trường chứng khoán. Cổ phiếu thường là chứng khoán quan trọng nhất được trao đổi, mua bán trên thị trường chứng khoán, điều đó cũng đủ để minh chứng tầm quan trọng của nó so với các công cụ tài chính khác.

Cổ phiếu ưu tiên (Preferred Stock)

Cổ phiếu ưu tiên thường chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng số cổ phiếu được phát hành. Tuy nhiên trong một số trường hợp, việc dùng cổ phiếu ưu tiên là thích hợp. Cổ phiếu ưu tiên có đặc điểm là nó thường có cổ tức cố định. Người chủ của cổ phiếu này có quyền được thanh toán lãi trước các cổ đông thường. Nếu số lãi chỉ đủ để trả cổ tức cho các cổ đông ưu tiên thì các cổ đông thường sẽ không được nhận cổ tức của kỳ đó. Việc giải quyết chính sách cổ tức được nêu rõ trong điều lệ công ty.

1.1.2.2 Nợ và các phương thức huy động nợ của doanh nghiệp

Để bổ sung vốn cho quá trình sản xuất - kinh doanh, doanh nghiệp có thể sử dụng nợ từ các nguồn:

- Tín dụng ngân hàng
- Tín dụng thương mại
- Phát hành trái phiếu

Nguồn vốn tín dụng ngân hàng

Có thể nói rằng vốn vay ngân hàng là một trong những nguồn vốn quan trọng nhất, không chỉ đối với sự phát triển của bản thân các doanh nghiệp mà còn đối với toàn bộ nền kinh tế quốc dân. Sự hoạt động và phát triển của các doanh nghiệp đều gắn liền với các dịch vụ tài chính do các ngân hàng thương mại cung cấp, trong đó có việc cung ứng các nguồn vốn.

Nguồn vốn tín dụng ngân hàng có nhiều ưu điểm, nhưng nguồn vốn này cũng có những hạn chế nhất định. Đó là các hạn chế về điều kiện tín dụng, kiểm soát của ngân hàng và chi phí sử dụng vốn (lãi suất).

Điều kiện tín dụng: các doanh nghiệp muốn vay tại các ngân hàng thương mại cần đáp ứng được những yêu cầu đảm bảo an toàn tín dụng của ngân hàng.

Các điều kiện bảo đảm tiền vay: khi doanh nghiệp xin vay vốn, nói chung các ngân hàng thường yêu cầu doanh nghiệp đi vay phải có các bảo đảm tiền vay, phổ biến nhất là tài sản thế chấp. Doanh nghiệp cần tính đến yếu tố này khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

Sự kiểm soát của ngân hàng: một khi doanh nghiệp vay vốn ngân hàng thì doanh nghiệp cũng phải chịu sự kiểm soát của ngân hàng về mục đích và tình hình sử dụng vốn vay.

Lãi suất vay vốn: lãi suất vay vốn phản ánh chi phí sử dụng vốn. Lãi suất vốn vay ngân hàng phụ thuộc vào tình hình tín dụng trên thị trường trong từng thời kỳ. Nếu lãi suất vay quá cao thì doanh nghiệp phải gánh chịu chi phí sử dụng vốn lớn và làm giảm thu nhập của doanh nghiệp.

Nguồn vốn tín dụng thương mại

Các doanh nghiệp cũng thường khai thác nguồn vốn tín dụng thương mại (commercial credit) hay còn gọi là tín dụng của người cung cấp (suppliers' credit). Nguồn vốn này hình thành một cách tự nhiên trong quan hệ mua bán chịu, mua bán

trả chậm hay trả góp. Nguồn vốn tín dụng thương mại có ảnh hưởng hết sức to lớn không chỉ với các doanh nghiệp mà cả đối với toàn bộ nền kinh tế.

Đối với doanh nghiệp, tài trợ bằng nguồn vốn tín dụng thương mại là một phương thức tài trợ rẻ, tiện dụng và linh hoạt trong kinh doanh; hơn nữa, nó còn tạo khả năng mở rộng các quan hệ hợp tác kinh doanh một cách lâu bền. Các điều kiện ràng buộc cụ thể có thể được ấn định khi hai bên ký hợp đồng mua bán hay hợp đồng kinh tế nói chung. Tuy nhiên, cần nhận thấy tính chất rủi ro của quan hệ tín dụng thương mại khi quy mô tài trợ quá lớn.

Chi phí của việc sử dụng các nguồn vốn tín dụng thể hiện qua lãi suất của khoản vay, đó là chi phí lãi vay. Khi mua bán hàng hoá trả chậm, chi phí này có thể "ẩn" dưới hình thức thay đổi mức giá, tùy thuộc quan hệ và thoả thuận cụ thể giữa các bên. Trong xu hướng hiện nay ở Việt Nam cũng như trên thế giới, các hình thức tín dụng ngày càng được đa dạng hoá và linh hoạt hơn, với tính chất cạnh tranh hơn; do đó các doanh nghiệp cũng có nhiều cơ hội để lựa chọn nguồn vốn tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp.

Phát hành trái phiếu công ty

Trái phiếu là một tên chung của các giấy vay nợ dài hạn và trung hạn. Một trong những vấn đề cần xem xét trước khi phát hành là lựa chọn loại trái phiếu nào phù hợp nhất với điều kiện cụ thể của doanh nghiệp và tình hình trên thị trường tài chính.

Việc lựa chọn trái phiếu thích hợp là rất quan trọng vì có liên quan đến chi phí trả lãi, cách thức trả lãi, khả năng lưu hành và tính hấp dẫn của trái phiếu. Trên thị trường tài chính ở nhiều nước, hiện nay thường lưu hành những loại trái phiếu doanh nghiệp như sau:

- Trái phiếu có lãi suất cố định
- Trái phiếu có lãi suất thay đổi
- Trái phiếu có thể thu hồi (callable bond)
- Chứng khoán có thể chuyển đổi

Thuê tài chính

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. Thuê tài chính (TTC) khác về căn bản so với

các loại hình cho thuê tài sản khác là có sự chuyển phần lớn rủi ro và các lợi ích gắn liền với quyền sở hữu tài sản từ bên cho thuê sang bên thuê.

Xét dưới hình thức cấp vốn, cho TTC là một hoạt động tín dụng trung hạn, dài hạn trên cơ sở hợp đồng cho thuê tài sản (tài sản này có thể là máy móc, thiết bị, phương tiện vận chuyển, động sản khác...) giữa bên cho thuê là công ty cho thuê tài chính (tổ chức tín dụng phi ngân hàng) với khách hàng thuê (khách hàng có nhu cầu thuê thường là các doanh nghiệp, các bên đối tác trong liên kết kinh tế). Trong thời hạn thuê, các bên không được đơn phương hủy bỏ hợp đồng. Công ty cho TTC giữ quyền sở hữu tài sản cho thuê, bên thuê có nghĩa vụ nộp tiền thuê (tiền trích khấu hao tài sản cho thuê) cho công ty cho TTC. Khi kết thúc thời hạn thuê, khách hàng mua lại hoặc tiếp tục thuê tài sản đó theo các thỏa thuận trong hợp đồng thuê.

Loại hình cho TTC có lợi thế là người thuê không cần bỏ toàn bộ số tiền ra một lúc để có máy móc, thiết bị, đồng thời cũng không cần phải thế chấp tài sản như trong các giao dịch vay vốn khác; bên đi TTC không phải chịu những rủi ro do sự mất giá của tài sản, hao mòn tự nhiên...

1.1.3 Chi phí sử dụng vốn

Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp là khoản chi phí mà doanh nghiệp phải trả cho việc sử dụng một nguồn vốn cụ thể nào đó để tài trợ cho quyết định đầu tư.

1.1.3.1 Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn CSH là tỷ lệ thu nhập yêu cầu cho cổ đông căn cứ vào rủi ro của dòng tiền tài sản của công ty, bao gồm cả rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính

Có 3 phương pháp xác định chi phí vốn chủ sở hữu

- Sử dụng mô hình cổ tức tăng trưởng đều (DGM)
- Phương pháp lãi suất trái phiếu cộng phần bù rủi ro
- Sử dụng Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

Phương pháp 1: Sử dụng mô hình 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 g cố định hàng năm.

Tài liệu tham khảo

Tiếng Việt:

1. Học viện Tài chính, 2009. *Giáo trình phân tích tài chính doanh nghiệp*. Hà Nội: Nhà xuất bản Thống kê.
2. Nguyễn Phúc Hưng, 2012. *Giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính tại Công ty cổ phần VIMECO*. Luận văn thạc sĩ Quản trị kinh doanh. Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.
3. Nguyễn Minh Kiều, 2010. *Tài chính doanh nghiệp căn bản*. Hà Nội: Nhà xuất bản Thống kê.
4. Nguyễn Duy Lạc, 2006. *Nghiên cứu xây dựng cơ cấu vốn hợp lý của các mỏ than nhằm định hướng cho công tác đầu tư giai đoạn 2001 – 2020*. Luận án Tiến sĩ. Trường Đại học Mỏ - Địa chất.
5. Trịnh Thị Phan Lan, 2013. Doanh nghiệp xây dựng - Bất động sản : Rủi ro từ đòn bẩy tài chính. *Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội*, chuyên san Kinh tế và Kinh doanh, Tập 29, Số 3, T68-74.
6. Lê Thị Mỹ Phương, 2012. *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cấu trúc vốn của các công ty cổ phần ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Hà Nội*. Luận văn Thạc sĩ Quản trị kinh doanh. Trường Đại học Đà Nẵng.
7. Nguyễn Hải Sản, 2012. *Quản trị tài chính doanh nghiệp*. Hà Nội: Nhà xuất bản Lao động.
8. Trường Đại học Kinh tế quốc dân, 2005. *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*. Hà Nội: Nhà xuất bản Thống kê.
9. Trần Thị Thanh Tú, 2006. *Đổi mới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp nhà nước Việt nam hiện nay*. Luận án Tiến sĩ kinh tế. Trường Đại học Kinh tế quốc dân.
10. Ủy ban chứng khoán nhà nước, 2009. *Giáo trình phân tích báo cáo tài chính doanh nghiệp*. Hà Nội: Nhà xuất bản Thống kê.
11. Dương Thị Hồng Vân, 2014. *Nghiên cứu về các nhân tố tác động đến cơ cấu vốn của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ kinh tế. Trường Đại học Kinh tế quốc dân.

12. Lê Hoàng Vinh, 2008. *Xây dựng mô hình cơ cấu vốn hợp lý cho doanh nghiệp Việt Nam*. Luận văn Thạc sĩ kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
13. Nguyễn Tấn Quang Vinh, 2015. Báo cáo ngành xây dựng tháng 5/2015. *Báo cáo phân tích ngành*. FPT Securities.

Tiếng nước ngoài:

15. Atman.Edward, 1968. Financial Ratio, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, No 23, P 589-609.
16. Delcours N, 2007. The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*, No 16, P 400-415.
17. Jensen M.C, 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, No 76, P 323-329.
18. Modigliani F. & M.H.Miller, 1958. The cost of capital, corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, No 48, P261-297.
19. Modigliani F. & M.H.Miller, 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review*, No 53, P433-443.
20. Miller M, 1977. Debt and taxes. *Journal of Finance*, No 32, P 261-275.
21. Myers S.C, 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, No 39, P575-592.