

1 tháng 11 năm 2006

*Nghiên cứu Tình huống***DỆT PHƯƠNG ĐÔNG***

Tháng 3 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 chuyên đổi hình thức sở hữu trong thời kỳ cải tạo công thương nghiệp ở TP.HCM phải đối phó với nhiều 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 trí 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, TGD Linh bắt đầu một “chương trình kép”: đầu tư thiết bị mới cộng với hợp lý hóa dây chuyền 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

* Tình huống này do Nguyễn Xuân Thành, Giảng viên Chính sách Công tại FETP soạn.

(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.

Nhờ vậy, Dệt Phương Đông lần đầu tiên trong vòng 5 năm trở lại đây, có lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh. Mặc dù vậy, diễn biến giá cổ phiếu của công ty trên thị trường OTC lại không thuận lợi. (Xem Phụ lục 1.) Một phần nguyên nhân của tình trạng này là các nhà đầu tư vẫn chưa thực sự tin tưởng vào chương trình kếp của TGD 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.

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 kếp năm 1998. Theo ước tính trong báo cáo thẩm định dự án, 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 vào cuối năm 2004. 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.

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 chị 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 lợi nhuận giữ lại. Nợ của công ty chỉ gồm các khoản vay ngắn hạn quy mô nhỏ. Tính đến thời điểm năm 2004, cơ cấu vốn của Dệt Phương Đông bao gồm 100% vốn cổ phần. Thành phần cổ đông 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. TGD 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 kỳ hạn 10 năm, lãi suất 16%/năm, vốn gốc trả một lần khi đáo hạn. Sau khi tổng hợp các thông tin này, TGD 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 số người 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 khác phân tích 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 số 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. TGD 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.

Phụ lục 1 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 (ước)	58.450	42.084	3.993	1.700	26.900	24.650