01/11/2006
Cập nhật: 15/03/2013

NGUYỄN XUÂN THÀNH

DỆT PHƯƠNG ĐÔNG

Vào thời điểm cuối năm 2004, Lê Hải Linh, Tổng Giám đốc Công ty Cổ phần Dệt Phương Đông đang xem xét các phương án huy động vốn khác nhau để tài trợ cho việc đầu tư xây dựng một nhà máy mới tại Khu công nghiệp Tân Bình, Thành phố Hồ Chí Minh. Trong cuộc họp Hội đồng Quản trị gần đây, các thành viên đã có nhiều ý kiến bất đồng về phương thức huy động vốn tốt nhất cho công ty. Vì vậy, trong vòng ba tuần tới, chị Hải Linh phải phân tích những ý kiến của tất cả các thành viên hội đồng quản trị và lựa chọn phương án mà Ban Giám đốc công ty sẽ chính thức đề xuất.

Dệt Phương Đông có nguồn gốc từ một tổ hợp dệt may hình thành tại Khu Bảy Hiền, Tân Bình trước năm 1975. Trong cuối thập niên 1970, Phương Đông được chuyển đổi sang hình thức công tư hợp danh rồi thành doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, khác với nhiều doanh nghiệp chuyển đổi hình thức sở hữu trong thời kỳ cải tạo công thương nghiệp ở TP.HCM phải đối phó với các xáo trộn về nhận sự, đội ngũ quản lý then chốt của công ty vẫn được duy trì trong đó có thành viên gia đình của Lê Hải Linh, một trong những gia đình sáng lập ra công ty. Vì vậy, Phương Đông tiếp tục khai thác được những mối liên hệ về thị trường và phát triển thành một trong những công ty dệt may quy mô lớn trong thập niên 1980. Sau khi tốt nghiệp đại học, Hải Linh theo bước chân của những người đi trước trong gia đình, vào làm việc cho Dệt Phương Đông. Tuy nhiên, ngay khi đất nước đổi mới kinh tế và đầu tư nước ngoài bắt đầu chảy vào, chị đã chuyển sang làm cho một công ty liên doanh và sau một thời gian ngắn đã nắm giữ vị trị then chốt là giám đốc bán hàng.

Vào năm 1998, Dệt Phương Đông được cổ phần hóa. Nhà nước giữ 30% cổ phần, phần còn lại chủ yếu là do đội ngũ quản lý và công nhân viên nắm giữ. Các cổ đông bên ngoài chỉ nắm giữ khoảng 20% cổ phần. Tại thời điểm này, Lê Hải Linh được Hội đồng Quản trị Dệt Phương Đông mời trở lại và bổ nhiệm làm Tổng Giám đốc. Từ kinh nghiệm có được trong thời gian làm việc cho liên doanh, TGĐ Linh bắt đầu một "chương trình kép": đầu tư thiết bị mới cộng với hợp lý hóa dây truyền sản xuất. Nguồn vốn huy động từ cổ phần hóa được sử dụng để nhập máy dệt kim hiện đại từ Đức. Tận dụng sự hỗ trợ của dự án phát triển doanh nghiệp do Cộng đồng châu Âu (EU) tài trợ, Hải Linh đã mời các chuyên gia quản lý sản xuất của Ý đến công ty để tổ chức lại dây chuyền sản xuất và cắt giảm chi phí.

Thông tin tài chính của Dệt Phương Đông năm 2004 được trình bày trong Minh họa 1-3. Trong vòng 4 năm trở lại đây, Công ty có lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh tăng trưởng đều. Mặc dù vậy, diễn biến giá cổ phiếu của công ty trên thị trường OTC lại không thuận lợi (xem Minh họa 4). Một phần nguyên nhân của tình trạng này là các nhà đầu tư vẫn chưa thực sự tin tưởng vào chương trình kép của TGĐ Linh. Dưới con mắt của họ, Dệt Phương Đông vẫn chưa chứng minh được tiềm năng tăng trưởng vững chắc trong dài hạn của mình trước sự cạnh tranh của các doanh nghiệp dệt trong nước và nhập khẩu từ nước ngoài.

Tình huống này do Nguyễn Xuân Thành, giảng viên Chính sách Công, Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright biên soạn. Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải để đưa ra khuyến nghị chính sách.

Bản quyền © 2006 và 2013 Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright.

Cho tới năm 2002, Hải Linh và các thành viên hội đồng quản trị của công ty đã xác định rằng chìa khóa của việc thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận là việc đầu tư xây dựng một nhà máy mới. Sau gần hai năm nghiên cứu, Hải Linh và nhóm dự án của mình đã chọn thuê đất trong Khu Công nghiệp Tân Bình (KCNTB). Tổng vốn đầu tư của dự án là 175 tỷ đồng. Hải Linh cho rằng dự án tại KCNTB sẽ tạo đà phát triển mới cho công ty sau chương trình kép năm 1998. Theo ước tính trong báo cáo thẩm định, mỗi năm dự án sẽ cộng thêm vào lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) của công ty 36,2 tỷ đồng. Hội đồng Quản trị đã hoàn toàn ủng hộ Hải Linh về nội dung kỹ thuật cũng như địa điểm của dự án. Hải Linh dự định sẽ triển khai dự án từ ngay đầu năm 2005. Dự kiến, đầu năm 2006 thì nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động. Toàn bộ vốn đầu tư 175 tỷ đồng sẽ phải huy động từ nguồn bên ngoài. Thông tin tài chính của dự án được tóm tắt trong Minh họa 5.

Vào thời điểm cổ phần hóa, Dệt Phương Đông đã thanh lý hết tất cả các khoản nợ vay dài hạn. Từ đó trở đi, dưới sự lãnh đạo của Linh, Dệt Phương Đông đáp ứng toàn bộ nhu cầu đầu tư của mình thông qua số vốn huy động từ cổ phần hóa và một phần lợi nhuận giữ lại. Nợ của không ty chỉ gồm các khoản nợ phải trả ngắn hạn. Thành phần cổ đông lớn của công ty không có thay đổi gì nhiều kể từ thời điểm cổ phần hóa. Cổ phiếu của công ty chưa được niêm yết và hiện được giao dịch trên thị trường phi tập trung (OTC). Khối lượng giao dịch của cổ phiếu Dệt Phương Đông không nhiều. Mức cổ tức của Dệt Phương Đông hiện là 1.700 đồng/năm. TGĐ Linh dự kiến vẫn sẽ duy trì mức này trong một vài năm tới.

Sau khi tham khảo tư vấn của một số công ty chứng khoán, Giám đốc Tài chính báo cáo cho Hải Linh rằng nếu công ty chọn phương án phát hành cổ phiếu thường mới ra thị trường, thì mỗi cổ phần sẽ có giá 25.500 đồng. Sau khi trừ đi chi phí bảo lãnh phát hành và các chi phí giao dịch khác thì số vốn ròng mà công ty thu về sẽ là 24.500 đồng/cổ phần. Giám đốc Tài chính cũng báo cáo với Hải Linh rằng nếu đi vay toàn bộ 175 tỷ đồng thì Sacombank sẽ cho vay với lãi suất 16%/năm và nợ gốc trả đều trong 5 năm bắt đầu tư năm dự án đi vào hoạt động. Thông tin tài trợ dự án được tóm tắt trong Minh họa 6. Sau khi tổng hợp các thông tin này, TGĐ Hải Linh đưa vấn đề huy động vốn ra Hội đồng Quản trị để thảo luận. Nhưng khác hẳn với kỳ họp trước ở đó có sự đồng thuận cao về việc thực hiện dự án đầu tư mới, lần này các thành viên hội đồng quản trị đã đưa ra nhiều ý kiến trái ngược nhau về phương thức huy động vốn nào là có lợi nhất.

Một thành viên hội đồng quản trị sử dụng ngay những con số Hải Linh đưa ra để phân tích. Với mức cổ tức hiện nay là 1.700đ và giá bán cổ phiếu ròng 24.500đ, chi phí vốn cổ phần mới sẽ chỉ là 6,94%/năm. Trái lại, nợ vay ngân hàng có lãi suất 16%/năm. Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp hiện là 28%. Vì lãi vay được khấu trừ khỏi thu nhập chịu thuế nên chi phí nợ vay thực tế giảm còn 11,52%. So sánh chi phí vốn của hai phương án tài trợ, phát hành cổ phiếu mới có lợi hơn.

Một thành viên khác đưa ra ý kiến rằng việc vay nợ sẽ làm tăng rủi ro tài chính của công ty. Nếu thông tin về khoản vay của Sacombank là đúng thì mỗi năm Dệt Phương Đông sẽ phải trả lãi là 28 tỷ đồng. Nếu thu nhập từ hoạt động kinh doanh suy giảm đột biến trong một số năm nhất định thì công ty có thể gặp khó khăn trong việc trả lãi. Khác với việc trả cổ tức là do công ty tự quyết định, việc không trả được lãi có thể dẫn đến nguy cơ phá sản với một loạt các chi phí đi kèm.

Cũng có ý kiến cho rằng khi vay nợ Dệt Phương Đông sẽ phải cung cấp thông tin và chịu sự giám sát của ngân hàng. Theo thành viên này, việc phát hành thêm cổ phiếu sẽ có nhiều khả năng được các cổ đông hiện hữu mua. Khi đó, công ty sẽ không phải cung cấp thêm thông tin gì nhiều. Nếu có cổ đông mới thì cũng sẽ ở số lượng thiểu số và như vậy thì yêu cầu tiết lộ thông tin cũng không nhiều. Ngược lại, ngân hàng sẽ đòi hỏi nhiều thông tin liên quan đến cả tình hình sản xuất kinh doanh, bộ máy quản lý và tài chính để thẩm định hồ sơ vay vốn. Có nhiều thông tin, đặc biệt là những thông tin liên quan đến dự án đầu tư mới, mà công ty không nên tiết lộ ra bên ngoài.

Ý kiến phản đối cuối cùng về việc tài trợ đầu tư bằng nợ vay được dựa trên kinh nghiệm vay nợ trước đây của Dệt Phương Đông khi còn là doanh nghiệp nhà nước. Khi đó, ngoài chi phí lãi vay, doanh nghiệp

còn phải chịu nhiều khoản không chính thức nữa để có được vốn vay ngân hàng. Cộng tất cả lại thì chi phí vay nợ là rất cao. Thành viên này cho rằng lúc đó Dệt Phương Đông là doanh nghiệp nhà nước đi vay còn chịu nhiều chi phí thì bây giờ là công ty cổ phần đi vay có thể còn chịu chi phí cao hơn.

Trong hội đồng quản trị cũng có nhiều ý kiến ủng hộ phương án vay nợ. Một ý kiến cho rằng việc phát hành thêm cổ phiếu mới sẽ làm tăng số lượng cổ đông. Điều này có nghĩa là tỷ phần sở hữu của các cổ đông hiện hữu sẽ giảm, dẫn tới giảm quyền biểu quyết của ban giám đốc và thành viên hội đồng quản trị.

Một số ý kiến khác cho rằng việc phát hành cổ phiếu mới bây giờ là không có lợi vì cổ phiếu của Dệt Phương Đông hiện đang bị định giá quá thấp. Những thành viên này chỉ ra rằng việc công ty hoạt động có lợi nhuận kể từ khi cổ phần hóa và sử dụng lợi nhuận này để tái đầu tư đã làm gia tăng giá trị vốn cổ phần theo sổ sách lên rất nhiều. Trước mắt, các nhà đầu tư trên thị trường không nhận thấy điều này. Nhưng theo thời gian, giá cổ phiếu sẽ nhất định tăng lên để phản ánh đúng thực tế hoạt động của công ty. Nếu vậy, thì việc phát hành cổ phiếu mới bây giờ tương đương với việc bán rẻ một phần giá trị công ty cho người ngoài. Nhiều thành viên ủng hộ phương án vay nợ cũng chỉ ra rằng với sự cạnh tranh cao giữa các ngân hàng trong giai đoạn hiện nay và việc công ty vay của một ngân hàng thương mại cổ phần, những chi phí vay nợ không chính thức sẽ là không đáng kể.

Do có nhiều ý kiến khác nhau, Hội đồng Quản trị đã không đưa ra được quyết định cuối cùng về phương thức huy động vốn cho dự án mới tại KCNTB mà yêu cầu TGĐ Hải Linh chỉ đạo Giám đốc Tài chính tập trung phân tích hai nội dung sau đây để trình Hội đồng Quản trị trong kỳ họp tới. Thứ nhất, vì giá cổ phiếu có tương quan mạnh với lãi cơ bản trên một cổ phần (EPS) nên cần phân tích việc vay nợ để tài trợ dự án mới có giúp tăng EPS của Công ty hay không và liệu EPS sẽ tăng cao hay thấp hơn hơn so với phương án phát hành thêm cổ phần. Thứ hai, việc vay nợ chắc chắn sẽ làm tăng rủi ro cho doanh nghiệp nên cần tính toán khả năng trả nợ của doanh nghiệp nếu quyết định đi vay ngân hàng để tài trợ cho dự án. Hải Linh có thêm ba tuần nữa để tổng hợp các ý kiến của tất cả các thành viên, phân tích chi tiết các điểm lợi-hại của từng phương án tài trợ rồi đề xuất phương án tối ưu.

Minh họa 1: Bảng đối kế toán

Triệu VNĐ

	2004	2003
TÀI SẢN NGẮN HẠN	211.634	164.679
Tiền và tương đương tiền	**40.915**	24.923
Các khoản phải thu ngắn hạn	39.481	43.010
Hàng tồn kho	113.151	89.246
Tài sản ngắn hạn khác	18.086	7.499
TÀI SẢN CỐ ĐỊNH	259.398	244.471
Nguyên giá	397.472	371.296
Giá trị hao mòn lũy kế	-138.074	-126.825
TỔNG TÀI SẢN	**471.032**	**409.150**
NỢ PHẢI TRẢ	327.568	289.851
Nợ ngắn hạn	315.658	274.191
Vay nợ ngắn hạn	0.000	0.000
Phải trả người bán	151.833	114.337
Người mua trả tiền trước	129.335	103.308
Phải trả người lao động	5.073	4.852
Chi phí phải trả	25.887	50.221
Phải trả khác	3.529	1.473
Nợ dài hạn	11.911	15.660
Phải trả dài hạn khác	8.382	11.690
Vay nợ dài hạn	0.000	0.000
Dự phòng trợ cấp thôi việc	3.529	3.970
VỐN CHỦ SỞ HỮU	143.464	119.299
Vốn cổ phần	105.403	105.403
Thặng dư vốn cổ phần	9.925	9.925
Lợi nhuận chưa phân phối	**28.136**	3.970
TỔNG NỢ VÀ VỐN CSH	**471.032**	**409.150**

Nguồn: Tác giả.

Minh họa 2: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Triệu VNĐ

	2004
Doanh thu	407.385
Giá vốn hàng bán	-322.688
Lợi nhuận gộp	84.697
Chi phí bán hàng và quản lý	-25.365
Chi phí tài chính	0.000
Lợi nhuận từ HĐKD	59.332
Thu nhập khác	-0.882
Lợi nhuận trước thuế	58.450
Thuế TNDN	-16.366
Lợi nhuận sau thuế	42.084
Lãi cơ bản trên cp (VNĐ/cp)	**3993**

Nguồn: Tác giả.

Minh họa 3: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Triệu VNĐ

	2004
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ TỪ HĐKD	
Lợi nhuận sau thuế	42.084
Khấu hao tài sản cố định	11.249
Thay đổi khoản phải thu	3.529
Thay đổi hàng tồn kho	-23.906
Thay đổi tài sản ngắn hạn khác	-10.587
Thay đổi khoản phải trả	37.717
NCF từ hoạt động kinh doanh	**60.086**
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ TỪ HĐĐT	
Mua sắm TSCĐ	-26.176
Thanh lý TSCĐ	0
NCF từ hoạt động đầu tư	**-26.176**
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ TỪ HĐTC	
Thu từ phát hành cổ phần	0
Vay nợ	0
Trả nợ gốc	0
Trả cổ tức	-17.919
NCF từ hoạt động tài chính	**-17.919**
Tổng ngân lưu ròng, NCF	**15.991**

Nguồn: Tác giả.

Minh họa 4: Số liệu lợi nhuận, cổ tức và giá cổ phiếu, 1999-2004
(Triệu đồng, ngoại trừ số liệu b/q cổ phiếu)

	Lợi nhuận trước thuế (EBIT)	Lợi nhuận sau thuế	Lợi nhuận trên 1 CP (EPS)	Cổ tức trên 1 CP	Giá cổ phiếu trên thị trường OTC	
					Cao	Thấp
1999	45.375	30.855	2.927	1.200	22.100	20.700
2000	40.040	27.227	2.583	0	20.350	18.500
2001	43.120	29.322	2.782	1.200	23.750	17.375
2002	49.870	33.912	3.217	1.500	27.625	22.250
2003	57.320	38.978	3.698	1.700	24.800	18.500
2004	58.450	42.084	3.993	1.700	26.900	24.650

Nguồn: Tác giả.

Mình họa 5: Thông tin về dự án đầu tư mới

Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	175
Thời gian khấu hao (năm)	10
Vòng đời dự kiến (năm)	10
EBIT dự kiến do dự án tạo ra từ 2006 (tỷ VNĐ)	36.2

Nguồn: Tác giả.

Mình họa 6: Phương án tài trợ dự án

1. Phát hành thêm cổ phần	
Giá bán/cp (VNĐ)	25.500
Giá trị ròng thu về (VNĐ)	24.500
Tổng số cổ phần phát hành thêm (triệu cp)	7,14
2. Vay ngân hàng	
Giá trị vay nợ (tỷ VNĐ)	175
Lãi suất (%/năm)	16%
Kỳ hạn trả đều nợ gốc (năm)	5

Nguồn: Tác giả.