

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

ĐOÀN HƯƠNG QUỲNH

**GIẢI PHÁP TÁI CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP
NHÀ NƯỚC TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Kinh tế Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 62.31.12.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

HÀ NỘI - 2010

**CÔNG TRÌNH ĐƯỢC HOÀN THÀNH
TẠI HỌC VIỆN TÀI CHÍNH**

Người hướng dẫn khoa học: **1. PGS, TS Nguyễn Đăng Nam**
 2. TS Bạch Đức Hiến

Phản biện 1: ... PGS, TS Đinh Văn Sơn
Trường Đại học Thương mại

Phản biện 2: ..PGS, TS Đỗ Văn Thành
Bộ Tài chính

Phản biện 3: PGS, TS Nguyễn Đình Tài
Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương

**Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án
cấp Nhà nước, họp tại Học viện Tài chính**

Vào hồi giờ....., ngày tháng năm 2010

**Có thể tìm hiểu luận án tại Thư viện Quốc gia
và Thư viện Học viện Tài chính**

NHỮNG CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Đoàn Hương Quỳnh (2004), “Một vài tham số đặc trưng được sử dụng để đánh giá mức độ rủi ro của cổ phiếu thường”, *Tạp chí Quản lý Ngân quỹ quốc gia*, (19+20), tr.33-34.
2. Đoàn Hương Quỳnh (2009), “Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lời của của doanh nghiệp”, *Tạp chí Tài chính Doanh nghiệp*, (4), tr. 18-19.
3. TS Nguyễn Minh Hoàng, Đoàn Hương Quỳnh (2009), “Nguyên tắc cơ bản để tài trợ vốn đối với doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường”, *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính kế toán*, số 5 (70), tr.38, 39, 42.
4. Đoàn Hương Quỳnh (2009), “Sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp: “Con dao hai lưỡi””, *Tạp chí Tài chính*, số 6 (536), tr.32-33.
5. Đoàn Hương Quỳnh (2009), “Một số quan điểm cơ bản về tái cơ cấu vốn của doanh nghiệp nhà nước”, *Tạp chí Kiểm toán*, số 7 (104), tr.45-46.

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Trong nền kinh tế thị trường, quyết định cơ cấu nguồn vốn là một vấn đề hết sức quan trọng trong tổ chức tài chính doanh nghiệp, bởi vì cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp ảnh hưởng rất lớn đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu và rủi ro tài chính của DN.

Trong những năm vừa qua, khu vực DNNN đã có nhiều nỗ lực trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, năng lực tài chính và khả năng cạnh tranh của các DNNN còn rất hạn chế, một trong những nguyên nhân quan trọng của tình trạng trên là cơ cấu nguồn vốn không phù hợp, mất cân đối nguồn vốn một cách nghiêm trọng, nhiều doanh nghiệp kinh doanh chủ yếu bằng nguồn vốn vay, nợ nần dây dưa tồn đọng lớn... Vì vậy, đánh giá đúng thực trạng cơ cấu nguồn vốn từ đó đưa ra các biện pháp xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho DN nhằm nâng cao năng lực tài chính, lành mạnh hóa tình hình tài chính là một vấn đề hết sức quan trọng và cần thiết trong quản trị tài chính của các DNNN hiện nay. Nghiên cứu đề tài **“Giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước trong điều kiện hiện nay ở Việt Nam”** là vấn đề thiết thực có ý nghĩa khoa học và thực tiễn.

2. Mục đích nghiên cứu của luận án

- Xem xét nhân tố tác động tới cơ cấu nguồn vốn của DN và ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, chi phí sử dụng vốn, an toàn về tài chính trong hoạt động kinh doanh của DN, từ đó xác định những căn cứ chủ yếu để tái cơ cấu nguồn vốn và tổ chức nguồn vốn của DN.

- Đánh giá thực trạng về cơ cấu nguồn vốn, nhân tố tác động đến cơ cấu nguồn vốn và ảnh hưởng của nó đến hiệu quả hoạt động kinh doanh cũng như tình hình tài chính của các DNNN ở Việt Nam hiện nay.

- Đề xuất các giải pháp nhằm thúc đẩy thực hiện việc tái cơ cấu nguồn vốn và lành mạnh hóa tình hình tài chính của DNNN trong giai đoạn hiện nay.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu của đề tài là những vấn đề lý luận và thực tiễn liên quan đến cơ cấu nguồn vốn và những căn cứ, giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn DNNN trong nền kinh tế thị trường.

- Phạm vi nghiên cứu của đề tài là đánh giá thực trạng cơ cấu nguồn vốn của 104 DNNN (trong đó có 97 công ty cổ phần nhà nước niêm yết trên TTCK Việt Nam và 7 Tổng công ty NN) qua 3 năm liên tục 2005, 2006, 2007 và các giải pháp chủ yếu để tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN trong quá trình tiếp tục đổi mới, phát triển.

4. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài nghiên cứu

* Về lý luận

- Đề tài nghiên cứu đã góp phần làm sáng tỏ các vấn đề lý luận về nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn tác động của cơ cấu nguồn vốn đến tỷ suất lợi nhuận

vốn chủ sở hữu, mức độ rủi ro, chi phí sử dụng vốn. Sự cần thiết phải tái cơ cấu nguồn vốn và các nguyên tắc cơ bản tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN; Vận dụng hợp lý và khoa học các nguyên tắc đó để xây dựng cơ cấu nguồn vốn cho các DNNN trong nền KTTT.

*** Về thực tiễn**

- Làm rõ thực trạng hiệu quả hoạt động và cơ cấu nguồn vốn của các DNNN trong thời gian qua từ đó đưa ra những giải pháp nhằm tái cơ cấu nguồn vốn và lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DNNN.

Các đóng góp chính đối với thực tiễn của luận án là:

- Tổng hợp và phân tích một cách khá toàn diện về hiệu quả hoạt động kinh doanh và cơ cấu nguồn vốn của DNNN đến năm 2007.

- Chỉ ra những hạn chế trong cơ cấu nguồn vốn của DNNN.

- Đưa ra những giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của DNNN trong thời gian tới.

5. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo và phụ lục nội dung chính của luận án được trình bày trong 3 chương với 171 trang.

Chương 1

LÍ LUẬN CHUNG VỀ CƠ CẤU NGUỒN VỐN VÀ TÁI CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. Vốn kinh doanh và nguồn vốn của doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường

1.1.1. Doanh nghiệp và vốn kinh doanh của doanh nghiệp

DN là một tổ chức kinh tế có tên riêng, có trụ sở giao dịch ổn định, được thành lập nhằm sản xuất, cung ứng các sản phẩm hàng hóa, dịch vụ trên thị trường với mục tiêu công ích hoặc thu lợi nhuận.

Vốn kinh doanh của DN là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ giá trị tài sản được huy động sử dụng vào hoạt động kinh doanh nhằm mục đích sinh lời.

1.1.2. Nguồn vốn kinh doanh của doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường

Nguồn vốn kinh doanh của DN phản ánh nguồn gốc, xuất xứ của vốn kinh doanh mà DN huy động sử dụng vào hoạt động kinh doanh.

Để đáp ứng yêu cầu quản lý, có thể phân loại nguồn vốn theo những tiêu thức khác nhau:

- * *Căn cứ vào quan hệ sở hữu vốn:* Vốn chủ sở hữu và nợ phải trả
- * *Căn cứ vào thời gian huy động vốn:* Nguồn vốn dài hạn (thường xuyên) và nguồn vốn ngắn hạn (tạm thời).
- * *Căn cứ vào phạm vi huy động:* Nguồn vốn bên trong DN và nguồn vốn bên ngoài DN.

1.2. Cơ cấu nguồn vốn và ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro, tỷ suất sinh lời và chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

1.2.1. Cơ cấu nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn là tỷ trọng của các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà DN huy động, sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Cơ cấu nguồn vốn được đánh giá thông qua hệ số nợ, hệ số vốn chủ sở hữu.

1.2.2. Ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp

1.2.2.1. Rủi ro tài chính

Rủi ro tài chính là sự biến động hay tính khả biến tăng thêm của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hoặc thu nhập trên một cổ phần khi DN sử dụng vốn vay hoặc các nguồn tài trợ khác có chi phí cố định tài chính làm tăng thêm xác suất mất khả năng thanh toán của DN.

1.2.2.2. Ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính và tỷ suất sinh lời của DN

* *Ảnh hưởng đến sự cân bằng về tài chính:* Nếu nguồn vốn lưu động thường xuyên của DN dương tạo ra độ an toàn trong kinh doanh

* *Tính tự chủ về tài chính:* Hệ số đảm bảo nợ càng cao tính tự chủ về tài chính của DN càng cao

* *Ảnh hưởng đến khả năng thanh toán*: Khi hệ số này thấp là dấu hiệu báo trước những khó khăn tiềm ẩn về tài chính mà DN có thể gặp phải trong việc trả nợ. Hệ số này cao cho thấy DN có khả năng cao trong việc sẵn sàng thanh toán các khoản nợ đến hạn.

* *Ảnh hưởng đến tỉ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu của DN*:

- Nếu $ROA_E > i$, tỉ suất sinh lời của tài sản lớn hơn lãi suất tiền vay, khi đó, nếu DN sử dụng nhiều vốn vay càng gia tăng được tỉ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, tuy nhiên cũng tiềm ẩn những rủi ro tài chính lớn đối với DN.

- Nếu $ROA_E < i$, tỉ suất sinh lời của tài sản nhỏ hơn lãi suất tiền vay thì DN càng sử dụng nhiều vốn vay tỉ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu càng bị giảm sút nhanh so với việc không sử dụng nợ vay. Trong trường hợp này đòn bẩy tài chính khuyếch đại giảm tỉ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu và rủi ro tài chính càng lớn.

1.2.3. Ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

1.2.3.1. Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Giá hay chi phí sử dụng vốn là chi phí cơ hội và được xác định từ thị trường vốn. Trên góc độ người cung cấp vốn cho DN thì chi phí sử dụng vốn là tỷ suất sinh lời mà họ đòi hỏi khi cung cấp vốn cho DN. Mức sinh lời này phải tương xứng với mức độ rủi ro mà nhà đầu tư có khả năng gặp phải khi cung cấp vốn. Nghiên cứu chi phí sử dụng vốn có ý nghĩa quan trọng trong việc xây dựng cơ cấu vốn tối ưu cho DN. Mỗi một nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn khác nhau:

* *Chi phí sử dụng vốn vay (r_d)*

* *Chi phí sử dụng cổ phiếu ưu đãi (r_f)*

* *Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu*

- *Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại (r_e)*

- *Chi phí sử dụng cổ phiếu thường mới (r_c)*

* *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)*: Một DN khi huy động vốn phải sử dụng kết hợp nhiều nguồn vốn khác nhau. Chi phí sử dụng vốn bình quân 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 là thấp nhất.

$$WACC = W_d \times r_d + W_f \times r_f + W_e \times r_e$$

W_d, W_f, W_e : Lần lượt là tỷ trọng nợ vay, vốn cổ phiếu ưu đãi, vốn chủ sở hữu (lợi nhuận để lại và cổ phiếu thường mới) trong cơ cấu nguồn vốn.

1.2.3.2. Ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Trong giai đoạn đầu khi gia tăng sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn, do hiệu ứng tiết kiệm thuế nên chi phí sử dụng vốn bình quân của DN giảm xuống. Tuy nhiên khi sử dụng đòn bẩy tài chính (hệ số nợ) vượt quá một giới hạn nào đó, nguy cơ mất khả năng thanh toán của DN cao, rủi ro tài chính tăng lên, các chủ nợ sẽ đòi một mức lãi suất cao hơn, khi đó chi phí sử dụng vốn bình quân của DN sẽ tăng lên.

1.3. Các lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng cơ cấu nguồn vốn

1.3.1. Các lý thuyết cơ bản về cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.3.1.1. Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu (optimal capital structure)

Lý thuyết cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho rằng luôn tồn tại cơ cấu nguồn vốn mà tại đó chi phí sử dụng vốn trung bình của DN là nhỏ nhất và giá trị của DN là cao nhất và đó chính là cơ cấu nguồn vốn tối ưu.

1.3.1.2. Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (NOI approach)

Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng dựa trên giả định DN hoạt động trong điều kiện không có thuế và kết luận rằng không tồn tại cơ cấu nguồn vốn tối ưu, giá cổ phiếu cũng như giá trị DN không phụ thuộc vào cơ cấu nguồn vốn.

1.3.1.3. Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn

Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn được xem là lý thuyết hiện đại lý giải được quan hệ giữa giá trị DN, chi phí sử dụng vốn và mức độ sử dụng nợ của DN. Về nội dung lý thuyết M&M được phát biểu thành 2 định đề quan trọng: định đề I nói về giá trị DN, định đề II nói về chi phí sử dụng vốn. Các định đề này sẽ được lần lượt xem xét trong hai trường hợp ứng với hai giả định chính: có thuế và không có thuế thu nhập DN.

** Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế*

Định đề I: Giá trị DN có sử dụng nợ vay bằng với giá trị của DN không sử dụng nợ vay

Định đề II - Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng lên cùng chiều với việc tăng sử dụng nợ vay

** Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế*

Định đề I: Giá trị của DN có sử dụng nợ vay bằng giá trị của DN không sử dụng nợ vay cộng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế từ lãi vay.

Định đề II: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng khi DN sử dụng nợ vay nhiều hơn, bởi lẽ rủi ro đối với chủ sở hữu tăng lên với mức độ sử dụng nợ vay.

1.3.1.4. Lý thuyết tĩnh về cơ cấu nguồn vốn

Khi có chi phí phá sản, cơ cấu nguồn vốn tối ưu xảy ra ở điểm mà tại đó tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, tối thiểu hoá rủi ro và tối đa hoá giá trị của DN. Đây là ý tưởng cơ bản trong lý thuyết tĩnh về cơ cấu nguồn vốn của DN.

1.3.1.5. Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory)

Các dự án đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng vốn nội bộ, chủ yếu là lợi nhuận để tái đầu tư, rồi mới đến phát hành nợ mới và cuối cùng bằng phát hành vốn cổ phần mới. Phát hành vốn cổ phần mới thường là phương án cuối cùng khi DN đã sử dụng hết khả năng vay nợ.

Qua nghiên cứu về các lý thuyết cơ cấu nguồn vốn cho thấy: Trong thực tế, DN khó có thể xác định được một cơ cấu nguồn vốn tối ưu một cách chính xác nên khái niệm cơ cấu nguồn vốn tối ưu ít nhiều mang tính lý thuyết. Vì thế cả trong nghiên cứu và thực tiễn người ta thường sử dụng khái niệm cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của doanh nghiệp. Tức là cơ cấu nguồn vốn thỏa mãn những mục tiêu nhất định

của DN được xác định trong từng thời kỳ. Cơ cấu nguồn vốn mục tiêu có thể thay đổi qua các thời kỳ khác nhau khi các điều kiện, hoàn cảnh kinh doanh có sự thay đổi đáng kể.

1.3.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Có thể chia thành hai nhóm nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của DN

1.3.2.1. Các nhân tố bên trong DN bao gồm:

Sự ổn định về doanh thu và lợi nhuận; Các nhân tố về đặc điểm sản xuất kinh doanh của DN; Mối quan hệ giữa tỉ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên tổng tài sản (ROA_E) với lãi suất huy động; Đòn bẩy kinh doanh; Chu kì sống và giai đoạn phát triển của DN; Quyền kiểm soát DN; Tỷ lệ tăng trưởng của DN; Khả năng sinh lời; Quy mô của DN; Cơ cấu tài sản; Khả năng thanh toán; Yếu tố năng lực; Sự mạo hiểm của nhà quản trị doanh nghiệp.

1.3.2.2. Các nhân tố bên ngoài DN bao gồm:

Triển vọng phát triển của thị trường vốn; Chính sách kinh tế của Nhà nước; Chính sách đầu tư; Chính sách tiền tệ; Chính sách thuế; Thái độ của người cho vay.

1.4. Tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

1.4.1. Sự cần thiết phải tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Tái cơ cấu nguồn vốn của DN là quá trình tổ chức, sắp xếp lại các nguồn vốn kinh doanh của DN thông qua việc lựa chọn và thực hiện các quyết định tài trợ của DN nhằm đạt được một cơ cấu nguồn vốn hợp lý thích ứng với từng giai đoạn phát triển, thực hiện có hiệu quả các mục tiêu kinh doanh của DN.

Những nguyên nhân chủ yếu phải tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp: *Do kinh doanh thua lỗ kéo dài; Do tăng trưởng quá nhanh; Do thay đổi cơ cấu kinh doanh hoặc sáp nhập doanh nghiệp; Do thái độ của nhà quản lý.*

1.4.2. Các nguyên tắc cơ bản hoạch định và tái cơ cấu nguồn vốn cho doanh nghiệp

Khi tái cơ cấu nguồn vốn các DN phải tuân thủ 5 nguyên tắc cơ bản sau, có như vậy mới giúp DN xây dựng được một cơ cấu nguồn vốn hợp lý.

1.4.2.1. Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích

1.4.2.2. Nguyên tắc cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro

1.4.2.3. Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát doanh nghiệp

1.4.2.4. Nguyên tắc tài trợ linh hoạt

1.4.2.5. Nguyên tắc tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn

1.4.3. Các nhân tố cần xem xét khi vận dụng các nguyên tắc tái cơ cấu nguồn vốn trong thực tiễn

Các nguyên tắc trên là một hệ thống thống nhất và chung cho mọi DN song cũng có thể có những xung đột nhất định trong quá trình vận dụng vào một DN cụ thể. Nguyên tắc này được cho là quan trọng hơn nguyên tắc kia khi nó được xem xét trong môi trường kinh doanh nhất định và trong từng thời kỳ nhất định của DN.

1.4.3.1. Đặc điểm nền kinh tế

1.4.3.2. *Đặc điểm ngành kinh doanh*

1.4.3.3. *Đặc điểm doanh nghiệp*

1.4.4. Các căn cứ chủ yếu để tái cơ cấu nguồn vốn của DN

1.4.4.1 *Chi phí sử dụng vốn*

1.4.4.2. *Cân bằng giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời*

1.4.4.3. *Thực trạng tình hình tài chính của DN*

Chương 2

THỰC TRẠNG CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC Ở VIỆT NAM TRONG THỜI GIAN QUA

2.1. Tổng quan về doanh nghiệp nhà nước và quá trình đổi mới phát triển doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam

2.1.1. Tổng quan về doanh nghiệp nhà nước

2.1.1.1. Doanh nghiệp nhà nước và vai trò của doanh nghiệp nhà nước trong nền kinh tế thị trường

DNNN được xác định có những vai trò chủ yếu sau đây: Có vai trò quan trọng trong việc xây dựng, phát triển cơ sở hạ tầng cho nền kinh tế; Đảm bảo các hàng hóa, dịch vụ thiết yếu liên quan đến an ninh quốc phòng của nền kinh tế; Tạo ra nguồn thu cho ngân sách để phát triển kinh tế xã hội; Thực hiện phân công lao động xã hội; Tạo công ăn việc làm cho người lao động và Tăng cường tiềm lực kinh tế nhà nước.

2.1.1.2. Phân loại doanh nghiệp nhà nước

Có nhiều cách phân loại DNNN. Tác giả tập trung nghiên cứu sự khác biệt về tính chất sở hữu của các DNNN và quy mô vốn, làm cơ sở cho các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn.

2.1.1.3. Doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam

Các đặc trưng cơ bản của DNNN theo luật DN 2005 là:

- DNNN là một pháp nhân mà Nhà nước nắm giữ từ 51% vốn chủ sở hữu trở lên.
- DNNN hoạt động kinh doanh bình đẳng với các doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác và chủ sở hữu Nhà nước chịu trách nhiệm hữu hạn trong phạm vi vốn góp của mình vào doanh nghiệp.
- Các DNNN giữ vai trò quan trọng trong thành phần kinh tế Nhà nước, có thể thực hiện hoạt động kinh doanh hoặc hoạt động công ích.

2.1.2. Quá trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam

2.1.2.1. Giai đoạn trước năm 1986

2.1.2.2. Giai đoạn từ năm 1986-2001

Có thể chia thành hai giai đoạn:

- Giai đoạn 1986-1990
- Giai đoạn từ 1990-2001

2.1.2.3. Giai đoạn từ năm 2001 đến nay

Tóm lại, trong giai đoạn đẩy mạnh đổi mới từ năm 1990 đến nay Nhà nước đã tạo mọi điều kiện để các DNNN phát huy được nội lực, giảm dần sự phụ thuộc vào Nhà nước, thực hiện tự chủ kinh doanh, tự chủ tài chính. Tuy nhiên cũng còn nhiều DNNN vẫn chưa nhận thức đầy đủ về tầm quan trọng của chi phí sử dụng vốn và việc xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu trong hoạt động kinh doanh của mình. Đây chính là một trong các nguyên nhân quan trọng dẫn đến hiệu quả kinh doanh còn thấp của các DNNN như hiện nay.

2.2. Thực trạng về hoạt động kinh doanh và cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước ở Việt Nam thời gian qua

2.2.1. Hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước thời gian qua

2.2.1.1. Về số lượng và quy mô vốn của doanh nghiệp nhà nước

Số lượng DNNN đã được thu gom đầu mối, tránh đầu tư dàn trải và chông chéo để hoạt động có hiệu quả hơn, quy mô của DNNN ngày càng tăng lên.

2.2.1.2. Về cơ cấu tài sản và cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước

Cơ cấu đầu tư vào tài sản dần hợp lý, tuy nhiên cơ cấu nguồn vốn còn có những bất hợp lý, tỷ trọng nợ trong tổng nguồn vốn còn khá cao.

2.2.1.3. Về kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước

Đánh giá về kết quả sản xuất kinh doanh của DNNN cho thấy số lượng DNNN kinh doanh có lãi có xu hướng ngày càng tăng khá cao và số DN kinh doanh thua lỗ giảm dần.

2.2.1.4. Về trình độ trang thiết bị công nghệ

Hầu hết các DN đang sử dụng dây chuyền công nghệ, máy móc thiết bị đồng bộ thuộc thế hệ những năm 80 của thế kỷ 20, có đến 80% thiết bị công nghệ của DNNN lạc hậu so với các nước tiên tiến vài ba chục năm, ví dụ ngành cơ khí có trình độ công nghệ lạc hậu chiếm 52%, ngành điện 45%. Do đó làm giảm khả năng cạnh tranh của DNNN.

2.2.1.5. Về hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước

Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu: Tăng dần qua các năm, năm 2004 đạt được 5,294 đồng và đến năm 2005 là 5,4 đồng, năm 2006 đạt 6,12 đồng, năm 2007 là 6,76 đồng tăng 10,45% so với năm 2006 và tăng đến gần 30% so với năm 2004.

Chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trước thuế trên vốn kinh doanh: năm 2004 là 3,15 đồng và năm 2005 là 3,212 đồng năm 2006 là 3,491 đồng, năm 2007 là 3,487. Đây là một dấu hiệu khả quan, chứng tỏ hiệu quả sử dụng vốn của các DNNN ngày càng được cải thiện.

Chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE): Năm 2004 là 9,91 %, đến năm 2005 là 9,95 % và đến năm 2006 thì một đồng vốn chủ sở hữu bỏ ra thu được 0,106 đồng lợi nhuận năm 2007 là 10,78% tăng 7,2% so với năm trước. Như vậy hiệu quả kinh doanh của vốn Nhà nước đã được cải thiện rõ rệt trong các năm qua.

Chỉ tiêu vòng quay tổng vốn ta nhận vòng quay tổng vốn của các DNNN có xu hướng giảm dần qua các năm. Năm 2005 cứ một đồng vốn kinh doanh tạo ra 0,75 đồng DTT, nhưng đến năm 2007 chỉ tiêu này chỉ còn 0,52 đồng. Nó thể hiện sự yếu

kém của DNNN trong việc quản lí và sử dụng vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Vòng quay các khoản phải thu và kỳ thu tiền bình quân: Thông qua các DN được chọn mẫu bao gồm 104 DNNN trong đó có 97 DNNN niêm yết trên TTCK Việt Nam, còn lại 7 TCT và các Tập đoàn lớn. Các DNNN này đại diện cho các ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh khác nhau và ở các vị trí địa lý khác nhau ở VN. Có thể thấy rằng kỳ thu tiền bình quân của các DNNN Việt Nam còn kéo dài, luôn luôn tồn tại tình trạng chiếm dụng vốn lẫn nhau, đặc biệt là trong ngành xây dựng cơ bản, dẫn đến mất an toàn trong hoạt động kinh doanh của các DN

Chỉ tiêu về khả năng thanh toán: Thông qua mẫu trên cho thấy, khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh vẫn từ mức trung bình trở xuống chiếm đa phần. Do đó, ta có thể thấy khả năng thanh toán của doanh nghiệp Việt nam nói chung là rất đáng báo động.

Từ những đánh giá trên đây, có thể khái quát một số nhận xét chung về hoạt động kinh doanh của DNNN như sau:

- Hiệu quả hoạt động kinh doanh của DNNN đã được cải thiện nhưng vẫn ở mức chưa cao, khả năng thanh toán thấp, kỳ thu tiền bình quân kéo dài tình hình tài chính kém lành mạnh tiềm ẩn nguy cơ mất an toàn trong cơ cấu nguồn vốn.

- Quy mô vốn của các DNNN còn quá nhỏ bé, cơ cấu còn bất hợp lý.

- Trình độ kỹ thuật công nghệ còn lạc hậu, giá thành sản phẩm cao.

- Đầu tư trong DNNN còn mang tính dàn trải, chưa thực sự hiệu quả.

- Các DNNN nhìn chung chưa thực sự tự chủ trong sản xuất kinh doanh.

2.2.2. Thực trạng về cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp nhà nước trong thời gian qua

2.2.2.1. Thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp nhà nước

a. Cơ cấu nguồn vốn của DNNN từ góc độ tự chủ tài chính

- Hệ số nợ của DNNN

Mặc dù hệ số nợ của DNNN có xu hướng giảm dần nhưng vẫn còn giữ ở mức cao làm cho khả năng thanh toán của các DNNN bị hạn chế nhiều.

- Cơ cấu nguồn vốn ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN: Mẫu trên được tác giả chia thành 7 ngành

Bảng 2.3: Các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động kinh doanh của DNNN chia theo ngành

	Tỷ suất LNĐT	Vòng quay VKD	Hệ số nợ	Tỷ suất lợi nhuận VCSH
1.Ngành sản xuất vật liệu				
2005	0,0876	1,95	0,67	0,51
2006	0,0676	1,09	0,72	0,26
2007	0,0824	0,92	0,72	0,27
2.Xây dựng và bất				

động sản				
2005	0,017	1,08	0,95	0,32
2006	0,0258	0,48	0,95	0,25
2007	0,0295	0,52	0,92	0,2
3.Vận tải				
2005	0,0467	1,4	0,64	0,18
2006	0,0425	0,6	0,72	0,09
2007	1,5916	0,55	0,75	3.51
4.Điện nước				
2005	0,0604	0,56	0,63	0,09
2006	0,073	0,24	0,73	0,07
2007	0,0381	0,27	0,72	0,04
5.Công nghiệp				
2005	0,1454	1,32	0,59	0,47
2006	0,1587	0,71	0,68	0,35
2007	0,1224	0,73	0,64	0,25
6.Ngân hàng bảo hiểm				
2005	0,0946	0,34	0,71	0,11
2006	0,1501	0,19	0,68	0,09
2007	0,3923	0,17	0,68	0,21
7.Thương mại và dịch vụ				
2005	0,062	1,99	0,63	0,33
2006	0,0665	0,97	0,73	0,24
2007	0,1080	0,74	0,77	0,35

Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên báo cáo tài chính qua các năm của 104 DNNN qua 3 năm 2005, 2006, 2007

Qua bảng trên ta nhận thấy, hệ số nợ của các DN trong các ngành kinh doanh đều khá cao, trung bình ở mức 70-80% so với tổng vốn kinh doanh. Đặc biệt chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu thì hầu như bị giảm sút qua các năm ở phần lớn các DN. Như vậy có thể thấy rằng yếu tố cơ cấu nguồn vốn trong các ngành kinh doanh có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN. Về vậy để nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của mình trong từng ngành cụ thể nhà quản trị phải biết kết hợp các nguồn vốn một cách hợp lý.

- *Sự cân bằng về mặt tài chính:* Qua mẫu trên cho thấy, nguồn vốn lưu động thường xuyên dương qua các năm, điều đó thể hiện hầu hết các DNNN không vi phạm nguyên tắc tài trợ vốn. Tuy nhiên nguyên tắc tài trợ được đảm bảo nhưng chưa mang tính ổn định theo thời gian.

Để đánh giá rõ hơn về tính tương thích trong vấn đề tài trợ vốn, chúng ta xem xét các DNNN được chia theo quy mô vốn như sau: vốn < 10 tỷ, vốn từ 10 tỷ- 20 tỷ, vốn từ 20 tỷ - 50 tỷ, vốn từ 50 tỷ đến 100 tỷ, vốn từ 100 tỷ- 200 tỷ, vốn trên 200 tỷ.

+ Các DN quy mô vốn nhỏ (< 10 tỷ) chưa thực sự quan tâm đến nguyên tắc tài trợ linh hoạt trong cơ cấu nguồn vốn, chưa thật sự tận dụng tối đa nguồn vốn ngắn hạn để huy động sử dụng vào kinh doanh.

+ Đối với những DN có quy mô vốn từ 20 tỷ - 50 tỷ, có cách tài trợ vốn ổn định và hợp lý nhất trong mẫu điều tra. Nguồn vốn thường xuyên để tài trợ cho các TSDH này cũng thay đổi tương xứng là 64%, 67% và 74%. Điều này chứng tỏ những DNNN có quy mô vốn ở loại này đã chú trọng đến công tác tổ chức huy động vốn trong hoạt động kinh doanh của mình.

+ Còn đối với các DNNN có quy mô vốn từ 50 - 100 tỷ nguồn vốn thường xuyên lớn và có sự thay đổi. Các DN này chưa có một chiến lược lâu dài trong hoạch định cơ cấu nguồn vốn.

+ Đối với những DN có quy mô vốn 100 tỷ - 200 tỷ, vốn trên 200 tỷ: đặc biệt với những DN vốn trên 200 tỷ một phần TSLĐ thường xuyên phải dùng nguồn tài trợ ngắn hạn, đây là một vấn đề mạo hiểm trong công tác tổ chức huy động vốn của DN. Nếu DN tài trợ vốn theo mô hình này thì giảm bớt được chi phí sử dụng vốn nhưng áp lực cho các giám đốc tài chính phải linh hoạt hơn trong hoạt động kinh doanh của mình để đảm bảo khả năng trả các khoản nợ đến hạn. Vì vậy khả năng gặp phải rủi ro về mặt tài chính, mất khả năng thanh toán của những loại DN này là điều đáng lo ngại và bắt đầu phải được quan tâm đến.

- Khả năng tự tài trợ TSCĐ của các DNNN

Bảng 2.6: Khả năng tự tài trợ tài sản cố định theo ngành kinh doanh

Ngành	Năm 2005	Năm 2006	Năm 2007
1. Ngành sản xuất vật liệu	0,57	0,52	0,47
2. Ngành xây dựng và bất động sản	0,2	0,17	0,29
3. Ngành vận tải	0,6	0,51	0,34
4. Ngành công nghiệp	0,65	1,03	0,82
5. Ngành điện nước	0,62	0,52	0,5
6. Ngành ngân hàng và bảo hiểm	0,56	1,14	1,39
7. Ngành thương mại và dịch vụ	0,68	0,63	0,61

Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên báo cáo tài chính qua các năm của 104 DNNN qua 3 năm 2005, 2006, 2007

Nhìn vào bảng trên ta thấy các DN theo ngành kinh doanh hầu hết đều có hệ số khả năng tự tài trợ TSCĐ nhỏ hơn 1, điều này khẳng định phần lớn các DN đều không đủ vốn chủ sở hữu để tài trợ cho TSCĐ. Ngành ngân hàng và bảo hiểm có hệ số này lớn hơn 1 và có xu thế tăng qua các năm được đánh giá là an toàn và có dấu hiệu khả quan trong hoạt động kinh doanh của mình. Còn các ngành khác chỉ tiêu này đều giảm qua các năm hoặc xu thế phát triển là không rõ ràng, ổn định.

b. Cơ cấu nguồn vốn của DNNN từ góc độ chủ sở hữu NN

Ở đây việc xem xét khả năng kiểm soát của Nhà nước được thông qua tỷ lệ vốn chủ sở hữu Nhà nước trong tổng vốn của các DNNN. Tổng vốn đầu tư theo từng nguồn đều tăng phản ánh sự nỗ lực ngày càng nhiều từ phía Nhà nước và sự chủ động khai thác các nguồn vốn ngoài ngân sách của các DNNN. Tuy nhiên một điều cần quan tâm là ở phần lớn các DNNN, tỷ trọng TSDH tăng mà nguồn vốn dài hạn không tăng tương xứng nhất là đi vay dài hạn mà thay vào đó là nguồn vốn ngắn hạn. Như vậy tính ổn định trong cơ cấu nguồn vốn đối với các DNNN là chưa đảm bảo.

c. Cơ cấu nguồn vốn của DNNN từ góc độ ngành kinh doanh:

Ta có thể nhận thấy tỷ trọng nợ của các DNNN trong tất cả các ngành đều khá cao, vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng nhỏ, đặc biệt trong các ngành xây dựng và bất động sản. An toàn về cơ cấu tài chính hơn cả đó là các DNNN trong lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm và ngành công nghiệp.

Xét về tính tương thích tài trợ vốn, một điều rất dễ nhận ra là nguồn vốn lưu động thường xuyên của ngành xây dựng và bất động sản rất nhỏ thậm chí năm 2005 là (-4%), tức là toàn bộ nguồn vốn thường xuyên (vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn) không đủ để tài trợ cho TSCĐ và TSCĐ một phần đã “bị” tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn. Đây là một điều cực kỳ nguy hiểm trong hoạt động tài chính, dễ dẫn các DN trong ngành đến chỗ phá sản.

Đối với ngành công nghiệp nguồn vốn lưu động thường xuyên âm năm 2005, nhưng được cải thiện tương đối tốt qua năm 2006, 2007. Ổn định và an toàn hơn cả trong mẫu điều tra đó là các DN trong ngành ngân hàng bảo hiểm, nguyên tắc tương thích trong tài trợ vốn đã được đảm bảo, nguồn vốn thường xuyên cao và có xu thế tăng lên qua các năm. Ngành điện nước cũng được nhìn nhận cách tài trợ vốn khá phù hợp. Còn lại các ngành khác mặc dù không vi phạm nguyên tắc tài trợ là lấy nguồn ngắn hạn để hình thành TSDH nhưng nguồn vốn lưu động thường xuyên không cao, không ổn định qua các năm. Điều này đặt ra cho các nhà quản trị tài chính phải quan tâm hơn nữa đến vấn đề huy động vốn trong từng giai đoạn từng thời kỳ phát triển của DN.

Tóm lại, cơ cấu nguồn vốn theo ngành kinh doanh của mẫu khảo sát có sự biến đổi một cách thất thường, thiếu tính ổn định. Điều này cho thấy chúng ta chưa có cơ sở đầy đủ rõ ràng để xác định chuẩn mực cơ cấu nguồn vốn theo ngành kinh doanh ở Việt Nam.

d. Thực trạng về chi phí sử dụng vốn của DNNN

Để xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu các DN cũng cần phải quan tâm đến chi phí sử dụng vốn của DN. Đối với DNNN hiện nay, vấn đề chi phí sử dụng vốn chưa thực sự được quan tâm một cách đầy đủ. Các giám đốc DN còn chưa nhận thức đúng đắn về chi phí sử dụng vốn. Mặt khác, trong thực tế hiện nay việc xác định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu còn gặp nhiều khó khăn.

e. Sử dụng mô hình kinh tế lượng đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn của DNNN trong thời gian qua

Tác giả lựa chọn biến phụ thuộc để nghiên cứu là hệ số nợ Y . Các biến giải thích (biến độc lập) như sau:

X2: hệ số khả năng thanh toán nhanh, X3: hệ số tài sản dài hạn trên tổng tài sản, X4: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ, X5: vòng quay các khoản phải thu, X6: tốc độ tăng doanh thu thuần, X7: tốc độ tăng tài sản, X8: ROA_E (Đại diện cho khả năng sinh lời), X9: TSCĐ hữu hình/ Tổng TS (Đại diện cho cơ cấu tài sản), X10: Mối quan hệ giữa ROA_E và lãi suất thị trường, X11: tỷ lệ vốn NN. Thông qua mô hình kinh tế lượng (chương trình Eview) rút ra các nhận xét sau:

- Hệ số khả năng thanh toán có quan hệ ngược chiều với hệ số nợ. Kết quả này cho thấy rằng các DNNN có tính thanh khoản cao sẽ ít sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của mình.

- Hệ số tài sản dài hạn trên tổng tài sản có quan hệ ngược chiều với hệ số nợ. Tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản tăng lên sẽ sử dụng ít nợ.

- Các DNNN vẫn chưa thực sự hiểu điều kiện khi sử dụng nợ vay để gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu bởi vì khi $ROA_E < r$ hệ số nợ vẫn gia tăng

- Vòng quay các khoản phải thu có quan hệ ngược chiều với hệ số nợ, ở các DNNN nếu vòng quay các khoản phải thu tăng, tức là tốc độ thu hồi vốn nhanh thì DN ít đi vay nợ hơn vì không bị khách hàng chiếm dụng vốn.

- Tỷ lệ vốn góp của Nhà nước càng cao thì sẽ dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn vay hơn do các DN này có mối quan hệ với các chủ nợ từ trước khi công ty cổ phần hóa và do NN “bảo lãnh” khi vay vốn.

Tóm lại, thông qua mô hình hồi quy cho ta thấy rằng cơ cấu nguồn vốn của các DNNN Việt Nam chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố chủ yếu là từ bản thân doanh nghiệp, mặt khác nó cũng chịu ảnh hưởng môi trường thể chế mà DN đó đang hoạt động.

2.2.2.2. Đánh giá về thực trạng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp nhà nước trong thời gian qua

Những kết quả đạt được

Một là, cơ cấu nguồn vốn của DNNN đã có sự tái cấu trúc theo hướng gia tăng nguồn vốn thường xuyên (vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn) để đáp ứng yêu cầu kinh doanh ổn định của các DNNN.

Hai là, nhiều DNNN đã từng bước nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh từ đó gia tăng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư tạo điều kiện cho doanh nghiệp chủ động hơn trong việc tái cơ cấu nguồn vốn.

Ba là, một số các DNNN đã thực hiện được nguyên tắc tài trợ vốn theo tính tương thích.

Bốn là, nguồn vốn của DNNN có xu hướng ngày càng được đa dạng hóa.

Những hạn chế

Thứ nhất, phần lớn DNNN cơ cấu nguồn vốn bị mất cân đối khá nghiêm trọng do mở rộng quy mô tràn lan, vượt quá khả năng thanh toán của DN.

Thứ hai, còn nhiều DNNN chưa thực sự quan tâm đến tái cơ cấu nguồn vốn, căn cứ xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu chưa phù hợp.

Thứ ba, các DNNN chưa quan tâm đến tái cơ cấu nguồn vốn theo quy mô, ngành nghề kinh doanh và từng giai đoạn phát triển của DN.

Thứ tư, nhiều DNNN còn sử dụng nguồn tài trợ ngắn hạn quá mức càng làm tăng rủi ro tài chính của DN.

Thứ năm, phần lớn các DNNN chưa thực sự quan tâm đến điều kiện khi sử dụng đòn bẩy tài chính.

Thứ sáu, nhiều DNNN còn ỷ lại vào việc vay vốn của ngân hàng thương mại nhà nước, chưa chủ động sử dụng công cụ trái phiếu để huy động vốn.

Thứ bảy, sự phát triển của DNNN chưa thật sự bền vững, nhất là trong việc xây dựng cơ cấu nguồn vốn phù hợp với KTTT.

Nguyên nhân: Có rất nhiều nguyên nhân dẫn đến tình trạng trên nhưng nguyên nhân chủ yếu: Về cơ chế quản lý tài chính của Nhà nước; Về phía bản thân DN.

2.3. Tái cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp nhà nước của một số nước và bài học kinh nghiệm đối với Việt Nam

2.3.1. Kinh nghiệm tái cơ cấu nguồn vốn của một số nước

2.3.1.1. Kinh nghiệm tái cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp trên thế giới

2.3.1.2. Kinh nghiệm tái cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp nhà nước Trung Quốc

2.3.1.3. Kinh nghiệm tái cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp nhà nước Nhật Bản

2.3.2. Bài học kinh nghiệm về tái cơ cấu nguồn vốn cho doanh nghiệp nhà nước Việt Nam

- Nhà nước đóng vai trò phát triển thị trường tài chính là tạo cơ hội để DN có thêm sự lựa chọn, đa dạng hóa nguồn tài trợ, giảm thiểu rủi ro tài chính.

- Đẩy nhanh tiến trình thoái vốn, giảm vốn nhà nước trên cơ sở lộ trình hội nhập WTO để vừa đảm bảo tăng cường tính tự chủ cho DN, vừa giảm sức ép về vốn cho ngân sách nhà nước.

- Giảm dần sự can thiệp quá sâu của Chính phủ, tạo điều kiện cho DN chủ động hơn trong việc huy động và tái cơ cấu nguồn vốn.

Chương 3

CÁC GIẢI PHÁP TÁI CƠ CẤU NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY Ở VIỆT NAM

3.1. Bối cảnh, yêu cầu phát triển của nền kinh tế và định hướng đổi mới doanh nghiệp nhà nước trong thời gian tới

3.1.1. Bối cảnh, yêu cầu phát triển của nền kinh tế

Cuộc cách mạng khoa học công nghệ tiếp tục phát triển làm nền tảng cho phát triển nền kinh tế tri thức. Toàn cầu hoá và hội nhập quốc tế đã và đang trở thành xu thế phát triển tất yếu của nền kinh tế mỗi nước. Nền kinh tế VN đã và đang bước vào thời kỳ phát triển mới. Chính vì vậy, cơ chế quản lý kinh tế mỗi nước phải được hoàn thiện theo hướng nhất thể hoá, phù hợp với các thông lệ và chuẩn mực quốc tế, với thể chế kinh tế thị trường.

3.1.2. Định hướng đổi mới phát triển doanh nghiệp nhà nước trong những năm tới

Thúc đẩy hoàn thành quá trình sắp xếp đổi mới DNNN. Nâng cao hiệu quả hoạt động và năng lực cạnh tranh của các Tập đoàn kinh tế, Tổng công ty, DNNN; Hoàn

thiện mô hình và cơ chế thực hiện quyền đại diện chủ sở hữu vốn NN; Thực hiện chế độ tự chủ kinh doanh, tự chịu trách nhiệm, cạnh tranh bình đẳng, công khai minh bạch tài chính trong kinh doanh đối với các DN.

3.2. Những mục tiêu cơ bản về tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước

3.2.1. Mục tiêu tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước

- Xây dựng cơ cấu nguồn vốn hợp lý trong từng ngành lĩnh vực kinh doanh và quy mô kinh doanh; Góp phần thúc đẩy tiến trình đổi mới và sắp xếp lại DNNN hoạt động kinh doanh có hiệu quả và có sức cạnh tranh cao; Tăng cường tiềm lực tài chính, lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DNNN.

3.2.2. Các quan điểm cơ bản về tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước

Quan điểm 1: Tái cơ cấu nguồn vốn phải gắn liền với việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, góp phần phát huy vai trò nòng cốt và tăng khả năng cạnh tranh của DNNN.

Quan điểm 2: Tái cơ cấu nguồn vốn phải góp phần nâng cao khả năng chủ động tài chính của doanh nghiệp trong kinh doanh, kết hợp chặt chẽ giữa huy động tối đa nguồn vốn bên trong với nguồn vốn huy động từ bên ngoài.

Quan điểm 3: Tái cơ cấu nguồn vốn phải gắn liền với việc tổ chức sắp xếp lại khu vực DNNN, hoàn thiện và phát triển thị trường tài chính và đặc biệt là TTCK để giúp DNNN huy động vốn một cách hiệu quả.

Quan điểm 4: Để tái cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp có hiệu quả phải sử dụng đồng bộ hệ thống các chính sách, công cụ tài chính vĩ mô đồng thời xác định hợp lý chi phí sử dụng vốn theo nguyên tắc thị trường.

3.3. Các giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp nhà nước Việt Nam

3.3.1. Xác định hợp lý chi phí sử dụng vốn theo nguyên tắc thị trường

Việc tái cơ cấu nguồn vốn phải tính đến chi phí sử dụng vốn, với các DNNN ở Việt Nam việc xác định chi phí sử dụng vốn không phải là điều dễ dàng. Với mỗi phương pháp việc áp dụng vào các DNNN ở VN cũng có những điểm khác biệt:

- Phương pháp chiết khấu cổ tức: Với loại hình DN không phải là công ty cổ phần sẽ không thể có các đại lượng giá thị trường một cổ phần, cổ tức một cổ phần và tốc độ tăng trưởng cổ tức nên ta có thể dùng công thức sau để áp dụng chung cho mọi loại hình DNNN:

$$r_e = \frac{I_0(1+g)}{V_0} + g$$

Trong đó :

r_e : Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại

I_0 : Lợi nhuận chi trả cho chủ sở hữu năm trước

V_0 : Giá trị vốn chủ sở hữu tại thời điểm tính toán

g : Tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng hàng năm

- Phương pháp lãi suất trái phiếu cộng mức bù rủi ro: Các DNNN có thể lấy lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn, hoặc lãi suất do DN vay vốn dài hạn của NH để

thực hiện dự án (vì lãi suất vay vốn dài hạn đã lượng hóa được rủi ro của DN cũng như dự án đầu tư) cộng với mức bù rủi ro. Mức bù rủi ro này phụ thuộc vào mức độ uy tín của DNNN trên thị trường.

- Phương pháp định giá tài sản vốn (CAPM): Trong mô hình CAPM, lãi suất phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn trong 5 năm. Còn phần bù rủi ro của thị trường có thể dự trên khảo sát thực tế về phần bù đòi hỏi của các nhà đầu tư, rồi tính bình quân để làm cơ sở cho phần bù của thị trường.

3.3.2. Thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn theo quy mô doanh nghiệp và ngành kinh doanh

Đối với việc tái cơ cấu nguồn vốn theo qui mô DN:

+ *Bước 1:* Phân chia toàn bộ hệ thống DNNN thành hai loại DNNN có vốn đầu tư của Nhà nước dưới 20 tỷ đồng và trên 20 tỷ đồng. Doanh nghiệp có vốn Nhà nước trên 20 tỷ đồng được coi là doanh nghiệp có quy mô lớn, các doanh nghiệp còn lại thuộc loại doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ.

+ *Bước 2:* Tiến hành đánh giá một cách toàn diện tình hình tài chính, hiệu quả sản xuất kinh doanh và đặc biệt là tính hợp lý về cơ cấu nguồn vốn theo từng loại quy mô.

+ *Bước 3:* Các DNNN có quy mô nhỏ dưới 20 tỷ đồng, kinh doanh có hiệu quả, nếu là doanh nghiệp công ích thì tiếp tục cho tồn tại. Nếu không phải là doanh nghiệp công ích thì cũng cần sáp nhập vào những doanh nghiệp lớn.

+ *Bước 4:* Áp dụng chính sách tái cơ cấu nguồn vốn theo quy mô: Kết thúc bước 3, DNNN có quy mô vừa và nhỏ chỉ còn tồn tại dưới dạng là doanh nghiệp công ích. Vì vậy, Nhà nước phải cấp đủ vốn cần thiết theo thông lệ của ngành kinh doanh. Đối với những DNNN có quy mô lớn hơn 20 tỷ đồng. Cần có sự rà soát xem tỷ lệ vốn chủ sở hữu đã tương ứng với tỷ lệ trung bình của ngành hay chưa. Tùy thuộc vào khả năng về NSNN, Chính phủ phải có chiến lược đầu tư và tài trợ để các doanh nghiệp này có số vốn chủ sở hữu đạt tối thiểu ngang bằng với tỷ lệ trung bình của ngành kinh doanh.

Đối với việc thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn theo ngành kinh doanh:

+ *Bước 1:* Trước hết tiến hành phân loại doanh nghiệp theo tiêu thức ngành kinh tế kỹ thuật (dựa vào: đặc điểm sản phẩm, quy trình công nghệ sản xuất, chế biến và kinh doanh). DN kinh doanh nhiều sản phẩm thì dựa vào sản phẩm chủ yếu có doanh thu chiếm tỷ trọng lớn giữa các thời kì. Còn DN kinh doanh đa ngành, không rõ một ngành cụ thể nào thì xếp chúng vào một loại.

+ *Bước 2:* Tiến hành đánh giá một cách toàn diện hiệu quả SXKD, tình hình tài chính của các doanh nghiệp theo từng ngành.

+ *Bước 3:* Xác định tỷ lệ TSCĐ, TSLĐ trung bình trong tổng vốn kinh doanh của từng ngành kinh doanh và xác định tỷ lệ vốn CSH, tỷ lệ nguồn vốn tài trợ dài hạn, nợ dài hạn và nợ ngắn hạn trung bình cho từng ngành.

+ *Bước 4*: Dựa trên cơ sở tỷ trọng từng loại vốn, tỷ trọng của từng loại nguồn, tỷ trọng cơ cấu ngành tương ứng của công ty nước ngoài, tiến hành phân tích thứ tự ưu tiên các nguyên tắc tài trợ cho DNNN theo ngành, trên quan điểm đảm bảo quyền kiểm soát của Nhà nước và sự phù hợp giữa cơ cấu nguồn vốn, cơ cấu tài sản của các doanh nghiệp trong cùng ngành kinh doanh.

3.3.3. Xây dựng mô hình tái cơ cấu nguồn vốn cho doanh nghiệp nhà nước trong từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp

Có thể khái quát về nguồn vốn và cơ cấu nguồn vốn trong từng giai đoạn phát triển như sau:

- *Giai đoạn hình thành doanh nghiệp*: Trong giai đoạn hình thành doanh nghiệp, khả năng tài trợ vốn vay sẽ không khả thi và nguồn vốn mạo hiểm từ các quỹ đầu tư mạo hiểm là thích hợp hơn cả.

- *Giai đoạn phát triển (tăng trưởng)*: Trong giai đoạn này sẽ xuất hiện sự chuyển hóa giữa nhà đầu tư vốn mạo hiểm sang nhà đầu tư vốn cổ phần mới. Nguồn tài trợ hợp lý cho các DN trong giai đoạn này là phát hành chứng khoán rộng rãi ra công chúng.

- *Giai đoạn bão hòa*: Từ việc tài trợ hầu như hoàn toàn bằng vốn cổ phần trong giai đoạn này các DN nên kết hợp với một tỷ trọng nợ ngày càng tăng trong cơ cấu nguồn vốn.

- *Giai đoạn suy thoái, phá sản*: Nguồn vốn chủ sở hữu cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp chủ yếu từ lợi nhuận tích lũy (nếu có) và tiền khấu hao thu hồi chưa sử dụng.

3.3.4. Nhà nước cần thực hiện bổ sung đủ vốn điều lệ cho các doanh nghiệp nhà nước tương xứng với nhiệm vụ sản xuất kinh doanh mà doanh nghiệp được giao

Trong thời gian vừa qua nhiều DNNN đã góp vốn đầu tư hoặc mua cổ phần, vốn góp tại nhiều doanh nghiệp khác, phân tán vào nhiều lĩnh vực kể cả không thuộc lĩnh vực ngành nghề chủ yếu. Điều này dẫn đến hệ số nợ cao, an toàn về tài chính kém. Chính vì vậy NN cần xem xét và chỉ bổ sung vốn cho những DNNN tương xứng với nhiệm vụ sản xuất kinh doanh mà DN được giao.

3.3.5. Nhà nước cần phải tăng cường quản lý và giám sát việc sử dụng vốn vay nhằm hướng tới cơ cấu hợp lý giữa vốn chủ sở hữu và nợ trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

Để giúp các DNNN đảm bảo hợp lý trong cơ cấu nguồn vốn, an toàn trong kinh doanh, giảm thiểu rủi ro, NN cần phải có quy định giới hạn cụ thể cho các DNNN trong việc huy động vốn vay đối với từng ngành nghề, lĩnh vực.

3.3.6. Xử lý có hiệu quả các khoản nợ của doanh nghiệp nhà nước, từng bước lành mạnh hoá tình hình tài chính của doanh nghiệp nhà nước Việt Nam

Việc xử lý các khoản nợ nói chung của DNNN được phân biệt giữa DNNN cần nắm giữ 100% vốn và DN có thể chuyển đổi sở hữu và mỗi một khoản nợ cả phải thu

và phải trả sẽ có biện pháp cụ thể nhằm lành mạnh hóa tình hình tài chính của DNNN.

3.3.7. Củng cố và phát triển thị trường chứng khoán tạo điều kiện để doanh nghiệp đa dạng hóa các kênh huy động vốn dài hạn trên thị trường

Cần nâng cao tính pháp lý của hệ thống văn bản về TTCK nhằm tạo điều kiện cho các DN nói chung, DNNN nói riêng tham gia vào thị trường an toàn và hiệu quả, khuyến khích các DN phát hành chứng khoán để huy động vốn tạo điều kiện dễ dàng tái cơ cấu nguồn vốn.

3.3.8. Tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nhà nước chủ động tái cơ cấu nguồn vốn kinh doanh theo hướng tích cực và hiệu quả

Các DNNN phải khai thác triệt để nguồn vốn bên trong của DN từ lợi nhuận để lại, từ các quỹ. Tăng cường thu hút các nguồn vốn bên ngoài. Nhanh chóng thanh lý, nhượng bán các tài sản không cần dùng, lạc hậu về kỹ thuật để thu hồi vốn, xử lý các tài sản thừa trong quá trình hoạt động kinh doanh để bổ sung thêm vốn. Có như vậy mới tạo điều kiện DN chủ động tái cơ cấu nguồn vốn.

3.3.9. Hoàn thiện cơ chế quản lý tài chính trong các doanh nghiệp nhà nước

Thứ nhất, trong cơ chế huy động tạo lập vốn đối với DNNN.

Thứ hai, đối với cơ chế phân phối lợi nhuận, trả cổ tức.

Thứ ba, đối với cơ chế hỗ trợ tín dụng phát triển.

Thứ tư, áp dụng khung thuế suất thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập DN khác nhau cho các doanh nghiệp với các quy mô vốn khác nhau.

Thứ năm, về chính sách thúc đẩy việc phát triển thị trường mua, bán nợ chung đối với toàn bộ các doanh nghiệp Việt Nam.

3.3.10. Nâng cao trình độ năng lực quản lý tài chính cho cán bộ, lãnh đạo quản lý doanh nghiệp

Việc đổi mới nhận thức của người lãnh đạo về tầm quan trọng của xây dựng cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho DN cũng như nâng cao năng lực quản trị DN là vấn đề cấp bách hiện nay.

KẾT LUẬN

Đánh giá đúng thực trạng cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả sử dụng vốn của các DNNN, từ đó tìm ra các biện pháp tái cơ cấu nguồn vốn kinh doanh của các DNNN một cách hợp lý nhằm nâng cao năng lực tài chính, lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DNNN là một vấn đề cần thiết, có ý nghĩa cả về mặt lý luận và thực tiễn. Kết quả và những đóng góp mới của luận án được thể hiện ở một số nội dung chủ yếu như sau:

- Tác giả đã luận giải một cách hệ thống và chi tiết về các lý thuyết cơ cấu nguồn vốn, ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến rủi ro tài chính, tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu và chi phí sử dụng vốn của DN. Chỉ rõ các nguyên nhân phải tái cơ cấu nguồn vốn và các nguyên tắc cần tuân thủ khi tái cơ cấu nguồn vốn của DN để tạo cơ sở khoa học để các DN xem xét, lựa chọn và xây dựng chính sách tái cơ cấu nguồn vốn phù hợp với DN mình.

- Thông qua đánh giá thực trạng về cơ cấu nguồn vốn của các DNNN ở Việt nam hiện nay, luận án đã chỉ ra hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DNNN còn thấp, tính cân bằng tài chính xét theo ngành và qui mô kinh doanh còn chưa hợp lý, nhất là đối với DNNN có quy mô vốn nhỏ và những ngành kinh doanh trong lĩnh vực xây dựng cơ bản... Tác giả đã sử dụng mô hình kinh tế lượng để làm rõ hơn các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu nguồn vốn DNNN.

- Luận án đã đưa ra các quan điểm tái cơ cấu nguồn vốn phải gắn với việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và tăng khả năng cạnh tranh của DNNN, phải góp phần nâng cao khả năng chủ động tài chính cho DN, tái cơ cấu nguồn vốn phải gắn liền với việc tổ chức sắp xếp lại khu vực DNNN.

- Luận án đã đề xuất những giải pháp nhằm thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn DNNN góp phần nâng cao năng lực tài chính, lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DNNN. Gắn thực hiện các giải pháp tái cơ cấu nguồn vốn của các DNNN với cơ chế, chính sách, đào tạo nguồn nhân lực... tạo môi trường kinh doanh ổn định, minh bạch, bình đẳng giữa các DN trong mọi thành phần kinh tế. Từ đó giúp cho các DNNN có thể thực hiện tái cơ cấu nguồn vốn một cách hiệu quả.

Mặc dù đã có nhiều cố gắng trong nghiên cứu nhưng luận án khó có thể tránh khỏi những thiếu sót nhất định. Tác giả rất mong nhận được những ý kiến đóng góp quý báu của các nhà khoa học, các đồng nghiệp để luận án được hoàn thiện hơn./.