

## CHƯƠNG 3

# QUẢN LÝ NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

Vốn là điều kiện không thể thiếu được để một doanh nghiệp được thành lập và tiến hành các hoạt động sản xuất - kinh doanh. Vì vậy, quản lý vốn của doanh nghiệp có ý nghĩa quan trọng trong quản lý tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong quản lý nguồn vốn, chúng ta đề cập chủ yếu đến các hình thức huy động vốn, xem xét ảnh hưởng của các nhân tố tới cách thức lựa chọn nguồn vốn của doanh nghiệp.

### 3.1. Tổng quan về vốn của doanh nghiệp

Trong mọi doanh nghiệp, vốn đều bao gồm hai bộ phận: vốn chủ sở hữu và nợ; mỗi bộ phận này được cấu thành bởi nhiều khoản mục khác nhau tùy theo tính chất của chúng. Tuy nhiên, việc lựa chọn nguồn vốn trong các doanh nghiệp khác nhau sẽ không giống nhau, nó phụ thuộc vào một loạt các nhân tố như:

Trạng thái của nền kinh tế.

Ngành kinh doanh hay lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp.

Quy mô và cơ cấu tổ chức của doanh nghiệp.

Trình độ khoa học - kỹ thuật và trình độ quản lý.

Chiến lược phát triển và chiến lược đầu tư của doanh nghiệp.

Thái độ của chủ doanh nghiệp.

Chính sách thuế v.v...

### 3.2. Các nguồn vốn của doanh nghiệp và phương thức huy động

Tùy 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. Trong điều kiện kinh tế thị trường, các phương thức huy động vốn của doanh nghiệp được đa dạng hoá nhằm khai thác mọi nguồn vốn trong nền kinh tế. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, trong hoàn cảnh cụ thể của Việt Nam, do thị trường tài chính chưa phát triển hoàn chỉnh nên việc khai thác vốn có những nét đặc trưng nhất định. Sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế và thị trường tài chính sẽ sớm tạo điều kiện để các doanh nghiệp mở rộng khả năng thu hút vốn vào kinh doanh.

Sau đây là các nguồn vốn và các phương thức huy động vốn (còn gọi là phương thức tài trợ) mà các doanh nghiệp có thể sử dụng.

### **3.2.1. 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.

#### **3.2.1.1. 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.

Đối với doanh nghiệp Nhà nước, vốn góp ban đầu chính là vốn đầu tư của Nhà nước. Chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước là Nhà nước. Hiện nay, cơ chế quản lý tài chính nói chung và quản lý vốn của doanh nghiệp Nhà nước nói riêng đang có những thay đổi để phù hợp với tình hình thực tế.

Đối với các doanh nghiệp, theo Luật doanh nghiệp, chủ doanh nghiệp phải có một số vốn ban đầu cần thiết để xin đăng ký thành lập 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. Trong các loại hình doanh nghiệp khác như công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), các nguồn vốn cũng tương tự như trên; tức là vốn có thể do chủ đầu tư bỏ ra, do các bên tham gia các đối tác góp, v.v... Tỷ lệ và quy mô góp vốn của các bên tham gia công ty phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau (như luật pháp, đặc điểm ngành kinh tế-kỹ thuật, cơ cấu liên doanh).

### **3.2.1.2. 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 (retained earnings), 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.

Nguồn vốn tái đầu tư từ lợi nhuận để lại chỉ có thể thực hiện được nếu như doanh nghiệp đã và đang hoạt động và có lợi nhuận, được phép tiếp tục đầu tư. Đối với các doanh nghiệp Nhà nước thì việc tái đầu tư phụ thuộc không chỉ vào khả năng sinh lợi của bản thân doanh nghiệp mà còn phụ thuộc vào chính sách khuyến khích tái đầu tư của Nhà nước.

Tuy nhiên, đối với các công ty cổ phần thì việc để lại lợi nhuận liên quan đến một số yếu tố rất nhạy cảm. Khi công ty để lại một phần lợi nhuận trong năm cho tái đầu tư, tức là không dùng số lợi nhuận đó để chia lãi cổ phần, các cổ đông không được nhận tiền lãi cổ phần (cổ tức) nhưng bù lại, họ có quyền sở hữu số vốn cổ phần tăng lên của công ty.

Như vậy, giá trị ghi sổ của các cổ phiếu sẽ tăng lên cùng với việc tự tài trợ bằng nguồn vốn nội bộ. Điều này một mặt, khuyến khích cổ đông giữ cổ phiếu lâu dài, nhưng mặt khác, dễ làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu trong thời kỳ trước mắt (ngắn hạn) do cổ đông chỉ nhận được một phần cổ tức nhỏ hơn. Nếu tỷ lệ chi trả cổ tức thấp, hoặc số lãi ròng không đủ hấp dẫn thì giá cổ phiếu có thể bị giảm sút.

Khi giải quyết vấn đề cổ tức và tái đầu tư, chính sách phân phối cổ tức của công ty cổ phần phải lưu ý đến một số yếu tố có liên quan như :

- Tổng số lợi nhuận ròng trong kỳ.
- Mức chia lãi trên một cổ phiếu của các năm trước.

- Sự xếp hạng cổ phiếu trên thị trường và tính ổn định của thị giá cổ phiếu của công ty, tâm lý và đánh giá của công chúng về cổ phiếu đó.

- Hiệu quả của việc tái đầu tư.

### **3.2.1.3. 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. Chúng ta sẽ xem xét một số yếu tố cơ bản liên quan đến việc phát hành và kiểm soát các loại cổ phiếu khác nhau.

#### ***a- Cổ phiếu thường (Common Stock/Share)***

Cổ phiếu thường (còn gọi là cổ phiếu thông 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.

*Giới hạn phát hành:* mặc dù việc phát hành cổ phiếu có nhiều ưu thế so với các phương thức huy động vốn khác nhưng cũng có những hạn chế và các ràng buộc cần được doanh nghiệp cân nhắc kỹ lưỡng. Giới hạn phát hành là một quy định ràng buộc có tính pháp lý. Lượng cổ phiếu tối đa mà công ty được quyền phát hành gọi là vốn cổ phiếu được cấp phép. Đây là một trong những quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước nhằm quản lý và kiểm soát chặt chẽ các hoạt động phát hành và giao dịch chứng khoán. Tại nhiều nước, số cổ phiếu được phép phát hành được ghi trong điều lệ của công ty; tuy nhiên, một số nước khác không quy định ghi số lượng đó trong điều lệ công ty. Muốn tăng vốn cổ phần thì trước hết cần phải được đại hội cổ đông cho phép, sau đó phải hoàn tất những thủ tục quy định khác.

Hầu hết các nước đều sử dụng giới hạn phát hành như một công cụ quan trọng để kiểm soát và hạn chế các rủi ro cho công chúng. Thông thường, một công ty có thể phát hành một lần hoặc một số lần trong giới hạn số cổ phiếu đã được cấp phép phát hành. Ví dụ, công ty X được phép phát hành 400 triệu cổ

phiếu, giả sử năm trước công ty đã phát hành 117 triệu cổ phiếu thì công ty đương nhiên còn được phát hành thêm 283 triệu cổ phiếu nữa ( $400 - 117 = 283$ ).

Tuy nhiên, trên thực tế, việc quản lý và kiểm soát quá trình phát hành chứng khoán tùy thuộc vào chính sách cụ thể của nhà nước và của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Ở Việt Nam hiện nay, hệ thống văn bản pháp quy về chứng khoán mới được xây dựng và đang trong quá trình hoàn thiện để tạo điều kiện tốt hơn cho hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp và lưu chuyển vốn trong nền kinh tế.

Sau khi phát hành, phần lớn những cổ phiếu nằm trong tay các nhà đầu tư - các cổ đông (shareholder). Những cổ phiếu này gọi là những cổ phiếu *đang lưu hành* trên thị trường. Tuy nhiên, có thể chính công ty phát hành mua lại một số cổ phiếu của mình và giữ chúng nhằm mục đích nào đó. Những cổ phiếu được công ty mua lại như vậy gọi là *cổ phiếu ngân quỹ*. Những cổ phiếu này được coi như tạm thời không lưu hành. Việc mua lại hoặc bán ra những cổ phiếu này phụ thuộc vào một số yếu tố như:

- Tình hình cân đối vốn và khả năng đầu tư
- Tình hình biến động thị giá chứng khoán trên thị trường.
- Chính sách đối với việc sáp nhập hoặc thôn tính công ty (chống thôn tính)
- Tình hình trên thị trường chứng khoán và quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước.
- Mệnh giá và thị giá

Giá trị ghi trên mặt cổ phiếu gọi là mệnh giá (par value), giá cả của cổ phiếu trên thị trường gọi là thị giá. Giá trị của cổ phiếu được phản ánh trong sổ sách kế toán của công ty gọi là giá trị ghi sổ (book value), đó cũng chính là mệnh giá của các cổ phiếu đã phát hành.

Mệnh giá không chỉ được ghi trên mặt cổ phiếu mà còn được ghi rõ trong giấy phép phát hành và trên sổ sách kế toán của công ty. Tuy nhiên, mệnh giá chỉ có ý nghĩa khi phát hành cổ phiếu và đối với khoảng thời gian ngắn sau khi cổ phiếu được phát hành. Thị giá phản ánh sự đánh giá của thị trường đối với cổ phiếu, phản ánh lòng tin của các nhà đầu tư đối với hoạt động của công ty.

### **Quyền hạn của cổ đông**

Các cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường chính là những người sở hữu công ty, do đó họ có quyền trước hết đối với tài sản và sự phân chia tài sản hoặc thu nhập của công ty. Cổ đông có quyền tham gia kiểm soát và điều khiển các công việc của công ty. Tuy nhiên, thông thường có một số lượng cổ đông của công ty, nên mỗi cổ đông chỉ có một quyền lực giới hạn nhất định trong việc bỏ phiếu hoặc chỉ định thành viên của ban giám đốc. Một số công việc hay những vấn đề đặc biệt cần có sự nhất trí của đại đa số cổ đông.

Tuỳ theo việc quy định trong điều lệ công ty, có thể hình thành các phương thức bỏ phiếu khác nhau. Hai phương pháp được sử dụng rộng rãi là bỏ phiếu theo đa số và bỏ phiếu gộp.

**Bỏ phiếu theo đa số** (majority voting) là việc cổ đông có thể dùng mỗi lá phiếu để bầu một người quản lý, các chức danh sẽ được bầu riêng rẽ. Điều này rõ ràng có lợi cho những người đang nắm đa số cổ phiếu của công ty vì họ có thể tạo áp lực mạnh hơn bằng số lớn cổ phiếu nắm giữ.

**Cơ chế bỏ phiếu gộp** (cumulative voting) cho phép cùng bỏ phiếu cho một số ứng cử viên nào đó, tức là một cổ đông có thể dồn toàn bộ số phiếu có trong tay cho một ứng cử viên được ưa chuộng. Đây là lý do tại sao một số các cổ đông thiểu số ủng hộ cơ chế bỏ phiếu gộp.

Trong điều lệ công ty, có quy định rõ về phạm vi những sự vụ cần được đa số (trên 50%) cổ đông tán thành và những vấn đề cần được tuyệt đại đa số (75% trở lên) cổ đông nhất trí.

Vấn đề chống thôn tính, bảo vệ công ty trước sự xâm thực bằng cổ phiếu của các công ty khác là một khía cạnh đặc biệt. Huy động vốn qua phát hành cổ phiếu phải xét đến nguy cơ bị thôn tính. Do đó, phải tính đến tỷ lệ cổ phần tối thiểu cần duy trì để giữ vững quyền kiểm soát của công ty.

#### ***b- 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.

Phần lớn các công ty cổ phần qui định rõ: công ty có nghĩa vụ trả hết số lợi tức chưa thanh toán của các kỳ trước cho các cổ đông ưu tiên, sau đó mới thanh toán cho các cổ đông thường.

Các cổ phiếu ưu đãi có thể được chính công ty phát hành thu hồi lại (chào lại) khi công ty thấy cần thiết. Những trường hợp như vậy cần quy định rõ những điểm sau:

- Trường hợp nào thì công ty có thể mua lại cổ phiếu.
- Giá cả khi công ty mua lại cổ phiếu.
- Thời hạn tối thiểu không được phép mua lại cổ phiếu (ví dụ 5 năm)

Trong thực tế, ở một số nước như Mỹ chẳng hạn, rất hiếm khi cổ đông ưu tiên có quyền bỏ phiếu một cách đầy đủ. Tuy nhiên, nếu có ít nhất 2/3 cổ đông ưu tiên nhất trí về một vấn đề nào đó thì ban lãnh đạo công ty phải xem xét ý kiến của họ. Nếu các cổ phiếu ưu tiên không được trả cổ tức thì các cổ đông của những cổ phiếu đó có thể được quyền bỏ phiếu.

Một vấn đề rất quan trọng cần đề cập khi phát hành cổ phiếu ưu tiên, đó là thuế. Khác với chi phí lãi vay được giảm trừ khi tính thuế thu nhập công ty, cổ tức được lấy từ lợi nhuận sau thuế. Đó là hạn chế của cổ phiếu ưu tiên. Mặc dù vậy, như đã đề cập, cổ phiếu ưu tiên vẫn có những ưu điểm đối với cả công ty phát hành và cả nhà đầu tư.

Khi nào các hãng phát hành và thu hồi cổ phiếu ? Để trả lời câu hỏi này cần xem xét những khía cạnh sau:

Các hãng thường cố gắng cân bằng giữa nợ và vốn chủ sở hữu để giữ vững khả năng thanh toán, củng cố uy tín tài chính. Khi tỷ lệ nợ ở mức thấp, nếu cần vốn thì các công ty thường chọn cách phát hành trái phiếu tức là tăng nợ (mà không tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu). Nếu tỷ lệ nợ ở mức cao, công ty phải tránh việc tăng thêm tỷ lệ nợ và chọn cách phát hành cổ phiếu.

Tuy nhiên, thực tế các công ty không quan tâm nhiều đến việc giữ một mức cân bằng chính xác. Việc điều chỉnh vốn chủ sở hữu và các khoản nợ thường ngẫu hứng và theo kiểu linh hoạt "tuỳ cơ ứng biến".

Sự phản ứng trước các biến động của thị trường chứng khoán là một yếu tố đáng chú ý.

### **Chương 3: Quản lý nguồn vốn của doanh nghiệp**

---

Một số nhà phân tích tài chính doanh nghiệp đã đưa ra những nhận xét như sau:

Phần lớn các cổ phiếu được phát hành bổ sung sau khi thị giá cổ phiếu của doanh nghiệp đó tăng trên thị trường chứng khoán.

Giá cổ phiếu tăng lên là một dấu hiệu có nhiều cơ hội đầu tư mở rộng vào những dự án có triển vọng trong doanh nghiệp.

Tuy nhiên, người ta chưa lý giải được một cách tường tận tại sao trên thực tế các công ty thường lựa chọn việc phát hành cổ phiếu sau khi có sự tăng giá cổ phiếu. Một số nguyên nhân có thể là những yếu tố sau đây:

Do đòi hỏi cân bằng tỷ lệ nợ (như nói trên)

Do tỷ lệ P/E (Price-Earnings Ratio) ở mức cao, tức là thị giá cổ phiếu tăng mạnh hơn tốc độ tăng của tỷ suất lợi nhuận ròng.

Do yếu tố tâm lý của công chúng và các nhà đầu tư trên thị trường.

Ngoài ra, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp có thể được bổ sung từ phần chênh lệch đánh giá lại tài sản cố định, chênh lệch tỷ giá.

#### **3.2.2. 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 và vay thông qua phát hành trái phiếu.

##### **3.2.2.1. Nguồn vốn tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại**

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.

Không một doanh nghiệp nào không vay vốn ngân hàng hoặc không sử dụng tín dụng thương mại nếu doanh nghiệp đó muốn tồn tại vững chắc trên thương trường. Trong quá trình hoạt động, các doanh nghiệp thường vay ngân hàng để đảm bảo nguồn tài chính cho các hoạt động sản xuất - kinh doanh, đặc biệt là đảm bảo có đủ vốn cho các dự án mở rộng hoặc đầu tư chiều sâu của doanh nghiệp.



Về mặt thời hạn, vốn vay ngân hàng có thể được phân loại theo thời hạn vay, bao gồm: *vay dài hạn* (thường tính từ 3 năm trở lên; có nơi tính từ 5 năm trở lên), *vay trung hạn* (từ 1 năm đến 3 năm) và *vay ngắn hạn* (dưới 1 năm). Tiêu chuẩn và quan niệm về thời gian để phân loại trong thực tế không giống nhau giữa các nước, và có thể khác nhau giữa các ngân hàng thương mại.

Tuỳ theo tính chất và mục đích sử dụng, ngân hàng cũng có thể phân loại cho vay thành các loại như: cho vay đầu tư tài sản cố định, cho vay đầu tư tài sản lưu động, cho vay để thực hiện dự án. Cũng có những cách phân chia khác như: cho vay theo ngành kinh tế, theo lĩnh vực phục vụ hoặc theo hình thức bảo đảm tiền vay.

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. Doanh nghiệp phải xuất trình hồ sơ vay vốn và những thông tin cần thiết mà ngân hàng yêu cầu. Trước tiên, ngân hàng phải phân tích hồ sơ xin vay vốn, đánh giá các thông tin liên quan đến dự án đầu tư hoặc kế hoạch sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp vay vốn.

**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. Việc yêu cầu người vay có tài sản thế chấp trong nhiều trường hợp làm cho bên đi vay không thể đáp ứng được các điều kiện vay, kể cả những thủ tục pháp lý về giấy tờ, v.v... do đó, 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. Nói chung, sự kiểm soát này không gây khó khăn cho doanh nghiệp, tuy nhiên, trong một số trường hợp, điều đó cũng làm cho doanh nghiệp có cảm giác bị “kiểm soát”.

**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

### **Chương 3: Quản lý nguồn vốn của doanh nghiệp**

---

vốn lớn và làm giảm thu nhập của doanh nghiệp. Có những thời kỳ ở nước ta, lãi suất vay vốn khá cao và thiếu tính cạnh tranh do đó không tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất - kinh doanh.

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. Trong một số doanh nghiệp, nguồn vốn tín dụng thương mại dưới dạng *các khoản phải trả* (Accounts payable) có thể chiếm tới 20% tổng nguồn vốn, thậm chí có thể chiếm tới 40% tổng nguồn vốn.

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, sẽ được tính vào giá thành sản phẩm hay dịch vụ. 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.

#### **3.2.2.2. Phát hành trái phiếu công ty**

Trái phiếu là một tên chung của các giấy vay nợ dài hạn và trung hạn, bao gồm: *trái phiếu Chính phủ* (government bond) và *trái phiếu công ty* (corporate bond). Trái phiếu còn được gọi là trái khoán. Trong phần này, chúng ta chỉ xem xét trái phiếu công ty trên một số khía cạnh cơ bản.

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. Trước khi quyết định phát hành, cần hiểu rõ đặc điểm và ưu nhược điểm của mỗi loại trái phiếu. Trên thị trường tài chính ở nhiều nước, hiện nay thường lưu hành những loại trái phiếu doanh nghiệp như sau:

***a- Trái phiếu có lãi suất cố định***

Loại trái phiếu này thường được sử dụng nhiều nhất, tức là phổ biến nhất trong các loại trái phiếu doanh nghiệp. Lãi suất được ghi ngay trên mặt trái phiếu và không thay đổi trong suốt kỳ hạn của nó. Như vậy cả doanh nghiệp (người đi vay) và người giữ trái phiếu (người cho vay) đều biết rõ mức lãi suất của khoản nợ trong suốt thời gian tồn tại (kỳ hạn) của trái phiếu. Việc thanh toán lãi trái phiếu cũng thường được quy định rõ, ví dụ trả 2 lần trong năm vào ngày 30/6 và 31/12.

Để huy động vốn trên thị trường bằng trái phiếu, phải tính đến mức độ hấp dẫn của trái phiếu. Tính hấp dẫn phụ thuộc vào những yếu tố sau:

- *Lãi suất của trái phiếu*: đương nhiên, người đầu tư muốn được hưởng mức lãi suất cao nhưng doanh nghiệp phát hành phải cân nhắc lãi suất có thể chấp nhận được đối với trái phiếu của họ, chứ không thể trả thật cao cho nhà đầu tư.

Lãi suất của trái phiếu phải được đặt trong tương quan so sánh với lãi suất trên thị trường vốn, đặc biệt là phải tính đến sự cạnh tranh với trái phiếu của các công ty khác và trái phiếu Chính phủ. Giả sử trái phiếu kho bạc Nhà nước kỳ hạn 5 năm có lãi suất 7,0%/năm, trái phiếu trung bình của một số công ty khác cùng kỳ hạn: 8,0%/năm; khi đó để phát hành thành công trái phiếu, cần quy định lãi suất trái phiếu sao cho có thể cạnh tranh được với mức lãi suất đó. Tuy nhiên, một ràng buộc khác là chi phí lãi vay mà công ty phải trả cho các trái chủ. Nếu đưa thêm các yếu tố khuyến khích vào trái phiếu thì có thể không cần nâng cao mức lãi suất.

- *Kỳ hạn của trái phiếu*: đây là yếu tố rất quan trọng không những đối với công ty phát hành mà cả đối với nhà đầu tư. Khi phát hành, doanh nghiệp phải căn cứ vào tình hình thị trường vốn và tâm lý dân cư mới có thể xác định kỳ hạn hợp lý. Ví dụ, trong tháng 9-2001, Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam phát hành các loại trái phiếu vô danh và ghi danh với kỳ hạn 5 năm và 7 năm. Loại trái phiếu 5 năm bán được với số lượng rất lớn nhưng loại trái phiếu 7 năm thì không hấp dẫn công chúng.

- *Uy tín của doanh nghiệp*: Không phải doanh nghiệp nào cũng có thể thu hút được công chúng mua trái phiếu vì nhà đầu tư phải đánh giá uy tín của doanh nghiệp thì mới quyết định mua hay không mua. Các doanh nghiệp có uy tín và vững mạnh thì dễ dàng hơn trong việc phát hành trái phiếu ra công chúng để huy động vốn.

Trong việc phát hành trái phiếu, cũng cần chú ý đến mệnh giá vì nó có thể liên quan đến sức mua của dân chúng. Đặc biệt, ở Việt Nam khi phát hành trái phiếu, doanh nghiệp cần xác định một mức mệnh giá vừa phải để nhiều người có thể mua được, tạo sự lưu thông dễ dàng cho trái phiếu trên thị trường.

***b- Trái phiếu có lãi suất thay đổi***

Tuy gọi là lãi suất thay đổi nhưng thực ra loại này có lãi suất phụ thuộc vào một số nguồn lãi suất quan trọng khác. Chẳng hạn, lãi suất LIBOR (Lodon Interbank Offered Rate) hoặc lãi suất cơ bản (Prime Rate).

Khi nào nên phát hành loại trái phiếu thả nổi? Trong điều kiện có mức lạm phát khá cao và lãi suất thị trường không ổn định, doanh nghiệp có thể khai thác tính ưu việt của loại trái phiếu này. Do các biến động của lạm phát kéo theo sự giao động của lãi suất thực, các nhà đầu tư mong muốn được hưởng một lãi suất thoả đáng khi so sánh với tình hình thị trường. Vì vậy, một số người ưa thích trái phiếu thả nổi. Tuy nhiên, loại trái phiếu này có một vài nhược điểm:

Doanh nghiệp không thể biết chắc chắn về chi phí lãi vay của trái phiếu, điều này gây khó khăn một phần cho việc lập kế hoạch tài chính.

Việc quản lý trái phiếu đòi hỏi tốn nhiều thời gian hơn do doanh nghiệp phải thông báo các lần điều chỉnh lãi suất.

***c- Trái phiếu có thể thu hồi (callable bond)***

Một số doanh nghiệp lựa chọn cách phát hành những trái phiếu có thể thu hồi, tức là doanh nghiệp có thể mua lại vào một thời gian nào đó. Trái phiếu như vậy phải được quy định ngay khi phát hành để người mua trái phiếu được biết. Doanh nghiệp phải quy định rõ về thời hạn và giá cả khi doanh nghiệp chuộc lại trái phiếu. Thông thường, người ta quy định thời hạn tối thiểu mà trái phiếu sẽ không bị thu hồi, ví dụ trong thời gian 36 tháng.

Loại trái phiếu có thể thu hồi có những ưu điểm sau:

Có thể được sử dụng như một cách điều chỉnh lượng vốn sử dụng. Khi không cần thiết, doanh nghiệp có thể mua lại các trái phiếu, tức là giảm số vốn vay.

Doanh nghiệp có thể thay nguồn tài chính do phát hành trái phiếu loại này bằng một nguồn tài chính khác thông qua mua lại các trái phiếu đó.

Tuy nhiên, nếu không có những hấp dẫn nào đó thì trái phiếu này không được ưa thích.

#### ***d- Chứng khoán có thể chuyển đổi***

Các doanh nghiệp, đặc biệt là các công ty Mỹ, thường phát hành những chứng khoán kèm theo những điều kiện có thể chuyển đổi được. Nói chung, sự chuyển đổi và lựa chọn cho phép các bên (doanh nghiệp, người đầu tư) có thể lựa chọn cách thức đầu tư có lợi và thích hợp.

Có một số hình thức chuyển đổi, ở đây chỉ đề cập hai loại:

**Giấy bảo đảm (warrant):** Người sở hữu giấy bảo đảm có thể mua một số lượng cổ phiếu thường, được quy định trước với giá cả và thời gian xác định.

**Trái phiếu chuyển đổi (convertible bond)** là loại trái phiếu cho phép có thể chuyển đổi thành một số lượng nhất định các cổ phiếu thường. Nếu thị giá của cổ phiếu tăng lên thì người giữ trái phiếu có cơ may nhận được lợi nhuận cao.

## **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Vốn của doanh nghiệp và phương thức huy động? Liên hệ thực tiễn Việt Nam.
2. Đối với một doanh nghiệp, sử dụng nợ chỉ có lợi chứ không có hại. Hãy bình luận.
3. Đối với một doanh nghiệp, chính sách tài trợ tối ưu là chính sách tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Hãy bình luận.