

Bài 1:**TỔNG QUAN VỀ PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

Phân tích tài chính (financial analysis) là môn học được thiết kế dành riêng cho Chương Trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright và được giảng dạy vào học kỳ Thu hàng năm. Môn học này được thiết kế trên cơ sở kết hợp các môn học: Tài chính công ty (Corporate Finance), Quản trị tài chính (Financial Management), Thị trường tài chính (Financial Markets), và Tài chính quốc tế (International Finance) được giảng dạy ở các trường đại học ở các nước phát triển, trong đó chú trọng đến khía cạnh phân tích và ra quyết định tài chính nhằm trang bị cho các nhà hoạch định chính sách và giám đốc doanh nghiệp công cụ và kỹ năng phân tích trước khi ra quyết định.

Tài chính có 3 lĩnh vực chủ yếu bao gồm: (1) thị trường và thể chế tài chính, (2) đầu tư tài chính, và (3) quản trị tài chính. Các lĩnh vực này thường liên quan như nhau đến những loại giao dịch tài chính nhưng theo góc độ khác nhau. Trong phạm vi môn học này chúng ta chỉ tập trung xem xét những vấn đề liên quan đến quản trị tài chính, thị trường tài chính và đầu tư tài chính.

1. Quản trị tài chính là gì?

Quản trị tài chính quan tâm đến việc đầu tư, mua sắm, tài trợ và quản lý tài sản doanh nghiệp nhằm đạt mục tiêu đề ra. Qua định nghĩa này có thể thấy quản trị tài chính liên quan đến 3 loại quyết định chính: quyết định đầu tư, quyết định nguồn vốn, và quyết định quản lý tài sản.

1.1 Quyết định đầu tư

Quyết định đầu tư là quyết định quan trọng nhất vì nó tạo ra giá trị cho doanh nghiệp. Quyết định đầu tư là những quyết định liên quan đến: (1) tổng giá trị tài sản và giá trị từng bộ phận tài sản (tài sản lưu động và tài sản cố định) cần có và (2) mối quan hệ cân đối giữa các bộ phận tài sản trong doanh nghiệp.

Trong môn học kế toán bạn đã làm quen với hình ảnh bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp. Quyết định đầu tư gắn liền với phía bên trái bảng cân đối tài sản. Cụ thể nó bao gồm những quyết định như sau:

- Doanh nghiệp cần những loại tài sản nào phục vụ cho sản xuất kinh doanh?
- Mối quan hệ giữa tài sản lưu động và tài sản cố định nên như thế nào?
- Doanh nghiệp cần đầu tư bao nhiêu vào tài sản lưu động? Bao nhiêu vào tài sản cố định? Chi tiết hơn, doanh nghiệp cần đầu tư bao nhiêu vào hàng tồn kho, bao nhiêu tiền mặt cần có trong hoạt động kinh doanh hàng ngày? Nên mua sắm những loại tài sản cố định nào? v.v...

Trong các chương tiếp theo của môn học này chúng ta sẽ lần lượt xem xét xem công ty nên ra quyết định đầu tư như thế nào.

1.2 Quyết định nguồn vốn

Nếu như quyết định đầu tư liên quan đến bên trái thì quyết định nguồn vốn lại liên quan đến bên phải của bảng cân đối tài sản. Nó gắn liền với việc quyết định nên lựa chọn loại nguồn vốn nào cung cấp cho việc mua sắm tài sản, nên sử dụng vốn chủ sở hữu hay vốn vay, nên dùng vốn ngắn hạn hay vốn dài hạn. Ngoài ra, quyết định nguồn vốn còn xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận để lại tái đầu tư và lợi nhuận được phân chia dưới hình thức cổ tức. Một khi sự lựa chọn giữa nguồn vốn vay hay nguồn vốn của doanh nghiệp, sử dụng nguồn vốn vay ngắn hạn hay vốn vay dài hạn, hoặc lựa chọn giữa lợi nhuận để lại và lợi nhuận phân chia đã được quyết định thì bước tiếp theo nhà quản trị còn phải quyết định làm thế nào để huy động được các nguồn tài trợ đó. Nên sử dụng lợi nhuận tích lũy hay nên kêu gọi thêm vốn từ cổ đông, nên vay ngân hàng hay nên huy động vốn bằng cách phát hành các công cụ nợ, nên phát hành trái phiếu hay tín phiếu,... Đó là những quyết định liên quan đến quyết định nguồn vốn trong hoạt động của doanh nghiệp.

1.3 Quyết định quản lý tài sản

Loại quyết định thứ ba trong quản trị tài chính là quyết định về quản trị tài sản. Một khi tài sản đã được mua sắm và nguồn tài trợ đã được sử dụng để mua sắm tài sản thì vấn đề quan trọng là quản lý sao cho tài sản được sử dụng một cách hiệu quả và hữu ích. Giám đốc tài chính chịu trách nhiệm về việc quản lý và sử dụng tài sản có hiệu quả, đặc biệt đối với tài sản lưu động là loại tài sản dễ gây ra thất thoát và lãng phí khi sử dụng.

2. Mục tiêu của công ty

Để đánh giá quản trị tài chính có hiệu quả hay không chúng ta cần có chuẩn mực nhất định. Chuẩn mực để đánh giá hiệu quả quản trị tài chính ở đây chính là mục tiêu mà công ty đề ra. Dĩ nhiên công ty có rất nhiều mục tiêu được đề ra nhưng dưới giác độ quản trị tài chính **mục tiêu của công ty là nhằm tối đa hoá giá trị tài sản của chủ sở hữu**. Tuy nhiên mục tiêu này không phải diễn ra trong chân không mà trong môi trường kinh doanh, do đó, nó phải được xem xét trong mối quan hệ với các vấn đề khác như quan hệ lợi ích giữa chủ sở hữu và người điều hành công ty, giữa lợi ích công ty và lợi ích xã hội nói chung. Suy cho cùng, quyết định của nhà quản trị phải nhằm vào mục tiêu gia tăng tài sản cho chủ sở hữu. Muốn vậy, mọi quyết định tài chính cần chú ý đến khả năng tạo ra giá trị. Một quyết định nếu không tạo ra được giá trị sẽ không làm tăng mà làm giảm giá trị tài sản của chủ sở hữu.

2.1 Tạo ra giá trị

Đứng trên giác độ tạo ra giá trị, tối đa hoá lợi nhuận là mục tiêu chính của công ty. Mục tiêu này nhằm không ngừng gia tăng giá trị tài sản cho chủ sở hữu doanh nghiệp. Mục tiêu tối đa hoá lợi nhuận được cụ thể và lượng hoá bằng các chỉ tiêu sau:

- Tối đa hoá chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế (Earning after tax – EAT). Tuy nhiên nếu chỉ có mục tiêu tối đa hoá lợi nhuận sau thuế chưa hẳn gia tăng được giá trị cho cổ đông. Chẳng hạn, giám đốc tài chính có thể gia tăng lợi nhuận bằng cách phát hành cổ phiếu kêu gọi vốn rồi dùng số tiền huy động được để đầu tư vào trái phiếu kho bạc thu lợi nhuận. Trong trường hợp này, lợi nhuận vẫn gia tăng nhưng lợi nhuận trên vốn cổ phần giảm vì số lượng cổ phần phát hành tăng. Do đó chỉ tiêu tối đa hoá lợi nhuận cần được bổ sung bằng chỉ tiêu tối đa hoá lợi nhuận trên vốn cổ phần.
- Tối đa hoá lợi nhuận trên cổ phần (Earning per share – EPS). Chỉ tiêu này có thể bổ sung cho những hạn chế của chỉ tiêu tối đa hoá lợi nhuận sau thuế. Tuy nhiên, chỉ tiêu này vẫn còn có những hạn chế của nó. (1) Tối đa hoá EPS không xét đến yếu tố thời giá tiền tệ và độ dài của lợi nhuận kỳ vọng, (2) tối đa hoá EPS cũng chưa xem xét đến yếu tố rủi ro, và cuối cùng tối đa hoá EPS không cho phép sử dụng chính sách cổ tức để tác động đến giá trị cổ phiếu trên thị trường. Bởi vì nếu chỉ vì mục tiêu tối đa hoá EPS có lẽ công ty sẽ không bao giờ trả cổ tức!
- Vì những lý lẽ như đã phân tích trên đây, tối đa hoá thị giá cổ phiếu (market price per share) được xem như là mục tiêu thích hợp nhất của công ty vì nó chú ý kết hợp nhiều yếu tố như độ dài thời gian, rủi ro, chính sách cổ tức và những yếu tố khác có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.

Giám đốc là người điều hành công ty cần biết rõ mục tiêu của chủ sở hữu (cổ đông) là gia tăng giá trị tài sản của mình và điều này thể hiện qua giá cả cổ phiếu trên thị trường. Nếu cổ đông không hài lòng với hoạt động của công ty và giám đốc thì họ sẽ bán cổ phiếu và rút vốn đầu tư vào nơi khác. Điều này đòi hỏi giám đốc công ty phải tập trung vào việc tạo ra giá trị cho cổ đông nhằm làm cho cổ đông hài lòng vì thấy mục tiêu của họ được thực hiện.

2.2 Vấn đề mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và người điều hành

Đặc điểm của công ty cổ phần là có sự tách rời giữa chủ sở hữu và người điều hành hoạt động công ty. Sự tách rời quyền sở hữu khỏi việc điều hành tạo ra tình huống khiến giám đốc hành xử vì lợi riêng của mình hơn là vì lợi ích cổ đông. Điều này làm phát sinh những mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và giám đốc điều hành công ty.

Để khắc phục những mâu thuẫn này chủ công ty nên xem giám đốc như là người đại diện cho cổ đông và cần có sự khích lệ sao cho giám đốc nỗ lực điều hành công ty tốt hơn vì lợi ích của cổ đông cũng chính là lợi ích của giám đốc. Bên cạnh việc tạo ra cơ chế giám sát và kiểm soát cần có chế độ khuyến khích để giám đốc hành xử vì lợi ích của cổ đông. Chế độ khuyến khích bao gồm tiền lương và tiền thưởng thoả đáng, thưởng bằng quyền chọn mua cổ phiếu công ty, và những lợi ích khác mà giám đốc có thể thừa hưởng nếu hành xử vì lợi ích của cổ đông.

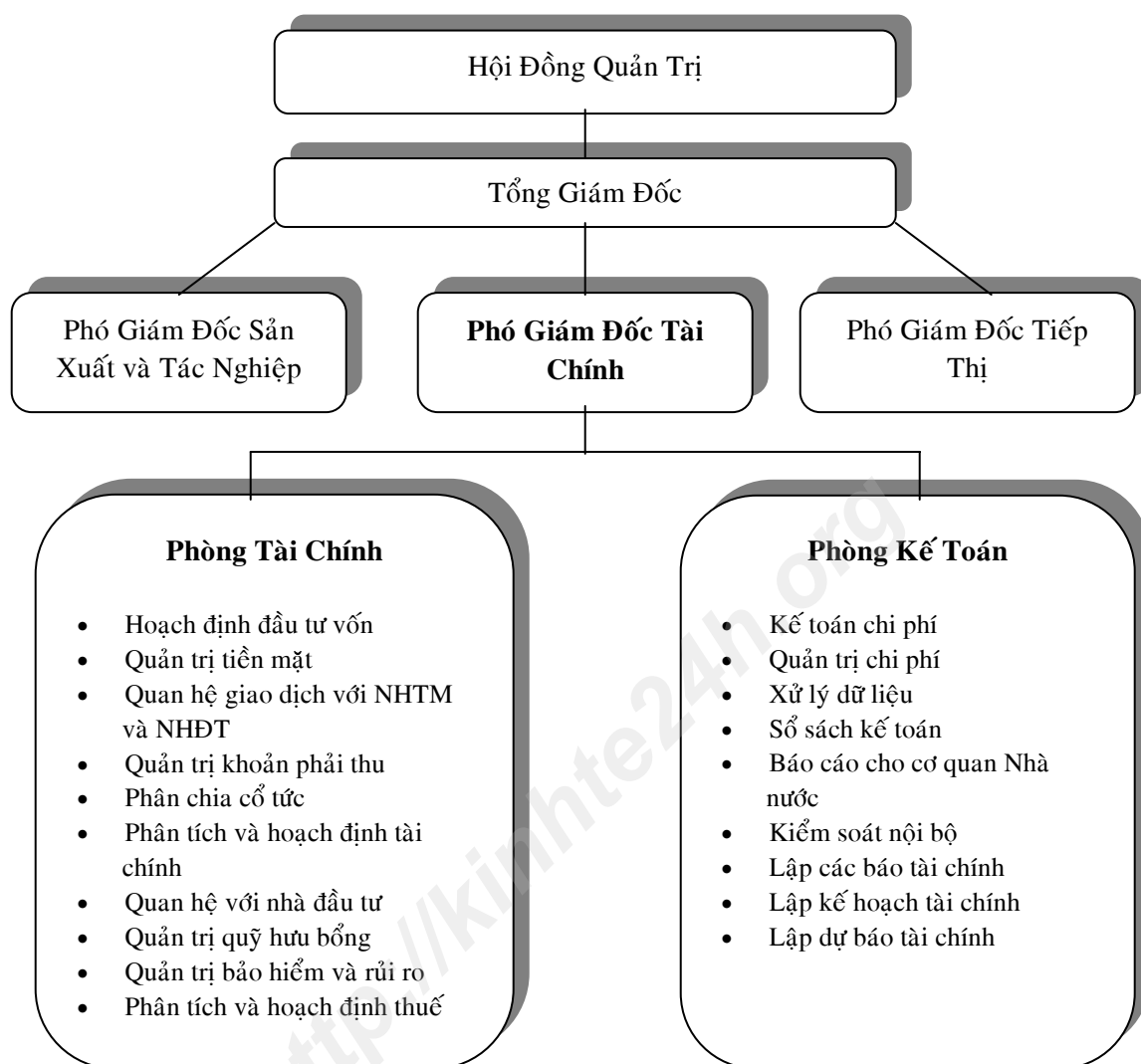
2.3 Trách nhiệm đối với xã hội

Tối đa hoá giá trị tài sản cho cổ đông không có nghĩa là ban điều hành công ty lơ đi vấn đề trách nhiệm đối với xã hội chẳng hạn như bảo vệ người tiêu dùng, trả lương công bằng cho nhân viên, chú ý đến bảo đảm an toàn lao động, đào tạo và nâng cao trình độ của người lao động ... và đặc biệt là ý thức bảo vệ môi trường. Chính trách nhiệm xã hội đòi hỏi ban quản lý không chỉ có chú trọng đến lợi ích của cổ đông (shareholders) mà còn chú trọng đến lợi ích của những người có liên quan khác (stakeholders).

3. Tổ chức công ty và chức năng quản trị tài chính

Môn học này nhấn mạnh đến vai trò của quản trị tài chính trong các công ty cổ phần chứ không phải đề cập đến quản trị tài chính doanh nghiệp nói chung. Do đó, ở đây trình bày sơ đồ tổ chức công ty và chức năng quản trị tài chính theo kiểu công ty cổ phần (Hình 1.1). Sơ đồ tổ chức công ty như được trình bày ở hình 1.1 chú trọng đến chức năng quan trọng của giám đốc tài chính và phân biệt sự khác nhau về chức năng và vai trò của phòng tài chính và phòng kế toán. Trong khi phòng kế toán chú trọng đến việc ghi chép và phản ánh các nghiệp vụ kinh tế đã phát sinh và lập các báo cáo tài chính thì phòng tài chính lại chú trọng đến việc dụng các báo cáo tài chính do phòng kế toán lập ra để phân tích và hoạch định xem chuyện gì sẽ xảy ra trong hoạt động tài chính của công ty.

Hình 1.1: Sơ đồ tổ chức quản trị tài chính trong công ty



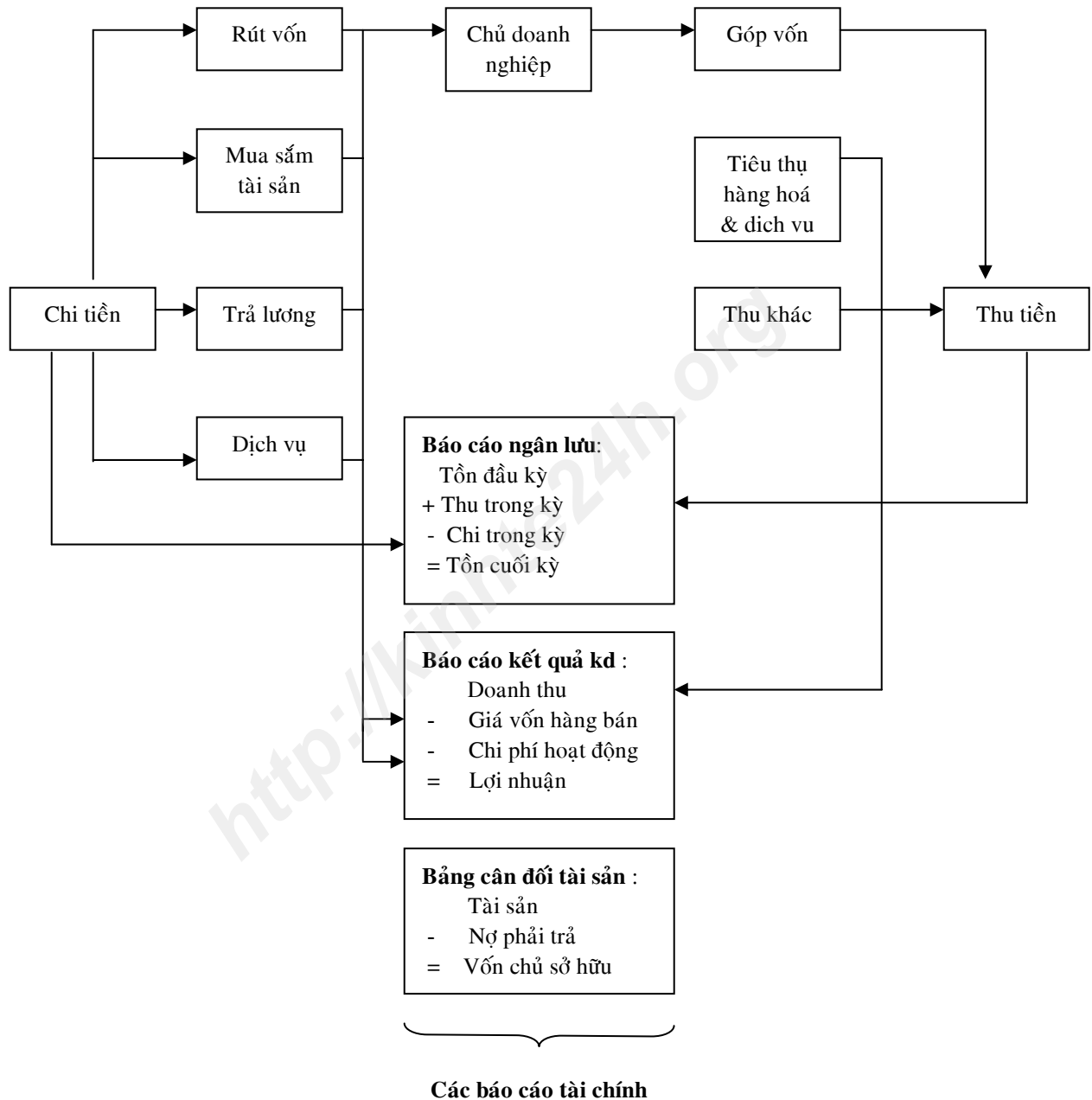
4. Hệ thống thông tin tài chính

Trong phần 1 của bài này chúng ta đã đề cập đến những quyết định tài chính mà ban giám đốc công ty phải quyết định. Để có thể ra quyết định kịp thời và phù hợp, giám đốc cần có thông tin đầy đủ, kịp thời và chính xác. Do vậy, ban giám đốc công ty cần quan tâm hơn đến việc tổ chức, thu thập, phân loại và tích lũy thông tin nhằm phục vụ cho việc ra quyết định quản lý.

Thông tin phục vụ việc ra quyết định quản lý nói chung có thể phân chia thành 2 loại: thông tin tài chính và thông tin phi tài chính. Thông tin phi tài chính có thể thu thập từ các bộ phận như sản xuất, kinh doanh và tiếp thị, hành chính nhân sự, ... trong khi thông tin tài chính chủ yếu thu thập từ bộ phận kế toán và tài vụ. Trong phạm vi môn học này chúng ta chủ yếu tập trung xem xét thông tin tài chính và cách thức tổ chức thu thập thông tin tài chính từ phòng kế

toán-tài vụ nói chung. Hình 1.2 dưới đây mô tả sơ đồ tổ chức và thu thập thông tin tài chính từ bộ phận kế toán.

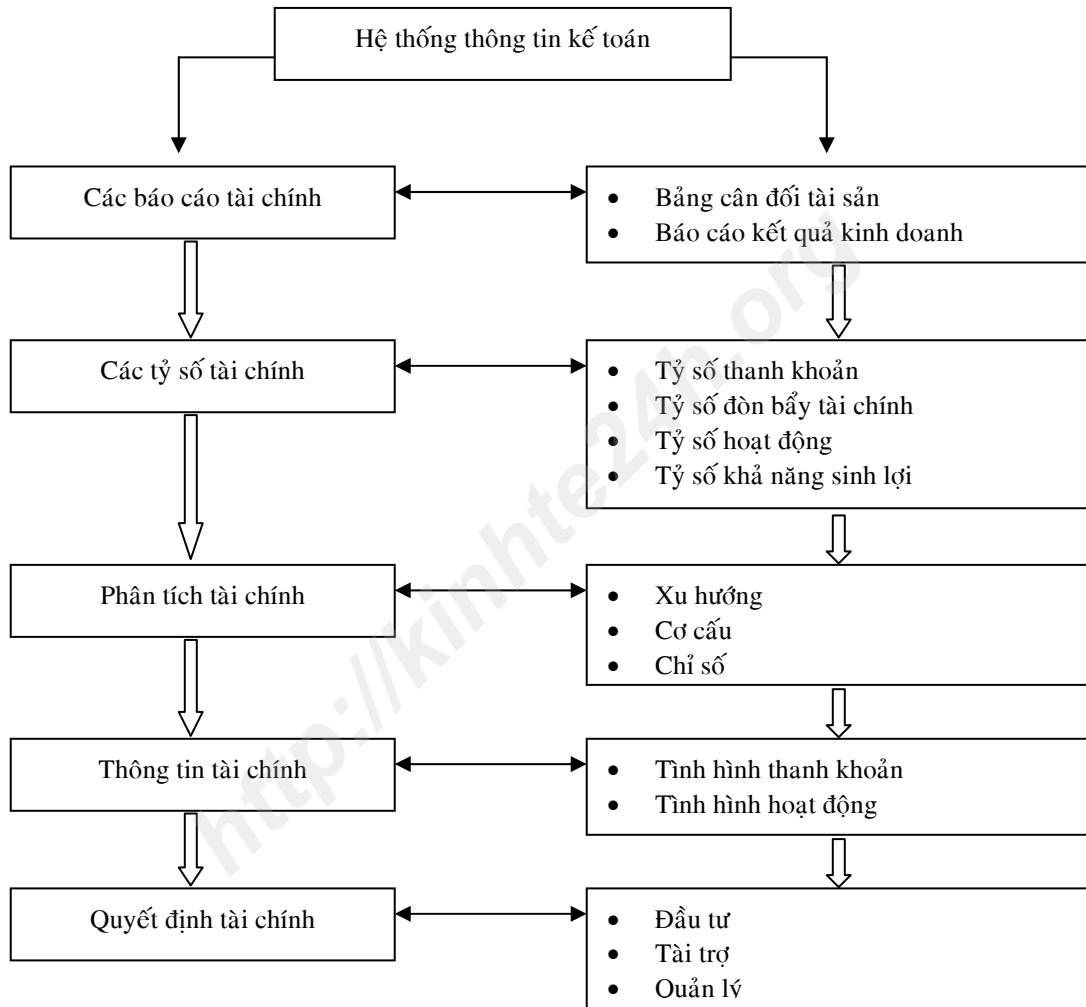
Hình 1.2: Hệ thống thông tin kế toán



Hình 1.2 cho thấy bất cứ một nghiệp vụ phát sinh nào liên quan đến thu tiền hoặc chi tiền cũng được kế toán ghi nhận và phản ánh trên tài khoản kế toán và cuối kỳ được phản ánh trên các báo cáo tài chính bao gồm: Bảng cân đối tài sản, Báo cáo kết quả kinh doanh và Báo cáo ngân lưu. Nhiệm vụ của phòng kế toán là ghi

nhận, phản ánh các nghiệp vụ phát sinh và tạo ra các báo cáo tài chính phục vụ cho việc quản lý, kiểm soát và hoạch định tài chính công ty. Một khi các báo cáo tài chính được tạo ra, phòng tài chính hay bộ phận tài vụ sẽ sử dụng các báo cáo tài chính để tạo ra thông tin tài chính phục vụ cho việc ra quyết định của ban giám đốc. Hình 2.2 sẽ mô tả việc sử dụng các báo cáo tài chính để tạo ra thông tin tài chính phục vụ cho việc ra quyết định.

Hình 1.3: Hệ thống thông tin tài chính phục vụ việc ra quyết định



Hình 1.3 cho thấy phòng tài chính là nơi sử dụng các thông tin kế toán từ phòng kế toán để tạo ra thông tin tài chính nhằm đánh giá được tình hình và hoạt động tài chính của công ty. Từ đó cung cấp thông tin kịp thời cho ban giám đốc ra các quyết định liên quan đến đầu tư, tài trợ và quản lý công ty một cách hiệu quả. Để nâng cao hiệu quả quản lý, điều quan trọng là phối hợp các bộ phận có liên quan, chẳng hạn phối hợp giữa bộ phận kế toán và bộ phận tài vụ, phối hợp giữa phòng kế toán-tài vụ với các phòng ban khác và cuối cùng là phối hợp giữa ban giám đốc và các phòng ban chức năng có nhiệm vụ hỗ trợ cho ban giám đốc.

5. Môi trường kinh doanh của công ty

Phần này tập trung xem xét mối quan hệ giữa quản trị tài chính với môi trường mà công ty hoạt động. Trước hết sẽ xem xét ảnh hưởng của môi trường kinh doanh bao gồm loại hình doanh nghiệp, chính sách thuế và khấu hao đối với quản trị tài chính. Kế đến sẽ xem xét quan hệ giữa quản trị tài chính với thị trường và các tổ chức tài chính.

5.1 Môi trường tổ chức doanh nghiệp

5.1.1 Các loại hình doanh nghiệp

Căn cứ vào hình thức sở hữu, mỗi quốc gia thường có những loại hình doanh nghiệp khác nhau. Tuy nhiên về cơ bản, các loại hình doanh nghiệp bao gồm: doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp hợp doanh, công ty cổ phần và công ty trách nhiệm hữu hạn.

Ở Mỹ

- Doanh nghiệp tư nhân (Sole proprietorships) – Doanh nghiệp chỉ có một sở hữu chủ và chịu trách nhiệm vô hạn đối với tất cả các khoản nợ của doanh nghiệp.
- Công ty hợp doanh (Partnerships) – Doanh nghiệp có 2 hay nhiều sở hữu chủ. Công ty hợp doanh có thể là hợp doanh trách nhiệm vô hạn, có thể là trách nhiệm hữu hạn đối với các khoản nợ của công ty. Trong công ty hợp doanh trách nhiệm hữu hạn, thành viên không chịu trách nhiệm bằng tài sản cá nhân đối với các khoản nợ của công ty.
- Công ty cổ phần (Corporations) – Hình thức doanh nghiệp được thành lập theo luật, có nhiều chủ sở hữu – cổ đông – góp vốn bằng hình thức cổ phần. Cổ đông chịu trách nhiệm hữu hạn trong phạm vi vốn góp của mình.
- Công ty trách nhiệm hữu hạn (Limited liability companies) – Hình thức kết hợp một số đặc tính của công ty cổ phần và công ty hợp doanh.

Ở Việt Nam¹

- Công ty trách nhiệm hữu hạn nhiều thành viên – Doanh nghiệp trong đó: (1) thành viên có thể là tổ chức, cá nhân và số lượng thành viên không quá năm mươi, (2) thành viên chịu trách nhiệm về các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã cam kết góp vào doanh nghiệp.

¹ Trình bày theo Luật Doanh Nghiệp được Quốc Hội Khoá X thông qua ngày 12/06/1999

- Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên – Doanh nghiệp do một tổ chức làm chủ sở hữu chịu trách nhiệm về các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn điều lệ của doanh nghiệp.
- Công ty cổ phần – Doanh nghiệp trong đó: (1) vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần, (2) cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp, (3) cổ đông có quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác, trừ trường hợp cổ đông nắm cổ phần ưu đãi và cổ đông sáng lập trong 3 năm đầu.
- Công ty hợp doanh – Doanh nghiệp trong đó: (1) phải có ít nhất 2 thành viên hợp doanh, ngoài 2 thành viên hợp doanh có thể có các thành viên góp vốn, (2) thành viên hợp doanh phải là cá nhân, có trình độ chuyên môn và uy tín nghề nghiệp và phải chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về các nghĩa vụ của công ty, (3) thành viên góp vốn chỉ chịu trách nhiệm về các khoản nợ của công ty trong phạm vi số vốn đã góp vào công ty.
- Doanh nghiệp tư nhân – Doanh nghiệp do một cá nhân làm chủ và tự chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về mọi hoạt động của doanh nghiệp.

5.1.2 Những ưu nhược điểm của các loại hình doanh nghiệp

Mỗi loại hình doanh nghiệp đều có những ưu nhược điểm riêng. Bảng 1.1 dưới đây sẽ tóm tắt những ưu nhược điểm của từng loại hình doanh nghiệp. Tuy nhiên trong phạm vi môn học này chỉ tập trung xem xét quản trị tài chính trong loại hình công ty cổ phần – loại hình doanh nghiệp có qui mô lớn nhất và chứa đựng nhiều vấn đề liên quan đến quản trị tài chính.

Bảng 1.1: Tóm tắt ưu nhược điểm của các loại hình doanh nghiệp

Loại DN	Ưu điểm	Nhược điểm
<i>DN tư nhân</i> – DN nghiệp được sở hữu và điều hành bởi một cá nhân	• Đơn giản thủ tục thành lập • Không đòi hỏi nhiều vốn khi thành lập • Chủ DN nhận toàn bộ lợi nhuận kiếm được • Chủ DN có toàn quyền quyết định kinh doanh • Không có những hạn chế pháp lý đặc biệt	• Chịu trách nhiệm cá nhân vô hạn • Hạn chế về kỹ năng và chuyên môn quản lý • Hạn chế khả năng huy động vốn • Không liên tục hoạt động kinh doanh khi chủ DN qua đời
<i>Cty hợp doanh</i> – Doanh nghiệp có 2 hay nhiều đồng sở hữu chủ tiến hành hoạt động kinh doanh nhằm mục tiêu lợi nhuận	• Dễ dàng thành lập • Được chia toàn bộ lợi nhuận • Có thể huy động vốn từ các thành viên • Có thể thu hút kỹ năng quản lý của các thành viên • Có thể thu hút thêm thành viên tham gia • Ít bị chi phối bởi các qui định pháp lý • Năng động • Không bị đánh thuế 2 lần	• Chịu trách nhiệm vô hạn • Khó tích lũy vốn • Khó giải quyết khi có mâu thuẫn lợi ích giữa các thành viên • Chứa đựng nhiều tiềm năng mâu thuẫn cá nhân và quyền lực giữa các thành viên • Các thành viên bị chi phối bởi luật đại diện
<i>Cty cổ phần</i> – Tổ chức kinh doanh thành lập theo luật hoạt động tách rời với quyền sở hữu và nhằm mục tiêu lợi nhuận	• Cổ đông chịu trách nhiệm hữu hạn • Dễ thu hút vốn • Có thể hoạt động mãi mãi, không bị giới hạn bởi tuổi thọ của chủ sở hữu • Có thể chuyển nhượng quyền sở hữu • Có khả năng huy động được kỹ năng, chuyên môn, tri thức của nhiều người • Có lợi thế về quy mô	• Tốn nhiều chi phí và thời gian trong quá trình thành lập • Bị đánh thuế 2 lần • Tiềm ẩn khả năng thiếu sự nhiệt tình từ ban quản lý • Bị chi phối bởi những quy định pháp lý và hành chính nghiêm ngặt • Tiềm ẩn nguy cơ mất khả năng kiểm soát của những nhà sáng lập công ty.

5.2 Môi trường thuế

Hầu hết các quyết định trong quản trị tài chính như sẽ xem xét sau này đều trực tiếp hoặc gián tiếp có ảnh hưởng đến thuế thu nhập công ty, do đó, có ảnh hưởng đến mục tiêu của quản trị tài chính. Phần này sẽ xem xét những vấn đề có liên quan đến môi trường thuế thu nhập công ty.

Hàng năm công ty phải nộp thuế thu nhập công ty (Corporate income taxes). Thuế thu nhập công ty nhiều hay ít tùy thuộc vào thu nhập chịu thuế và thuế suất, trong đó thuế suất còn thay đổi tùy theo mức thu nhập chịu thuế.

Thu nhập chịu thuế bằng doanh thu trừ đi tất cả chi phí hợp lý, bao gồm **khấu hao** và **lãi vay**. Về phía công ty, nếu thu nhập chịu thuế thấp sẽ tiết kiệm được thuế, do vậy, công ty có khuynh hướng đưa khấu hao và lãi vay lớn vào chi phí để tiết kiệm thuế. Về phía chính phủ và cơ quan thuế chỉ chấp nhận những khoản chi phí nào hợp lý nhằm hạn chế công ty tránh thuế. Vì vậy, Bộ tài chính thường có những quy định cụ thể về cách tính khấu hao nhằm mục đích tính thuế cho hợp lý.

Khấu hao là hình thức phân bổ có hệ thống chi phí mua sắm tài sản cố định vào giá thành sản phẩm theo từng thời kỳ nhằm mục đích báo cáo tài chính hoặc mục đích tính thuế hoặc nhằm cả hai. Khấu hao được xem như là khoản chi phí được khấu trừ khỏi thu nhập công ty để xác định thu nhập chịu thuế, do đó, nó được xem là một yếu tố giúp công ty tiết kiệm thuế. Có nhiều cách tính khấu hao khác nhau dẫn đến kết quả thu nhập chịu thuế cũng khác nhau.

5.2.1 Khấu hao theo đường thẳng (straight-line depreciation)

Khấu hao theo đường thẳng là phương pháp khấu hao bằng cách phân bổ chi phí mua sắm theo thời gian sử dụng tài sản cố định. Chi phí khấu hao được xác định bằng cách chia giá trị sổ sách tài sản cố định cho thời gian sử dụng tài sản cố định. Cách khấu hao này tạo ra chi phí khấu hao cố định và bình quân theo thời gian. Ví dụ một tài sản cố định được mua sắm với chi phí là \$10.000 và có tuổi thọ bình quân là 5 năm, khấu hao hàng năm sẽ là $\$10.000/5 = \2.000 .

5.2.2 Khấu hao nhanh (Accelerated depreciation)

Phương pháp khấu hao theo đường thẳng nêu trên có ưu điểm là đơn giản trong tính toán khấu hao nhưng nhược điểm của nó là chậm khôi phục lại chi phí để có thể mua sắm thay thế tài sản cố định, không tiết kiệm thuế và không chính xác vì tài sản cố định hao mòn khác nhau qua các năm. Để có thể gia tăng khấu hao nhằm sớm khôi phục và mua sắm lại tài sản cố định công ty thích sử dụng phương pháp khấu hao nhanh. Luật Thuế Cải Cách (Mỹ) năm 1986 cho phép công ty áp dụng hệ thống khấu hao nhanh (Accelerated Cost Recovery System – ACRS) cho mục đích tính thuế. Đến năm 1987 hệ thống khấu hao này được bổ sung sửa đổi nên có tên mới là MACRS (Modified Accelerated Cost Recovery System). Thực chất MACRS là phương pháp khấu hao theo số dư giảm dần (Declining-balance depreciation). Phương pháp này khấu hao nhanh vào năm đầu, sau đó chi phí khấu hao giảm dần cho những năm kế tiếp. Theo phương pháp này công thức tính khấu hao như sau:

$$D = m(1/n)NBV$$

Trong đó: D là chi phí khấu hao, n là tuổi thọ được sử dụng để tính khấu hao tài sản, NBV là giá trị tài sản chưa được khấu hao, và m là hệ số khấu hao.

Với các tài sản được xếp vào loại tuổi thọ 3, 5, 7 hoặc 10 năm, hệ số khấu hao m qui định bằng 2, do đó, gọi là *double-declining-balance depreciation* hay còn gọi là *200%-declining-balance depreciation*. Do phương pháp khấu hao này vẫn chưa khấu hao hết giá trị tài sản cố định nên phần giá trị chưa khấu hao sau đó sẽ được chuyển sang áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng để khấu hao cho hết phần giá trị tài sản chưa khấu hao.

Đối với tài sản được xếp vào loại tuổi thọ 15 hoặc 20 năm thì hệ số khấu hao áp dụng là 1,5 hay 150%, sau đó chuyển sang khấu hao theo đường thẳng vào thời điểm thích hợp.

Ngoài ra, luật khấu hao phân nửa còn được áp dụng vào năm mà tài sản được mua sắm. Rõ ràng hệ thống khấu hao này có ưu điểm là khấu hao nhanh nhằm giúp doanh nghiệp sớm đổi mới tài sản cố định tránh được hao mòn vô hình nhưng nhược điểm của nó là cách tính khấu hao rất phức tạp. Sau đây sẽ lấy ví dụ minh họa cách tính theo phương pháp khấu hao này.

Một tài sản có giá trị \$10.000 tuổi thọ 5 năm được mua sắm vào tháng 2 áp dụng phương pháp khấu hao giảm dần theo số dư có hệ số khấu hao là 200% và luật khấu hao phân nửa áp dụng vào năm mua sắm tài sản cố định và năm cuối cùng tính khấu hao, ngoài ra từ năm thứ tư trở đi chuyển sang khấu hao theo đường thẳng (lưu ý lúc này tuổi thọ tài sản chỉ còn phân nửa), khấu hao qua các năm được xác định như sau:

Năm	Cách tính khấu hao: $m(1/n)NBV$	Chi phí khấu hao	NBV
0	-	-	\$10.000
1	$[2(1/5)10000]0.5 = 2000$	2000	$10000 - 2000 = 8000$
2	$2(1/5)8000 = 3200$	3200	$8000 - 3200 = 4800$
3	$2(1/5)4800 = 1920$	1920	$4800 - 1920 = 2880$
4	$2880/2.5 = 1152$	1152	$2880 - 1152 = 1728$
5	$2880/2.5 = 1152$	1152	$1728 - 1152 = 576$
6	$0.5(2880/2.5) = 576$	576	$576 - 576 = 0$

Qua cách tính khấu hao trên đây chúng ta thấy rằng việc tính khấu hao theo MACRS khá phức tạp. Để tránh những khó khăn trong tính toán, Bộ tài chính đưa ra bảng tỷ lệ khấu hao dùng để tính khấu hao cho mục đích tính thuế như trình bày ở bảng 2.2 (trang 6).

5.2.3 Ảnh hưởng lãi vay đối với thuế

Lãi vay được xem như là chi phí trước thuế cho nên nó là yếu tố giúp công ty tiết kiệm thuế. Ngược lại, cổ tức trả cho cổ phần ưu đãi và cổ phần thường không được xem là khoản chi phí trước thuế nên không được trừ ra khi tính thuế. Do vậy, nếu

công ty sử dụng nợ thay vì sử dụng vốn huy động bằng cách phát hành cổ phiếu ưu đãi sẽ giúp công ty tiết kiệm được thuế.

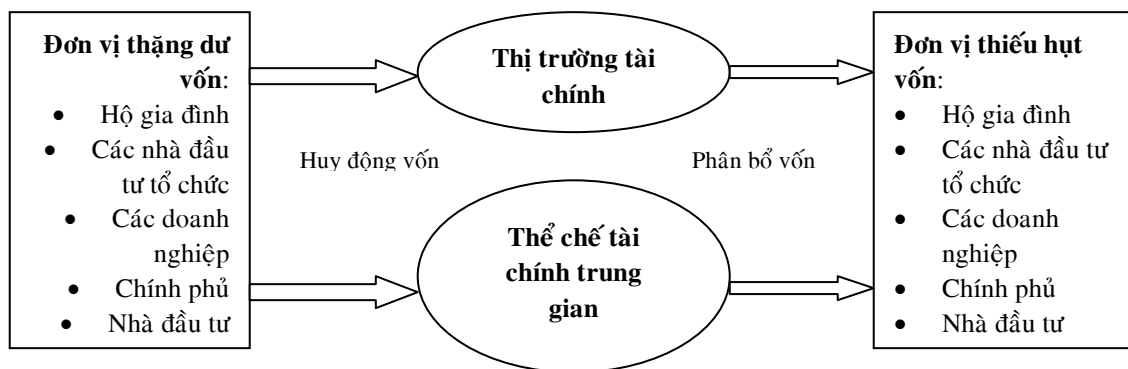
Bảng 2.2: Quy định tỷ lệ khấu hao theo MACRS

Năm	Loại tài sản có tuổi thọ			
	3 năm	5 năm	7 năm	10 năm
1	33,33%	20,00%	14,29	10,00%
2	44,45	32,00	24,49	18,00
3	14,81	19,20	17,49	14,40
4	7,41	11,52	12,49	11,52
5		11,52	8,93	9,22
6		5,76	8,92	7,37
7			8,93	6,55
8			4,46	6,55
9				6,56
10				6,55
11				3,28
Tổng cộng	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

6. Môi trường tài chính

Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp có lúc tạm thời thặng dư nhưng cũng có lúc tạm thời thiếu hụt vốn. Lúc tạm thời thặng dư, doanh nghiệp cần tìm nơi đầu tư để vốn sinh lợi, do đó, gia tăng được hiệu quả sử dụng vốn. Lúc tạm thời thiếu hụt vốn doanh nghiệp cần tìm nguồn tài trợ để bù đắp thiếu hụt nhằm đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp được liên tục và hiệu quả hơn. Tùy theo mức độ khác nhau nhưng hầu hết các doanh nghiệp trong quá trình hoạt động đều gắn liền với hệ thống tài chính, bao gồm: (1) thị trường tài chính, (2) các tổ chức tài chính và (3) các công cụ tài chính. Mối quan hệ giữa đơn vị thặng dư và đơn vị thiếu hụt vốn tạm thời qua hệ thống tài chính được mô tả bởi hình 1.4.

Hình 1.4: Huy động và phân bổ vốn qua hệ thống tài chính



Khi doanh nghiệp thặng dư vốn, giám đốc tài chính cần quyết định nên đầu tư số vốn tạm thời thặng dư vào thị trường tài chính hay vào các tổ chức tài chính nhằm gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp tạm thời thiếu hụt vốn, giám đốc tài chính cần quyết định nên tìm nguồn tài trợ từ thị trường tài chính hay từ các tổ chức tài chính. Ngoài ra, giám đốc tài chính còn phải quyết định xem nên đầu tư hay nên phát hành loại công cụ tài chính nào cho phù hợp. Vì thế, quản trị tài chính luôn gắn liền với hệ thống tài chính. Mối quan hệ giữ tài chính doanh nghiệp và hệ thống tài chính sẽ lần lượt được xem xét trong các bài tiếp theo của môn học. Trong phạm vi bài này chỉ giới thiệu để học viên làm quen với các khái niệm liên quan đến hệ thống tài chính.

6.1 Thị trường tài chính (Financial Market)

Thị trường tài chính là thị trường giao dịch các loại tài sản tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, tín phiếu,... Thành phần tham gia giao dịch trên thị trường tài chính bao gồm hộ gia đình, doanh nghiệp, các tổ chức tài chính trung gian và chính phủ là những người tham gia mua và bán các loại tài sản tài chính – hàng hoá của thị trường tài chính. Khi bàn đến thị trường tài chính, chúng ta cần phân biệt:

Thị trường tiền tệ và thị trường vốn

Thị trường tiền tệ (money market) là thị trường giao dịch các loại vốn ngắn hạn, không quá 1 năm, trong khi thị trường vốn (capital market) là thị trường giao dịch các loại vốn dài hạn trên 1 năm. Các chứng khoán có thời hạn không qua 1 năm gọi là chứng khoán của thị trường tiền tệ, trong khi các chứng khoán có thời hạn trên 1 năm gọi là chứng khoán của thị trường vốn. Chứng khoán thị trường tiền tệ nói chung có tính thanh khoản cao hơn chứng khoán thị trường vốn, tuy nhiên, chứng khoán thị trường vốn lại tạo ra lợi nhuận hàng năm cho nhà đầu tư cao hơn chứng khoán thị trường tiền tệ.

Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp

Bất luận giao dịch trên thị trường tiền tệ hay thị trường vốn, chúng ta cũng cần phân biệt giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Thị trường sơ cấp (primary market) là thị trường phát hành và giao dịch các loại chứng khoán mới phát hành, trong khi thị trường thứ cấp (secondary market) giao dịch các loại chứng khoán đã phát hành. Giao dịch trên thị trường sơ cấp cung cấp nguồn vốn cho các nhà phát hành chứng khoán trong khi giao dịch trên thị trường thứ cấp cung cấp thanh khoản cho các nhà đầu tư.

Thị trường có tổ chức và thị trường không có tổ chức (thị trường OTC)

Thị trường có tổ chức (organized market) là thị trường giao dịch tập trung ở sở giao dịch trong khi thị trường không có tổ chức là thị trường giao dịch không tập trung, giao dịch ở ngoài sở giao dịch (over-the-counter – OTC).

6.2 Các tổ chức tài chính (Financial institutions)

Bởi vì thị trường tài chính không hoàn hảo nên những người mua và người bán chứng khoán không có đầy đủ thông tin cần thiết cũng như không thể phân chia nhỏ chứng khoán theo qui mô phù hợp với nhu cầu của họ. Khi ấy họ cần các tổ chức tài chính trung gian giúp họ giải quyết những vấn đề do sự không hoàn hảo của thị trường gây ra. Các tổ chức tài chính này thu thập thông tin từ người mua và người bán để làm cho nhu cầu mua và bán gặp nhau. Nếu không có các tổ chức tài chính thì chi phí thông tin và giao dịch sẽ rất lớn khiến cho các giao dịch rất khó có thể xảy ra. Nói chung tổ chức tài chính trung gian có thể chia thành 2 loại: Tổ chức nhận ký thác và tổ chức không nhận ký thác.

Tổ chức nhận ký thác (Depository institutions)

Tổ chức nhận ký thác là loại hình chủ yếu của các tổ chức tài chính, nó nhận ký thác từ những đơn vị thặng dư vốn và cung cấp tín dụng cho những đơn vị thiếu hụt vốn hoặc đầu tư bằng cách mua chứng khoán. Tổ chức nhận ký thác bao gồm các loại hình sau đây:

- *Ngân hàng thương mại* – là tổ chức mà hoạt động chủ yếu và thường xuyên là nhận tiền gửi của công chúng dưới hình thức ký thác và sử dụng ký thác đó để cho vay và thực hiện các dịch vụ tài chính khác.
- *Tổ chức tiết kiệm* – là một loại hình tổ chức nhận ký thác thường được tổ chức dưới hình thức hiệp hội tiết kiệm và cho vay hoặc ngân hàng tiết kiệm, nó hoạt động tương tự như là ngân hàng thương mại nhưng tập trung chủ yếu vào khách hàng cá nhân hơn là khách hàng công ty.
- *Hiệp hội tín dụng* – Hiệp hội tín dụng khác với ngân hàng thương mại và tổ chức tiết kiệm ở chỗ (1) chúng là tổ chức phi lợi nhuận, (2) hạn chế hoạt động trong phạm vi thành viên của hội, sử dụng hầu hết nguồn vốn huy động từ hội viên và cung cấp tín dụng lại cho các hội viên khác.

Tổ chức không nhận ký thác (Nondepository institutions)

Tổ chức không nhận ký thác cũng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính. Chúng không huy động nguồn vốn bằng hình thức ký thác mà huy động vốn bằng các hình thức khác như phát hành tín phiếu, trái phiếu, hoặc cổ phiếu. Về loại hình, các tổ chức không nhận ký thác (đôi khi còn gọi là tổ chức tài chính phi ngân hàng) bao gồm:

- *Công ty tài chính* – huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán và sử dụng vốn huy động được để cho vay. Hoạt động cho vay của công ty tài chính cũng giống như ngân hàng thương mại nhưng nó chủ yếu tập trung vào một phân khúc thị trường cụ thể nào đó.

- Quỹ đầu tư hỗ tương – huy động vốn bằng cách bán cổ phần cho các nhà đầu tư và sử dụng vốn huy động được để đầu tư chứng khoán trên thị trường tài chính.
- Công ty chứng khoán – cung cấp đa dạng các loại dịch vụ tài chính như môi giới, kinh doanh, tư vấn và bao tiêu chứng khoán.
- Công ty bảo hiểm – huy động vốn bằng cách bán chứng nhận bảo hiểm cho công chúng và sử dụng nguồn vốn huy động được để đầu tư trên thị trường tài chính.
- Quỹ hưu bổng – quỹ này hình thành từ tiền đóng góp của các công ty và đại diện chính phủ và được sử dụng để đầu tư trên thị trường tài chính. Vốn gốc và lãi của quỹ này dùng để chi trả cho người lao động dưới hình thức lương hưu.

6.3 Các công cụ tài chính

Có rất nhiều loại chứng khoán hay công cụ tài chính được giao dịch trên thị trường tài chính, bao gồm các công cụ trên thị trường vốn và các công cụ trên thị trường tiền tệ. Ba loại chứng khoán giao dịch phổ biến trên thị trường vốn bao gồm trái phiếu (bonds), chứng khoán cầm cố bất động sản (mortgages) và cổ phiếu (stocks).

- Trái phiếu là chứng nhận nợ dài hạn do công ty hoặc chính phủ phát hành để huy động vốn tài trợ cho hoạt động của mình.
- Chứng khoán cầm cố bất động sản là loại chứng nhận nợ dài hạn được tạo ra nhằm tài trợ cho việc mua bất động sản.
- Cổ phiếu (còn gọi là chứng khoán vốn) là chứng nhận đầu tư và sở hữu một phần trong công ty cổ phần.

Các công cụ tài chính trên thị trường tiền tệ là những loại tài sản tài chính có thời hạn không qua 1 năm, bao gồm tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu, thuận nhận của ngân hàng, quỹ liên bang, thoả thuận mua lại, và ký thác dollar ngoại biên.

- Tín phiếu kho bạc (treasury bill) – chứng khoán có thời hạn không quá 1 năm do Kho bạc phát hành để huy động vốn bù đắp thiếu hụt cho ngân sách.
- Chứng chỉ tiền gửi (certificate of deposit) – chứng chỉ tiền gửi do các tổ chức nhận ký thác phát hành có nêu rõ số tiền gửi, thời hạn và lãi suất.
- Thương phiếu (commercial paper) – chứng khoán ngắn hạn do các công ty rất uy tín phát hành để huy động vốn ngắn hạn.
- Thuận nhận của ngân hàng (bank's acceptance) – thoả thuận theo đó ngân hàng chấp nhận sẽ thanh toán số tiền ghi trên hối phiếu khi hối phiếu được xuất trình.

- Quỹ liên bang – Ký thác của các tổ chức nhận ký thác gửi tại Ngân Hàng Dự Trữ Liên Bang.
- Thỏa thuận mua lại (repurchase agreement – repo) – Thỏa thuận theo đó ngân hàng (hoặc công ty) bán chứng khoán chính phủ mà họ sở hữu kèm theo cam kết sau này sẽ mua lại chứng khoán đó.
- Ký thác dollar ngoại biên (eurodollar deposit) – Ký thác dollar tại các ngân hàng nằm ngoài lãnh thổ Hoa Kỳ.

Ngoài các công tài chính của thị trường tiền tệ và thị trường vốn, thị trường tài chính còn giao dịch các công cụ tài chính hay chứng khoán phái sinh (derivatives). Chứng khoán phái sinh (derivative securities) là loại chứng khoán mà giá trị của nó được phái sinh từ giá trị của tài sản cơ sở (underlying assets). Chứng khoán phái sinh phổ biến bao gồm các loại hợp đồng kỳ hạn (forwards contracts), hợp đồng giao sau (futures contracts), hợp đồng hoán đổi (swaps contracts), và hợp đồng quyền chọn (options contracts). Các loại chứng khoán phái sinh này sẽ được xem xét ở các bài học sau này của môn học.

6.4 *Khái niệm về hiệu quả của thị trường tài chính*

Khái niệm hiệu quả thị trường tài chính rất quan trọng vì nó làm nền tảng cho nhiều lý thuyết và mô hình tài chính mà chúng ta sẽ xem xét trong các bài sau. Trong phạm vi bài này chỉ giới thiệu để các bạn làm quen với khái niệm và một số hình thức hiệu quả của thị trường tài chính.

Thị trường tài chính hiệu quả (efficient financial market) là thị trường tài chính trong đó giá hiện tại của tài sản tài chính phản ánh đầy đủ mọi thông tin có liên quan, nghĩa là giá thị trường của những chứng khoán riêng biệt thay đổi rất nhanh theo thông tin mới xuất hiện. Eugene Fama là người đi đầu trong việc nghiên cứu thị trường hiệu quả. Ông mô tả 3 mức độ hiệu quả của thị trường như sau:

- *Hình thức hiệu quả yếu* – Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ kết quả giá cả trong quá khứ, hay nói khác đi, hiểu biết về động thái giá cả quá khứ sẽ giúp bạn cải thiện được khả năng dự báo giá cả trong tương lai.
- *Hình thức hiệu quả trung bình* – Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ tất cả những thông tin được công bố chẳng hạn như báo cáo thường niên hoặc những tin tức có liên quan
- *Hình thức hiệu quả mạnh* – Giá cả hiện tại phản ánh đầy đủ tất cả thông tin kể cả thông tin quá khứ, thông tin được công bố lẫn thông tin nội gián (thông tin mà chỉ có những người bên trong công ty mới biết).

PHÂN TÍCH CÁC BÁO CÁO TÀI CHÍNH

1. Giới thiệu chung

Phân tích báo cáo tài chính là phân tích tình hình tài chính và hoạt động của công ty dựa vào các báo cáo tài chính do công ty lập ra. Mục đích của phân tích báo cáo tài chính là nhằm đánh giá tình hình tài chính và hoạt động của công ty để có cơ sở ra những quyết định hợp lý. Thực hiện phân tích báo cáo tài chính công ty có thể do:

- Bản thân công ty
- Các tổ chức bên ngoài công ty bao gồm các nhà cung cấp vốn như ngân hàng, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính, nhà cung cấp ... và các nhà đầu tư như công ty chứng khoán, nhà đầu tư tổ chức hoặc nhà đầu tư cá nhân,...

Tùy theo lợi ích khác nhau, các bên có liên quan thường chú trọng đến những loại phân tích khác nhau. Nhà cung cấp hàng hoá và dịch vụ thường chú trọng đến tình hình thanh khoản và khả năng trả các khoản nợ ngắn hạn của công ty trong khi các nhà đầu tư trái khoán thì chú trọng đến khả năng trả nợ dài hạn và khả năng sinh lợi của công ty. Các nhà đầu tư về cơ bản chú trọng đến lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai của công ty cũng như sự ổn định của lợi nhuận theo thời gian.

Về mặt nội bộ, công ty cũng tiến hành phân tích tài chính để có thể hoạch định và kiểm soát hiệu quả hơn tình hình tài chính công ty. Để hoạch định cho tương lai, giám đốc tài chính cần phân tích và đánh giá tình hình tài chính hiện tại và những cơ hội và thách thức có liên quan đến tình hình hiện tại của công ty. Cuối cùng, phân tích tài chính giúp giám đốc tài chính có biện pháp hữu hiệu nhằm duy trì và cải thiện tình hình tài chính công ty, nhờ đó, có thể gia tăng sức mạnh của công ty trong việc thương lượng với ngân hàng và các nhà cung cấp vốn, hàng hoá và dịch vụ bên ngoài.

2. Các loại báo cáo tài chính – tài liệu sử dụng để phân tích

Như đã nói trong phần 1, phân tích tài chính ở đây dựa vào các báo cáo tài chính do công ty lập ra. Trước khi đi sâu vào khuôn khổ phân tích, chúng ta nên xem xét qua các báo cáo tài chính do phòng kế toán lập ra sẽ được sử dụng như những tài liệu gốc để tiến hành phân tích và đánh giá tình hình tài chính của công ty. Theo quy định của Bộ Tài Chính, các công ty ở Việt Nam phải thường xuyên lập và báo cáo các loại báo cáo tài chính sau đây:

- Bảng cân đối kế toán hay còn gọi là bảng tổng kết tài sản
- Báo cáo thu nhập hay còn gọi là báo cáo kết quả kinh doanh

- Báo cáo lưu chuyển tiền tệ hay còn gọi là báo cáo dòng ngân lưu
- Thuyết minh các báo cáo tài chính.

2.1 Bảng cân đối tài sản (Balance sheet)

Bảng cân đối tài sản là bảng tóm tắt tài sản, nợ phải trả và vốn chủ sở hữu tại một thời điểm nào đó, thường là cuối năm hoặc cuối quý. Ở đây chúng ta xem xét bảng cân đối tài sản của công ty MINEXCO (Bảng 1a và 1b, trang 3).

Bảng 1a: Bảng cân đối tài sản của MINEXCO – Phần tài sản Đơn vị: đồng

Tài sản	2001	2002
A. Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	19,034,807,257	26,227,103,858
1. Tiền	14,546,723,756	20,530,752,078
Tiền mặt tại quỹ	70,530,953	104,999,290
Tiền gửi ngân hàng	14,476,192,803	20,425,752,788
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-
3. Các khoản phải thu	2,912,961,200	4,064,554,078
Phải thu khách hàng	1,887,327,034	2,188,501,127
Trả trước cho khách hàng	1,020,345,050	2,041,775,400
Các khoản phải thu khác	5,289,116	43,201,869
Dự phòng khoản phải thu khó đòi		(208,924,318)
4. Hàng tồn kho	983,654,569	1,255,954,803
Nguyên vật liệu tồn kho	181,342,681	250,526,891
Công cụ, dụng cụ tồn kho	30,714,156	15,993,656
Chi phí sản xuất dở dang	975,200	975,200
Thành phẩm tồn kho	770,622,532	988,459,056
5. Tài sản lưu động khác	591,467,732	375,842,899
Tạm ứng	264,059,142	191,727,744
Chi phí trả trước	327,408,590	184,115,155
B. Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	32,731,292,429	29,033,865,768
1. Tài sản cố định	24,784,313,438	24,829,221,333
Tài sản cố định hữu hình	23,452,706,935	23,610,444,032
Tài sản cố định vô hình	1,331,606,503	1,218,777,301
2. Các khoản đầu tư dài hạn	7,200,000,000	3,880,000,000
3. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	746,978,991	324,644,435
Tổng cộng tài sản	51,766,099,686	55,260,969,626

Bảng 1b: Bảng cân đối tài sản của MINEXCO – Phần nguồn vốn Đơn vị: đồng

Nợ và vốn chủ sở hữu		
A. Nợ phải trả	18,233,383,267	20,798,372,102
1. Nợ ngắn hạn	1,377,360,423	1,086,075,472
Phải trả người bán	404,914,308	290,965,386
Người mua trả trước tiền hàng	270,979,222	69,804,064
Thuế và các khoản phải nộp	(117,741,601)	98,940,111
Phải trả CNV	407,811,647	188,201,493
Các khoản phải trả khác	411,396,847	438,164,418
2. Nợ dài hạn	16,856,022,844	19,712,296,630
Vay dài hạn	16,856,022,844	19,712,296,630
B. Vốn chủ sở hữu	33,532,716,419	34,462,597,524
1. Nguồn vốn quỹ	31,881,614,814	32,970,374,741
Nguồn vốn kinh doanh	18,762,959,659	21,627,070,960
Chênh lệch tỷ giá	(604,060,106)	(2,878,264,541)
Quỹ đầu tư phát triển	10,932,773,501	11,813,929,560
Quỹ dự phòng tài chính	1,902,501,285	1,911,797,656
Lợi nhuận chưa phân phối	263,006,369	-
Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản	624,434,106	495,841,106
2. Nguồn kinh phí	1,651,101,605	1,492,222,783
Quỹ dự phòng trợ cấp việc làm	834,112,643	925,878,328
Quỹ khen thưởng phúc lợi	816,988,962	566,344,455
Tổng cộng nguồn vốn	51,766,099,686	55,260,969,626

Từ bảng cân đối tài sản trên chúng ta có thể thu nhận được một số thông tin cần thiết cho hoạt động phân tích như sau:

- Tổng tài sản, trong đó có tài sản lưu động, tài sản cố định
- Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, trong đó có nợ phải trả, và vốn chủ sở hữu.

2.2 Báo cáo thu nhập (Income statement)

Báo cáo thu nhập, ở VN thường gọi là báo cáo kết quả kinh doanh, là báo cáo tổng kết về doanh thu, chi phí và lợi nhuận của công ty qua một thời kỳ nhất định, thường là quý hoặc năm. Ở đây chúng ta sử dụng báo cáo kết quả kinh doanh của công ty MINEXCO (Bảng 2, trang 4). Từ báo cáo kết quả kinh doanh chúng ta có được những thông tin tài chính có thể sử dụng trong công việc phân tích báo cáo tài chính bao gồm:

- Doanh thu ròng
- Giá vốn hàng bán
- Lãi gộp
- Chi phí lãi vay
- Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế.

Bảng 2: Báo cáo kết quả kinh doanh của MINEXCO

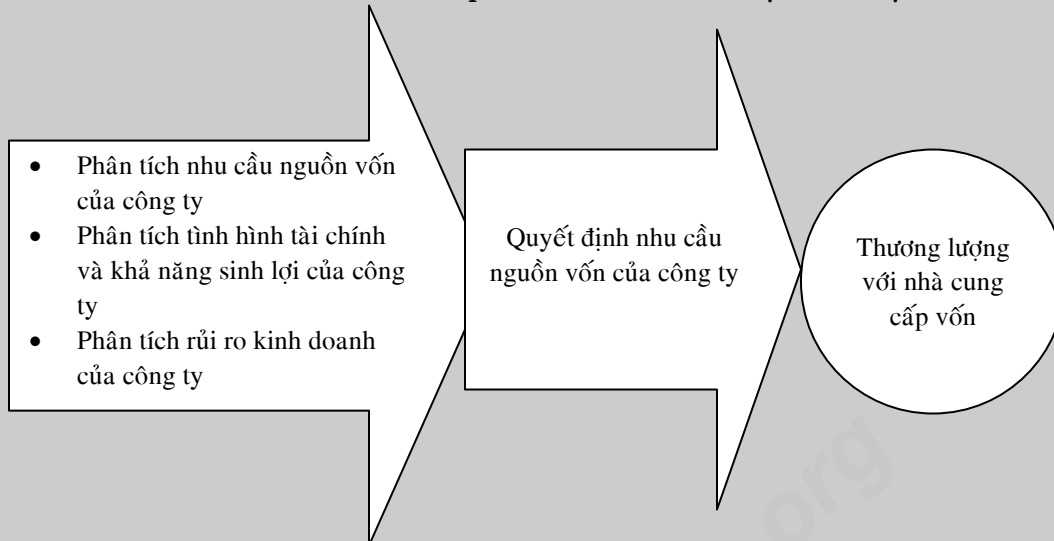
Đơn vị: đồng

Chỉ tiêu	Số đầu năm	Số cuối năm
Tổng doanh thu	29,317,222,931	33,312,184,144
Doanh thu ròng	29,317,222,931	33,312,184,144
Giá vốn hàng bán	11,629,594,137	14,058,290,186
Lãi gộp	17,687,628,794	19,253,893,958
Chi phí bán hàng	7,988,035,788	9,617,593,464
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,218,431,142	2,119,516,655
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh	7,481,161,864	7,516,783,839
Thu nhập từ hoạt động tài chính	524,118,778	771,803,991
Chi phí từ hoạt động tài chính	1,616,200	3,127,954
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	522,502,578	768,676,037
Các khoản thu nhập bất thường	52,850,000	15,860,905
Chi phí bất thường	1,180,000	33,913,000
Lợi nhuận bất thường	51,670,000	(18,052,095)
Tổng lợi nhuận trước thuế	8,055,334,442	8,267,407,781
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2,013,833,611	2,066,851,945
Lợi nhuận sau thuế	6,041,500,832	6,200,555,836

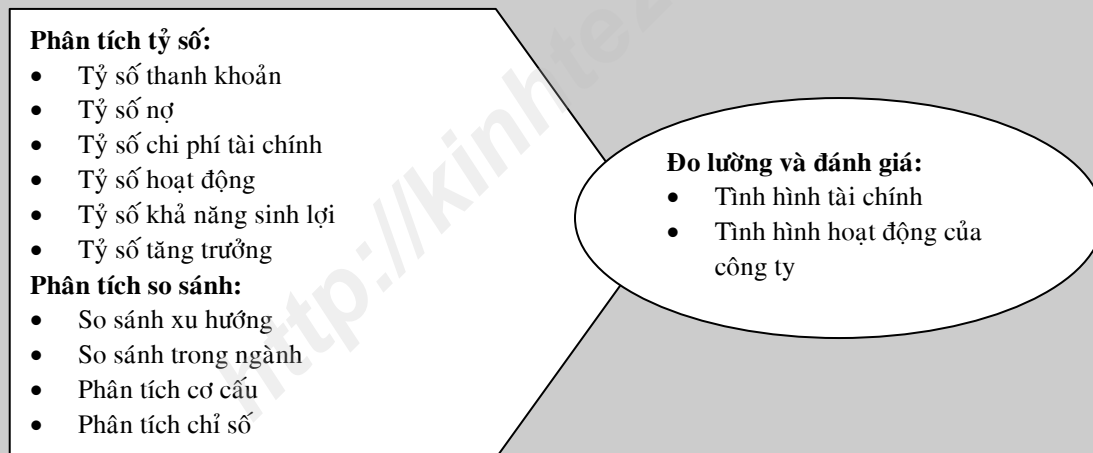
3. Khuôn khổ phân tích tài chính (A framework for financial analysis)

Có nhiều cách tiếp cận khác nhau trong việc phân tích tình hình tài chính công ty. Trong phạm vi bài này chúng ta tiếp cận phân tích tài chính từ các khuôn khổ như mô tả ở hình vẽ 1 và 2, trong đó hình 1 mô tả khuôn khổ phân tích tài chính dựa vào mục đích còn hình 2 mô tả phân tích tài chính dựa theo loại phân tích. Sự tách biệt này để giúp bạn dễ dàng theo dõi chứ thực ra khi phân tích tài chính bao giờ nhà phân tích cũng kết hợp cả hai.

Hình 1: Khuôn khổ phân tích tài chính dựa vào mục đích



Hình 2: Khuôn khổ phân tích tài chính dựa vào loại phân tích



4. Phân tích các tỷ số tài chính (Financial ratio analysis)

Phân tích các tỷ số tài chính liên quan đến việc xác định và sử dụng các tỷ số tài chính để đo lường và đánh giá tình hình và hoạt động tài chính của công ty. Có nhiều loại tỷ số tài chính khác nhau nhưng nhìn chung có thể phân chia các tỷ số tài chính thành 3 loại: tỷ số tài chính xác định từ bảng cân đối tài sản, tỷ số tài chính từ báo cáo thu nhập và tỷ số tài chính từ cả hai báo cáo vừa nêu.

4.1 Các tỷ số từ bảng cân đối tài sản (Balance sheet ratios)

Các tỷ số tài chính từ bảng cân đối tài sản chính là những tỷ số chúng ta có thể xác định dựa vào thông tin có được từ bảng cân đối tài sản. Các tỷ số này bao gồm các tỷ số thanh khoản và tỷ số đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ.

4.1.1 Tỷ số thanh khoản (Liquidity ratios)

Tỷ số thanh khoản là tỷ số đo lường khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của công ty. Loại tỷ số này gồm có: tỷ số thanh khoản lưu động (current ratio) và tỷ số thanh khoản nhanh (quick ratio).

Tỷ số thanh khoản lưu động (còn gọi là tỷ số thanh khoản ngắn hạn) được xác định dựa vào thông tin từ bảng cân đối tài sản bằng cách lấy giá trị tài sản lưu động chia cho giá trị nợ ngắn hạn phải trả. Công thức xác định tỷ số này như sau:

$$\text{Tỷ số thanh khoản lưu động} = \frac{\text{Giá trị tài sản lưu động}}{\text{Giá trị nợ ngắn hạn}} = \frac{26.227}{1.086} = 24,15$$

Khi xác định tỷ số thanh khoản lưu động chúng ta đã tính cả hàng tồn kho trong giá trị tài sản lưu động đảm bảo cho nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, trên thực tế hàng tồn kho kém thanh khoản hơn vì phải mất thời gian và chi phí tiêu thụ mới có thể chuyển thành tiền. Để tránh nhược điểm này, tỷ số thanh khoản nhanh nên được sử dụng.

Tỷ số thanh khoản nhanh được xác định cũng dựa vào thông tin từ bảng cân đối tài sản nhưng không kể giá trị hàng tồn kho vào trong giá trị tài sản lưu động khi tính toán. Công thức xác định tỷ số thanh khoản nhanh như sau:

$$\begin{aligned}\text{Tỷ số thanh khoản nhanh} &= \frac{\text{Giá trị tài sản lưu động} - \text{GT hàng tồn kho}}{\text{Giá trị nợ ngắn hạn}} \\ &= \frac{26.227 - 1.255}{1.086} = 22,99\end{aligned}$$

Qua tính toán các tỷ số thanh khoản lưu động và tỷ số thanh khoản nhanh của công ty MINEXCO, chúng ta thấy rằng khả năng thanh khoản của công ty này khá cao. Một đồng nợ có đến 23 đồng tài sản có thể thanh lý nhanh chóng để trả nợ. Điều này tốt cho chủ nợ nhưng không có lợi cho công ty bởi vì việc duy trì tỷ số thanh khoản quá cao có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của công ty.

4.1.2 Tỷ số đòn bẩy tài chính (Financial leverage or debt ratios)

Tỷ số đòn bẩy tài chính, còn được gọi là tỷ số nợ, là tỷ số đo lường mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho hoạt động của công ty. Loại tỷ số này gồm có tỷ số nợ so với vốn chủ sở hữu (Debt-to-equity ratio), tỷ số nợ so với tổng tài sản (Debt-to-total-assets ratio) và tỷ số nợ dài hạn (Long-term-debt-to-total-capitalization ratio).

Tỷ số nợ so với vốn chủ sở hữu – Tỷ số này đánh giá mức độ sử dụng nợ của công ty và qua đó còn đo lường được khả năng tự chủ tài chính của công ty. Công thức xác định tỷ số này như sau:

$$\text{Tỷ số nợ so với vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng giá trị nợ}}{\text{Giá trị vốn chủ sở hữu}} = \frac{20.798}{34.462} = 0,60$$

Tỷ số này cho thấy tương ứng với mỗi 100 đồng vốn do chủ doanh nghiệp cung cấp, chủ nợ cung cấp có 60 đồng tài trợ.

Tỷ số nợ so với tổng tài sản – Tỷ số này đánh giá mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho toàn bộ tài sản của công ty. Công thức xác định tỷ số nợ so với tổng tài sản như sau:

$$\text{Tỷ số nợ so với tổng tài sản} = \frac{\text{Tổng giá trị nợ}}{\text{Tổng tài sản}} = \frac{20.798}{55260} = 0,38$$

Tỷ số nợ dài hạn – Tỷ số này xác định bằng cách lấy nợ dài hạn chia cho tổng giá trị vốn cố định (total capitalization), bao gồm nợ dài hạn cộng với vốn chủ sở hữu. Công thức xác định tỷ số nợ dài hạn như sau:

$$\text{Tỷ số nợ dài hạn} = \frac{\text{Giá trị nợ dài hạn}}{\text{Giá trị nguồn vốn dài hạn}} = \frac{19.712}{19.712 + 34.462} = 0,36$$

Qua tính toán các tỷ số nợ trên đây, chúng ta thấy rằng công ty MINEXCO sử dụng 60% nợ so với vốn chủ sở hữu như một nguồn tài trợ cho hoạt động của công ty nhưng so với tổng giá trị tài sản thì tỷ lệ nợ chỉ chiếm 38%. Điều này cho thấy cơ cấu vốn của công ty khá hợp lý. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng tỷ số nợ dài hạn của công ty là 0,36 trong khi tỷ số nợ so với tài sản ở mức 0,38. Như vậy, đại bộ phận nợ của công ty là nợ dài hạn.

4.2 Các tỷ số từ báo cáo kết quả kinh doanh (Income statement ratios)

Các tỷ số tài chính từ báo cáo kết quả kinh doanh chính là những tỷ số chúng ta có thể xác định dựa vào thông tin có được từ bảng báo cáo này. Loại tỷ số này thường được gọi là tỷ số trang trải chi phí tài chính (coverage ratios). Nó là loại tỷ số phản ánh mối quan hệ giữa khả năng trang trải chi phí và chi phí tài chính công ty phải gánh chịu. Tỷ số trang trải tài chính thường gặp là tỷ số trang trải lãi vay. Đây là tỷ số đo lường khả năng sử dụng lợi nhuận của công ty để thanh toán lãi vay. Công thức xác định tỷ số này như sau:

$$\text{Tỷ số trang trải lãi vay} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi}}{\text{Chi phí lãi vay}} = \frac{7516}{3} = 2505$$

Trong trường hợp của công ty MINEXCO, do không đủ thông tin chi tiết nên khó biết chính xác được số chi phí lãi vay của công ty. Tổng số nợ phải trả của công ty là 20.798 triệu đồng trong đó nợ ngắn hạn là 1086 triệu và nợ dài hạn là 19.712 triệu nhưng chi phí lãi vay chỉ có 3 triệu đồng. Đây là điều bất hợp lý cần làm rõ thêm. Tiếc rằng ở đây chỉ sử dụng bảng cân đối tài sản và báo cáo kết quả kinh doanh nên không đủ thông tin để làm rõ vấn đề này. Cần xem thêm chi tiết trong bảng thuyết minh báo cáo tài chính.

4.3 Các tỷ số từ bảng cân đối tài sản và báo cáo kết quả kinh doanh (Income statement and balance sheet ratios)

Đây là những tỷ số tài chính được xác định dựa vào thông tin rút ra từ cả bảng cân đối tài sản lẫn báo cáo kết quả sản xuất kinh doanh. Các tỷ số này bao gồm hai nhóm: nhóm tỷ số đo lường hiệu quả hoạt sản xuất kinh doanh và nhóm tỷ số đo lường khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

4.3.1 Tỷ số hiệu quả hoạt động (Activity ratios)

Đây là những tỷ số đo lường hiệu quả sử dụng tài sản của công ty. Các tỷ số hiệu quả hoạt động bao gồm: Tỷ số hoạt động khoản phải thu (Receivables activity), tỷ số hoạt động khoản phải trả (Payables activity), tỷ số hoạt động tồn kho (Inventory activity), và tỷ số hoạt động tổng tài sản (Total asset turnover).

Tỷ số hoạt động khoản phải thu (Receivables activity) – Tỷ số này cho chúng ta cái nhìn sâu vào chất lượng của khoản phải thu và hiệu quả thu hồi nợ của công ty, nó

thường được biểu hiện dưới dạng vòng quay khoản phải thu (Receivable turnover ratio). Công thức xác định tỷ số này như sau:

$$\text{Vòng quay khoản phải thu} = \frac{\text{Doanh thu bán chịu ròng hàng năm}}{\text{Giá trị khoản phải thu}}$$

Để xác định vòng quay khoản phải thu, chúng ta cần biết doanh thu bán chịu ròng. Thường thì báo cáo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp ở Việt Nam không thể hiện khoản doanh thu này. Do đó, cần dựa vào thuyết minh báo cáo tài chính hoặc ước lượng xem tỷ trọng bán chịu trong tổng doanh thu là bao nhiêu. Trong trường hợp của Minexco, 100% doanh thu là do xuất khẩu trả chậm nên có thể xem tỷ trọng bán chịu chiếm 100% tổng doanh thu. Như vậy, vòng quay khoản phải thu ước chừng:

Từ số liệu vòng quay khoản phải thu, chúng ta có thể xác định được kỳ thu tiền bình

$$\text{Vòng quay khoản phải thu} = \frac{\text{Doanh thu bán chịu ròng hàng năm}}{\text{Giá trị khoản phải thu}} = \frac{33.312}{4.064} = 8,2 \text{ vòng}$$

quân hay vòng quay khoản phải thu tính theo ngày qua công thức sau:

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \frac{\text{Số ngày trong năm}}{\text{Số vòng quay khoản phải thu}} = \frac{360}{8,2} = 44 \text{ ngày}$$

Kỳ thu tiền bình quân cho thấy rằng phải mất 44 ngày công ty thu hồi được khoản phải thu.

Tỷ số hoạt động khoản phải trả (Payables activity)

Tỷ số này đo lường uy tín của công ty trong việc trả nợ đúng hạn. Tương tự tỷ số hoạt động khoản phải thu, tỷ số hoạt động khoản phải trả cũng có thể xác định bằng chỉ tiêu số vòng quay và kỳ trả tiền bình quân của khoản phải trả. Số vòng quay khoản phải trả được xác định bởi công thức:

$$\text{Vòng quay khoản phải trả} = \frac{\text{Doanh số mua chịu ròng hàng năm}}{\text{Giá trị khoản phải trả}}$$

Kỳ trả tiền bình quân của khoản phải trả xác định bằng cách lấy số ngày trong năm chia cho số vòng quay bình quân của khoản phải trả:

$$\text{Kỳ trả tiền bình quân} = \frac{\text{Số ngày trong năm}}{\text{Số vòng quay khoản phải trả}}$$

Trong trường hợp công ty Minexco chúng ta đang xem xét do không có thuyết minh báo cáo tài chính nên không có thông tin về doanh số mua chịu hàng năm, do vậy, không đủ thông tin để xác định các tỷ số hoạt động khoản phải trả.

Tỷ số hoạt động tồn kho (Inventory activity)

Để đánh giá hiệu quản lý tồn kho của công ty chúng ta có thể sử dụng tỷ số hoạt động tồn kho. Tỷ số này có thể đo lường bằng chỉ tiêu số vòng quay hàng tồn kho trong một năm hoặc số ngày tồn kho.

$$\text{Vòng quay hàng tồn kho} = \frac{\text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Giá trị hàng tồn kho}} = \frac{14.058}{988} = 14,23 \text{ vòng}$$

$$\text{Số ngày tồn kho} = \frac{\text{Số ngày trong năm}}{\text{Số vòng quay hàng tồn kho}} = \frac{360}{14,23} = 25,30 \text{ ngày}$$

Tỷ số hoạt động tổng tài sản (Total asset turnover)

Tỷ số này sử dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động của tổng tài sản của công ty nói chung. Hiệu quả hoạt động của tổng tài sản được đo bằng chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản. Chỉ tiêu này cho biết bình quân mỗi đồng giá trị tài sản của công ty tạo ra được bao nhiêu đồng doanh thu.

$$\text{Vòng quay tổng tài sản} = \frac{\text{Doanh thu ròng}}{\text{Giá trị tổng tài sản}} = \frac{33.312}{55.260} = 0,60$$

Tỷ số này cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản của công ty không cao. Nói chung 1 đồng giá trị tài sản chỉ tạo ra được có 0,6 đồng doanh thu. Điều này chứng tỏ hiệu quả sử dụng tài sản của công ty quá thấp. Nguyên nhân có thể là do (1) đặc điểm công ty hoạt động trong ngành khai khoáng nên cần đầu tư tài sản cố định rất lớn khiến cho hiệu quả sử dụng tài sản nói chung thấp, và (2) do công ty có các khoản đầu tư dài hạn lên đến 3,8 tỷ đồng trong khi thu nhập từ hoạt động đầu tư tài chính hàng năm chỉ mang lại có khoản 771 triệu đồng, tức là bình quân mỗi đồng vốn đầu tư dài hạn chỉ mang lại được có 0,2 đồng doanh thu.

4.3.2 Tỷ số khả năng sinh lợi (Profitability ratios)

Đây là nhóm các tỷ số giúp đánh giá khả năng sinh lợi của công ty. Tùy theo mục tiêu phân tích, chúng ta có thể sử dụng các tỷ số sau đây:

Khả năng sinh lợi so với doanh thu – Tỷ số này đo lường khả năng sinh lợi so với doanh thu. Thường thường tỷ số này có thể sử dụng lãi gộp hoặc lãi ròng so với doanh thu nên còn được gọi là chỉ tiêu tỷ suất lãi gộp (gross profit margin) hay lợi nhuận trên doanh thu (return on sales) nếu sử dụng lãi gộp, hoặc chỉ tiêu tỷ suất lãi ròng (net profit margin) hay lợi nhuận ròng trên doanh thu nếu sử dụng lãi ròng. Công thức xác định các tỷ suất này như sau:

$$\text{Tỷ số lãi gộp} = \frac{\text{Doanh thu ròng} - \text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Doanh thu ròng}} = \frac{33.312 - 14.058}{33.312} = 0,57 \text{ hay } 57\%$$

$$\text{Tỷ số lãi ròng} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{Doanh thu ròng}} = \frac{6.200}{33.312} = 0,186 \text{ hay } 18,6\%$$

Khả năng sinh lợi so với tài sản – Tỷ số này đo lường khả năng sinh lợi so với tài sản, hay nói khác đi tỷ số này cho biết mỗi đồng giá trị tài sản của công ty tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Lợi nhuận sử dụng trong công thức tính toán có thể là lợi nhuận trước thuế hoặc lợi nhuận ròng sau thuế, tùy theo mục tiêu phân tích. Chẳng hạn, cổ đông thường quan tâm đến phần lợi nhuận họ được phân chia nên khi tính toán chỉ tiêu lợi nhuận so với tài sản thường sử dụng lợi nhuận ròng sau thuế.

$$\text{Tỷ số lãi ròng so với tài sản (ROA)} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{Giá trị tổng tài sản}} = \frac{6.200}{55.260} = 0,112 \text{ hay } 11,2\%$$

Khả năng sinh lợi so với vốn chủ sở hữu – Tỷ số này đo lường khả năng sinh lợi so với vốn chủ sở hữu bỏ ra. Chủ doanh nghiệp thường chỉ quan tâm đến phần lợi nhuận sau cùng mà họ nhận được, cho nên thường thì chỉ tiêu lợi nhuận ròng sau thuế được sử dụng trong việc tính toán tỷ số này.

$$\text{Tỷ số lãi ròng so với vốn chủ sở hữu (ROE)} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{6.200}{34.462} = 17,9\%$$

Phần 4 đã giới thiệu và trình bày cách tính các tỷ số tài chính và ý nghĩa của từng loại tỷ số. Tuy nhiên nếu chỉ dừng lại ở mức độ tính toán và hiểu ý nghĩa của từng tỷ số tài chính riêng lẻ chúng ta cũng chưa thể đánh giá đầy đủ được tình hình tài chính công ty. Muốn am hiểu hơn tình hình và hoạt động tài chính công ty, cần phải so sánh các tỷ số đã xác định so với các tỷ số của những kỳ trước và so sánh với các tỷ số bình quân của ngành. Để làm điều này, sau khi thực hiện tính toán và giải thích ý nghĩa của từng loại tỷ số tài chính, chúng ta cần thực hiện phân tích so sánh. Phần 5 dưới đây sẽ trình bày chi tiết về cách thức thực hiện các loại phân tích so sánh bao gồm phân tích xu hướng, phân tích cơ cấu và phân tích chỉ số.

5. Phân tích so sánh (Comparison analysis)

5.1 So sánh xu hướng (trend analysis)

Phân tích xu hướng là kỹ thuật phân tích bằng cách so sánh các tỷ số tài chính đã tính toán với các tỷ số của những kỳ trước và các tỷ số bình quân ngành. Các tỷ số này được đặt chung trong một bảng phân tích có dạng như sau để dễ dàng so sánh thấy được xu hướng thay đổi trong tình hình tài chính công ty.

	2001	2002	Bình quân ngành
<i>Tỷ số thanh khoản</i>			
Tỷ số thanh khoản lưu động	13,82	24,15	?
Tỷ số thanh khoản nhanh	13,11	22,99	?
<i>Tỷ số đòn bẩy tài chính</i>			
Tỷ số nợ so với vốn	0,54	0,60	?
Tỷ số nợ so với tổng tài sản	0,35	0,38	?
<i>Tỷ số trang trải lãi vay</i>			
Tỷ số trang trải lãi vay	4628,86	2403,10	?
<i>Tỷ số hiệu quả hoạt động</i>			
Kỳ thu tiền bình quân	36 ngày	44 ngày	?
Số ngày vòng quay tồn kho	15,1 vòng	14,23 vòng	?
Vòng quay tổng tài sản	0,57	0,60	?
<i>Tỷ số khả năng sinh lợi</i>			
Tỷ số lãi gộp	0,60	0,57	?
Tỷ số lãi ròng	20,6%	18,6%	?
Lợi nhuận trên tài sản (ROA)	11,6%	11,2%	?
Lợi nhuận trên vốn (ROE)	18,0%	17,9%	?

Bảng phân tích trên đây chỉ là dạng cơ bản. Khi phân tích tình hình cụ thể ở công ty nếu các bạn có điều kiện thông tin đầy đủ hơn có thể so sánh cho nhiều năm hơn và nếu được cần so sánh với tỷ số bình quân ngành.

5.2 Phân tích cơ cấu (Common-size analysis)

Phân tích cơ cấu là kỹ thuật phân tích tỷ trọng của từng khoản mục của báo cáo tài chính trong đó tất cả các khoản mục của bảng cân đối tài sản được so sánh với tổng giá trị tài sản và tất cả các khoản mục của báo cáo kết quả kinh doanh được so sánh với doanh thu ròng. Để thực hiện phân tích cơ cấu chúng ta lập bảng phân tích có dạng như bảng 3a, 3b và 3c dưới đây.

Bảng 3a: Phân tích cơ cấu tài sản

Tài sản	Giá trị		Tỷ trọng	
	2001	2002	2001	2002
A. Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	19,034,807,257	26,227,103,858	36.77%	47.46%
1. Tiền	14,546,723,756	20,530,752,078	28.10%	37.15%
Tiền mặt tại quỹ	70,530,953	104,999,290	0.14%	0.19%
Tiền gửi ngân hàng	14,476,192,803	20,425,752,788	27.96%	36.96%
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	0.00%	0.00%
3. Các khoản phải thu	2,912,961,200	4,064,554,078	5.63%	7.36%
Phải thu khách hàng	1,887,327,034	2,188,501,127	3.65%	3.96%
Trả trước cho khách hàng	1,020,345,050	2,041,775,400	1.97%	3.69%
Các khoản phải thu khác	5,289,116	43,201,869	0.01%	0.08%
Dự phòng khoản phải thu khó đòi		(208,924,318)	0.00%	-0.38%
4. Hàng tồn kho	983,654,569	1,255,954,803	1.90%	2.27%
Nguyên vật liệu tồn kho	181,342,681	250,526,891	0.35%	0.45%
Công cụ, dụng cụ tồn kho	30,714,156	15,993,656	0.06%	0.03%
Chi phí sản xuất dở dang	975,200	975,200	0.00%	0.00%
Thành phẩm tồn kho	770,622,532	988,459,056	1.49%	1.79%
5. Tài sản lưu động khác	591,467,732	375,842,899	1.14%	0.68%
Tạm ứng	264,059,142	191,727,744	0.51%	0.35%
Chi phí trả trước	327,408,590	184,115,155	0.63%	0.33%
B. Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	32,731,292,429	29,033,865,768	63.23%	52.54%
1. Tài sản cố định	24,784,313,438	24,829,221,333	47.88%	44.93%
Tài sản cố định hữu hình	23,452,706,935	23,610,444,032	45.31%	42.73%
Tài sản cố định vô hình	1,331,606,503	1,218,777,301	2.57%	2.21%
2. Các khoản đầu tư dài hạn	7,200,000,000	3,880,000,000	13.91%	7.02%
3. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	746,978,991	324,644,435	1.44%	0.59%
Tổng cộng tài sản	51,766,099,686	55,260,969,626	100.00%	100.00%

Nhờ Excel chúng ta có thể dễ dàng và nhanh chóng thực hiện các bảng tính toán tỷ trọng tài sản và tỷ trọng nguồn vốn như được trình bày trong bảng 3a và 3b.

Bảng 3b: Phân tích cơ cấu nguồn vốn

	Giá trị		Tỷ trọng	
	2001	2002	2001	2002
Nợ và vốn chủ sở hữu				
A. Nợ phải trả	18,233,383,267	20,798,372,102	33.00%	37.64%
1. Nợ ngắn hạn	1,377,360,423	1,086,075,472	2.66%	1.97%
Phải trả người bán	404,914,308	290,965,386	0.78%	0.53%
Người mua trả trước tiền hàng	270,979,222	69,804,064	0.52%	0.13%
Thuế và các khoản phải nộp	(117,741,601)	98,940,111	-0.23%	0.18%
Phải trả CNV	407,811,647	188,201,493	0.79%	0.34%
Các khoản phải trả khác	411,396,847	438,164,418	0.79%	0.79%
2. Nợ dài hạn	16,856,022,844	19,712,296,630	32.56%	35.67%
Vay dài hạn	16,856,022,844	19,712,296,630	32.56%	35.67%
B. Vốn chủ sở hữu	33,532,716,419	34,462,597,524	64.78%	62.36%
1. Nguồn vốn quỹ	31,881,614,814	32,970,374,741	61.59%	59.66%
Nguồn vốn kinh doanh	18,762,959,659	21,627,070,960	36.25%	39.14%
Chênh lệch tỷ giá	(604,060,106)	(2,878,264,541)	-1.17%	-5.21%
Quỹ đầu tư phát triển	10,932,773,501	11,813,929,560	21.12%	21.38%
Quỹ dự phòng tài chính	1,902,501,285	1,911,797,656	3.68%	3.46%
Lợi nhuận chưa phân phối	263,006,369	-	0.51%	0.00%
Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản	624,434,106	495,841,106	1.21%	0.90%
2. Nguồn kinh phí	1,651,101,605	1,492,222,783	3.19%	2.70%
Quỹ dự phòng trợ cấp việc làm	834,112,643	925,878,328	1.61%	1.68%
Quỹ khen thưởng phúc lợi	816,988,962	566,344,455	1.58%	1.02%
Tổng cộng nguồn vốn	51,766,099,686	55,260,969,626	100.00%	100.00%

Bảng 3c: Phân tích cơ cấu báo cáo kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	Giá trị		Tỷ trọng	
	2001	2002	2001	2002
Doanh thu ròng	29,317,222,931	33,312,184,144	100.00%	100.00%
Giá vốn hàng bán	11,629,594,137	14,058,290,186	39.67%	42.20%
Lãi gộp	17,687,628,794	19,253,893,958	60.33%	57.80%
Chi phí bán hàng	7,988,035,788	9,617,593,464	27.25%	28.87%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,218,431,142	2,119,516,655	7.57%	6.36%
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh	7,481,161,864	7,516,783,839	25.52%	22.56%
Thu nhập từ hoạt động tài chính	524,118,778	771,803,991	1.79%	2.32%
Chi phí từ hoạt động tài chính	1,616,200	3,127,954	0.01%	0.01%
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	522,502,578	768,676,037	1.78%	2.31%
Các khoản thu nhập bất thường	52,850,000	15,860,905	0.18%	0.05%
Chi phí bất thường	1,180,000	33,913,000	0.00%	0.10%
Lợi nhuận bất thường	51,670,000	(18,052,095)	0.18%	-0.05%
Tổng lợi nhuận trước thuế	8,055,334,442	8,267,407,781	27.48%	24.82%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2,013,833,611	2,066,851,945	6.87%	6.20%
Lợi nhuận sau thuế	6,041,500,832	6,200,555,836	20.61%	18.61%

5.3 Phân tích chỉ số (Index analysis)

Phân tích chỉ số là kỹ thuật phân tích báo cáo tài chính trong đó tất cả các khoản mục của bảng cân đối tài sản và báo cáo kết quả kinh doanh của một năm nào đó được chọn làm gốc sau đó tính toán và so sánh tất cả các khoản mục của bảng cân đối tài sản và báo cáo kết quả kinh doanh của những năm tiếp theo so với năm gốc. Để thực hiện phân tích chỉ số chúng ta sử dụng Excel lập ra các bảng tính có dạng như bảng 4a, 4b và 4c dưới đây.

Bảng 4a: Phân tích chỉ số bảng các khoản mục tài sản

Tài sản	Giá trị		Chỉ số	
	2001	2002	2001	2002
A. Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	19,034,807,257	26,227,103,858	100.00%	137.78%
1. Tiền	14,546,723,756	20,530,752,078	100.00%	141.14%
Tiền mặt tại quỹ	70,530,953	104,999,290	100.00%	148.87%
Tiền gửi ngân hàng	14,476,192,803	20,425,752,788	100.00%	141.10%
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-		
3. Các khoản phải thu	2,912,961,200	4,064,554,078	100.00%	139.53%
Phải thu khách hàng	1,887,327,034	2,188,501,127	100.00%	115.96%
Trả trước cho khách hàng	1,020,345,050	2,041,775,400	100.00%	200.11%
Các khoản phải thu khác	5,289,116	43,201,869	100.00%	816.81%
Dự phòng khoản phải thu khó đòi		(208,924,318)		
4. Hàng tồn kho	983,654,569	1,255,954,803	100.00%	127.68%
Nguyên vật liệu tồn kho	181,342,681	250,526,891	100.00%	138.15%
Công cụ, dụng cụ tồn kho	30,714,156	15,993,656	100.00%	52.07%
Chi phí sản xuất dở dang	975,200	975,200	100.00%	100.00%
Thành phẩm tồn kho	770,622,532	988,459,056	100.00%	128.27%
5. Tài sản lưu động khác	591,467,732	375,842,899	100.00%	63.54%
Tạm ứng	264,059,142	191,727,744	100.00%	72.61%
Chi phí trả trước	327,408,590	184,115,155	100.00%	56.23%
B. Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	32,731,292,429	29,033,865,768	100.00%	88.70%
1. Tài sản cố định	24,784,313,438	24,829,221,333	100.00%	100.18%
Tài sản cố định hữu hình	23,452,706,935	23,610,444,032	100.00%	100.67%
Tài sản cố định vô hình	1,331,606,503	1,218,777,301	100.00%	91.53%
2. Các khoản đầu tư dài hạn	7,200,000,000	3,880,000,000	100.00%	53.89%
3. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	746,978,991	324,644,435	100.00%	43.46%
Tổng cộng tài sản	51,766,099,686	55,260,969,626	100.00%	106.75%

Bảng 4b: Phân tích chỉ số các khoản mục nguồn vốn

	Giá trị		Chỉ số	
	2001	2002	2001	2002
Nợ và vốn chủ sở hữu				
A. Nợ phải trả	18,233,383,267	20,798,372,102	100.00%	114.07%
1. Nợ ngắn hạn	1,377,360,423	1,086,075,472	100.00%	78.85%
Phải trả người bán	404,914,308	290,965,386	100.00%	71.86%
Người mua trả trước tiền hàng	270,979,222	69,804,064	100.00%	25.76%
Thuế và các khoản phải nộp	(117,741,601)	98,940,111	100.00%	-84.03%
Phải trả CNV	407,811,647	188,201,493	100.00%	46.15%
Các khoản phải trả khác	411,396,847	438,164,418	100.00%	106.51%
2. Nợ dài hạn	16,856,022,844	19,712,296,630	100.00%	116.95%
Vay dài hạn	16,856,022,844	19,712,296,630	100.00%	116.95%
B. Vốn chủ sở hữu	33,532,716,419	34,462,597,524	100.00%	102.77%
1. Nguồn vốn quỹ	31,881,614,814	32,970,374,741	100.00%	103.42%
Nguồn vốn kinh doanh	18,762,959,659	21,627,070,960	100.00%	115.26%
Chênh lệch tỷ giá	(604,060,106)	(2,878,264,541)	100.00%	476.49%
Quỹ đầu tư phát triển	10,932,773,501	11,813,929,560	100.00%	108.06%
Quỹ dự phòng tài chính	1,902,501,285	1,911,797,656	100.00%	100.49%
Lợi nhuận chưa phân phối	263,006,369	-	100.00%	0.00%
Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản	624,434,106	495,841,106	100.00%	79.41%
2. Nguồn kinh phí	1,651,101,605	1,492,222,783	100.00%	90.38%
Quỹ dự phòng trợ cấp việc làm	834,112,643	925,878,328	100.00%	111.00%
Quỹ khen thưởng phúc lợi	816,988,962	566,344,455	100.00%	69.32%
Tổng cộng nguồn vốn	51,766,099,686	55,260,969,626	100.00%	106.75%

Bảng 4c: Phân tích chỉ số báo cáo kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	Giá trị		Chỉ số	
	2001	2002	2001	2002
Doanh thu ròng	29,317,222,931	33,312,184,144	100.00%	113.63%
Giá vốn hàng bán	11,629,594,137	14,058,290,186	100.00%	120.88%
Lãi gộp	17,687,628,794	19,253,893,958	100.00%	108.86%
Chi phí bán hàng	7,988,035,788	9,617,593,464	100.00%	120.40%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,218,431,142	2,119,516,655	100.00%	95.54%
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh	7,481,161,864	7,516,783,839	100.00%	100.48%
Thu nhập từ hoạt động tài chính	524,118,778	771,803,991	100.00%	147.26%
Chi phí từ hoạt động tài chính	1,616,200	3,127,954	100.00%	193.54%
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	522,502,578	768,676,037	100.00%	147.11%
Các khoản thu nhập bất thường	52,850,000	15,860,905	100.00%	30.01%
Chi phí bất thường	1,180,000	33,913,000	100.00%	2873.98%
Lợi nhuận bất thường	51,670,000	(18,052,095)	100.00%	-34.94%
Tổng lợi nhuận trước thuế	8,055,334,442	8,267,407,781	100.00%	102.63%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2,013,833,611	2,066,851,945	100.00%	102.63%
Lợi nhuận sau thuế	6,041,500,832	6,200,555,836	100.00%	102.63%

6. Những hạn chế của phân tích báo cáo tài chính

Các phần trước đã trình bày với các bạn tầm quan trọng cũng như các kỹ thuật thực hiện phân tích báo cáo tài chính công ty. Tuy nhiên, trong điều kiện của Việt Nam phân tích báo cáo tài chính còn một số hạn chế nhất định do điều kiện và trình độ tổ chức hệ thống thông tin tài chính của công ty nói riêng và của toàn nền kinh tế nói chung còn nhiều hạn chế.

- Hạn chế thứ nhất là mức độ tin cậy của số liệu trong các báo cáo tài chính. Như đã trình bày, phân tích báo cáo tài chính hoàn toàn dựa vào số liệu và thông tin rút ra từ các báo cáo tài chính cho nên nếu các số liệu này thiếu chính xác thì những kết luận rút ra từ phân tích chắc chắn sẽ bị sai lệch.
- Hạn chế thứ hai là không có đầy đủ thông tin về các tỷ số bình quân của ngành để làm cơ sở so sánh.

Mặc dù còn những hạn chế như vừa nêu nhưng nếu ban giám đốc công ty nắm được kỹ thuật phân tích và biết cách tổ chức tốt hệ thống thông tin kế toán-tài chính thì vẫn có thể khắc phục được những hạn chế trên và góp phần nâng cao mức độ tin cậy của công tác phân tích.

7. Các bước thực hiện phân tích tỷ số tài chính

Nhiều sinh viên sau khi hoàn tất chương trình học ở nhà trường đi vào thực tiễn vẫn gặp không ít khó khăn khi đối diện với việc phân tích tỷ số tài chính của một công ty. Đa số sinh viên không biết bắt đầu từ đâu và kết thúc ở chỗ nào. Để giúp các bạn có thể dễ dàng hơn trong thực hành, chúng tôi, sau nhiều năm nghiên cứu và tham khảo ý kiến của nhiều người thực hành, đề nghị các bước tiến hành phân tích tỷ số tài chính như sau:

Bước 1: Xác định đúng công thức đo lường chỉ tiêu cần phân tích

Bước 2: Xác định đúng số liệu từ các báo cáo tài chính để lắp vào công thức tính

Bước 3: Giải thích ý nghĩa của tỷ số vừa tính toán

Bước 4: Đánh giá tỷ số vừa tính toán (cao, thấp, hay phù hợp)

Bước 5: Phân tích nguyên nhân vì sao tỷ số vừa tính toán cao, thấp hay phù hợp

Bước 6: Đưa ra biện pháp củng cố, cải thiện hay tiếp tục duy trì tỷ số vừa tính toán.

Bám chặt vào các bước này bạn không chỉ dễ dàng trong việc phân tích các tỷ số tài chính như được trình bày trong tài liệu hướng dẫn và học tập, mà bạn còn có thể vận dụng sáng tạo để từ đó có thể bổ sung thêm một số loại tỷ số khác phục vụ cho nhu cầu phân tích của riêng bạn.

Bài 3:

THỜI GIÁ TIỀN TỆ

Khái niệm thời giá tiền tệ rất quan trọng trong phân tích tài chính vì hầu hết các quyết định tài chính từ quyết định đầu tư, quyết định tài trợ cho đến các quyết định về quản lý tài sản đều có liên quan đến thời giá tiền tệ. Cụ thể, thời giá tiền tệ được sử dụng như yếu tố cốt lõi trong rất nhiều mô hình phân tích và định giá tài sản, kể cả đầu tư tài hữu hình lẫn đầu tư tài sản tài chính. Bài này sẽ lần lượt xem xét các vấn đề liên quan đến thời giá tiền tệ nhằm tạo nền tảng kiến thức cho các bài sau.

1. Lãi đơn, lãi kép và thời giá tiền tệ của một số tiền

1.1 Lãi đơn (simple interest)

Lãi chính là số tiền thu được (đối với người cho vay) hoặc chi ra (đối với người đi vay) do việc sử dụng vốn vay. *Lãi đơn* là số tiền lãi chỉ tính trên số tiền gốc mà không tính trên số tiền lãi do số tiền gốc sinh ra. Công thức tính lãi đơn như sau:

$$SI = P_0(i)(n)$$

Trong đó SI là lãi đơn, P_0 là số tiền gốc, i là lãi suất kỳ hạn và n là số kỳ hạn tính lãi. Ví dụ bạn ký gửi \$1000 vào tài khoản định kỳ tính lãi đơn với lãi suất là 8%/năm. Sau 10 năm số tiền gốc và lãi bạn thu về là: $\$1000 + 1000(0,08)(10) = \1800 .

1.2 Lãi kép (compound interest)

Lãi kép là số tiền lãi không chỉ tính trên số tiền gốc mà còn tính trên số tiền lãi do số tiền gốc sinh ra. Nó chính là lãi tính trên lãi, hay còn gọi là ghép lãi (compounding). Khái niệm lãi kép rất quan trọng vì nó có thể ứng dụng để giải quyết rất nhiều vấn đề trong tài chính.

1.3 Lãi kép liên tục (continuous compound interest)

Lãi kép liên tục là lãi kép khi số lần ghép lại trong một thời kỳ (năm) tiến đến vô cùng. Nếu trong một năm ghép lãi một lần thì chúng ta có lãi hàng năm (annually), nếu ghép lãi 2 lần thì chúng ta có lãi bán niên (semiannually), 4 lần có lãi theo quý (quarterly), 12 lần có lãi theo tháng (monthly), 365 lần có lãi theo ngày (daily), ... Khi số lần ghép lãi lớn đến vô cùng thì việc ghép lãi diễn ra liên tục. Khi ấy chúng ta có lãi liên tục (continuously).

1.4 Giá trị tương lai của một số tiền hiện tại

Giá trị tương lai của một số tiền hiện tại nào đó chính là giá trị của số tiền này ở thời điểm hiện tại cộng với số tiền lãi mà nó sinh ra trong khoảng thời gian từ hiện tại cho đến một thời điểm trong tương lai. Để xác định giá trị tương lai, chúng ta đặt:

P_0 = giá trị của một số tiền ở thời điểm hiện tại
 i = lãi suất của kỳ hạn tính lãi
 n = là số kỳ hạn lãi
 FV_n = giá trị tương lai của số tiền P_0 ở thời điểm n kỳ hạn lãi

$$\begin{aligned}FV_1 &= P_0 + P_0 i = P_0(1+i) \\FV_2 &= FV_1 + FV_1 i = FV_1(1+i) = P_0(1+i)(1+i) = P_0(1+i)^2 \\&\dots\dots\dots\end{aligned}$$

$$FV_n = P_0(1+i)^n = P_0(FVIF_{i,n}) \quad (3.1)$$

Trong đó $FVIF_{i,n}=(1+i)^n$ là thừa số giá trị tương lai ở mức lãi suất $i\%$ với n kỳ hạn tính lãi. Thừa số $FVIF_{i,n}$ được xác định bằng cách tra bảng 1 trong phần phụ lục kèm theo.

Ví dụ bạn có một số tiền 1000\$ gửi ngân hàng 10 năm với lãi suất là 8%/năm tính lãi kép hàng năm. Sau 10 năm số tiền bạn thu về cả gốc và lãi là:

$$FV_{10} = 1000(1+0,08)^{10} = 1000(FVIF_{8,10}) = 1000(2,159) = 2159\$$$

1.5 Giá trị hiện tại của một số tiền tương lai

Chúng ta không chỉ quan tâm đến giá trị tương lai của một số tiền mà ngược lại đôi khi chúng ta còn muốn biết để có số tiền trong tương lai đó thì phải bỏ ra bao nhiêu ở thời điểm hiện tại. Đây chính là *giá trị hiện tại của một số tiền tương lai*. Công thức tính giá trị hiện tại hay gọi tắt là *hiện giá* được suy ra từ (3.1) như sau:

$$PV_0 = P_0 = FV_n/(1+i)^n = FV_n(1+i)^{-n} = FV_n(PVIF_{i,n}) \quad (3.2)$$

Trong đó $PVIF_{i,n}=(1+i)^{-n}$ là thừa số giá trị hiện tại ở mức lãi suất $i\%$ với n kỳ hạn tính lãi. Thừa số $PVIF_{i,n}$ được xác định bằng cách tra bảng 2 trong phần phụ lục kèm theo.

Ví dụ bạn muốn có một số tiền 1000\$ trong 3 năm tới, biết rằng ngân hàng trả lãi suất là 8%/năm và tính lãi kép hàng năm. Hỏi bây giờ bạn phải gửi ngân hàng bao nhiêu để sau 3 năm số tiền bạn thu về cả gốc và lãi là 1000\$?

$$PV_0 = 1000(1+0,08)^{-3} = 1000(PVIF_{8,3}) = 1000(0,794) = 794\$$$

1.6 Xác định yếu tố lãi suất

Đôi khi chúng ta đứng trước tình huống đã biết giá trị tương lai, hiện giá và số kỳ hạn lãi nhưng chưa biết lãi suất. Khi ấy chúng ta cần biết lãi kép (i) ngằm hiểu trong tình huống như vậy là bao nhiêu. Ví dụ bây giờ chúng ta bỏ ra 1000\$ để mua một công cụ nợ có thời hạn 8 năm. Sau 8 năm chúng ta sẽ nhận được 3000\$. Như vậy lãi suất của công cụ nợ này là bao nhiêu? Sử dụng công thức (3.1), chúng ta có:

$$FV_3 = 1000(1+i)^8 = 1000(FVIF_{i,8}) = 3000$$

$$\Rightarrow (FVIF_{i,8}) = 3000/1000 = 3$$

Sử dụng bảng 1 để suy ra lãi suất i nằm giữa 14 và 15% (= 14,72%). Cách khác để xác định chính xác hơn lãi suất i như sau:

$$(1+i)^8 = 3000/1000 = 3$$

$$(1+i) = 3^{1/8} = 1,1472 \Rightarrow i = 14,72\%$$

1.7 Xác định yếu tố kỳ hạn

Đôi khi chúng ta đứng trước tình huống đã biết giá trị tương lai, hiện giá và lãi suất nhưng chưa biết số kỳ hạn lãi. Khi ấy chúng ta cần biết số kỳ hạn tính lãi, để từ đó suy ra thời gian cần thiết để một số tiền P_0 trở thành FV . Ví dụ bây giờ chúng ta bỏ ra 1000\$ để mua một công cụ nợ được trả lãi kép hàng năm là 10%. Sau một khoảng thời gian bao lâu chúng ta sẽ nhận được cả gốc và lãi là 5000\$. Sử dụng công thức (3.1), chúng ta có:

$$FV_5 = 1000(1+0,1)^n = 1000(FVIF_{10,n}) = 5000$$

$$\Rightarrow (FVIF_{10,n}) = 5000/1000 = 5$$

Sử dụng bảng 1 để suy ra n khoảng 17 năm. Tuy nhiên kết quả này không hoàn toàn chính xác do có sai số khi tra bảng. Để có kết quả chính xác chúng ta có thể thực hiện như sau:

$$(1+0,1)^n = 5000/1000 = 5$$

$$1,1^n = 5$$

$$n \cdot \ln(1,1) = \ln(5) \Rightarrow n = \ln(5)/\ln(1,1) = 1,6094/0,0953 = 16,89 \text{ năm}$$

Trên đây đã xem xét vấn đề thời giá tiền tệ đối với một số tiền nhất định. Tuy nhiên trong tài chính chúng ta thường xuyên gặp tình huống cần xác định thời giá tiền tệ

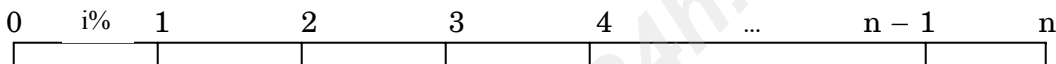
không phải của một số tiền nhất định mà là của một dòng tiền tệ theo thời gian. Phần tiếp theo sẽ xem xét cách xác định thời giá của dòng tiền tệ.

2. Thời giá của dòng tiền tệ

2.1 Khái niệm về dòng tiền tệ và dòng niên kim

Dòng tiền tệ là một chuỗi các khoản thu nhập hoặc chi trả xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Ví dụ một người thuê nhà hàng tháng phải trả 2 triệu đồng trong thời hạn 1 năm chính là một dòng tiền tệ xảy ra qua 12 tháng. Hoặc giả một người mua cổ phiếu công ty và hàng năm được chia cổ tức, thu nhập cổ tức hàng năm hình thành một dòng tiền tệ qua các năm. Để dễ hình dung người ta thường dùng hình vẽ biểu diễn dòng tiền tệ như sau:

Hình 3.1



Dòng tiền tệ có nhiều loại khác nhau nhưng nhìn chung có thể phân chia chúng thành các loại sau đây:

- Dòng niên kim (annuity) – dòng tiền tệ bao gồm các khoản bằng nhau xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Dòng niên kim còn được phân chia thành: (1) dòng niên kim thông thường (ordinary annuity) – xảy ra ở cuối kỳ, (2) dòng niên kim đầu kỳ (annuity due) – xảy ra ở đầu kỳ, và (3) dòng niên kim vĩnh cửu (perpetuity) – xảy ra cuối kỳ và không bao giờ chấm dứt.

Ví dụ bạn cho thuê xe hơi trong vòng 5 năm với giá tiền thuê là 2400\$ một năm, thanh toán vào 31/12 của năm đó. Thu nhập từ cho thuê xe của bạn là một dòng niên kim thông thường bao gồm 5 khoản tiền bằng nhau trong vòng 5 năm. Bây giờ thay vì tiền thuê thanh toán vào cuối năm, bạn yêu cầu người thuê xe thanh toán vào đầu năm, tức là vào ngày 1/1 của năm đó. Thu nhập của bạn bây giờ là một dòng niên kim đầu kỳ. Thay vì bỏ tiền ra mua xe hơi cho thuê, bạn dùng số tiền đó mua cổ phiếu ưu đãi của một công ty cổ phần và hàng năm hưởng cổ tức cố định là 2000\$. Giả định rằng hoạt động công ty tồn tại mãi mãi, khi đó thu nhập của bạn được xem như là một dòng niên kim vĩnh cửu.

- Dòng tiền tệ hỗn tạp (Uneven or mixed cash flows) – dòng tiền tệ không bằng nhau xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Cũng là ví dụ cho thuê xe trên đây nhưng thu nhập thực tế của bạn không phải là 2400\$ mỗi năm vì bạn phải bỏ ra

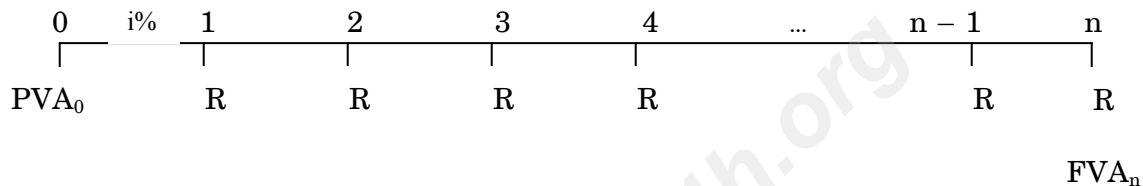
một số chi phí sửa chữa nhỏ và số chi phí này khác nhau qua các năm. Khi ấy thu nhập ròng của bạn sau khi trừ đi chi phí sửa chữa nhỏ sẽ hình thành một dòng tiền tệ không đều nhau qua các năm. Dòng tiền tệ ấy chính là dòng tiền tệ hỗn tạp vì nó bao gồm các khoản tiền không giống nhau.

Sau khi bạn đã hiểu và phân biệt được từng loại dòng tiền tệ khác nhau. Bây giờ chúng ta sẽ xem xét cách xác định thời giá của từng loại dòng tiền tệ.

2.2 Thời giá của dòng niên kim

Để dễ dàng hình dung chúng ta sử dụng hình vẽ dưới đây biểu diễn dòng niên kim:

Hình 3.2



Trong đó PVA₀ là hiện giá của dòng niên kim, FVA_n là giá trị tương lai của dòng niên kim và R là khoản thu nhập hoặc chi trả xảy ra qua mỗi thời kỳ. Tập hợp các khoản tiền R qua các thời kỳ hình thành nên dòng niên kim.

2.2.1 Giá trị tương lai của dòng niên kim

Giá trị tương lai của dòng niên kim chính là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền R xảy ra ở từng thời điểm khác nhau. Công thức (3.1) cho biết giá trị tương lai của khoản tiền R chính là $R(1+i)^n$.

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị tương lai ở thời điểm n
R	T = 1	$FV_1 = R(1+i)^{n-1}$
R	T = 2	$FV_2 = R(1+i)^{n-2}$
R	T = 3	$FV_3 = R(1+i)^{n-3}$
...	...	...
R	T = n - 1	$FV_{n-1} = R(1+i)^{n-(n-1)} = R(1+i)^1$
R	T = n	$FV_{n-n} = R(1+i)^{n-n} = R(1+i)^0$

$$\begin{aligned}
 FVA_n &= R(1+i)^{n-1} + R(1+i)^{n-2} + \dots + R(1+i)^1 + R(1+i)^0 \\
 &= R[FVIF_{i,n-1} + FVIF_{i,n-2} + \dots + FVIF_{i,1} + FVIF_{i,0}] \\
 &= R(FVIFA_{i,n})
 \end{aligned}
 \tag{3.3}$$

trong đó $FVIFA_{i,n}=(1+i)^n$ là thừa số giá trị tương lai của dòng niên kim ở mức lãi suất $i\%$ và n số kỳ hạn lãi. Thừa số này xác định bằng cách tra bảng 3 trong phụ lục kèm theo.

Ví dụ bạn cho thuê nhà với giá là 6000\$ một năm thanh toán vào 31/12 hàng năm trong thời hạn 5 năm. Toàn bộ tiền cho thuê được ký gửi vào ngân hàng với lãi suất 6%/năm trả lãi kép hàng năm. Sau 5 năm số tiền bạn có được cả gốc và lãi là:

$$FVA_5 = 6000(FVIFA_{6,5}) = 6000(5,637) = 33.822\$$$

Bây giờ giả sử tiền thuê thanh toán vào 1/1, do đó, nó được ký gửi vào ngân hàng đầu năm thay vì cuối năm như ví dụ vừa xem xét. Khi ấy, số tiền ở thời điểm n vẫn được hưởng 1 kỳ lãi nữa, do đó, giá trị tương lai của nó sẽ là $R(1+i)^1$ chứ không phải là $R(1+i)^0$. Nói cách khác, khi xác định giá trị tương lai của dòng niên kim đầu kỳ chúng ta sử dụng công thức sau:

$$FVAD_n = R(FVIFA_{i,n})(1+i) \quad (3.4)$$

Trong ví dụ tiền thuê nhà trên đây nếu tiền thanh toán vào đầu kỳ, chúng ta sẽ có giá trị tương lai của dòng niên kim này là: $FVAD_5 = 6000(FVIFA_{i,n})(1+0,06) = 6000(5,637)(1+0,06) = 35.851,32\$$.

2.2.2 Giá trị hiện tại của dòng niên kim

Cũng trong ví dụ vừa nêu trên, bây giờ bạn không quan tâm đến chuyện sẽ có được bao nhiêu tiền sau 5 năm mà bạn muốn biết số tiền bạn sẽ có hàng năm thực ra nó đáng giá bao nhiêu ở thời điểm hiện tại. Khi ấy bạn cần xác định hiện giá của dòng niên kim này.

Hiện giá của dòng niên kim bằng tổng hiện giá của từng khoản tiền ở từng thời điểm khác nhau. Hình 3.2 biểu diễn dòng niên kim, dựa vào hình này chúng ta thấy hiện giá của dòng niên kim qua các năm có thể xác định như sau:

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị hiện tại
R	T = 1	$PV_0 = R/(1+i)^1$
R	T = 2	$PV_0 = R/(1+i)^2$
R	T = 3	$PV_0 = R/(1+i)^3$
R		...
R	T = n - 1	$PV_0 = R/(1+i)^{n-1}$
R	T = n	$PV_0 = R/(1+i)^n$

$$PVA_n = R/(1+i)^1 + R/(1+i)^2 + R/(1+i)^3 + \dots + R/(1+i)^{n-1} + R/(1+i)^n \quad (3.5)$$

$$= R(PVIFA_{i,n})$$

trong đó $PVIFA_{i,n} = 1/(1+i)^n$ là thừa số hiện giá của dòng niên kim ở mức lãi suất $i\%$ với n kỳ hạn lãi. $PVIFA_{i,n}$ được xác định bằng cách tra bảng 4 trong phức lục kèm theo. Trong ví dụ vừa nêu trên, chúng ta có hiện giá của dòng niên kim thu nhập cho thuê nhà là:

$$\begin{aligned} PVA_5 &= 6000/(1+0,06)^1 + 6000/(1+0,06)^2 + \dots + 6000/(1+0,06)^4 + 6000/(1+0,06)^5 \\ &= 6000(PVIFA_{6,5}) = 6000(4,212) = 25272\$ \end{aligned}$$

Trong trường hợp dòng niên kim đầu kỳ, hiện giá được xác định bởi công thức:

$$PVAD_n = R(PVIFA_{i,n})(1+i) \quad (3.6)$$

2.2.3 Giá trị hiện tại của dòng niên kim vĩnh cửu

Chúng ta đôi khi gặp dòng niên kim kéo dài không xác định. Dòng niên kim có tính chất như vậy là dòng niên kim vĩnh cửu. Cách xác định hiện giá của dòng niên kim vĩnh cửu dựa vào cách xác định hiện giá dòng niên kim thông thường. Chúng ta đã biết hiện giá dòng niên kim thông thường:

$$PVA_n = R/(1+i)^1 + R/(1+i)^2 + R/(1+i)^3 + \dots + R/(1+i)^{n-1} + R/(1+i)^n \quad (3.5)$$

Nhân 2 vế của (3.5) với $(1+i)$ sau đó lấy 2 vế của đẳng thức thu được trừ đi 2 vế của (3.5) và thực hiện vài biến đổi đại số chúng ta được:

$$PVA_n = R \left[\frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^n} \right] \quad (3.6)$$

Hiện giá của dòng niên kim vĩnh cửu chính là hiện giá của dòng niên kim khi n tiến đến vô cùng. Khi n tiến đến vô cùng thì $1/i(1+i)^n$ tiến đến 0. Do đó, hiện giá dòng niên kim vĩnh cửu sẽ là:

$$PVA_\infty = \frac{R}{i} \quad (3.7)$$

2.2.4 Xác định yếu tố lãi suất

Trong trường hợp đã biết giá trị tương lai hoặc hiện giá của dòng niên kim và số kỳ hạn tính lãi, chúng ta có thể giải phương trình (3.3) hoặc (3.5) để biết yếu tố lãi suất i .

Ví dụ ông A muốn có một số tiền là 32 triệu đồng cho con ông ta học đại học trong 5 năm tới. Ông dùng thu nhập từ tiền cho thuê nhà hàng năm là 5 triệu đồng

để gửi vào tài khoản tiền gửi được trả lãi kép hàng năm. Hỏi ông A mong muốn ngân hàng trả lãi bao nhiêu để sau 5 năm ông có được số tiền như hoạch định? Từ công thức (3.3), chúng ta có: $FVA_5 = 5(FVIFA_{i,5}) = 32 \Rightarrow FVIFA_{i,5} = 32/5 = 6,4$. Tra bảng 3 chúng ta tìm được lãi suất i khoảng 12%. Nếu dùng máy tính tài chính hoặc Excel chúng ta có thể xác định chính xác hơn lãi suất là 12,37%.

2.2.5 Xác định yếu tố kỳ hạn

Trong trường hợp đã biết giá trị tương lai hoặc hiện giá của dòng niên kim và lãi suất i , chúng ta có thể giải phương trình (3.3) hoặc (3.5) để biết yếu tố kỳ hạn tính lãi n .

Ví dụ ông B muốn có một số tiền là 32 triệu đồng cho con ông ta học đại học. Ông dùng thu nhập từ tiền cho thuê nhà hàng năm là 5 triệu đồng để gửi vào tài khoản tiền gửi được trả lãi kép hàng năm. Hỏi ông B phải gửi bao nhiêu năm để có được số tiền như hoạch định biết rằng ngân hàng trả lãi 12%/năm? Từ công thức (3.3), chúng ta có: $FVA_5 = 5(FVIFA_{12,n}) = 32 \Rightarrow FVIFA_{12,n} = 32/5 = 6,4$. Tra bảng 3 chúng ta có được n khoảng 5 năm. Nếu sử dụng máy tính tài chính hoặc Excel chúng ta biết chính xác n là 5,03 năm.

2.3 Thời giá tiền tệ của dòng tiền tệ hỗn tạp

Trong tài chính không phải lúc nào chúng ta cũng gặp tình huống trong đó dòng tiền tệ bao gồm các khoản thu nhập hoặc chi trả giống hệt nhau qua từng thời kỳ. Chẳng hạn doanh thu và chi phí qua các năm thường rất khác nhau. Kết quả là dòng tiền tệ thu nhập ròng của công ty là một dòng tiền tệ hỗn tạp, bao gồm các khoản thu nhập khác nhau, chứ không phải là một dòng niên kim. Do vậy, các công thức (3.3) và (3.5) không thể sử dụng để xác định giá trị tương lai và hiện giá của dòng tiền tệ trong trường hợp này. Sau đây sẽ trình bày cách xác định giá trị tương lai và hiện giá của dòng tiền tệ hỗn tạp.

2.3.1 Giá trị tương lai của dòng tiền tệ hỗn tạp

Giá trị tương lai của dòng tiền tệ hỗn tạp chính là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền $R_1, R_2, \dots, R_n$ xảy ra ở từng thời điểm $T_1, T_2, \dots, T_n$ khác nhau. Công thức (3.1) cho biết giá trị tương lai của khoản tiền R chính là $R(1+i)^n$. Vận dụng công thức này chúng ta có:

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị tương lai ở thời điểm n
R_1	$T_1 = 1$	$FV_1 = R_1 (1+i)^{n-1}$
R_2	$T_2 = 2$	$FV_2 = R_2 (1+i)^{n-2}$
R_3	$T_3 = 3$	$FV_3 = R_3 (1+i)^{n-3}$

...	...	...
R_{n-1}	$T_{n-1} = n - 1$	$FV_{n-1} = R_{n-1} (1+i)^{n-(n-1)} = R_{n-1} (1+i)^1$
R_n	$T_n = n$	$FV_{n-n} = R_n (1+i)^{n-n} = R_n ((1+i)^0) = R_n$

Giá trị tương lai của dòng tiền tệ hỗn tạp FVM_n là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền R_i với $i=1, 2, \dots, n$ ứng với từng thời điểm T_i với $i=1, 2, \dots, n$. Nghĩa là:

$$FVM_n = R_1 (1+i)^{n-1} + R_2 (1+i)^{n-2} + \dots + R_{n-1} (1+i)^1 + R_n$$

2.3.2 Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ hỗn tạp

Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ hỗn tạp chính là tổng giá trị hiện tại của từng khoản tiền $R_1, R_2, \dots, R_n$ xảy ra ở từng thời điểm $T_1, T_2, \dots, T_n$ khác nhau. Công thức (3.2) cho biết giá trị hiện tại của khoản tiền R chính là $R/(1+i)^n$.

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị hiện tại
R_1	$T_1 = 1$	$PV_0 = R_1/(1+i)^1$
R_2	$T_2 = 2$	$PV_0 = R_2/(1+i)^2$
R_3	$T_3 = 3$	$PV_0 = R_3/(1+i)^3$
...	...	...
R_{n-1}	$T_{n-1} = n - 1$	$PV_0 = R_{n-1}/(1+i)^{n-1}$
R_n	$T_n = n$	$PV_0 = R_n/(1+i)^n$

Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ hỗn tạp PVM_n là tổng giá trị hiện tại của từng khoản tiền R_i với $i=1, 2, \dots, n$ ứng với từng thời điểm T_i với $i=1, 2, \dots, n$. Nghĩa là:

$$PVM_n = R_1/(1+i)^1 + R_2/(1+i)^2 + \dots + R_{n-1}/(1+i)^{n-1} + R_n/(1+i)^n$$

Cách xác định giá trị tương lai và hiện giá của dòng tiền tệ hỗn tạp như vừa trình bày trên đây sẽ không khó khăn khi thực hiện nếu như số lượng kỳ hạn tính lãi n tương đối nhỏ (dưới 10). Trong trường hợp n khá lớn thì công việc tính toán trở nên nặng nề hơn. Khi ấy chúng ta sẽ sử dụng Excel để tính toán.

3. Thời giá tiền tệ khi ghép lãi nhiều lần trong năm

Trong các phần trước khi xác định giá trị tương lai và giá trị hiện tại chúng ta giả định lãi được ghép hàng năm, tức là mỗi năm tính lãi một lần. Trên thực tế không phải lúc nào cũng vậy, nếu một năm tính lãi nhiều hơn một lần thì công thức tính giá trị tương lai và giá trị hiện tại có một số thay đổi.

Giả sử chúng ta đặt m là số lần ghép lãi hay số kỳ hạn lãi trong năm với lãi suất là i . Khi ấy, lãi suất của mỗi kỳ hạn là i/m . Công thức xác định giá trị tương lai trong trường hợp này suy ra từ (3.1) sẽ như sau:

$$FV_n = P_0[1+(i/m)]^{mn} \quad (3.8)$$

$$\text{Hiện giá trong trường hợp này sẽ là } P_0 = FV_n/[1+(i/m)]^{mn} \quad (3.9)$$

Trường hợp số lần ghép lãi trong năm lớn lên đến vô cùng, khi ấy chúng ta có lãi kép liên tục. Giá trị tương lai trong trường hợp ghép lãi liên tục sẽ là:

$$FV_n = \lim_{m \rightarrow \infty} P_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn}$$

Đặt $i/m = 1/x$, ta có $m = i.x$ và m tiến đến vô cùng tương đương với x tiến đến vô cùng. Như vậy:

$$FV_n = \lim_{m \rightarrow \infty} P_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn} = \lim_{x \rightarrow \infty} P_0 \left(1 + \frac{1}{x}\right)^{i.x.n} = P_0 e^{i.n}$$

và giá trị hiện tại sẽ là: $P_0 = FV_n/(e)^{i.n}$, với e là hằng số Nê-pe có giá trị là 2,7182.

Ví dụ bạn ký gửi 1000\$ vào một tài khoản ở ngân hàng với lãi suất 6%/năm trong thời gian 3 năm. Hỏi số tiền bạn có được sau 3 năm ký gửi là bao nhiêu nếu ngân hàng tính lãi kép (a) bán niên, (b) theo quý, (c) theo tháng và (d) liên tục? Áp dụng công thức (3.8) chúng ta có:

- (a) $FV_3 = 1000[1+(0,06/2)]^{2 \times 3} = 1194,05\$$
- (b) $FV_3 = 1000[1+(0,06/4)]^{4 \times 3} = 1126,49\$$
- (c) $FV_3 = 1000[1+(0,06/12)]^{12 \times 3} = 1127,16\$$
- (d) $FV_3 = 1000(e)^{0,06 \times 3} = 1197,22\$$

Qua ví dụ trên chúng ta thấy rằng khi tốc độ ghép lãi càng nhanh thì lãi sinh ra càng nhiều, hay nói khác đi, cùng một mức lãi suất được công bố nhưng nếu số lần tính lãi trong năm càng lớn thì lãi sinh ra càng nhiều. Điều này làm cho lãi suất thực tế được hưởng khác với lãi suất danh nghĩa được công bố.

4. Lãi suất danh nghĩa và lãi suất hiệu dụng

Lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate) là lãi suất được công bố hoặc niêm yết. Thông thường lãi suất này tính theo % một năm. Còn *lãi suất hiệu dụng* (effective interest rate) chính là lãi suất thực tế có được sau khi đã điều chỉnh lãi suất danh nghĩa theo số lần ghép lãi trong năm. Chúng ta biết lãi suất chính là phần trăm

chênh lệch giữa giá trị tương lai và hiện giá của một số tiền. Do đó, lãi suất hiệu dụng r_e có thể được xác định như sau:

$$r_e = \frac{FV_n - P_0}{P_0} = \frac{P_0[1 + (i/m)]^{mn} - P_0}{P_0} = [1 + (i/m)]^{mn} - 1$$

5. Thời giá tiền tệ và cho vay trả góp

Một trong những ứng dụng quan trọng của thời giá tiền tệ là việc quyết định các khoản thanh toán trong hoạt động cho vay trả góp, tức là quyết định số tiền, kể cả vốn gốc và lãi, mà người đi vay phải trả từng kỳ hạn. Ví dụ bạn vay 22.000\$ với lãi suất 12% tính lãi kép hàng năm và phải trả vốn và lãi trong vòng 6 năm tới. Sử dụng công thức tính hiện giá của dòng niên kim chúng ta có:

$$22000 = R(PVIF_{12,6}) = R(4,111) \Rightarrow R = 22000/4,111 = 5351\$$$

Dựa vào số tiền hàng năm phải trả được xác định như trên, bảng theo dõi nợ vay trả góp được thiết lập như sau:

Năm	Tiền góp	Tiền lãi	Tiền gốc	Tiền gốc còn lại
0	-	-	-	22000\$
1	5351	2640	2711	19289
2	5351	2351	3036	16253
3	5351	1951	3400	12853
4	5351	1542	3809	9044
5	5351	1085	4266	4778
6	5351	573	4778	0
Cộng	32106	10106	22000	

Trên đây đã trình bày những khái niệm quan trọng liên quan đến thời giá tiền tệ. Những khái niệm này là cơ sở, cả về lý luận lẫn thực tiễn, để phân tích và xem xét khi ra các quyết định tài chính quan trọng như quyết định lượng giá tài sản, quyết định đầu tư, quyết định nên mua hay thuê tài sản, quyết định nên mua chịu hay mua trả tiền ngay, ... Cụ thể hơn, ở bài tiếp theo chúng ta sẽ ứng dụng những khái niệm thời giá tiền tệ để phân tích và định giá trái phiếu và cổ phiếu.

<http://kinhte24h.org>

Bài 4:

ĐỊNH GIÁ CHỨNG KHOÁN

Bài này vận dụng các khái niệm và công thức tính của bài 3 để định giá các loại chứng khoán dài hạn bao gồm trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường. Qua bài này học viên không chỉ được làm quen với mô hình định giá chứng khoán mà còn biết cách sử dụng mô hình này trong một số tình huống định giá và phân tích tài chính khác. Tuy nhiên, trước khi bắt đầu định giá chứng khoán cần phân biệt một số cặp khái niệm sau đây về giá trị.

1. Các cặp khái niệm về giá trị

1.1 Giá trị thanh lý và giá trị hoạt động

Cặp khái niệm này dùng để chỉ giá trị của doanh nghiệp dưới hai góc độ khác nhau. *Giá trị thanh lý* (liquidation value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp hay tài sản không còn tiếp tục hoạt động nữa. *Giá trị hoạt động* (going-concern value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp vẫn còn tiếp tục hoạt động. Hai loại giá trị này ít khi nào bằng nhau, thậm chí giá trị thanh lý đôi khi còn cao hơn cả giá trị hoạt động.

1.2 Giá trị sổ sách và giá trị thị trường

Khi nói giá trị sổ sách (book value), người ta có thể đề cập đến giá trị sổ sách của một tài sản hoặc giá trị sổ sách của một doanh nghiệp. Giá trị sổ sách của tài sản tức là giá trị kế toán của tài sản đó, nó bằng chi phí mua sắm tài sản trừ đi phần khấu hao tích lũy của tài sản đó. Giá trị sổ sách của doanh nghiệp hay công ty tức là giá trị toàn bộ tài sản của doanh nghiệp trừ đi giá trị các khoản nợ phải trả và giá trị cổ phiếu ưu đãi được liệt kê trên bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp. Giá trị thị trường (market value) là giá của tài sản hoặc doanh nghiệp được giao dịch trên thị trường. Nhìn chung, giá trị thị trường của doanh nghiệp thường cao hơn giá trị thanh lý và giá trị hoạt động của nó.

1.3 Giá trị thị trường và giá trị lý thuyết

Cặp giá trị này thường dùng để chỉ giá trị của chứng khoán, tức là giá trị của các loại tài sản tài chính. Giá trị thị trường (market value) của một chứng khoán tức là giá trị của chứng khoán đó khi nó được giao dịch mua bán trên thị trường. Giá trị lý thuyết (intrinsic value) của một chứng khoán là giá trị mà chứng khoán đó nên có dựa trên những yếu tố liên quan khi định giá chứng khoán đó. Nói khác đi, giá trị lý thuyết

của một chứng khoán tức là giá trị kinh tế của nó và trong điều kiện thị trường hiệu quả thì giá cả thị trường của chứng khoán sẽ phản ánh gần đúng giá trị lý thuyết của nó.

2. Định giá trái phiếu

Trái phiếu (bond) là công cụ nợ dài hạn do chính phủ hoặc công ty phát hành nhằm huy động vốn dài hạn. Trái phiếu do chính phủ phát hành gọi là trái phiếu chính phủ (government bond) hay trái phiếu kho bạc (treasury bond). Trái phiếu do công ty phát hành gọi là trái phiếu công ty (corporate bond).

Trên trái phiếu bao giờ cũng có ghi một số tiền nhất định, gọi là mệnh giá của trái phiếu. Mệnh giá (face or par value) tức là giá trị được công bố của tài sản, trong trường hợp trái phiếu, mệnh giá thường được công bố là 1000\$. Ngoài việc công bố mệnh giá, người ta còn công bố lãi suất của trái phiếu. Lãi suất của trái phiếu (coupon rate) tức là lãi suất mà người mua trái phiếu được hưởng, nó bằng lãi được hưởng chia cho mệnh giá của trái phiếu.

Định giá trái phiếu tức là quyết định giá trị lý thuyết của trái phiếu một cách chính xác và công bằng. Giá trị của trái phiếu được định giá bằng cách xác định hiện giá của toàn bộ thu nhập nhận được trong thời hạn hiệu lực của trái phiếu.

2.1 Định giá trái phiếu vĩnh cửu

Trái phiếu vĩnh cửu (perpetual bond or consol) là trái phiếu chẳng bao giờ đáo hạn. Xét về nguồn gốc, loại trái phiếu này do chính phủ Anh phát hành đầu tiên sau Chiến tranh Napoleon để huy động vốn dài hạn phục vụ tái thiết đất nước. Trái phiếu vĩnh cửu này chính là cam kết của chính phủ Anh sẽ trả một số tiền lãi cố định mãi mãi cho người nào sở hữu trái phiếu. Giá trị của loại trái phiếu này được xác định bằng hiện giá của dòng niên kim vĩnh cửu mà trái phiếu này mang lại. Giả sử chúng ta gọi:

- I là lãi cố định được hưởng mãi mãi
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư

Giá của trái phiếu vĩnh cửu chính là tổng hiện giá của toàn bộ lãi thu được từ trái phiếu. Trong bài 3 chúng ta đã biết cách xác định hiện giá của dòng niên kim vĩnh cửu. Vận dụng công thức xác định hiện giá chúng ta có thể định giá trái phiếu vĩnh cửu như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+k_d)^t} = I \left[\frac{1}{k_d} - \frac{1}{k_d(1+k_d)^\infty} \right] = \frac{I}{k_d}$$

Giả sử bạn mua một trái phiếu được hưởng lãi 50\$ một năm trong khoảng thời gian vô hạn và bạn đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận đầu tư là 12%. Hiện giá của trái phiếu này sẽ là:

$$V = I/k_d = 50/0,12 = 416,67\$$$

2.2 Định giá trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi

Trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi (nonzero coupon bond) là loại trái phiếu có xác định thời hạn đáo hạn và lãi suất được hưởng qua từng thời hạn nhất định. Khi mua loại trái phiếu này nhà đầu tư được hưởng lãi định kỳ, thường là hàng năm, theo lãi suất công bố (coupon rate) trên mệnh giá trái phiếu và được thu hồi lại vốn gốc bằng mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn. Sử dụng các ký hiệu:

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi đáo hạn

chúng ta có giá của trái phiếu, bằng hiện giá toàn bộ dòng tiền thu nhập từ trái phiếu trong tương lai, được xác định như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{MV}{(1+k_d)^n} = I(PVIFA_{k_d,n}) + MV(PVIF_{k_d,n})$$

Giả sử bạn cần quyết định giá của một trái phiếu có mệnh giá là 1000\$, được hưởng lãi suất 10% trong thời hạn 9 năm trong khi nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 12%/năm. Giá của trái phiếu này xác định như sau:

$$V = \frac{100}{(1+0,12)^1} + \frac{100}{(1+0,12)^2} + \dots + \frac{100}{(1+0,12)^9} + \frac{1000}{(1+0,12)^9} = 100(PVIFA_{12,9}) + 1000(PVIF_{12,9})$$

Sử dụng bảng 2 và trong phụ lục kèm theo bạn xác định được $PVIF_{12,9} = 0,361$ và $PVIFA_{12,9} = 5,328$. Từ đó xác định $V = 100(5,328) + 1000(0,361) = 893,80\$$.

2.3 Định giá trái phiếu có kỳ hạn không hưởng lãi

Trái phiếu kỳ hạn không hưởng lãi (zero-coupon bond) là loại trái phiếu không có trả lãi định kỳ mà được bán với giá thấp hơn nhiều so với mệnh giá. Tại sao nhà đầu tư lại mua trái phiếu không được hưởng lãi? Lý do là khi mua loại trái phiếu này họ vẫn

nhận được lợi tức, chính là phần chênh lệch giữa giá mua gốc của trái phiếu với mệnh giá của nó.

Phương pháp định giá loại trái phiếu này cũng tương tự như cách định giá loại trái phiếu kỳ hạn được hưởng lãi, chỉ khác ở chỗ lãi suất ở đây bằng không nên toàn bộ hiện giá của phần lãi định kỳ bằng không. Do vậy, giá cả của trái phiếu không hưởng lãi được định giá như là hiện giá của mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn.

$$V = \frac{MV}{(1 + k_d)^n} = MV(PVIF_{k_d, n})$$

Giả sử NH Đầu Tư và Phát Triển Việt Nam phát hành trái phiếu không trả lãi có thời hạn 10 năm và mệnh giá là 1000\$. Nếu tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư là 12%, giá bán của trái phiếu này sẽ là:

$$V = \frac{1000}{(1 + 0,12)^{10}} = 1000(PVIF_{12,10}) = 1000(0,322) = 322\$$$

Nhà đầu tư bỏ ra 322\$ để mua trái phiếu này và không được hưởng lãi định kỳ trong suốt 10 năm nhưng bù lại khi đáo hạn nhà đầu tư thu về được 1000\$.

2.4 Định giá trái phiếu trả lãi bán niên

Thông thường trái phiếu được trả lãi hàng năm một lần nhưng đôi khi cũng có loại trái phiếu trả lãi bán niên, tức là trả lãi mỗi năm hai lần. Kết quả là mô hình định giá trái phiếu thông thường phải có một số thay đổi thích hợp để định giá trong trường hợp này.

$$V = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1 + k_d/2)^t} + \frac{MV}{(1 + k_d/2)^{2n}} = (I/2)(PVIFA_{k_d/2, 2n}) + MV(PVIF_{k_d/2, 2n})$$

Để minh họa mô hình định giá trái phiếu trả lãi bán niên, chúng ta xem ví dụ trái phiếu được công ty U.S Blivet Corporation phát hành có mệnh giá 1000\$, kỳ hạn 12 năm, trả lãi bán niên với lãi suất 10% và nhà đầu tư mong có tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua trái phiếu này. Áp dụng mô hình định giá vừa nêu trên, chúng ta có giá bán loại trái phiếu này là:

$$V = (100/2)(PVIFA_{14/2, 24}) + 1000(PVIF_{14/2, 24}) = 50(11,469) + 1000(0,197) = 770,45\$$$

2.5 Phân tích sự biến động giá trái phiếu

Trong các mô hình định giá trái phiếu trình bày ở các phần trước chúng ta thấy rằng giá trái phiếu (V) là một hàm số phụ thuộc các biến sau đây:

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi trái phiếu đáo hạn

Trong đó các biến I và MV không thay đổi sau khi trái phiếu được phát hành, trong khi các biến n và k_d thường xuyên thay đổi theo thời gian và tình hình biến động lãi suất trên thị trường. Để thấy được sự biến động của giá trái phiếu khi lãi suất thay đổi, chúng ta lấy ví dụ phân tích như sau:

Giả sử REE phát hành trái phiếu mệnh giá 1000\$ thời hạn 15 năm với mức lãi suất hàng năm là 10%. Tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư đòi hỏi trên thị trường lúc phát hành là 10%, bằng với lãi suất của trái phiếu. Khi ấy giá bán trái phiếu sẽ là:

$$V = I(PVIFA_{10,15}) + MV(PVIF_{10,15}) = 100(7,6061) + 1000(0,2394) = 1000\$$$

Trong trường hợp này trái phiếu được bán ở mức giá bằng mệnh giá của nó. Giả sử sau khi phát hành, lãi suất trên thị trường giảm từ 10% xuống còn 8%. Cả lãi suất trái phiếu và mệnh giá vẫn không đổi, nhưng giá trái phiếu bây giờ sẽ là:

$$V = 100(PVIFA_{8,15}) + 1000(PVIF_{8,15}) = 100(8,5595) + 1000(0,3152) = 1171,15\$$$

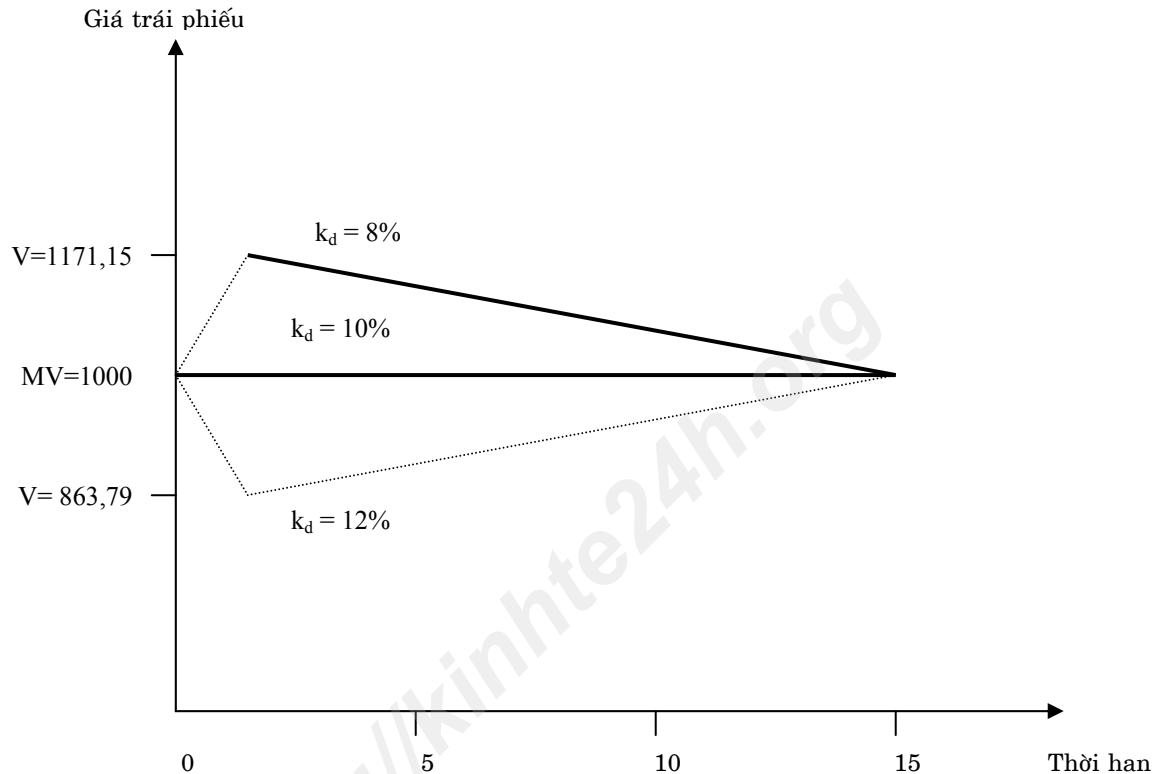
Trong trường hợp này trái phiếu được bán ở mức giá cao hơn mệnh giá của nó. Giả sử sau khi phát hành lãi suất trên thị trường tăng lên đến 12%. Cả lãi suất trái phiếu và mệnh giá vẫn không đổi, nhưng giá trái phiếu bây giờ sẽ là:

$$V = 100(PVIFA_{12,15}) + 1000(PVIF_{12,15}) = 100(6,8109) + 1000(0,1827) = 863,79\$$$

Trong trường hợp này trái phiếu được bán ở mức giá thấp hơn mệnh giá của nó. Từ việc phân tích 3 trường hợp trên đây chúng ta có thể rút ra một số nhận xét sau đây:

1. Khi lãi suất trên thị trường bằng lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu bằng mệnh giá của nó.
2. Khi lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ cao hơn mệnh giá của nó.
3. Khi lãi suất trên thị trường cao hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá của nó.

4. Lãi suất gia tăng làm cho giá trái phiếu giảm trong khi lãi suất giảm sẽ làm cho giá trái phiếu gia tăng.
5. Thị giá trái phiếu tiến dần đến mệnh giá của nó khi thời gian tiến dần đến ngày đáo hạn.



2.6 Lợi suất đầu tư trái phiếu

Trong các phần trước chúng ta đã biết cách định giá trái phiếu dựa trên cơ sở biết trước lãi được trả hàng năm và tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi dựa trên lãi suất thị trường, mệnh giá và thời hạn của trái phiếu. Ngược lại, nếu biết trước giá trái phiếu và các yếu tố khác như lãi hàng năm được hưởng, mệnh giá hoặc giá thu hồi trái phiếu trước hạn và thời hạn của trái phiếu chúng ta có thể xác định được tỷ suất lợi nhuận hay *lợi suất đầu tư trái phiếu*.

• Lợi suất đầu tư lúc trái phiếu đáo hạn (Yield to maturity)

Giả sử bạn mua một trái phiếu có mệnh giá 1000\$, thời hạn 14 năm và được hưởng lãi suất hàng năm là 15% với giá là 1368,31\$. Bạn giữ trái phiếu này cho đến khi đáo

hạn, lợi suất đầu tư trái phiếu này là bao nhiêu? Để xác định lợi suất đầu tư khi trái phiếu đáo hạn, chúng ta có thể giải phương trình sau:

$$1368,31 = \frac{150}{(1+k_d)^1} + \frac{150}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{150}{(1+k_d)^{14}} + \frac{1000}{(1+k_d)^{14}} = 150(PVIFA_{k_d,14}) + 1000(PVIF_{k_d,14})$$

Sử dụng máy tính tài chính hoặc Excel để giải phương trình trên, chúng ta có được $k_d = 10\%$.

• Lợi suất đầu tư lúc trái phiếu được thu hồi (Yield to call)

Đôi khi công ty phát hành trái phiếu có kèm theo điều khoản thu hồi (mua lại) trái phiếu trước hạn. Điều này thường xảy ra nếu như công ty dự báo lãi suất sẽ giảm sau khi phát hành trái phiếu. Khi ấy công ty sẽ thu hồi lại trái phiếu đã phát hành với lãi suất cao và phát hành trái phiếu mới có lãi suất thấp hơn để thay thế và nhà đầu tư sẽ nhận được lợi suất cho đến khi trái phiếu được thu hồi (YTC) thay vì nhận lợi suất cho đến khi trái phiếu đáo hạn (YTM). Công thức tính lợi suất trái phiếu lúc thu hồi như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{Pc}{(1+k_d)^n} = I(PVIFA_{k_d,n}) + Pc(PVIF_{k_d,n})$$

Trong đó n là số năm cho đến khi trái phiếu được thu hồi, Pc là giá thu hồi trái phiếu và k_d là lợi suất khi trái phiếu được thu hồi. Nếu biết giá của trái phiếu (V) và giá khi thu hồi trái phiếu (Pc) và lãi suất hàng năm (I) chúng ta có thể giải phương trình trên để tìm lãi suất khi trái phiếu được thu hồi ($k_d = YTC$).

3. Định giá cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không có tuyên bố ngày đáo hạn. Rõ ràng loại cổ phiếu này có những tính chất giống như trái phiếu vĩnh cửu. Do đó, mô hình định giá trái phiếu vĩnh cửu có thể áp dụng để định giá cổ phiếu ưu đãi. Giá cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau:

$V = D_p/k_p$, trong đó D_p là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi và k_p là tỷ suất chiết khấu thích hợp. Giả sử REE phát hành cổ phiếu ưu đãi mệnh giá 100\$ trả cổ tức 9% và nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua cổ phiếu này, giá cổ phiếu này sẽ là:

$$V = \$9/0,14 = 64,29\$$$

4. Định giá cổ phiếu thường

4.1 Ý tưởng chung

Cổ phiếu thường là chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Người mua cổ phiếu thường được chia lợi nhuận hàng năm từ kết quả hoạt động của công ty và được sở hữu một phần giá trị công ty tương ứng với giá trị cổ phiếu họ đang nắm giữ.

Khi định giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chúng ta thấy rằng giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chính là hiện giá của dòng tiền tệ thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư. Tương tự, giá cổ phiếu thường cũng được xem như là hiện giá dòng tiền tệ thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư từ cổ phiếu thường. Do đó, mô hình định giá cổ phiếu thường nói chung có dạng như sau:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t}$$

Trong đó D_t là cổ tức được chia ở thời kỳ t và k_e là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư. Tuy nhiên mô hình này chỉ phù hợp với tình huống nhà đầu tư mua cổ phiếu và giữ mãi mãi để hưởng cổ tức. Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và chỉ giữ nó 2 năm sau đó bán lại với giá là P_2 , thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{P_2}{(1+k_e)^2}$$

4.2 Mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị lý thuyết (intrinsic value) của cổ phiếu thường. Mô hình này được Merrill Lynch, CS First Boston và một số ngân hàng đầu tư khác sử dụng với giả định: (1) biết được động thái tăng trưởng của cổ tức, và (2) biết trước tỷ suất chiết khấu (sẽ xem xét ở các bài sau). Liên quan đến động thái tăng trưởng cổ tức, chúng ta xem xét các trường hợp sau:

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi

Trong trường hợp này mô hình định giá cổ phiếu như sau:

$$V = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (4.1)$$

trong đó D_0 là cổ tức hiện tại của cổ phiếu và g là tốc độ tăng trưởng cổ tức. Cổ tức kỳ vọng ở cuối kỳ n bằng cổ tức hiện tại nhân với thừa số $(1+g)^n$. Giả sử rằng $k_e > g$, chúng ta nhân 2 vế của (4.1) với $(1+k_e)/(1+g)$, sau đó trừ vế với vế cho (4.1) chúng ta được:

$$\frac{V(1+k_e)}{(1+g)} - V = D_0 - \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+g)^\infty} \quad (4.2). \text{ Bởi vì chúng ta giả định } k_e > g \text{ nên:}$$

$$\frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \text{ tiến đến zero. Kết quả là:}$$

$$V \left[\frac{(1+k_e)}{(1+g)} - 1 \right] = D_0 \text{ hay } V \left[\frac{(1+k_e) - (1+g)}{(1+g)} \right] = D_0$$

$V(k_e - g) = D_0(1+g) = D_1$. Từ đây suy ra: $V = D_1 / (k_e - g)$ (4.3). Công thức (4.3) còn được gọi là Mô hình định giá cổ tức của Gordon bởi vì nó do Myron J. Gordon phát triển từ công trình nghiên cứu của người đi trước là John Williams.

Từ (4.3) chúng ta có thể sắp xếp lại để có được công thức tính lợi suất đòi hỏi của nhà đầu tư:

$$k_e = (D_1/V) + g \quad (4.4)$$

Để minh họa công thức (4.3) chúng ta lấy ví dụ cổ tức kỳ vọng của cổ phiếu công ty LKN ở thời kỳ $t = 1$ là 4\$. Cổ tức này được kỳ vọng tăng 6% trong tương lai. Hỏi giá cổ phiếu là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 14%?

$$V = D_1 / (k_e - g) = 4 / (0,14 - 0,06) = 50\$.$$

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không

Đây chỉ là một trường hợp đặc biệt của mô hình tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi khi $g = 0$. Khi đó công thức (4.3) có thể viết thành $V = D_1/k_e$ (4.5). Mặc dù ít khi có cổ phiếu nào có tốc độ tăng trưởng bằng 0 mãi nhưng với những cổ phiếu nào có cổ tức ổn định và duy trì trong một thời gian dài thì (4.5) có thể áp dụng để xác định gần đúng giá cổ phiếu. Cổ phiếu ưu đãi có thể xem như là loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không.

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi

Khi tốc độ tăng trưởng cổ tức g thay đổi qua từng giai đoạn thì công thức (4.3) không còn phù hợp, nó cần được bổ sung. Ví dụ một cổ phiếu có tốc độ tăng cổ tức $g = 10\%$ trong 5 năm đầu, sau đó chỉ tăng 6% , công thức (4.3) có thể được viết lại thành:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,06)^{t-5}}{(1+k_e)^t} \quad (4.6)$$

Nếu tách riêng giai đoạn cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng $g = 6\%$, chúng ta thấy nó tương đương và phù hợp với mô hình định giá cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng không đổi với $g = 6\%$, D_0 chính là cổ tức ở năm thứ 5 và D_1 chính là cổ tức ở năm thứ 6. Do đó, có thể áp dụng (4.3) cho giai đoạn này như sau:

$$\sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,10)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = PV \left[\frac{D_6}{k_e - g} \right] = \left[\frac{1}{(1+k_e)^5} \right] \left[\frac{D_6}{(k_e - 0,06)} \right] \quad (4.7)$$

Để minh họa cho việc áp dụng công thức (4.6) và (4.7), giả sử một cổ phiếu trả cổ tức hiện tại $D_0 = 2\$$, tốc độ tăng trưởng cổ tức trong 5 năm tới là 10% và 6% cho những năm tiếp theo đó, ngoài ra nhà đầu tư đòi hỏi lợi suất đầu tư là 14% . Áp dụng công thức (4.6) và (4.7), giá cổ phiếu này được xác định như sau:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,06)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \left[\frac{1}{(1+k_e)^5} \right] \left[\frac{3,41}{(0,14 - 0,06)} \right]$$
$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,1)^t}{(1+0,14)^t} + \left[\frac{1}{(1+0,14)^5} \right] \left[\frac{3,41}{(0,14 - 0,06)} \right] = 8,99 + 22,13 = 31,12\$$$

Hạn chế của mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức có thể áp dụng để định giá cổ phiếu trong các trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng 0, hoặc bằng g không đổi và ngay cả trong trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi qua từng thời kỳ (tuy có phức tạp nhưng vẫn có thể tính được) nhưng mô hình này không áp dụng được trong trường hợp công ty giữ lại toàn bộ lợi nhuận cho tái đầu tư và không trả cổ tức cho cổ đông.

4.3 Phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE (Price-Earnings ratio)

Phương pháp này đưa ra cách tính giá cổ phiếu rất đơn giản bằng cách lấy lợi nhuận kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu nhân với tỷ số PE bình quân của ngành. Ví dụ một công ty kỳ vọng sẽ kiếm được lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là $3\$$ trong năm tới và tỷ số PE bình quân của ngành là 15 thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = (\text{Lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu}) \times (\text{Tỷ số PE bình quân ngành})$$

$$= 3\$ \times 15 = 45\$$$

Phương pháp này đơn giản, dễ áp dụng nhưng có nhiều hạn chế. Thứ nhất việc định giá cổ phiếu thường không chính xác do phải phụ thuộc vào việc ước lượng lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu. Thứ hai, làm thế nào để chọn được tỷ số PE phù hợp và liệu nhà đầu tư có tin tưởng vào tỷ số PE bình quân của ngành hay không, nếu có thì vẫn còn sai số giữa tỷ số PE của ngành và PE của công ty.

5. Lợi suất cổ phiếu

5.1 Cổ phiếu ưu đãi

Nếu thay giá thị trường hiện tại (P_0) cho giá trị lý thuyết (V) trong công thức tính giá trị lý thuyết của cổ phiếu ưu đãi chúng ta có được:

$$P_0 = D_p / k_p \quad (4.8)$$

Trong đó D_p là cổ tức của cổ phiếu ưu đãi và k_p là lợi suất đòi hỏi khi đầu tư cổ phiếu ưu đãi. Từ công thức (4.8) cho phép chúng ta giải tìm lợi suất cổ phiếu ưu đãi là:

$$k_p = D_p / P_0 \quad (4.9)$$

Ví dụ giá thị trường hiện tại của cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá là 100\$ trả cổ tức 10% là 91,25\$. Lợi suất đầu tư cổ phiếu này là: $k_p = (100 \times 10\%) / 91,25 = 10,96\%$.

5.2 Cổ phiếu thường

Tương tự như trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi, chúng ta cũng thay thế giá trị lý thuyết (V) trong công thức (4.3) bằng giá trị thị trường hiện tại (P_0) chúng ta sẽ có được:

$$P_0 = D_1 / (k_e - g) \quad (4.10)$$

Từ công thức (4.10) có thể giải để tìm lợi suất đầu tư cổ phiếu thường (k_e):

$$k_e = D_1 / (P_0 + g) \quad (4.11)$$

Việc ứng dụng mô hình chiết khấu cổ tức như vừa trình bày trên đây để xác định lợi suất của cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thông thường có ý nghĩa rất lớn. Nó cho phép

chúng ta xác định được chi phí sử dụng hai loại nguồn vốn này từ việc phát hành cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thông thường. Dựa vào chi phí sử dụng của từng bộ phận vốn này, chúng ta có thể xác định chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) để làm cơ sở cho việc hoạch định đầu tư vốn. Chúng ta sẽ trở lại xem xét chi tiết hơn vấn đề này trong bài 7.

<http://kinhte24h.org>

Bài 5

LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO

Trong bài 4 chúng ta đã đề cập nhiều đến tỷ suất lợi nhuận mà đầu tư đòi hỏi. Bài 5 sẽ xem xét chi tiết hơn mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro, đồng thời chỉ ra cách tính lợi nhuận và rủi ro trong trường hợp đầu tư vào một danh mục bao gồm nhiều loại chứng khoán khác nhau.

1. Định nghĩa lợi nhuận và rủi ro

Lợi nhuận (return) là thu nhập có được từ một khoản đầu tư, thường được biểu thị bằng tỷ lệ phần trăm¹ giữa thu nhập và giá trị khoản đầu tư bỏ ra. Ví dụ bạn bỏ ra 100\$ để mua một cổ phiếu, được hưởng cổ tức là 7\$ một năm và sau 1 năm giá thị trường của cổ phiếu đó là 106\$. Lợi nhuận bạn có được khi đầu tư cổ phiếu này là: $(7\$ + 6)/100 = 13\%$. Như vậy lợi nhuận đầu tư của bạn có được từ 2 nguồn: (1) cổ tức được hưởng từ cổ phiếu, và (2) lợi vốn - tức là lợi tức có được do chứng khoán tăng giá. Tổng quát:

$$R = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}, \text{ trong đó } R \text{ là lợi nhuận thực (hoặc kỳ vọng), } D_t \text{ là cổ tức, } P_t \text{ là giá cổ phiếu}$$

ở thời điểm t , và P_{t-1} là giá cổ phiếu ở thời điểm $(t - 1)$. Nếu lấy cổ tức và giá cổ phiếu theo giá trị thực tế thì chúng ta có lợi nhuận thực, nếu lấy cổ tức và giá cổ phiếu theo số liệu kỳ vọng thì chúng ta có lợi nhuận kỳ vọng.

Rủi ro được định nghĩa là sự sai biệt của lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng. Giả sử bạn mua trái phiếu kho bạc để có được lợi nhuận là 8%. Nếu bạn giữ trái phiếu này đến cuối năm bạn sẽ được lợi nhuận là 8% trên khoản đầu tư của mình. Nếu bạn không mua trái phiếu mà dùng số tiền đó để mua cổ phiếu và giữ đến hết năm, bạn có thể có hoặc có thể không có được cổ tức như kỳ vọng. Hơn nữa, cuối năm giá cổ phiếu có thể lên và bạn được lời cũng như giá có thể xuống khiến bạn bị lỗ. Kết quả là lợi nhuận thực tế bạn nhận được có thể khác xa so với lợi nhuận bạn kỳ vọng.

Nếu rủi ro được định nghĩa là sự sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng thì trong trường hợp trên rõ ràng đầu tư vào trái phiếu có thể xem như không có rủi ro trong khi đầu tư vào cổ phiếu rủi ro hơn nhiều, vì xác suất hay khả năng sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng trong trường hợp mua trái phiếu thấp hơn trong trường hợp mua cổ phiếu.

¹ Trên thực tế người ta thường dùng thuật ngữ rút gọn "lợi nhuận" thay vì "tỷ suất lợi nhuận".

2. Đo lường rủi ro

Rủi ro như vừa nói là một sự không chắc chắn, một biến cố có khả năng xảy ra và cũng có khả năng không xảy ra. Để đo lường rủi ro người ta dùng phân phối xác suất với 2 tham số đo lường phổ biến là kỳ vọng và độ lệch chuẩn.

2.1 Lợi nhuận kỳ vọng và độ lệch chuẩn

Lợi nhuận kỳ vọng, ký hiệu là $E(R)$ được định nghĩa như sau:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i)(P_i), \text{ trong đó } R_i \text{ lợi nhuận ứng với biến cố } i, P_i \text{ là xác suất xảy ra biến cố } i \text{ và } n \text{ là}$$

số biến cố có thể xảy ra. Như vậy lợi nhuận kỳ vọng chẳng qua là trung bình gia quyền của các lợi nhuận có thể xảy ra với trọng số chính là xác suất xảy ra. Ví dụ bảng 4.1 dưới đây mô tả các lợi nhuận có thể xảy ra và cách tính lợi nhuận kỳ vọng và phương sai:

Bảng 4.1: Cách tính lợi nhuận kỳ vọng và phương sai

Lợi nhuận (R_i)	Xác suất (P_i)	(R_i)(P_i)	$[R_i - E(R)]^2(P_i)$
- 0,10	0,05	- 0,0050	$(-0,10 - 0,09)^2(0,05)$
- 0,02	0,10	- 0,0020	$(-0,02 - 0,09)^2(0,10)$
0,04	0,20	0,0080	$(0,04 - 0,09)^2(0,20)$
0,09	0,30	0,0270	$(0,09 - 0,09)^2(0,30)$
0,14	0,20	0,0280	$(0,14 - 0,09)^2(0,20)$
0,20	0,10	0,0200	$(0,20 - 0,09)^2(0,10)$
0,28	0,05	0,0140	$(0,28 - 0,09)^2(0,05)$
	Tổng = 1,00	Lợi nhuận kỳ vọng $E(R) = 0,090$	Phương sai $\sigma^2 = 0,00703$

Để đo lường độ phân tán hay sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng, người ta dùng độ lệch chuẩn (σ). Độ lệch chuẩn chính là căn bậc 2 của phương sai:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R)]^2 (P_i)}$$

Trong ví dụ trên nếu chúng ta lấy căn bậc 2 của phương sai $\sigma^2 = 0,00703$ thì sẽ có được giá trị của độ lệch chuẩn là 0,0838 hay 8,38%. Điều này có ý nghĩa là sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng là 8,38%.

2.2 Hệ số biến đổi (coefficient of variation)

Độ lệch chuẩn đôi khi cho chúng ta những kết luận không chính xác khi so sánh rủi ro của 2 dự án nếu như chúng rất khác nhau về quy mô. Ví dụ xem xét 2 dự án đầu tư A và B có phân phối xác suất như sau:

	Dự án A	Dự án B
Lợi nhuận kỳ vọng, $E(R)$	0,08	0,24
Độ lệch chuẩn, σ	0,06	0,08
Hệ số biến đổi, CV	0,75	0,33

Nếu nhìn vào độ lệch chuẩn chúng ta thấy rằng độ lệch chuẩn của B lớn hơn A. Liệu có thể kết luận rằng dự án B rủi ro hơn A hay không? Nếu chỉ đơn thuần nhìn vào độ lệch chuẩn có thể kết luận như vậy, nhưng vấn đề ở đây là cần so sánh xem quy mô lợi nhuận kỳ vọng của hai dự án này như thế nào. Dự án B có độ lệch chuẩn là 8% trong khi dự án A chỉ có 6% nhưng lệch 8% của quy mô lợi nhuận kỳ vọng là 1000\$ sẽ rất nhỏ so với lệch 6% của quy mô lợi nhuận kỳ vọng 1 triệu \$. Để khắc phục tình trạng này chúng ta dùng chỉ tiêu hệ số biến đổi CV (coefficient of variation):

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

Trong ví dụ trên, dự án A có CV = 0,75 trong khi dự án B có CV = 0,33. Có thể nói dự án A rủi ro hơn dự án B.

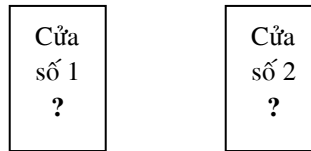
Tóm lại rủi ro là sự không chắc chắn, nó chính là sai biệt giữa giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng. Trong phạm vi bài này chúng ta quan sát lợi nhuận. Rủi ro ở đây chính là sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng. Để đo lường được rủi ro trước hết chúng ta phải xác định được lợi nhuận kỳ vọng, kế đến xác định độ lệch chuẩn của lợi nhuận so với lợi nhuận kỳ vọng. Ngoài ra, cần lưu ý loại trừ sự ảnh hưởng của yếu tố quy mô bằng cách sử dụng hệ số biến đổi CV để so sánh mức độ rủi ro khác nhau khi quy mô lợi nhuận kỳ vọng khác nhau đáng kể.

3. Thái độ đối với rủi ro

Để minh họa và phân biệt thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro, chúng ta xem xét trò chơi có tên Let's Make a Deal do Monty Hall điều khiển chương trình như sau :

Monty Hall giải thích rằng bạn được phép giữ lấy bất cứ thứ gì bạn tìm thấy khi mở cửa số 1 hoặc số 2. Đằng sau một trong hai cửa này là 10.000\$ trong khi cửa còn lại là một đồng vỏ xe đã sử dụng có giá trị thị trường là 0. Hall cũng cho biết thêm rằng bạn có quyền được mở một trong hai cửa và có thể trúng giải thưởng 10.000\$ nếu mở đúng cửa hoặc nhận đồng vỏ xe vứt đi nếu mở

sai cửa. Ngoài ra, Hall có thể cho bạn một số tiền nếu như bạn từ bỏ quyền được mở cửa của bạn, cũng đồng nghĩa với từ bỏ lợi nhuận kỳ vọng để nhận lấy một số tiền chắc chắn.



Nói tóm lại các lựa chọn của bạn có thể là mở cửa hoặc không mở cửa. Nếu mở cửa bạn có khả năng trúng giải và nhận 10.000\$ cũng có khả năng trật giải và nhận 0\$. Nếu bạn chọn không mở cửa bạn sẽ được một số tiền chắc chắn. Rõ ràng việc chọn lựa của bạn tùy thuộc vào số tiền mà Hall sẽ trả cho bạn để bạn hủy bỏ cái quyền được mở cửa của mình. Giả sử rằng nếu Hall trả bạn 2.999\$ hay ít hơn số này thì bạn sẽ chọn phương án mở cửa và kỳ vọng sẽ trúng giải. Nếu Hall trả cho bạn 3.000\$ bạn không thể quyết định được nên chọn phương án nào: mở cửa hay lấy tiền. Nhưng nếu Hall trả bạn 3.001\$ hay cao hơn nữa bạn sẽ chọn phương án lấy tiền và từ bỏ việc mở cửa.

Với phương án mở cửa bạn có cơ hội 50/50 sẽ nhận 10.000\$ hoặc 0\$. Số tiền kỳ vọng của bạn do đó là: $(10.000 \times 0,5) + (0 \times 0,5) = 5.000\$$. Nhưng khi Hall trả bạn 3.000\$ bạn không quyết định được nên chọn phương án nào. Điều này chứng tỏ rằng bạn bàng quan khi đứng trước 2 phương án: (1) có được 5.000\$ với rủi ro kèm theo và (2) có được 3.000\$ không có rủi ro kèm theo. Số tiền 3.000\$ ở đây làm cho bạn cảm thấy không có sự khác biệt giữa việc lựa chọn lấy 3.000\$ với sự chắc chắn hoặc lấy 5.000\$ với rủi ro kèm theo. Số tiền này được gọi là số tiền chắc chắn tương đương (certainty equivalent – CE) với số tiền lớn hơn nhưng rủi ro hơn. Dựa vào số tiền chắc chắn tương đương này, người ta đưa ra định nghĩa thái độ đối với rủi ro như sau :

- $CE < \text{giá trị kỳ vọng} \Rightarrow \text{risk aversion (ngại rủi ro)}$
- $CE = \text{giá trị kỳ vọng} \Rightarrow \text{risk indifference (bàng quan với rủi ro)}$
- $CE > \text{giá trị kỳ vọng} \Rightarrow \text{risk preference (thích rủi ro)}$

Đối với những người ngại rủi ro, chênh lệch giữa giá trị kỳ vọng và CE chính là phần giá trị tăng thêm để bù đắp rủi ro (risk premium). Trong phạm vi môn học này chúng ta xem các nhà đầu tư như là những người ngại rủi ro. Do đó, phải có giá trị tăng thêm trong trường hợp dự án đầu tư rủi ro hơn.

4. Lợi nhuận và rủi ro của một danh mục đầu tư

Từ đầu bài đến giờ chúng ta xét lợi nhuận và rủi ro của những khoản đầu tư riêng biệt. Thực tế nhà đầu tư ít khi nào dồn hết toàn bộ tài sản của mình vào một khoản đầu tư duy nhất. Do vậy, cần bàn thêm về danh mục đầu tư và rủi ro của danh mục đầu tư.

Danh mục đầu tư (portfolio) là sự kết hợp của 2 hay nhiều chứng khoán hoặc tài sản trong đầu tư.

4.1 Lợi nhuận của danh mục đầu tư

Lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư đơn giản chỉ là trung bình có trọng số của các lợi nhuận kỳ vọng của từng chứng khoán trong danh mục đầu tư. Trọng số ở đây chính là tỷ trọng của từng loại chứng khoán trong danh mục đầu tư. Công thức tính lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư $E_p(R)$ như sau:

$$E_p(R) = \sum_{j=1}^m W_j E_j(R), \text{ trong đó } W_j \text{ là tỷ trọng của chứng khoán } j, E_j(R) \text{ là lợi nhuận kỳ vọng của}$$

chứng khoán j , và m là tổng số chứng khoán có trong danh mục đầu tư. Ví dụ xem xét danh mục đầu tư được mô tả như sau:

	Chứng khoán A	Chứng khoán B
Lợi nhuận kỳ vọng	14,0%	11,5%
Độ lệch chuẩn	10,7	1,5

Nếu trị giá của hai chứng khoán này bằng nhau trong danh mục đầu tư thì lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư sẽ là:

$$(0,5)14,0 + (0,5)11,5 = 12,75\%$$

4.2 Rủi ro của danh mục đầu tư

Rủi ro của danh mục đầu tư được đo lường bởi độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư. Không giống lợi nhuận, việc xác định độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư rất phức tạp do ảnh hưởng của yếu tố đồng phương sai (covariance), tức là mức độ quan hệ giữa rủi ro của các chứng khoán trong danh mục đầu tư.

Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư được xác định bởi công thức:

$$\sigma_P = \sqrt{\sum_{j=1}^m \sum_{k=1}^m W_j W_k \sigma_{j,k}} \text{ trong đó } m \text{ là tổng số chứng khoán có trong danh mục đầu tư, } W_j \text{ là tỷ}$$

trọng của chứng khoán j trong danh mục, W_k là tỷ trọng của chứng khoán k trong danh mục, và $\sigma_{j,k}$ là đồng phương sai giữa lợi nhuận của chứng khoán j và k .

Đồng phương sai lợi nhuận của 2 chứng khoán là chỉ tiêu đo lường mức độ quan hệ tuyến tính giữa 2 chứng khoán. Đồng phương sai được xác định bởi công thức:

$\sigma_{j,k} = r_{j,k} \sigma_j \sigma_k$ trong đó $r_{j,k}$ (đôi khi ký hiệu $\rho_{j,k}$) là hệ số tương quan kỳ vọng giữa lợi nhuận của chứng khoán j và chứng khoán k , σ_j là độ lệch chuẩn lợi nhuận của chứng khoán j , và σ_k là độ lệch chuẩn lợi nhuận của chứng khoán k . Khi $j = k$ thì hệ số tương quan $r_{j,k} = 1$ và $r_{j,k} \sigma_j \sigma_k = \sigma_j^2$.

Ví dụ chúng ta có hai cổ phiếu 1 và 2 trong một danh mục đầu tư. Cổ phiếu 1 có lợi nhuận kỳ vọng hàng năm là 16% với độ lệch chuẩn 15%. Cổ phiếu 2 có lợi nhuận kỳ vọng là 14% với độ lệch chuẩn là 12%. Hệ số tương quan giữa 2 cổ phiếu này là 0,4. Nếu nhà đầu tư bỏ tiền bằng nhau vào 2 cổ phiếu này thì:

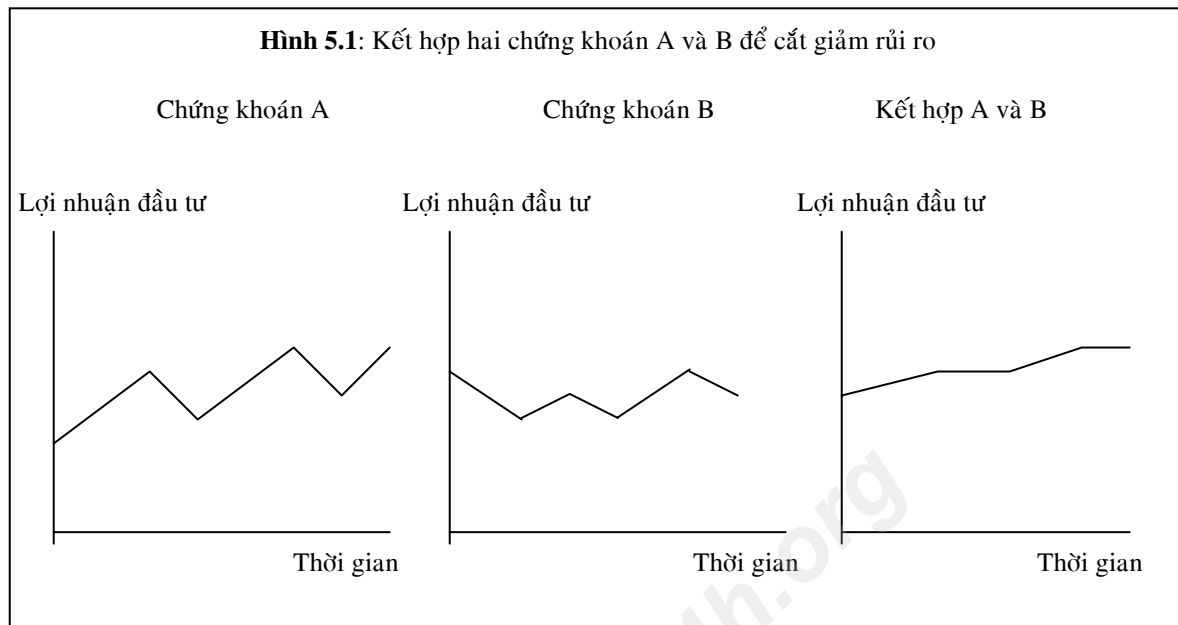
- Lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư sẽ là: $E_p(R) = (0,5)16 + (0,5)14 = 15\%$
- Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư sẽ là:
-

	Cổ phiếu 1	Cổ phiếu 2
Cổ phiếu 1	$W_1 W_1 \sigma_{1,1} = W_1 W_1 r_{1,1} \sigma_1 \sigma_1$	$W_1 W_2 \sigma_{1,2} = W_1 W_2 r_{1,2} \sigma_1 \sigma_2$
Cổ phiếu 2	$W_2 W_1 \sigma_{2,1} = W_2 W_1 r_{2,1} \sigma_2 \sigma_1$	$W_2 W_2 \sigma_{2,2} = W_2 W_2 r_{2,2} \sigma_2 \sigma_2$
	Cổ phiếu 1	Cổ phiếu 2
Cổ phiếu 1	(0,5)(0,5)(1)(0,15)(0,15)	(0,5)(0,5)(0,4)(0,15)(0,12)
Cổ phiếu 2	(0,5)(0,5)(0,4)(0,12)(0,15)	(0,5)(0,5)(1)(0,12)(0,12)

$$\sigma_p = [(0,5)(0,5)(1)(0,15)(0,15)] + [(0,5)(0,5)(0,4)(0,15)(0,12)] + [(0,5)(0,5)(0,4)(0,12)(0,15)] + [(0,5)(0,5)(1)(0,12)(0,12)] = 11,3\%$$

5. Đa dạng hoá danh mục đầu tư nhằm giảm rủi ro

Trong phần này chúng ta xem xét chiến lược đầu tư đa dạng hoá nhằm giảm rủi ro. Phương châm ở đây dựa vào câu phương ngôn “Đừng bỏ tất cả các quả trứng của bạn vào cùng một giỏ” (Don't put all your eggs in one basket). Đa dạng hoá danh mục đầu tư nhằm cắt giảm rủi ro ở đây có nghĩa là kết hợp đầu tư vào nhiều loại chứng khoán mà các chứng khoán này không có tương quan cùng chiều với nhau một cách hoàn hảo, nhờ vậy biến động giảm lợi nhuận của chứng khoán này có thể được bù đắp bằng biến động tăng lợi nhuận của chứng khoán khác. Ngoài ra người ta còn đa dạng hoá nhằm cắt giảm rủi ro bằng cách đầu tư vào thị trường chứng khoán quốc tế thay vì chỉ tập trung đầu tư vào thị trường chứng khoán của một quốc gia nào đó. Hình vẽ 5.1 dưới đây minh họa sự cắt giảm rủi ro nhờ kết hợp đầu tư đa dạng vào hai chứng khoán A và B thay vì chỉ đầu tư vào một loại chứng khoán duy nhất. Hai chứng khoán này có hệ số tương quan nghịch nên khi kết hợp hai chứng khoán này lại trong một danh mục đầu tư thì rủi ro sẽ được loại trừ.



Cụ thể hơn, giả sử bạn đang xem xét đầu tư vào một đảo quốc, ở đó có hai mùa mưa và nắng, và có hai công ty hoạt động: một công ty chuyên sản xuất và kinh doanh áo đi mưa và một công ty chuyên sản xuất và kinh doanh kem chống nắng. Hệ số tương quan lợi nhuận của hai công ty này là $r_{1,2} = -1$, vì sáu tháng mùa nắng công ty sản xuất kem chống nắng thu được lợi nhuận cao trong khi công ty sản xuất áo đi mưa không có lợi nhuận. Ngược lại, sáu tháng mùa mưa, công ty sản xuất áo đi mưa thu được lợi nhuận cao trong khi công ty sản xuất kem chống nắng không có lợi nhuận.

Là nhà đầu tư khôn ngoan, thay vì dồn toàn bộ vốn đầu tư vào một trong hai công ty, bạn nên đầu tư vào một danh mục gồm 50% cổ phiếu công ty sản xuất kem chống nắng và 50% cổ phiếu công ty sản xuất áo đi mưa. Như vậy, quanh năm dù mùa mưa hay mùa nắng bạn đều có cơ hội kiếm được lợi nhuận từ danh mục đầu tư trên.

Như đã nói, sự kết hợp các chứng khoán không có quan hệ tương quan cùng chiều hoàn hảo sẽ giảm được rủi ro biến động lợi nhuận đầu tư chứng khoán. Để thấy rủi ro được giảm như thế nào, chúng ta chia rủi ro của danh mục đầu tư ra làm hai loại:

- **Rủi ro hệ thống** (systematic risk) – rủi ro do sự biến động lợi nhuận của chứng khoán hay của danh mục đầu tư do sự thay đổi lợi nhuận trên thị trường nói chung, được gây ra bởi các yếu tố như tình hình nền kinh tế, cải tổ chính sách thuế, thay đổi tình hình năng lượng thế giới... Nó chính là phần rủi ro chung cho tất cả các loại chứng khoán và do đó không thể giảm được bằng việc đa dạng hoá danh mục đầu tư. Loại rủi ro này còn được gọi là rủi ro thị trường (market risk) và được đo lường bằng hệ số bê-ta.

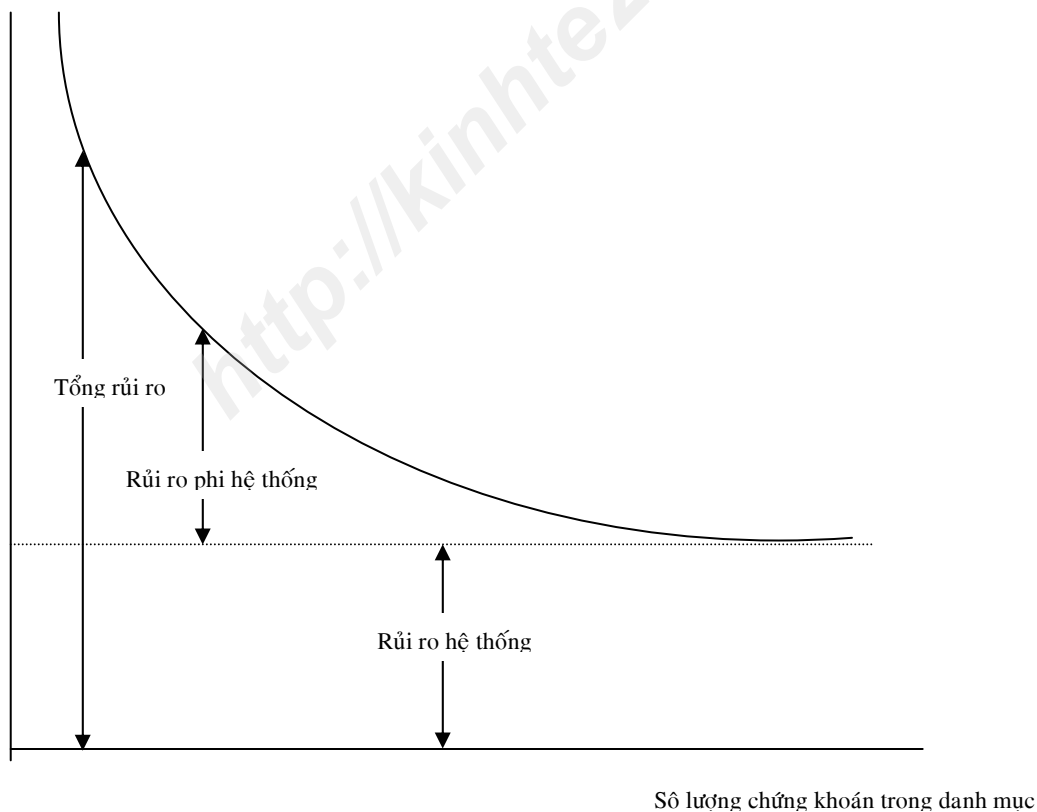
- **Rủi ro phi hệ thống** (unsystematic risk) – rủi ro xảy ra đối với một công ty hay một ngành kinh doanh nào đó, nó độc lập với các yếu tố như tình hình kinh tế, chính trị hay những yếu tố mang tính chất hệ thống và ảnh hưởng đến toàn bộ các chứng khoán có trên thị trường.

$$\text{Tổng rủi ro} = \text{Rủi ro hệ thống} + \text{Rủi ro phi hệ thống}$$

Rủi ro phi hệ thống chỉ ảnh hưởng đến một công ty hay một ngành nào đó. Chẳng hạn một cuộc đình công hay một đối thủ cạnh tranh phát triển sản phẩm mới hay một phát minh ra công nghệ tiên tiến của công ty nào đó làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của một công ty hay một ngành chứ không thể ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường nói chung. Loại rủi ro phi hệ thống có thể giảm được bằng chiến lược đầu tư đa dạng hoá. Hình 5.2 dưới đây biểu diễn sự kết hợp hai loại rủi ro và mối quan hệ giữa rủi ro và số lượng chứng khoán trong danh mục đầu tư, theo đó khi số lượng chứng khoán trong danh mục đầu tư tăng lên thì rủi ro nói chung giảm xuống.

Hình 5.2: Rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống

Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư



Phụ lục bài 6:

LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG VỐN

NHỮNG GIẢ ĐỊNH

Các lý thuyết kinh tế thường bắt đầu bằng những giả định. Những giả định này giúp đơn giản hoá vấn đề trong nghiên cứu. Tuy nhiên chúng làm cho lý thuyết có phần nào xa rời với thực tiễn nhưng sự xa rời này phải nằm trong phạm vi có thể chấp nhận được. Khi xây dựng lý thuyết thị trường vốn các nhà nghiên cứu đưa ra 2 loại giả định: giả định liên quan đến hành vi của nhà đầu tư và giả định liên quan đến thị trường vốn.

Những giả định về hành vi của nhà đầu tư

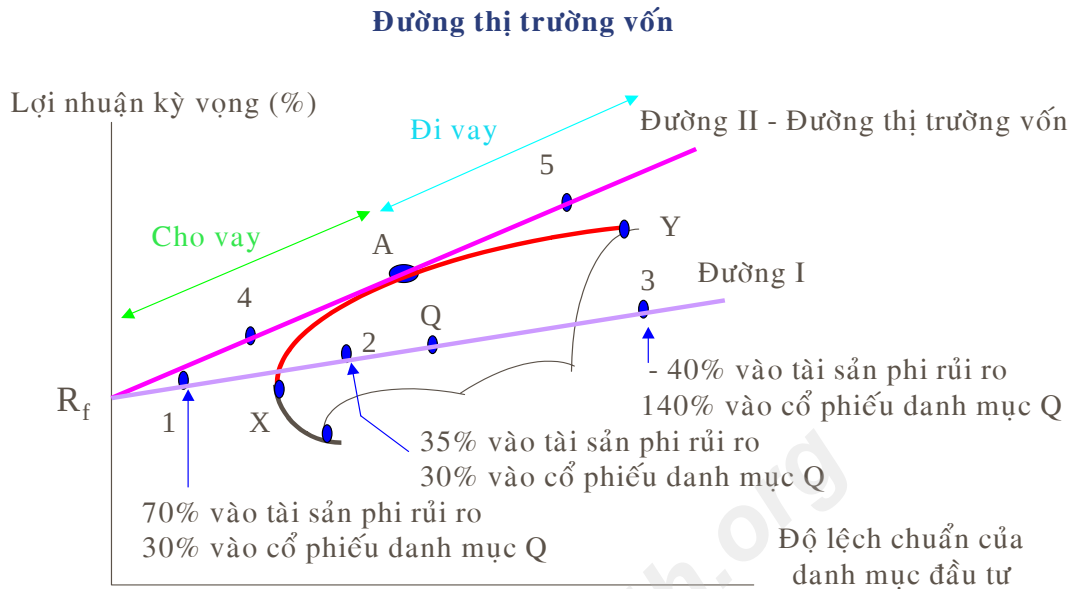
1. Lý thuyết thị trường vốn cho rằng nhà đầu tư ra quyết định đầu tư dựa theo 2 tham số: lợi nhuận kỳ vọng và phương sai của lợi nhuận.
2. Lý thuyết thị trường vốn còn cho rằng nhà đầu tư nói chung là người ngại rủi ro. Do vậy, để họ có thể đầu tư cần phải có phần lợi nhuận bù đắp cho rủi ro mà họ phải gánh chịu.
3. Lý thuyết thị trường vốn cho rằng nhà đầu tư ra quyết định trong một khoảng thời gian nào đó có thể là sáu tháng, một năm hay hai năm...

Những giả định về thị trường vốn

1. Lý thuyết thị trường vốn cho rằng thị trường vốn là thị trường cạnh tranh hoàn hảo nghĩa là số lượng người mua và người bán đủ lớn và tất cả các nhà đầu tư riêng lẻ không thể ảnh hưởng đến giá cả tài sản giao dịch trên thị trường.
2. Lý thuyết thị trường vốn còn giả định rằng không có chi phí giao dịch và không có sự can thiệp nào ảnh hưởng đến cung cầu trên thị trường.
3. Cuối cùng, lý thuyết thị trường vốn cho rằng nhà đầu tư có thể vay và cho vay ở mức lãi suất phi rủi ro.

ĐƯỜNG THỊ TRƯỜNG VỐN (CAPITAL MARKET LINE - CML)

Lý thuyết thị trường vốn xem xét danh mục đầu tư bao gồm tài sản phi rủi ro và danh mục đầu tư hiệu quả M, theo định nghĩa của Markowitz. Tập hợp những sự kết hợp của danh mục này nằm trên đường thẳng kẻ từ trục tung ở điểm có lợi nhuận phi rủi ro đến điểm tiếp xúc với đường giới hạn danh mục đầu tư hiệu quả, như được mô tả trên hình 6.4 dưới đây.



Đường thị trường vốn – phản ánh quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng và độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư gồm tài sản phi rủi ro và danh mục chứng khoán rủi ro

Hình 6.4: Đường thị trường vốn

Nhìn vào hình 6.4 chúng ta thấy rằng một điểm nằm trên đường thị trường vốn, chẳng hạn điểm 5, sẽ có một điểm tương ứng nằm trên đường cong biểu diễn danh mục đầu tư hiệu quả. Hai điểm này có cùng mức độ rủi ro nhưng điểm nằm trên đường thị trường vốn có lợi nhuận kỳ vọng cao hơn cho nên nhà đầu tư ngại rủi ro sẽ chọn điểm nằm trên đường thị trường vốn thay vì chọn điểm nằm trên đường danh mục đầu tư hiệu quả. Mặt khác, cùng lợi nhuận kỳ vọng như nhau một điểm nằm trên đường thị trường vốn, chẳng hạn điểm 4 có một điểm tương ứng nằm trên đường danh mục đầu tư hiệu quả. Hai điểm này có cùng lợi nhuận kỳ vọng nhưng điểm nằm trên đường thị trường vốn có rủi ro thấp hơn điểm nằm trên đường danh mục đầu tư hiệu quả, cho nên nhà đầu tư chọn điểm nằm trên đường thị trường vốn thay vì chọn điểm nằm trên đường danh mục đầu tư.

CÔNG THỨC BIỂU DIỄN ĐƯỜNG THỊ TRƯỜNG VỐN

Hình 6.4 cho chúng ta thấy hình ảnh về đường thị trường vốn hay nói khác đi là biểu diễn hình học của đường thị trường vốn.

Chúng ta có thể xây dựng công thức đại số biểu diễn đường thị trường vốn. Giả sử nhà đầu tư tạo ra danh mục gồm w_F phần trăm đầu tư vào tài sản phi rủi ro và w_M

phần trăm đầu tư vào danh mục thị trường. Ta có: $w_F + w_M = 100\% = 1$ hay là $w_F = 1 - w_M$.

Lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro của danh mục đầu tư này là bao nhiêu? Như đã trình bày trong bài trước chúng ta có lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư: $\bar{R}_p = w_F R_F + w_M R_M$. Mà $w_F = 1 - w_M$, do đó:

$$\bar{R}_p = (1 - w_M) R_F + w_M R_M = R_F + w_M (R_M - R_F) \quad (6.4)$$

Trong bài trước chúng ta cũng đã biết cách tính phương sai của danh mục đầu tư như sau: $\sigma_p^2 = w_F^2 \sigma_F^2 + 2w_F w_M \sigma_{F,M} + w_M^2 \sigma_M^2$. Vì F là tài sản phi rủi ro nên độ lệch chuẩn bằng 0. Do đó: $\sigma_p^2 = w_M^2 \sigma_M^2$. Từ đây chúng ta có thể suy ra: $\sigma_p = w_M \sigma_M$ (6.5). Thay (6.5) vào (6.4), chúng ta được:

$$\bar{R}_p = R_F + \frac{\sigma_p}{\sigma_M} (R_M - R_F) = R_F + (R_M - R_F) \frac{\sigma_p}{\sigma_M} \quad (6.6)$$

Công thức (6.6) là phương trình biểu diễn đường thẳng thị trường vốn (capital market line).

QUAN HỆ GIỮA LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG VỐN VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN

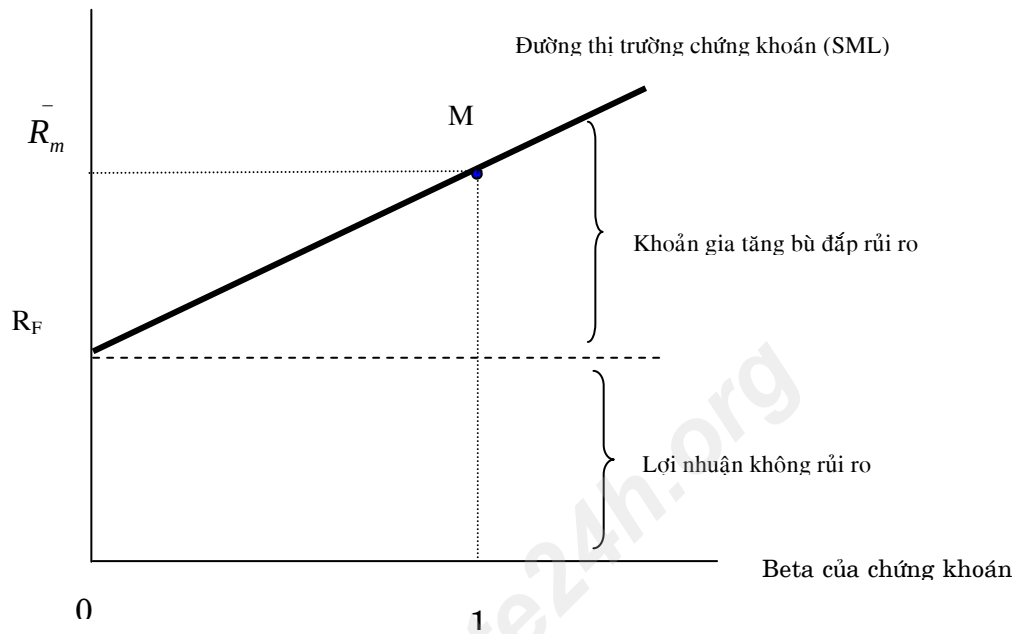
Công thức (6.6) trên đây biểu diễn đường thị trường vốn (CML), đường biểu diễn quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư với độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư. Nếu chúng ta thay danh mục đầu tư bằng một chứng khoán cá biệt j, thì công thức 6.6 có thể viết thành:

$$\bar{R}_j = R_F + (R_M - R_F) \frac{\sigma_j}{\sigma_M} \quad (6.7). \text{ Trong phương trình (6.7) đặt } \beta_j = \frac{\sigma_j}{\sigma_M}, \text{ sẽ được}$$

phương trình $\bar{R}_j = R_F + (R_M - R_F) \beta_j$ (6.8). Phương trình (6.8) chính là phương trình biểu diễn đường thị trường chứng khoán (SML) hay chính là nội dung mô (trang 15) hình định giá tài sản vốn. Đường thị trường chứng khoán như mô tả trên hình 6.5 là đường thẳng cắt trục tung ở tưng độ R_F bằng lợi nhuận phi rủi ro và có hệ số góc là $R_M - R_F$. Ngoài ra, có thể thấy rằng mô hình định giá tài sản vốn chỉ là một trường hợp đặc biệt của lý thuyết thị trường vốn, khi chúng ta thay thế danh mục đầu tư Q bằng chứng khoán cá biệt j nào đó.

Hình 2: Quan hệ giữa lợi nhuận cổ phiếu và β

Lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu (%)



Bài 7

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ VỐN

Bài 1 đã chỉ ra rằng quyết định đầu tư vốn là một trong những quyết định chủ yếu trong tài chính công ty. Trong bài này chúng ta sẽ lần lượt xem xét quá trình phân tích và ra quyết định đầu tư hay không vào một dự án nào đó của công ty.

1. Các loại dự án đầu tư trong công ty

Trong hoạt động của công ty, các nhà quản lý, đặc biệt là giám đốc tài chính, thường gặp phải những dự án đầu tư vốn lớn. Dựa vào mục đích, các dự án đầu tư vốn có thể được phân loại thành:

- Dự án đầu tư mới tài sản cố định
- Dự án thay thế nhằm duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh hoặc cắt giảm chi phí
- Dự án mở rộng sản phẩm hoặc thị trường hiện có sang sản phẩm hoặc thị trường mới
- Dự án an toàn lao động và/hoặc bảo vệ môi trường
- Dự án khác.

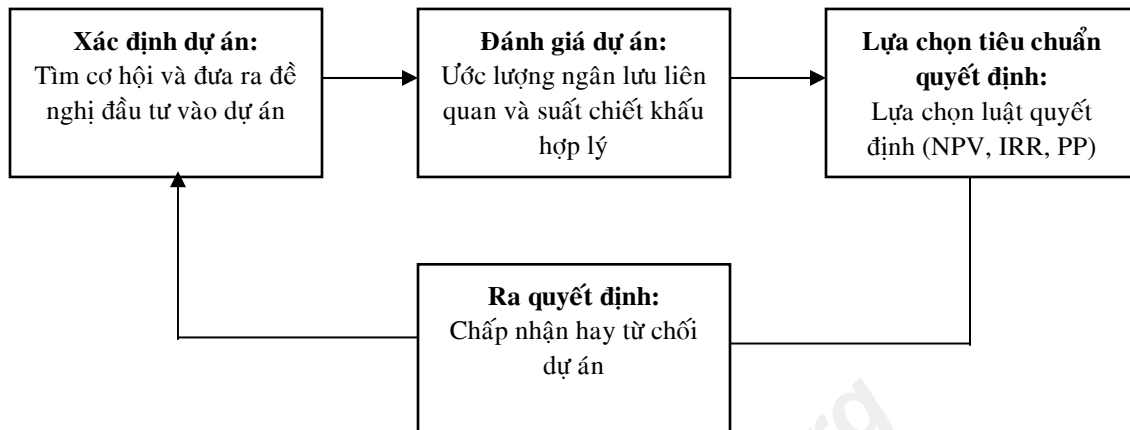
Ý tưởng về một dự án đầu tư thường xuất phát từ mục đích của dự án đó. Tuy nhiên, khi phân tích xem có nên đầu tư vào một dự án hay không người ta không chỉ xem xét đến mục đích mà còn đến hiệu quả về mặt tài chính của dự án. Đôi khi nhiều dự án đều có hiệu quả tài chính được đề xuất cùng một lúc. Khi đó, việc phân loại dự án theo mục đích để phân tích và ra quyết định đầu tư không quan trọng bằng việc phân loại dựa vào mối quan hệ giữa các dự án. Dựa vào mối quan hệ, các dự án có thể phân chia thành:

- Dự án độc lập, là dự án mà việc chấp nhận hay bác bỏ dự án không ảnh hưởng gì đến những dự án khác đang được xem xét.
- Dự án phụ thuộc, là dự án mà việc chấp nhận hay bác bỏ dự án phụ thuộc vào việc chấp nhận hay bác bỏ một dự án khác.
- Dự án loại trừ nhau, là những dự án không thể được chấp nhận đồng thời, nghĩa là chỉ được chọn một trong số những dự án đó mà thôi.

2. Quy trình phân tích và quyết định đầu tư

Phân tích và ra quyết định đầu tư là quá trình lập kế hoạch cho một khoản chi đầu tư có sinh lời kỳ vọng liên tục trong nhiều năm. Việc thực hiện các dự án trên sẽ ảnh hưởng đến ngân lưu chung của công ty ngay bây giờ và trong tương lai. Vì vậy, cơ sở để đánh giá hiệu quả của các dự án là **dòng ngân lưu tăng thêm** của công ty khi có dự án so với dòng ngân lưu của công ty khi không có dự án và **suất chiết khấu hợp lý**, dựa vào đó để qui đổi dòng ngân lưu ở những thời điểm khác nhau về cùng một mốc chung để so sánh. Quy trình phân tích và ra quyết định đầu tư có thể được mô tả bằng hình 7.1 dưới đây.

Hình 7.1: Quy trình phân tích và ra quyết định đầu tư



3. Ước lượng ngân lưu

Ngân lưu hay dòng tiền tệ là bảng dự toán thu chi trong suốt thời gian tuổi thọ của dự án, nó bao gồm những khoản thực thu (dòng tiền vào) và thực chi (dòng tiền ra) của dự án tính theo từng năm. Qui ước ghi nhận dòng tiền vào và dòng tiền ra của dự án đều được xác định ở thời điểm cuối năm. Trong phân tích tài chính dự án, chúng ta sử dụng ngân lưu chứ không sử dụng lợi nhuận như là cơ sở để đánh giá dự án. **Vì sao cơ sở dùng để đánh giá dự án không phải là lợi nhuận mà lại là ngân lưu?**

Lợi nhuận không phản ánh chính xác thời điểm thu và chi tiền của dự án, vì vậy không phản ánh một cách chính xác tổng lợi ích của dự án theo thời giá tiền tệ. Hãy nghiên cứu bảng kết quả kinh doanh và bảng ngân lưu của một khoản đầu tư 900 triệu, tạo ra doanh thu 1.000 triệu trong 3 năm, chi phí bằng tiền mỗi năm 500 triệu, khấu hao đều trong 3 năm. Thuế suất thu nhập công ty là 30% và suất chiết khấu thực là 8%.

Kết quả kinh doanh

Năm	0	1	2	3	Tổng
Doanh thu bằng tiền		1000	1000	1000	3000
Chi phí bằng tiền		500	500	500	1500
Khấu hao		300	300	300	900
Lợi nhuận trước thuế		200	200	200	600
Nộp thuế		60	60	60	180
Lợi nhuận sau thuế		140	140	140	420

NPV@8% \$360.79

Ngân lưu

Năm	0	1	2	3	Tổng
Doanh thu bằng tiền		1000	1000	1000	3000
Chi phí bằng tiền		500	500	500	1500
Mua tài sản	900				900
Ngân lưu ròng trước thuế	-900	500	500	500	600
Nộp thuế		60	60	60	180
Ngân lưu ròng sau thuế	-900	440	440	440	420

NPV@8% \$233.92

Qua ví dụ trên ta thấy, nếu không xét giá trị của tiền theo thời gian, tổng lợi nhuận mang lại từ dự án bằng với ngân lưu mang lại từ dự án. Tuy nhiên ta không thể phủ định tiền có giá trị theo thời gian, và nếu chi phí cơ hội (suất chiết khấu của vốn) là 8% thì tổng lợi ích mang lại từ dự án tính trên cơ sở ngân lưu sẽ khác với tổng lợi ích mang lại từ dự án tính trên cơ sở lợi nhuận.

3.1 Xử lý các biến số ngân lưu

- *Chi phí cơ hội*: là những khoản thu nhập mà công ty phải mất đi do sử dụng nguồn lực của công ty vào dự án. Chi phí cơ hội không phải là một khoản thực chi nhưng vẫn được tính vào vì đó là một khoản thu nhập mà công ty phải mất đi khi thực hiện dự án.
- *Chi phí chìm* (sunk cost): là những chi phí đã phát sinh trước khi có quyết định thực hiện dự án. Vì vậy dù dự án có được thực hiện hay không thì chi phí này cũng đã xảy ra rồi. Do đó, chi phí chìm không được tính vào ngân lưu dự án.

- *Chi phí lịch sử*: là chi phí cho những tài sản sẵn có của công ty, được sử dụng cho dự án. Chi phí này có được tính vào ngân lưu của dự án hay không là tùy theo chi phí cơ hội của tài sản, nếu chi phí cơ hội của tài sản bằng không thì không tính, nhưng nếu tài sản có chi phí cơ hội thì sẽ được tính vào ngân lưu dự án như trường hợp chi phí cơ hội.
- *Vốn lưu động*: Vốn lưu động là nhu cầu vốn dự án cần phải chi để tài trợ cho nhu cầu tồn quỹ tiền mặt, các khoản phải thu, tồn kho sau khi trừ đi các khoản bù đắp từ các khoản phải trả.

$$\text{Nhu cầu vốn lưu động} = \text{Tồn quỹ tiền mặt} + \text{Khoản phải thu} + \text{Tồn kho} - \text{Khoản phải trả}$$

Khi nhu cầu vốn lưu động tăng thì dự án cần một khoản chi tăng thêm, ngược lại khi nhu cầu vốn lưu động giảm xuống, dự án sẽ có một khoản tiền thu về.

$$\Delta \text{ Nhu cầu VLD} = \Delta \text{ Tiền mặt} + \Delta \text{ Khoản phải thu} + \Delta \text{ Tồn kho} - \Delta \text{ Khoản phải trả}$$

- *Thuế thu nhập công ty*: Thuế thu nhập công ty là một dòng ngân lưu ra của dự án, được xác định dựa vào báo cáo kết quả kinh doanh của dự án. Thuế thu nhập công ty chịu tác động bởi phương pháp tính khấu hao và chính sách vay nợ của dự án, khấu hao và lãi vay sẽ tạo ra cho dự án một lá chắn thuế và làm giảm thuế phải nộp.
- *Các chi phí gián tiếp*: Khi dự án được thực hiện có thể làm tăng chi phí gián tiếp của công ty, vì vậy chi phí gián tiếp tăng thêm này cũng phải được tính toán xác định để đưa vào dòng ngân lưu của dự án.

Lưu ý trong trường hợp xem xét dự án của một công ty đang hoạt động thì lợi ích và chi phí của dự án đều được xác định trên cơ sở lợi ích và chi phí tăng thêm trong trường hợp có dự án so với trường hợp không có dự án.

3.2 Xử lý lạm phát

Lạm phát cũng ảnh hưởng rất lớn đến kết quả của một dự án. Vì vậy khi ước lượng ngân lưu dự án cần ước lượng tỉ lệ lạm phát kỳ vọng, vì lạm phát cao có thể làm cho lợi ích mang lại từ dự án trong tương lai không đủ bù đắp cho khoản đầu tư hôm nay. Lạm phát sẽ làm tăng chi phí thực tế và thu nhập thực tế của dự án và đồng thời cũng làm tăng chi phí cơ hội của vốn. Nếu dự án có chi phí cơ hội thực của vốn đầu tư 10%, lạm phát 5%, khi đó chi phí cơ hội của vốn có tính đến lạm phát hay còn gọi là chi phí cơ hội danh nghĩa (suất chiết khấu danh nghĩa) sẽ được xác định theo công thức:

$$\begin{aligned}\text{Suất chiết khấu danh nghĩa} &= \text{Suất chiết khấu thực} + \text{Lạm phát} + (\text{Suất chiết khấu thực} * \text{Lạm phát}) \\ &= 10\% + 5\% + (10\% * 5\%) \\ &= 15,5\%\end{aligned}$$

3.3 Tách biệt quyết định đầu tư và quyết định tài trợ

Dự án có thể được thực hiện một phần từ vốn vay, một phần từ vốn cổ đông. Tuy nhiên để ra quyết định đầu tư, ta chỉ nên xem xét dự án trong trường hợp giả định được đầu tư hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu. Vì vậy ta sẽ không đưa khoản vay hay trả nợ gốc và lãi vào ngân lưu dự án. Có như vậy ta mới tách biệt được quyết định đầu tư với quyết định tài trợ vốn.

3.4 Hai phương pháp ước lượng ngân lưu

Ngân lưu dự án bao gồm 3 phần: Ngân lưu hoạt động, ngân lưu đầu tư và ngân lưu tài trợ. Trong phạm vi nghiên cứu ở đây, ta đã giả định dự án được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu nên sẽ không tính đến dòng ngân lưu tài trợ. Để ước lượng ngân lưu của dự án, ta có thể thực hiện bằng 2 cách: trực tiếp hoặc gián tiếp. Phương pháp ước lượng ngân lưu trực tiếp và gián tiếp chỉ khác nhau ở cách lập dòng ngân lưu hoạt động mà thôi.

Phương pháp trực tiếp - Ngân lưu hoạt động bao gồm:

- Dòng tiền vào tạo ra từ các hoạt động của dự án
- Trừ đi dòng tiền ra cho hoạt động của dự án.

Phương pháp gián tiếp - Ngân lưu hoạt động bao gồm:

- Lợi nhuận sau thuế
- Cộng khấu hao
- Cộng hoặc trừ thay đổi nhu cầu vốn lưu động.

4. Các tiêu chuẩn đánh giá dự án

4.1 Hiện giá ròng (NPV)

Đây là chỉ tiêu cơ bản dùng để đánh giá hiệu quả của một dự án đầu tư vì nó thể hiện giá trị tăng thêm mà dự án đem lại cho công ty. Giá trị hiện tại ròng (NPV) là tổng hiện giá ngân lưu ròng của dự án với suất chiết khấu thích hợp.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t}$$

trong đó NCF_t là ngân lưu ròng năm t , r là suất chiết khấu của dự án, và n là tuổi thọ của dự án.

- Với cùng một suất chiết khấu, dự án nào có NPV lớn chứng tỏ dự án đó có hiệu quả hơn vì nó tạo ra được giá trị cho công ty.

- Một dự án có $NPV > 0$ có nghĩa là dự án có suất sinh lời cao hơn chi phí cơ hội của vốn (suất sinh lời cao hơn suất chiết khấu).
- Một dự án có $NPV = 0$ có nghĩa là dự án có suất sinh lời bằng với chi phí cơ hội của vốn (suất sinh lời của dự án bằng với suất chiết khấu).
- Một dự án có $NPV < 0$ có nghĩa là dự án có suất sinh lời thấp hơn chi phí cơ hội của vốn (suất sinh lời của dự án < suất chiết khấu).

Nói chung dự án chỉ đáng đầu tư khi nào có NPV lớn hơn hoặc bằng 0 vì chỉ khi ấy thu nhập từ dự án mới đủ trang trải chi phí và mang lại lợi nhuận tăng thêm cho nhà đầu tư.

Ưu điểm của tiêu chuẩn NPV:

- Có tính đến thời giá của tiền tệ
- Xem xét toàn bộ ngân lưu dự án
- Đơn giản và có tính chất cộng: $NPV (A+B) = NPV (A) + NPV (B)$
- Có thể so sánh giữa các dự án có qui mô khác nhau.

Nhược điểm:

Việc tính toán xác định chỉ tiêu này phụ thuộc vào suất chiết khấu, do đó, đòi hỏi phải quyết định suất chiết khấu phù hợp mới áp dụng tiêu chuẩn này được.

Sử dụng NPV để ra quyết định lựa chọn dự án:

- Bỏ dự án khi $NPV < 0$
- Khi phải lựa chọn giữa các dự án loại trừ nhau, chọn dự án nào có NPV cao nhất
- Trong trường hợp ngân sách bị hạn chế, sẽ chọn tổ hợp các dự án có tổng NPV cao nhất.

4.2 Suất sinh lời nội bộ (IRR)

Suất sinh lời nội bộ là suất chiết khấu để NPV của dự án bằng 0. Để xác định suất sinh lợi nội bộ, IRR, chúng ta thiết lập phương trình:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Sau đó giải phương trình này để tìm IRR. Suất sinh lợi nội bộ, IRR, chính là suất sinh lợi thực tế của dự án đầu tư. Vì vậy một dự án được chấp nhận khi suất sinh lợi thực tế của nó (IRR) bằng hoặc cao hơn suất sinh lợi yêu cầu (suất chiết khấu). Theo tiêu chuẩn IRR, dự án được chấp nhận là dự án có $IRR \geq$ Suất sinh lợi yêu cầu.

Ưu điểm của chỉ tiêu IRR:

- Có tính đến thời giá tiền tệ
- Có thể tính IRR mà không cần biết suất chiết khấu
- Tính đến toàn bộ ngân lưu.

Nhược điểm:

- Có thể một dự án có nhiều IRR. Khi dòng ngân lưu của dự án đổi dấu nhiều lần, dự án có khả năng có nhiều IRR, vì vậy không biết chọn IRR nào.
- Ví dụ: ta có dòng ngân lưu ròng của một dự án như sau:

Năm	0	1	2	3	4
NCF	-300	200	200	200	-200

- Dự án này có 2 IRR là $-39,07\%$ và $27,73\%$
- Bị hạn chế khi xếp hạng các dự án loại trừ nhau có qui mô khác nhau hoặc thời điểm đầu tư khác nhau, gọi là các dự án loại trừ nhau về mặt qui mô hoặc các dự án loại trừ nhau về mặt thời gian.

4.3 Thời gian hoàn vốn (PBP)

Thời gian hoàn vốn là thời gian để ngân lưu tạo ra từ dự án đủ bù đắp chi phí đầu tư ban đầu. Cơ sở để chấp nhận dự án dựa trên tiêu chuẩn thời gian hoàn vốn là thời gian hoàn vốn phải thấp hơn hoặc bằng **thời gian hoàn vốn yêu cầu** hay còn gọi là **ngưỡng thời gian hoàn vốn**.

4.3.1 Thời gian hoàn vốn không chiết khấu

Để áp dụng phương pháp thời gian hoàn vốn, trước tiên cần tính số năm hay thời gian hoàn vốn của dự án. Công thức tính thời gian hoàn vốn như sau:

$$PBP = n + \frac{\left| \sum_{t=0}^n NCF_t \right|}{NCF_{n+1}}$$

Trong đó n là số năm để ngân lưu tích lũy của dự án < 0 , nhưng ngân lưu tích lũy sẽ dương khi đến năm $n+1$, tức là: $\sum_{t=0}^n NCF_t < 0$ và $\sum_{t=0}^{n+1} NCF_t > 0$.

Ví dụ thời gian hoàn vốn cho một dự án có dòng ngân lưu như sau:

Năm	0	1	2	3	4
NCF	-500	200	200	200	250

Thời gian hoàn vốn = $2 + \frac{|-500 + 200 + 200|}{200} = 2,5$ năm. Nếu thời gian hoàn vốn yêu cầu là 3

năm thì dự án được chấp nhận. Ưu điểm của chỉ tiêu hoàn vốn là đơn giản, nó thể hiện khả năng thanh khoản và rủi ro của dự án, nếu thời gian hoàn vốn ngắn cho thấy tính thanh khoản của dự án càng cao và rủi ro đối với vốn đầu tư của dự án càng thấp. Nhược điểm của nó là không xem xét dòng ngân lưu sau thời gian hoàn vốn, vì vậy sẽ gặp sai lầm khi lựa chọn và xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn này. Mặt khác, chỉ tiêu hoàn vốn không chiết khấu không quan tâm đến giá trị của tiền theo thời gian. Cuối cùng, thời gian hoàn vốn yêu cầu mang tính chủ quan, không có cơ sở nào để xác định.

4.3.2 Thời gian hoàn vốn có chiết khấu

Để khắc phục nhược điểm không quan tâm đến thời giá tiền tệ của chỉ tiêu thời gian hoàn vốn không chiết khấu, người ta có thể sử dụng phương pháp thời gian hoàn vốn có chiết khấu. Thời gian hoàn vốn có chiết khấu được tính toán giống như công thức xác định thời gian hoàn vốn không chiết khấu, nhưng dựa trên dòng ngân lưu có chiết khấu. Cũng ví dụ trên, nhưng giả sử suất chiết khấu 12%, ta tính hiện giá của dòng ngân lưu:

Năm	0	1	2	3	4
NCF	-500	200	200	200	250
PV @ 12%	-500	178,57	159,44	142,36	158,88

Thời gian hoàn vốn có chiết khấu:

$PBP = 3 + \frac{|-500 + 178,57 + 159,44 + 142,36|}{158,88} = 3,12$ năm. Nếu thời gian hoàn vốn yêu cầu là 3

năm thì dự án bị bác bỏ.

4.4 Suất sinh lợi bình quân trên giá trị sổ sách

Suất sinh lợi bình quân sổ sách được xác định dựa vào lợi nhuận ròng bình quân hàng năm chia cho giá trị sổ sách ròng bình quân của vốn đầu tư.

$$\text{Suất sinh lợi bình quân sổ sách} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng bình quân năm}}{\text{Giá trị sổ sách ròng bình quân}}$$

Giá trị sổ sách ròng bình quân của vốn đầu tư bằng tổng giá trị còn lại trên sổ sách của vốn đầu tư (giá trị còn lại của tài sản cố định) chia cho thời gian sử dụng. Ví dụ một dự án đầu tư có vốn đầu tư ròng ban đầu là \$1200, được khấu hao đều trong 4 năm, doanh thu và chi phí được xác định trong bảng kế hoạch lỗ lãi như sau:

	1	2	3	4
Doanh thu	1000	1300	1400	1400
Chi phí bằng tiền	600	850	900	900
Khấu hao	300	300	300	300
Lợi nhuận trước thuế	100	150	200	200
Thuế	30	45	60	60
Lợi nhuận sau thuế	70	105	140	140

Lợi nhuận bình quân mỗi năm $= (70 + 105 + 140 + 140) / 4 = 113,75$

	1	2	3	4
Giá trị đầu tư gộp	1200	1200	1200	1200
Khấu hao lũy kế	300	600	900	1200
Giá trị sổ sách ròng	900	600	300	0

Giá trị sổ sách ròng bình quân $= (900 + 600 + 300 + 0) / 4 = 450$

Suất sinh lợi bình quân trên sổ sách $= 113,75 / 450 = 25,28\%$

Chỉ tiêu này được so sánh với suất sinh lời trên sổ sách bình quân thực tế của công ty hoặc với suất sinh lời sổ sách bình quân ngành. Ưu điểm của chỉ tiêu này là đơn giản. Nhưng nhược điểm lớn nhất của nó là không xem xét đến giá trị của tiền theo thời gian do nó chỉ dựa vào lợi nhuận trung bình chứ không quan tâm đến qui mô lợi nhuận ở những năm khác nhau. Mặt khác qui mô lợi nhuận ở những năm khác nhau lại phản ánh không chính xác thu nhập thực tế của dự án vì nó phụ thuộc vào phương pháp và thời gian khấu hao.

Cơ sở so sánh lựa chọn dự án dựa trên chỉ tiêu suất sinh lợi bình quân sổ sách là suất sinh lợi bình quân thực tế, chính điều này sẽ dễ đưa đến những quyết định lựa chọn dự án mang tính chất cục bộ. Một công ty có suất sinh lợi bình quân thực tế cao có thể bác bỏ những dự án tốt và ngược lại một công ty có suất sinh lợi bình quân thực tế thấp có thể chấp nhận những dự án kém.

4.5 Chỉ số lợi nhuận (PI)

Chỉ tiêu lợi nhuận hay còn gọi là tỉ số lợi ích-chi phí là tỷ số giữa tổng hiện giá của lợi ích ròng chia cho tổng hiện giá của chi phí đầu tư ròng của dự án.

$$PI = \frac{\sum PV(\text{Lợi ích ròng})}{\sum PV(\text{Chi phí đầu tư ròng})} + 1$$

$$\text{Hay } PI = (NPV / \text{ICO}) + 1 = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^m \frac{|\text{NINV}_t|}{(1+r)^t}} + 1$$

Trong đó, ICO là tổng hiện giá đầu tư ròng, còn NINV_t là giá trị đầu tư ròng vào năm t . Nguyên tắc ra quyết định dựa trên PI là chấp nhận dự án khi $PI \geq 1$ và bác bỏ dự án khi $PI < 1$. Ví dụ PI của dòng ngân lưu ròng của một dự án như sau:

Năm	0	1	2	3	4
NCF	-500	200	200	200	250
PV @ 12%	-500	178,57	159,44	142,36	158,88

Tổng hiện giá lợi ích = $178,57 + 159,44 + 142,36 + 158,88 = 639,25$, trong khi $NPV = 139,25$.

$$PI = 639,25 / 500 = 1,28 \quad \text{hay} \quad PI = (139,25 / 500) + 1 = 1,28$$

Chỉ tiêu PI cũng có những ưu nhược điểm như chỉ tiêu NPV. Tuy nhiên NPV là một số đo tuyệt đối lợi nhuận hay số của cải gia tăng từ một dự án, trong khi PI là số đo tương đối, biểu thị của cải tạo ra trên 1 đồng đầu tư.

5. Lựa chọn dự án trong điều kiện giới hạn ngân sách

Chỉ tiêu PI phù hợp trong trường hợp xếp hạng dự án khi ngân sách đầu tư bị giới hạn. Dùng chỉ tiêu này ta có thể lựa chọn một tổ hợp các dự án có tổng NPV cao nhất, hay nói cách khác với một ngân sách bị giới hạn có thể tạo ra tổng của cải lớn nhất. Trình tự lựa chọn dự án như sau:

- Tính toán chỉ số PI cho tất cả các dự án
- Sắp xếp các dự án theo thứ tự PI từ cao đến thấp
- Bắt đầu từ dự án có PI cao nhất, các dự án sẽ được lựa chọn theo thứ tự cho đến khi toàn bộ ngân sách vốn đầu tư được dùng hết

- Trong trường hợp ngân sách vốn đầu tư không dùng hết vì dự án cuối cùng có vốn đầu tư lớn hơn ngân sách vốn đầu tư còn lại, ta có 3 phương án lựa chọn:
 - Tìm một tổ hợp dự án mới, có thể bao gồm một vài dự án nhỏ hơn, cho phép sử dụng hết ngân sách, nhưng NPV cao nhất
 - Cố gắng nói lỏng ràng buộc về nguồn vốn để có đủ vốn chấp nhận dự án sau cùng
 - Chấp thuận càng nhiều dự án càng tốt, và đầu tư nguồn vốn thừa vào các chứng khoán ngắn hạn cho đến thời đoạn sau, hoặc sử dụng nguồn vốn thừa để trả nợ hoặc giảm cổ phiếu thường đang lưu hành.

Ví dụ công ty BW đang xem xét lựa chọn các dự án đầu tư trong điều kiện hạn chế của ngân sách công ty năm nay là \$32.500 cho việc đầu tư vào các dự án:

Dự án	ICO (\$)	IRR (%)	NPV (\$)	PI
A	500	18	50	1.10
B	5.000	25	6.500	2.30
C	5.000	37	5.500	2.10
D	7.500	20	5.000	1.67
E	12.500	26	500	1.04
F	15.000	28	21.000	2.40
G	17.500	19	7.500	1.43
H	25.000	15	6.000	1.24

Dựa vào cách xếp hạng theo PI, NPV và IRR, ta có kết quả cho ở bảng dưới đây, trong đó cách xếp hạng các dự án theo PI cho ta một tổ hợp các dự án có tổng NPV cao nhất với cùng một giới hạn ngân sách:

Phương pháp	Dự án được chấp nhận	Giá trị gia tăng
PI	F, B, C, D	38.000
NPV	F, G	28.500
IRR	C, F, E	27.000

Tuy nhiên, cũng cần phải thận trọng khi sử dụng phương pháp này, vì trong một số trường hợp, khi nguồn ngân sách đầu tư của công ty được giới hạn trong từng năm, lúc đó phải xem xét kết hợp ngân lưu tạo ra từ dự án trong năm sau với ngân sách đầu tư của công ty năm sau để có một tổ hợp dự án đầu tư có tổng NPV cao nhất và sử dụng hết nguồn ngân sách theo kế hoạch của công ty. Ta hãy xem ví dụ sau đây:

Dự án	Ngân lưu			NPV @ 10%	PI
	C_0	C_1	C_2		
A	- 10	30	5	21	2.1
B	- 5	5	20	16	3.2
C	- 5	5	15	12	3.4
D	0	- 40	60	13	0.4

Nếu giới hạn ngân sách là 10 triệu, căn cứ vào PI, chọn B và C sẽ cho NPV cao nhất: 28. Nhưng nếu công ty có thể huy động 10 triệu cho đầu tư vào mỗi năm 0 và năm 1 thì sẽ chọn A và D và NPV = 34 (Dự án A thu hồi 30 triệu vào năm 1 cộng với nguồn vốn huy động năm 1 sẽ có đủ vốn đầu tư vào D).

6. Chi phí sử dụng vốn

Một trong những yếu tố quan trọng liên quan đến việc ra quyết định đầu tư là suất chiết khấu của dự án. Một dự án có NPV dương khi suất sinh lợi mang lại từ dự án vượt quá suất sinh lợi yêu cầu đối với dự án. Suất sinh lợi yêu cầu của một dự án phải bằng với suất sinh lợi mang lại từ việc đầu tư vào một tài sản có độ rủi ro tương đương trên thị trường tài chính. Vì vậy suất sinh lợi yêu cầu tối thiểu chính là chi phí vốn của dự án.

Suất chiết khấu chính là chi phí cơ hội của vốn đầu tư, là cái giá mà công ty phải trả khi đầu tư vào dự án hay suất sinh lợi mà các nhà đầu tư đòi hỏi từ chứng khoán của công ty, nếu rủi ro của dự án bằng rủi ro của công ty. Nếu dự án có rủi ro cao hơn rủi ro của công ty thì suất sinh lợi yêu cầu tối thiểu đối với dự án phải cao hơn suất sinh lợi đối với công ty. Chi phí sử dụng vốn sẽ được xác định trên thị trường vốn và phụ thuộc vào rủi ro của công ty hoặc rủi ro của dự án.

6.1 Chi phí sử dụng vốn bộ phận

Chi phí sử dụng vốn bộ phận là chi phí mà công ty hoặc dự án phải trả khi huy động nguồn vốn đó. Chi phí sử dụng vốn bộ phận bao gồm: Chi phí sử dụng nợ và chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu.

6.1.1 Chi phí sử dụng nợ

Công ty có thể huy động nợ dưới hình thức vay của các tổ chức tài chính trung gian hay huy động trái phiếu. Chi phí trả lãi vay được tính trừ vào lợi nhuận trước khi tính thuế. Vì vậy chi phí sử dụng nợ của công ty chính là chi phí sử dụng nợ đã điều chỉnh thuế.

Ví dụ công ty vay nợ với lãi suất 10%, nếu công ty vay \$100, số tiền lãi phải trả là \$10, công ty sẽ được giảm thuế \$3 (nếu thuế suất thuế thu nhập công ty là 30%), như vậy thực chất công ty chỉ phải tốn \$7 chi phí khi vay nợ \$100, điều này cho thấy chi phí sử dụng nợ của một công ty chính là chi phí sử dụng nợ sau thuế.

Tổng quát, nếu lãi suất huy động nợ là R_D , T_C là thuế suất thuế thu nhập công ty thì chi phí sử dụng nợ của công ty là: $R_D (1 - T_C)$.

Nếu công ty huy động nợ bằng trái phiếu, lãi suất huy động nợ chính là lãi suất trái phiếu khi đáo hạn (YTM), được xác định dựa vào công thức:

$$P_{net} = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1 + R_D)^t} + \frac{M}{(1 + R_D)^n}$$

trong đó P_{net} là tiền thu do bán trái phiếu, bằng giá bán trái phiếu trừ các chi phí phát hành. Phương pháp này được áp dụng nếu công ty đang phát hành nợ hay gần đây đã phát hành nợ. Trong những tình huống khác, công ty có thể sử dụng lãi suất đáo hạn của trái phiếu đang lưu hành (dựa trên giá thị trường hiện hành của trái phiếu). Nếu công ty hiện đang không có trái phiếu lưu hành, hoặc trái phiếu ít được mua bán trên thị trường, ta có thể sử dụng chi phí sử dụng nợ trước thuế của những công ty khác có rủi ro tương tự. Ví dụ một công ty phát hành trái phiếu mệnh giá \$100, lãi suất trái phiếu: 9%, kỳ hạn 3 năm, trái phiếu được bán trên thị trường với giá \$96, chi phí phát hành tính bình quân \$1 trên mỗi cổ phiếu.

Lãi suất công ty phải trả khi huy động trái phiếu R_D được xác định dựa vào công thức sau:

$$95 = \sum_{t=1}^3 \frac{100 * 9\%}{(1 + R_D)^t} + \frac{100}{(1 + R_D)^3} \Rightarrow R_D = 11.05\%$$

6.1.2 Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi

Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi chính là chi phí mà công ty phải trả cho việc huy động vốn cổ phần ưu đãi. Do cổ tức trả cho cổ phiếu ưu đãi cố định vĩnh viễn, dựa vào công thức định giá cổ phiếu ta có: $P_0 = D_p / R_p$, trong đó P_0 là giá cổ phiếu, D_p là cổ tức và R_p là suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư.

Khi huy động vốn, công ty phải tốn chi phí phát hành, vì vậy thu nhập của công ty khi phát hành chứng khoán là giá bán chứng khoán trừ chi phí phát hành – gọi là P_{net} . Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi được tính dựa vào công thức:

$$P_{net} = D_p / R_p \Rightarrow R_p = D_p / P_{net}$$

Cổ tức ưu đãi không được khấu trừ thuế khi tính thu nhập chịu thuế. Vì vậy chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi không được điều chỉnh thuế. Điều này đã làm cho chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi cao hơn chi phí sử dụng nợ và các công ty thích sử dụng đòn bẩy tài chính bằng nợ hơn cổ phần ưu đãi.

6.1.3 Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường

Để ước lượng chi phí vốn cổ phần thường (bao gồm cả lợi nhuận giữ lại và vốn cổ phần tăng thêm), hay nói cách khác là để xác định suất sinh lời yêu cầu của chủ sở hữu, ta có 2 cách tiếp cận: (1) dùng mô hình tăng trưởng cổ tức, (2) dùng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).

Mô hình tăng trưởng cổ tức

Một cách đơn giản nhất để ước lượng chi phí vốn của chủ sở hữu là dùng mô hình tăng trưởng cổ tức. Giả định công ty có tỉ lệ tăng trưởng cổ tức cố định g , giá bán một cổ phiếu là P_0 ; cổ tức vừa trả là D_0 ; suất sinh lời yêu cầu của chủ sở hữu là R_E . Ta có thể xác định R_E dựa vào công thức định giá cổ phiếu như sau:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(R_E - g)} = \frac{D_1}{(R_E - g)} \Rightarrow R_E = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Nếu một công ty có chứng khoán mua bán trên thị trường, ta có thể quan sát ngay được D_0 , P_0 , chỉ có g thì phải ước lượng. Có 2 cách ước lượng g : (1) sử dụng tỉ lệ tăng trưởng trước đây, hoặc (2) sử dụng tốc độ tăng trưởng dự báo của các nhà phân tích.

Ưu nhược điểm của mô hình:

- Ưu điểm của phương pháp này là đơn giản, dễ hiểu và dễ áp dụng
- Nhược điểm: không thể áp dụng được đối với những công ty không chia cổ tức, cũng không phù hợp khi phải giả định một tỉ lệ tăng trưởng cổ tức cố định. Mặt khác phương pháp này không thể hiện một cách rõ ràng mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro cũng như mức độ điều chỉnh rủi ro đối với suất sinh lời yêu cầu của từng dự án của công ty.

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

Mô hình định giá tài sản vốn cho rằng suất sinh lời kỳ vọng của một khoản đầu tư phụ thuộc vào những yếu tố sau đây:

- Lãi suất phi rủi ro, R_f
- Lãi suất đền bù rủi ro thị trường (risk premium), $(R_M - R_f)$
- Rủi ro hệ thống của tài sản đầu tư so với rủi ro bình quân của thị trường, được gọi là hệ số beta.

Suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư vào một tài sản (tài sản ở đây có thể là một công ty, một dự án...) là R_E với hệ số beta tương ứng β_E , được xác định theo mô hình CAPM như sau:

$$R_E = R_f + (R_M - R_f)\beta_E$$

Để vận dụng mô hình này, chúng ta phải biết được các yếu tố: lãi suất phi rủi ro, lãi suất đền bù rủi ro thị trường và ước lượng một hệ số beta tương đương. Nếu dự án có rủi ro tương đương rủi ro

công ty thì dùng beta của công ty, nếu dự án có rủi ro cao hơn rủi ro của công ty thì phải tăng hệ số beta và ngược lại.

Ưu nhược điểm của mô hình CAPM:

Mô hình này cho ta thấy sự điều chỉnh trực tiếp lợi nhuận và rủi ro của tài sản, nó được sử dụng rộng rãi hơn mô hình tăng trưởng cổ tức. Tuy nhiên để ước lượng hệ số beta, ta cũng phải dựa vào dữ liệu quá khứ để xác định.

Trong thực tế hai phương pháp ước lượng chi phí vốn chủ sở hữu thường cho kết quả khác nhau. Tùy theo quan điểm, thông thường để dung hòa người ta thường lấy trung bình giữa các kết quả ước lượng này. Ví dụ: Một công ty có hệ số beta 1,2, lãi suất đền bù rủi ro thị trường là 8% và lãi suất phi rủi ro 6%. Cổ tức vừa chia của công ty \$2 một cổ phiếu, tỉ lệ tăng trưởng kỳ vọng của cổ tức là 8%. Giá bán chứng khoán trên thị trường \$30 một cổ phiếu. Vậy chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu là bao nhiêu?

Nếu sử dụng mô hình CAPM, ta tính được chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu như sau:

$$R_E = R_f + (R_M - R_f) \beta_E$$

$$R_E = 6\% + 1,2 \times 8\% = 15,6\%$$

Nếu sử dụng mô hình tăng trưởng cổ tức cố định, ta tính được chi phí vốn của chủ sở hữu như sau:

$$R_E = \frac{D_0(1+g)}{P} + g = \frac{2(1+8\%)}{30} + 8\% = 15,2\%$$

Hai phương pháp ước lượng cho kết quả khác nhau, trong trường hợp này ta có thể lấy trung bình của hai kết quả này làm chi phí vốn của chủ sở hữu ($R_E = 15,4\%$).

5.2 Chi phí vốn trung bình trọng số (WACC)

Chi phí sử dụng vốn chung của một công ty chính là suất sinh lời yêu cầu trên tài sản của công ty. Nếu một công ty có vay nợ, cơ cấu vốn của công ty bao gồm một phần là nợ và một phần là vốn chủ sở hữu, thì chi phí sử dụng vốn của công ty sẽ được xác định theo công thức sau:

$$WACC = \frac{D}{V}(1-T_c)R_D + \frac{E}{V}(R_E)$$

Trong đó E là giá thị trường của vốn chủ sở hữu, được tính bằng giá thị trường mỗi cổ phiếu nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành, V (= E + D) là giá thị trường của công ty, và D là giá thị trường của nợ, T_c là thuế suất thuế thu nhập công ty, R_D là chi phí sử dụng nợ, và R_E là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Đối với nợ dài hạn, ta có thể tính giá thị trường bằng cách lấy giá thị trường của trái phiếu nhân với số trái phiếu đang lưu hành. Đối với trái phiếu không được mua bán rộng rãi trên thị trường, ta có thể tính giá thị trường của nợ bằng cách căn cứ vào suất sinh lợi của những trái phiếu có rủi ro tương tự để làm suất chiết khấu cho trái phiếu. Đối với nợ ngắn hạn, giá thị trường của nợ và giá sổ sách được coi là tương đương nhau.

Bài 8:

ĐÒN BẨY HOẠT ĐỘNG VÀ ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH

Trong cơ học chúng ta đã quen thuộc với khái niệm đòn bẩy như là công cụ để khuếch đại lực nhằm biến một lực nhỏ thành một lực lớn hơn tác động vào vật thể chúng ta cần dịch chuyển. Trong kinh doanh người ta mượn thuật ngữ “đòn bẩy” ám chỉ việc sử dụng chi phí cố định (fixed costs) để gia tăng khả năng sinh lợi của công ty. Trong bài này chúng ta sẽ khám phá những nguyên lý sử dụng đòn bẩy trong kinh doanh, bao gồm đòn bẩy hoạt động (operating leverage) và đòn bẩy tài chính (financial leverage).

1. Đòn bẩy hoạt động

1.1 Phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động

Đòn bẩy hoạt động (operating leverage) là mức độ sử dụng chi phí hoạt động cố định của công ty. Ở đây chúng ta chỉ phân tích trong ngắn hạn bởi vì trong dài hạn tất cả các chi phí đều thay đổi.

Chi phí cố định là chi phí không thay đổi khi số lượng thay đổi. Chi phí cố định có thể kể ra bao gồm các loại chi phí như khấu hao, bảo hiểm, một bộ phận chi phí điện nước và một bộ phận chi phí quản lý.

Chi phí biến đổi là chi phí thay đổi khi số lượng thay đổi, chẳng hạn chi phí nguyên vật liệu, lao động trực tiếp, một phần chi phí điện nước, hoa hồng bán hàng, một phần chi phí quản lý hành chính.

Trong kinh doanh, chúng ta đầu tư chi phí cố định với hy vọng số lượng tiêu thụ sẽ tạo ra doanh thu đủ lớn để trang trải chi phí cố định và chi phí biến đổi. Giống như chiếc đòn bẩy trong cơ học, sự hiện diện của chi phí hoạt động cố định gây ra sự thay đổi trong số lượng tiêu thụ để khuếch đại sự thay đổi lợi nhuận (hoặc lỗ). Để minh họa điều này chúng ta xem xét ví dụ cho ở bảng 8.1 trang 2.

Kết quả phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động thể hiện ở phần B. Đối với mỗi công ty đều có doanh thu và chi phí biến đổi tăng 50% trong khi chi phí cố định không thay đổi. Tất cả các công ty đều cho thấy có sự ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động thể hiện ở chỗ doanh thu chỉ tăng 50% nhưng lợi nhuận tăng với tốc độ lớn hơn, cụ thể là 400, 100 và 330% lần lượt đối với công ty F, V và công ty 2F.

Bảng 8.1: Ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động lên lợi nhuận

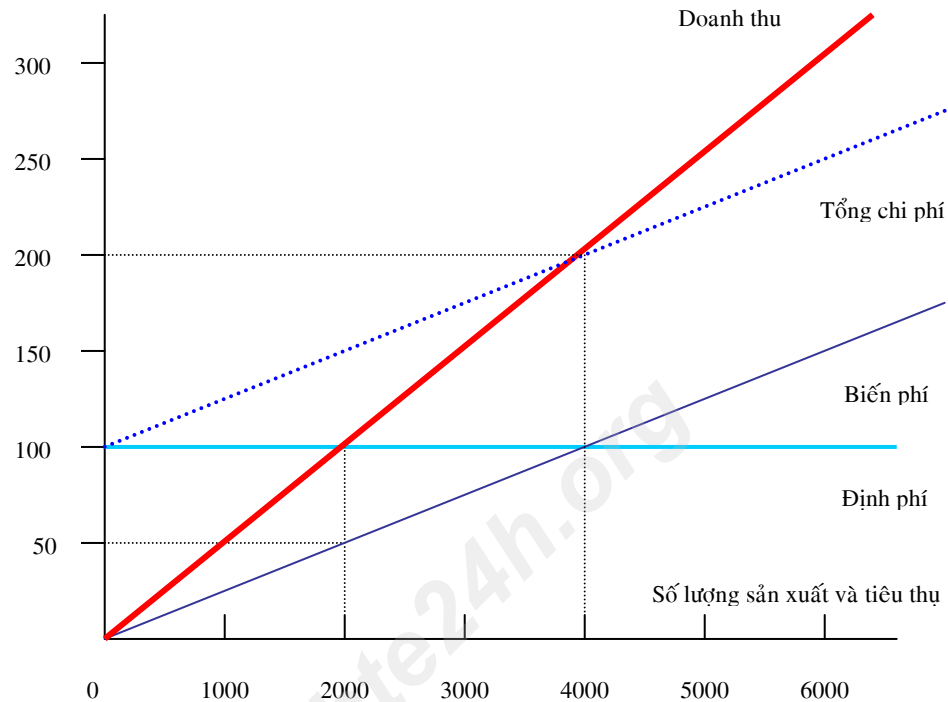
	Công ty F	Công ty V	Công ty 2F
Phần A: Trước khi thay đổi doanh thu			
Doanh thu	10.000\$	11.000\$	19.500\$
Chi phí hoạt động			
Chi phí cố định	7.000	2.000	14.000
Chi phí biến đổi	<u>2.000</u>	<u>7.000</u>	<u>3.000</u>
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1.000	2.000	2.500
Tỷ số đòn bẩy hoạt động			
Chi phí cố định/ tổng chi phí	0,78	0,22	0,82
Chi phí cố định/ doanh thu	0,70	0,18	0,72
Phần B: Sau khi doanh thu tăng 50% trong những năm kế tiếp			
Doanh thu	15.000\$	16.500\$	29.250\$
Chi phí hoạt động			
Chi phí cố định	7.000	2.000	14.000
Chi phí biến đổi	<u>3.000</u>	<u>10.500</u>	<u>4.500</u>
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	5.000	4.000	10.750
Phần trăm thay đổi EBIT	400%	100%	330%
$(EBIT_t - EBIT_{t-1}) / EBIT_{t-1}$			

1.2 Phân tích hoà vốn

Phân tích hoà vốn là kỹ thuật phân tích mối quan hệ giữa chi phí cố định, chi phí biến đổi, lợi nhuận và số lượng tiêu thụ. Để minh họa kỹ thuật phân tích hoà vốn, chúng ta lấy ví dụ sau đây: Giả sử công ty sản xuất xe đạp có đơn giá bán là 50\$, chi phí cố định hàng năm là 100.000\$ và chi phí biến đổi là 25\$/ đơn vị. Chúng ta sẽ phân tích quan hệ giữa tổng chi phí hoạt động và tổng doanh thu. Hình 8.1 (trang 3) mô tả quan hệ giữa tổng doanh thu, tổng chi phí hoạt động và lợi nhuận tương ứng với từng mức sản lượng và số lượng tiêu thụ. Cần lưu ý, ở đây chúng ta chỉ quan tâm đến chi phí hoạt động nên lợi nhuận ở đây được xác định là lợi nhuận hoạt động trước thuế. Như vậy, lãi nợ vay và cổ tức ưu đãi không liên quan khi phân tích đòn bẩy hoạt động. Tuy nhiên khi phân tích đòn bẩy tài chính (phần sau) chúng ta sẽ xem xét vấn đề này.

Hình 8.1: Phân tích hoà vốn

Doanh thu và chi phí (1000\$)



Trên hình 8.1, điểm giao nhau giữa 2 đường thẳng tổng doanh thu và chi phí là điểm hoà vốn (break-even point) vì ở điểm này doanh thu bằng chi phí và, do đó, lợi nhuận bằng 0. Trên hình vẽ 8.1 điểm hoà vốn chính là điểm có sản lượng là 4000. Về mặt toán học, để tìm điểm hoà vốn chúng ta thực hiện như sau:

Đặt EBIT = lợi nhuận trước thuế và lãi (lợi nhuận hoạt động)

P = đơn giá bán

V = biến phí đơn vị

$(P - V)$ = lãi gộp

Q = số lượng sản xuất và tiêu thụ

F = định phí

Q_{BE} = số lượng hoà vốn

Ở điểm hoà vốn thì doanh thu bằng chi phí và EBIT bằng 0. Do đó:

$$PQ_{BE} = VQ_{BE} + F$$

$$(P - V)Q_{BE} = F$$

$$Q_{BE} = F / (P - V) \quad (8.1)$$

Ở ví dụ trên nếu áp dụng công thức (8.1), chúng ta sẽ có sản lượng hoà vốn $Q_{BE} = 100.000 / (50 - 25) = 4.000$ đơn vị. Nếu số lượng tiêu thụ vượt qua điểm hòa vốn (4000 đơn vị) thì sẽ có lợi nhuận, ngược lại nếu số lượng tiêu thụ dưới mức hoà vốn thì công ty bị lỗ.

Điểm hoà vốn Q_{BE} như vừa xác định trên đây thể hiện sản lượng hoà vốn. Muốn biết doanh thu hoà vốn, chúng ta lấy sản lượng hoà vốn nhân với đơn giá bán. Trong ví dụ trên sản lượng hoà vốn $Q_{BE} = 4000$ và đơn giá bán $P = 50\$$, do đó doanh thu hoà vốn sẽ là $50 \times 4000 = 200.000\$$.

1.3 Độ bẫy hoạt động (DOL)

Như đã phân tích ở phần trước, chúng ta thấy rằng dưới tác động của đòn bẫy hoạt động một sự thay đổi trong số lượng hàng bán đưa đến kết quả lợi nhuận (hoặc lỗ) gia tăng với tốc độ lớn hơn. Để đo lường mức độ tác động của đòn bẫy hoạt động, người ta sử dụng chỉ tiêu *độ bẫy hoạt động* (degree of operating leverage – DOL). Độ bẫy hoạt động (DOL) được định nghĩa như là phần trăm thay đổi của lợi nhuận hoạt động so với phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu). Do đó:

$$\begin{array}{l} \text{Độ bẫy hoạt động} \\ \text{(DOL) ở mức sản} \\ \text{lượng } Q \text{ (doanh thu } S) \end{array} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi lợi} \\ \text{nhuận hoạt động}}{\text{Phần trăm thay đổi} \\ \text{sản lượng (hoặc} \\ \text{doanh thu)}} \quad (8.2)$$

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

Cần lưu ý rằng độ bẫy có thể khác nhau ở những mức sản lượng (hoặc doanh thu) khác nhau. Do đó, khi nói đến độ bẫy chúng ta nên chỉ rõ độ bẫy ở mức sản lượng Q nào đó.

Công thức (8.2) trên đây rất cần thiết để định nghĩa và hiểu được độ bẫy hoạt động nhưng rất khó tính toán trên thực tế do khó thu thập được số liệu EBIT. Để dễ dàng tính toán DOL, chúng ta thực hiện một số biến đổi. Biết rằng lãi gộp bằng doanh thu trừ chi phí, ta có:

$$EBIT = PQ - (VQ + F) = PQ - VQ - F = Q(P - V) - F$$

Bởi vì đơn giá bán P và định phí F là cố định nên $\Delta EBIT = \Delta Q(P - V)$. Như vậy:

$$\frac{\Delta EBIT}{EBIT} = \frac{\Delta Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

Thay vào công thức (8.2), ta được:

$$DOL_Q = \frac{\frac{\Delta Q(P - V)}{Q(P - V) - F}}{\frac{\Delta Q}{Q}} = \left(\frac{\Delta Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \right) \left(\frac{Q}{\Delta Q} \right) = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

$$DOL_Q = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \quad (8.3)$$

Chia tử và mẫu của (8.3) cho $(P - V)$, công thức (8.3) có thể viết lại thành:

$$DOL_Q = \frac{\frac{Q(P - V)}{(P - V)}}{\frac{Q(P - V) - F}{(P - V)}} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} \quad (8.4)$$

Công thức (8.3) và (8.4) dùng để tính độ bầy hoạt động theo sản lượng Q . Hai công thức này chỉ thích hợp đối với những công ty nào mà sản phẩm có tính đơn chiếc, chẳng hạn như xe hơi hay máy tính. Đối với công ty mà sản phẩm đa dạng và không thể tính thành đơn vị, chúng ta sử dụng chỉ tiêu độ bầy theo doanh thu. Công thức tính độ bầy theo doanh thu như sau:

$$DOL_S = \frac{S - V}{S - V - F} = \frac{EBIT + F}{EBIT} \quad (8.5)$$

trong đó S là doanh thu và V là tổng chi phí biến đổi.

Vận dụng công thức (8.4) vào ví dụ chúng ta đã xem xét từ đầu bài đến giờ, chúng ta có:

$$DOL_{5000} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} = \frac{5000}{5000 - 4000} = 5$$

$$DOL_{6000} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} = \frac{6000}{6000 - 4000} = 3$$

Như vậy độ bầy hoạt động ở mức sản lượng $Q = 5000$ bằng 5. Điều này có nghĩa là gì? Nó có nghĩa là từ mức sản lượng tiêu thụ là 5000 đơn vị, cứ mỗi phần trăm thay đổi sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận hoạt động sẽ thay đổi 5 phần trăm. Ngoài ra cần lưu ý rằng, khi sản lượng tăng từ 5000 lên 6000 đơn vị thì độ bầy hoạt động giảm từ 5 xuống 3, nghĩa là từ mức sản lượng là 6000 đơn vị, cứ mỗi phần trăm thay đổi sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận hoạt động thay đổi 3 phần trăm. Do đó, kể từ điểm hoà vốn nếu sản lượng càng tăng thì độ bầy càng giảm.

1.4 Quan hệ giữa độ bầy hoạt động và điểm hoà vốn

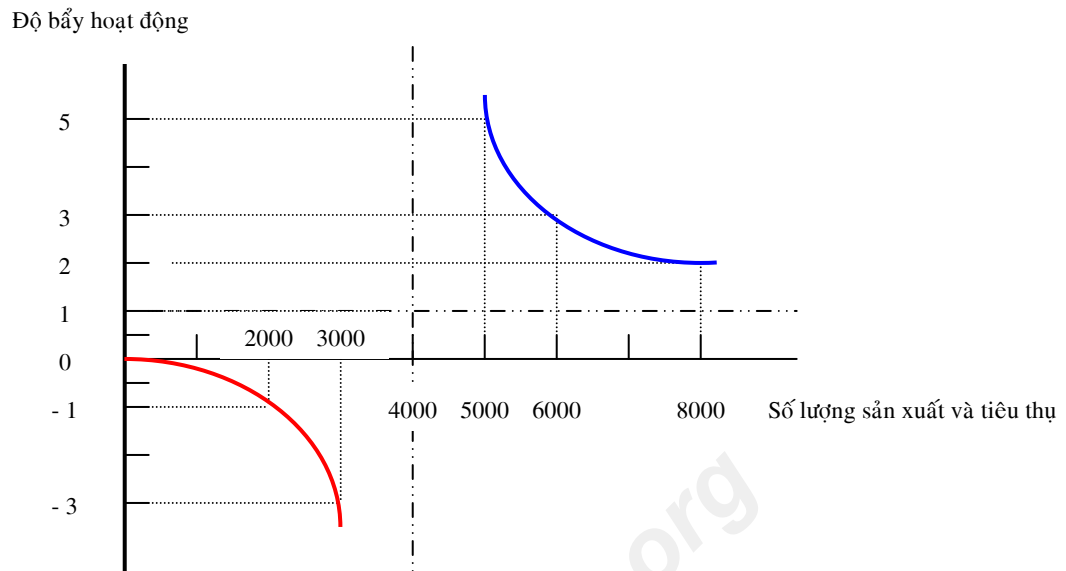
Để thấy được mối quan hệ giữa độ bầy hoạt động và điểm hoà vốn chúng lập bảng tính lợi nhuận và độ bầy hoạt động ở nhiều mức độ sản lượng khác nhau. Bảng 8.2 dưới đây cho chúng ta thấy lợi nhuận và độ bầy hoạt động ở những mức độ sản lượng khác nhau.

Bảng 8.2: Lợi nhuận và độ bầy hoạt động ở những mức độ sản lượng khác nhau

Số lượng sản xuất và tiêu thụ (Q)	Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	Độ bầy hoạt động (DOL)
0	- 100.000	0,00
1000	- 75.000	- 0,33
2000	- 50.000	- 1,00
3000	- 25.000	- 3,00
$Q_{BE} = 4000$	0	Không xác định
5000	25.000	5,00
6000	50.000	3,00
7000	75.000	2,33
8000	100.000	2,00

Bảng 8.2 cho thấy rằng nếu sản lượng di chuyển càng xa điểm hoà vốn thì lợi nhuận hoạt động hoặc lỗ sẽ càng lớn, ngược lại độ bầy hoạt động (DOL) càng nhỏ. Quan hệ giữa sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận hoạt động là quan hệ tuyến tính như đã thấy trên hình vẽ 8.1. Hình 8.2 dưới đây sẽ diễn tả quan hệ giữa sản lượng tiêu thụ và độ bầy hoạt động.

Hình 8.2: Quan hệ giữa sản lượng tiêu thụ và độ bầy hoạt động



Hình 8.2 cung cấp cho chúng ta một số nhận xét như sau:

- Độ bầy hoạt động tiến đến vô cực khi số lượng sản xuất và tiêu thụ tiến dần đến điểm hoà vốn.
- Khi số lượng sản xuất và tiêu thụ càng vượt xa điểm hoà vốn thì độ bầy sẽ tiến dần đến 1.

1.5 Quan hệ giữa độ bầy hoạt động và rủi ro doanh nghiệp

Rủi ro doanh nghiệp là rủi ro do những bất ổn phát sinh trong hoạt động của doanh nghiệp khiến cho lợi nhuận hoạt động giảm. Cần chú ý rằng độ bầy hoạt động chỉ là một bộ phận của rủi ro doanh nghiệp. Các yếu tố khác của rủi ro doanh nghiệp là sự thay đổi hay sự bất ổn của doanh thu và chi phí sản xuất. Đây là 2 yếu tố chính của rủi ro doanh nghiệp, còn đòn bẩy hoạt động làm khuếch đại sự ảnh hưởng của các yếu tố này lên lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên bản thân đòn bẩy hoạt động không phải là nguồn gốc của rủi ro, bởi lẽ độ bầy cao cũng chẳng có ý nghĩa gì cả nếu như doanh thu và cơ cấu chi phí cố định. Do đó, sẽ sai lầm nếu như đồng nghĩa độ bầy hoạt động với rủi ro doanh nghiệp, bởi vì cái gốc là sự thay đổi doanh thu và chi phí sản xuất, tuy nhiên, độ bầy hoạt động có tác dụng khuếch đại sự thay đổi của lợi nhuận và, do đó, khuếch đại rủi ro doanh nghiệp.

Từ góc độ này, có thể xem độ bầy hoạt động như là một dạng rủi ro tiềm ẩn, nó chỉ trở thành rủi ro hoạt động khi nào xuất hiện sự biến động doanh thu và chi phí sản xuất.

1.6 Ý nghĩa của độ bầy hoạt động đối với quản trị tài chính

Sau khi nghiên cứu về đòn bẩy hoạt động, chúng ta thử đặt ra câu hỏi: Hiểu biết về độ bầy của công ty có ích lợi thế nào đối với giám đốc tài chính? Là giám đốc tài chính, bạn cần biết trước xem sự thay đổi doanh thu sẽ ảnh hưởng thế nào đến lợi nhuận hoạt động. Độ bầy hoạt động chính là công cụ giúp bạn trả lời câu hỏi này. Đôi khi biết trước độ bầy hoạt động, công ty có thể dễ dàng hơn trong việc quyết định chính sách doanh thu và chi phí của mình. Nhưng nhìn chung, công ty không thích hoạt động dưới điều kiện độ bầy hoạt động cao bởi vì trong tình huống như vậy chỉ cần một sự sụt giảm nhỏ doanh thu cũng dễ dẫn đến lỗ trong hoạt động. Điều này được minh chứng nổi bật nhất bởi trường hợp của American Airlines sau sự kiện khủng bố ngày 11/09. Chúng ta biết ngành hàng không là ngành có độ bầy hoạt động cao do đặc thù của ngành này là chi phí cố định rất lớn. Bởi vậy, khi sự kiện 11/09 xảy ra độ bầy cao đã khuếch đại rủi ro doanh nghiệp lên cực độ khiến cho doanh nghiệp phải thua lỗ rất lớn và lâm vào tình trạng phá sản như hiện nay.

2. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy hoạt động liên quan đến việc sử dụng chi phí cố định trong hoạt động của công ty, như đã xem xét trong phần 1. Trong phần 2 này chúng ta sẽ nghiên cứu đòn bẩy tài chính. Đòn bẩy tài chính (financial leverage) liên quan đến việc sử dụng các nguồn tài trợ có chi phí cố định. *Đòn bẩy tài chính được định nghĩa như là mức độ theo đó các chứng khoán có thu nhập cố định (nợ và cổ phiếu ưu đãi) được sử dụng trong cơ cấu nguồn vốn của công ty.*

Có một điều khác biệt lý thú giữa đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính là công ty có thể lựa chọn đòn bẩy tài chính trong khi không thể lựa chọn đòn bẩy hoạt động. Đòn bẩy hoạt động do đặc điểm hoạt động của công ty quyết định, chẳng hạn công ty hoạt động trong ngành hàng không và luyện thép có đòn bẩy hoạt động cao trong khi công ty hoạt động trong ngành dịch vụ như tư vấn và du lịch có đòn bẩy hoạt động thấp. Đòn bẩy tài chính thì khác. Không có công ty nào bị ép buộc phải sử dụng nợ và cổ phiếu ưu đãi để tài trợ cho hoạt động của mình mà thay vào đó công ty có thể sử dụng nguồn vốn từ việc phát hành cổ phiếu thường. Thế nhưng trên thực tế ít khi có công ty nào không sử dụng đòn bẩy tài chính. Vậy, lý do gì khiến công ty sử dụng đòn bẩy tài chính?

Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính với hy vọng là sẽ gia tăng được lợi nhuận cho cổ đông thường. Nếu sử dụng phù hợp, công ty có thể dùng các nguồn vốn có chi phí cố định, bằng cách phát hành trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, để tạo ra lợi nhuận lớn hơn chi phí trả cho việc huy động vốn có lợi tức cố định. Phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về cổ đông thường. Điều này sẽ được thể hiện rõ hơn khi chúng ta phân tích quan hệ giữa lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) và lợi nhuận trên cổ phần (EPS).

2.1 Phân tích quan hệ EBIT và EPS

Phân tích quan hệ EBIT-EPS là phân tích sự ảnh hưởng của những phương án tài trợ khác nhau đối với lợi nhuận trên cổ phần. Từ sự phân tích này, chúng ta sẽ tìm một điểm bàng quan (indifferent point), tức là điểm của EBIT mà ở đó các phương án tài trợ đều mang lại EPS như nhau. Để minh họa phân tích quan hệ EBIT-EPS, chúng ta xem xét ví dụ sau đây:

Công ty CTC có nguồn vốn dài hạn 10 triệu USD hoàn toàn từ nguồn vốn cổ phần thông thường. Công ty cần huy động thêm 5 triệu USD cho việc mở rộng sản xuất kinh doanh. Công ty xem xét 3 phương án huy động vốn: (1) phát hành cổ phiếu thường, (2) phát hành trái phiếu với lãi suất 12%, hoặc (3) phát hành cổ phiếu ưu đãi với cổ tức 11%. Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) hàng năm của công ty hiện tại là 1,5 triệu USD nhưng nếu mở rộng sản xuất kinh doanh công ty kỳ vọng EBIT sẽ tăng đến 2,7 triệu USD. Thuế thu nhập công ty là 40% và công ty hiện có 200.000 cổ phần. Nếu sử dụng phương án thứ nhất, công ty có thể bán thêm 100.000 cổ phần với giá 50USD/cổ phần để huy động thêm 5 triệu USD.

Mục tiêu của chúng ta là phân tích để tìm ra điểm bàng quan, tức là điểm mà ở đó các phương án tài trợ đều mang lại EPS như nhau. Trước hết, chúng ta xác định EPS theo công thức sau:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS} \quad (8.6)$$

Trong đó I = lãi suất hàng năm phải trả

PD = cổ tức hàng năm phải trả

t = thuế suất thuế thu nhập công ty

NS = số lượng cổ phần thông thường

Để xác định EPS của công ty theo 3 phương án tài trợ, chúng ta lập bảng tính toán 8.3 dưới đây:

Bảng 8.3: Bảng tính EPS theo 3 phương án tài trợ

	Phương án tài trợ		
	Cổ phiếu thường	Nợ	Cổ phiếu ưu đãi
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	2.700.000\$	2.700.000\$	2.700.000\$
Lãi suất (I)	-	600.000	-
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	2.700.000	2.100.000	2.700.000
Thuế thu nhập (EBT x t)	1.080.000	840.000	1.080.000
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	1.620.000	1.260.000	1.620.000
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi (PD)	-	-	550.000
Lợi nhuận dành cho cổ đông thường	1.620.000	1.260.000	1.070.000
Số lượng cổ phần (NS)	300.000	200.000	200.000
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	5.40	6.30	5.35

Dựa vào kết quả bảng tính toán trên đây chúng ta có thể xác định điểm bàng quan bằng một trong 2 phương pháp: phương pháp hình học và phương pháp đại số.

Xác định điểm bàng quan bằng phương pháp hình học

Sử dụng đồ thị biểu diễn quan hệ giữa EBIT và EPS chúng ta có thể tìm ra được điểm bàng quan, tức là điểm giao nhau giữa các phương án tài trợ ở đó EBIT theo bất kỳ phương án nào cũng mang lại EPS như nhau. Để làm điều này chúng ta xây dựng đồ thị như trên hình vẽ 8.3 (trang 10). Đối với mỗi phương án, chúng ta lần lượt vẽ đường thẳng phản ánh quan hệ giữa EPS với tất cả các điểm của EBIT.

Trước hết trên đồ thị hình 8.3 chúng ta chọn các điểm có hoành độ là 2,7 và tung độ lần lượt là 5,40; 6,30 và 5,35 (5,40 và 5,35 gần nhau nên trên đồ thị chúng gần như trùng nhau). Kế đến chúng ta tìm điểm thứ hai bằng cách lần lượt cho EPS = 0 để tìm ra EBIT tương ứng.

Với phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường

$$(EBIT - I)(1 - t) - PD = 0$$

$$(EBIT - 0)(1 - 0,4) - 0 = 0$$

$$(EBIT)0,6 = 0$$

$$EBIT = 0$$

Nối hai điểm có tọa độ (0, 0) và (2,7, 5,4) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng cổ phiếu thông thường.

Với phương án tài trợ bằng nợ

$$(EBIT - I)(1 - t) - PD = 0$$

$$(EBIT - 600.000)(1 - 0,4) - 0 = 0$$

$$(EBIT)0,6 - 360.000 = 0$$

$$EBIT = 360.000/0,6 = 600.000\$$$

Nối hai điểm có tọa độ (0,6, 0) và (2,7, 6,3) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng nợ.

Với phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi

$$(EBIT - I)(1 - t) - PD = 0$$

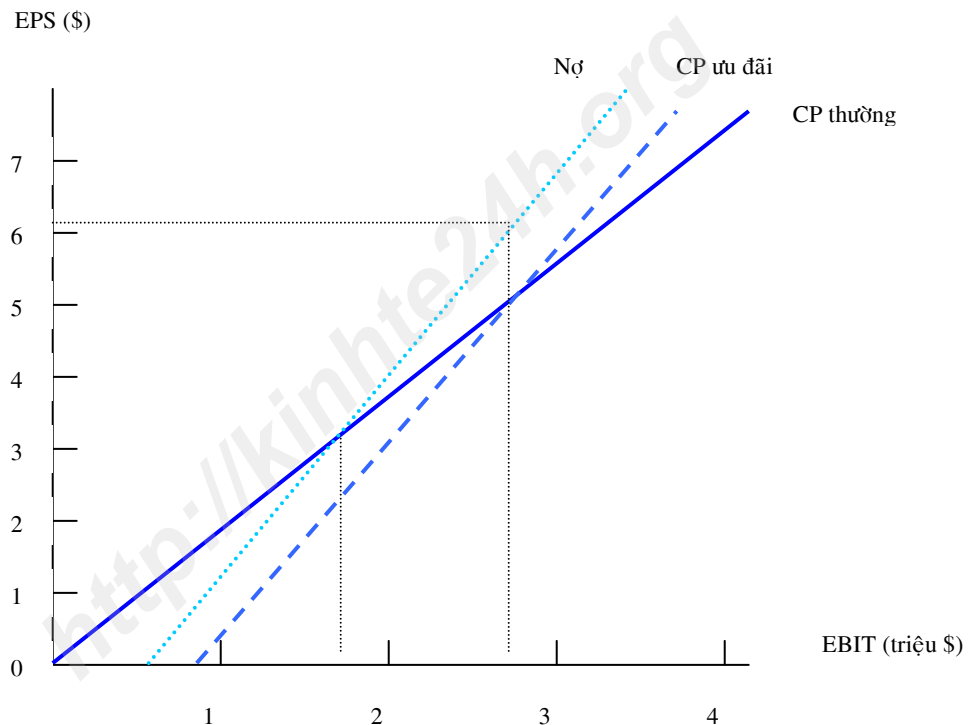
$$(EBIT - 0)(1 - 0,4) - 550.000 = 0$$

$$(EBIT)0,6 - 550.000 = 0$$

$$EBIT = 550.000/0,6 = 916.667\$$$

Nối hai điểm có tọa độ (0,916, 0) và (2,7, 5,35) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi.

Hình 8.3: Đồ thị xác định điểm bàng quan theo 3 phương án



Trên hình vẽ 8.3, hai điểm cắt nhau giữa đường thẳng cổ phiếu thường với đường thẳng nợ và cổ phiếu ưu đãi cho chúng ta hai điểm bàng quan vì ở điểm đó các phương án tài trợ đều đem lại cùng EPS.

Xác định điểm bàng quan bằng phương pháp đại số

Về mặt đại số, chúng ta có thể xác định điểm bàng quan bằng cách áp dụng công thức (8.6) tính EPS theo EBIT cho mỗi phương án, sau đó thiết lập phương trình cân bằng như sau:

$$\frac{(EBIT_{1,2} - I_1)(1 - t) - PD_1}{NS_1} = \frac{(EBIT_{1,2} - I_2)(1 - t) - PD_2}{NS_2} \quad (8.7)$$

Trong đó $EBIT_{1,2}$ = EBIT bàng quan giữa 2 phương án tài trợ 1 và 2

I_1, I_2 = lãi phải trả hàng năm ứng với phương án tài trợ 1 và 2

PD_1, PD_2 = cổ tức phải trả hàng năm theo phương án tài trợ 1 và 2

t = thuế suất thuế thu nhập công ty

NS_1, NS_2 = số cổ phần thông thường ứng với phương án 1 và 2

Trong ví dụ đang xem xét, chúng ta tìm điểm bàng quan giữa hai phương án tài trợ bằng nợ và cổ phiếu thường như sau:

Tài trợ bằng cổ phiếu thường

Tài trợ bằng nợ

$$\frac{(EBIT_{1,2} - 0)(1 - 0,4) - 0}{300.000} = \frac{(EBIT_{1,2} - 600.000)(1 - 0,4) - 0}{200.000}$$

$$(EBIT_{1,2})(0,6)(200.000) = (EBIT_{1,2})(0,6)(300.000) - (0,6)(600.000)(300.000)$$

$$(EBIT_{1,2})(60.000) = 108.000.000.000$$

$$EBIT_{1,2} = 1.800.000\$$$

Thực hiện tương tự, chúng ta có thể tìm được điểm bàng quan giữa hai phương tài trợ bằng cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi là 2,75 triệu USD.

Ý nghĩa của điểm bàng quan

Từ phương pháp hình học cũng như phương pháp đại số chúng ta tìm thấy điểm bàng quan giữa 2 phương án tài trợ bằng nợ và cổ phiếu thường là 1,8 triệu USD. Điều này có nghĩa gì? Nếu EBIT thấp hơn điểm bàng quan thì phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường tạo ra được EPS cao hơn phương án tài trợ bằng nợ, nhưng nếu EBIT vượt qua điểm bàng quan thì phương án tài trợ bằng nợ mang lại EPS cao hơn phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường.

Tương tự điểm bàng quan giữa 2 phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi là 2,75 triệu USD. Nếu EBIT nằm dưới điểm này thì phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường tạo ra EPS cao hơn phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi, nhưng nếu EBIT vượt qua điểm bàng quan thì phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi mang lại EPS cao hơn phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường.

2.2 Độ bầy tài chính

Độ bầy tài chính (degree of financial leverage – DFL) là một chỉ tiêu định lượng dùng để đo lường mức độ biến động của EPS khi EBIT thay đổi. Độ bầy tài chính ở một mức độ EBIT nào đó được xác định như là phần trăm thay đổi của EPS khi EBIT thay đổi 1 phần trăm. Do đó:

$$\text{Độ bầy tài chính (DFL) ở mức EBIT \$} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi của EPS}}{\text{Phần trăm thay đổi của EBIT}}$$

$$DFL_{EBIT} = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT} = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT}$$

Từ công thức (8.6), chúng ta đã biết $EPS = [(EBIT - I)(1 - t) - PD] / NS$ và vì I và PD là hằng số nên ΔI và ΔPD bằng 0.

$$\begin{aligned} \Delta EPS &= \frac{(\Delta EBIT - \Delta I)(1 - t) - \Delta PD}{NS} = \frac{\Delta EBIT(1 - t)}{NS} \\ \frac{\Delta EPS}{EPS} &= \frac{\frac{\Delta EBIT(1 - t)}{NS}}{\frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS}} = \frac{\Delta EBIT(1 - t)}{(EBIT - I)(1 - t) - PD} \\ DFL_{EBIT} &= \frac{\frac{\Delta EBIT(1 - t)}{(EBIT - I)(1 - t) - PD}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \left[\frac{\Delta EBIT(1 - t)}{(EBIT - I)(1 - t) - PD} \right] \left[\frac{EBIT}{\Delta EBIT} \right] = \frac{EBIT(1 - t)}{(EBIT - I)(1 - t) - PD} \end{aligned}$$

$$DFL_{EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - I - [PD / (1 - t)]}$$

Chia cả tử và mẫu số cho $(1 - t)$, ta được:

(8.8)

Trường hợp đặc biệt chỉ xét độ bẩy tài chính khi sử dụng phương án tài trợ bằng nợ thì $PD = 0$. Khi đó:

$$DFL_{EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - I} \quad (8.9)$$

Trong ví dụ chúng ta đang xem xét, độ bẩy tài chính xác định theo công thức (8.8) như sau:

Dùng phương án tài trợ bằng nợ

$$DFL_{EBIT=2.700.000} = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{2.700.000}{2.700.000 - 600.000} = 1,29$$

Dùng phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi

$$DFL_{EBIT=2.700.000} = \frac{EBIT}{EBIT - I - [PD/(1-t)]} = \frac{2.700.000}{2.700.000 - [550.000/(1-0,4)]} = 1,51$$

Như vậy, độ bẩy tài chính của phương án tài trợ bằng nợ là 1,29 còn phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi là 1,51. Có 2 câu hỏi đặt ra ở đây:

- Độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi lớn hơn độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ, điều này có ý nghĩa gì?
- Khi nào độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi lớn hơn độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ?

Độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi ($DFL = 1,51$) lớn hơn độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ ($DFL = 1,29$) có nghĩa là mức biến động của EPS khi EBIT biến động đối với phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi cao hơn mức biến động của EPS khi EBIT biến động đối với phương án tài trợ bằng nợ. Khi nào độ bẩy tài chính của phương án dùng cổ phiếu ưu đãi lớn hơn hay nhỏ độ bẩy tài chính của phương án dùng nợ? Điều này phụ thuộc vào vấn đề tiết kiệm thuế do sử dụng nợ so với chi phí trả cổ tức.

Nếu chi phí trả cổ tức (PD) lớn hơn phần chênh lệch giữa lãi và tiết kiệm thuế do sử dụng nợ $(1 - t)I$, ta có:

$$\begin{aligned}
 PD > (1-t)I &\Rightarrow \frac{PD}{(1-t)} > I \Rightarrow EBIT + \frac{PD}{(1-t)} > EBIT + I \\
 EBIT - I &> EBIT - \frac{PD}{1-t} \\
 \frac{EBIT}{EBIT - I} &< \frac{EBIT}{EBIT - \frac{PD}{1-t}} \Rightarrow DFL_{(nợ)} < DFL_{(Cp\ ưu\ đãi)}
 \end{aligned}$$

Nếu chi phí trả cổ tức (PD) nhỏ hơn phần chênh lệch giữa lãi và tiết kiệm thuế do sử dụng nợ $(1 - t)I$, ta có:

$$\begin{aligned}
 PD < (1-t)I &\Rightarrow \frac{PD}{(1-t)} < I \Rightarrow EBIT + \frac{PD}{(1-t)} < EBIT + I \\
 EBIT - I &< EBIT - \frac{PD}{1-t} \\
 \frac{EBIT}{EBIT - I} &> \frac{EBIT}{EBIT - \frac{PD}{1-t}} \Rightarrow DFL_{(nợ)} > DFL_{(Cp\ ưu\ đãi)}
 \end{aligned}$$

2.3 Độ bẫy tài chính và rủi ro tài chính

Rủi ro tài chính là rủi ro biến động lợi nhuận trên cổ phần kết hợp với rủi ro mất khả năng chi trả phát sinh do công ty sử dụng đòn bẩy tài chính. Khi công ty gia tăng tỷ trọng nguồn tài trợ có chi phí cố định trong cơ cấu nguồn vốn thì dòng tiền tệ cố định chi ra để trả lãi hoặc cổ tức cũng gia tăng. Kết quả là xác suất mất khả năng chi trả tăng theo. Để minh họa điều này, chúng ta xem xét hai công ty A và B đều có EBIT là 80.000\$. Công ty A không sử dụng nợ trong khi công ty B có phát hành 200.000\$ trái phiếu vĩnh cửu với lãi suất 15%. Như vậy hàng năm công ty B phải trả 30.000\$ tiền lãi. Nếu EBIT của hai công ty giảm xuống còn 20.000\$ thì công ty B lâm vào tình trạng mất khả năng chi trả trong khi công ty A thì không.

Bây giờ chúng ta sẽ xem xét rủi ro do sự biến động của EPS. Giả sử EBIT của công ty A và B là biến ngẫu nhiên có giá trị kỳ vọng là 80.000\$ với độ lệch chuẩn là 40.000\$. Công ty A không sử dụng nợ nhưng có 4.000 cổ phần với mệnh giá 10\$/cổ phần công ty B có nợ phát hành trái phiếu trị giá 200.000\$ và 2.000 cổ phần với mệnh giá 10\$/cổ phần. Bảng 8.4 (trang 15) phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến EPS của hai công ty.

Bảng 8.4: Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên EPS

	Công ty A	Công ty B
Phần A: Dự báo thông tin về thu nhập		
Lợi nhuận trước thuế và lãi kỳ vọng [E(EBIT)]	\$80.000	\$80.000
Lãi (I)	-	30.000
Lợi nhuận trước thuế kỳ vọng [E(EBT)]	80.000	50.000
Thuế kỳ vọng [E(EBT)xt]	32.000	20.000
Lợi nhuận kỳ vọng dành cho cổ đông thường [E(EACS)]	48.000	30.000
Lợi nhuận trên cổ phần kỳ vọng [E(EPS)]	12	15
Phần B: Các bộ phận rủi ro		
Độ lệch chuẩn của lợi nhuận trên cổ phần (σ_{EPS}) ¹	6	12
Hệ số biến đổi của EBIT [$\sigma_{EBIT}/E(EBIT)$]	0,50	0,50
$DFL_{E(EBIT)=80.000} = E(EBIT)/[E(EBIT) - I - PD/(1-t)]$	1,00	1,60
Hệ số biến đổi của EPS [$\sigma_{EPS}/E(EPS)$]	0,50	0,80

Cần lưu ý cách tính độ lệch chuẩn của EPS. Chúng ta biết rằng:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS} = -\frac{PD}{NS} + \frac{(1 - t)}{NS} EBIT$$

$$\sigma_{EPS} = \frac{(1 - t)}{NS} \sigma_{EBIT} = \frac{(1 - 0,4)}{2000} 40000 = 12$$

Nhìn vào bảng 8.4 chúng ta thấy rằng do sử dụng nguồn tài trợ từ nợ và EBIT vượt qua điểm bàng quan nên công ty B có EPS cao hơn công ty A nhưng đòn bẩy tài chính cũng làm cho công ty B rủi ro hơn công ty A. Điều này thể hiện ở chỗ công ty B có độ lệch chuẩn của EPS, độ bẩy tài chính và hệ số biến đổi của EPS đều cao hơn công ty A.

3. Tổng hợp đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính

Khi đòn bẩy tài chính được sử dụng kết hợp với đòn bẩy hoạt động chúng ta có đòn bẩy tổng hợp (Combined or total leverage). Như vậy, đòn bẩy tổng hợp là việc công ty sử dụng kết hợp cả chi phí hoạt động và chi phí tài trợ cố định. Khi sử dụng kết hợp, đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính có tác động đến EPS khi số lượng tiêu thụ thay đổi qua 2 bước. Bước thứ nhất, số lượng tiêu thụ thay đổi làm thay đổi EBIT (tác

¹ Nhớ rằng với bất kỳ biến ngẫu nhiên X thì $\sigma_{(a + bX)} = b\sigma_X$

động của đòn bẩy hoạt động). Bước thứ hai, EBIT thay đổi làm thay đổi EPS (tác động của đòn bẩy tài chính). Để đo lường mức độ biến động của EPS khi số lượng tiêu thụ thay đổi người ta dùng chỉ tiêu độ bẩy tổng hợp (degree of total leverage – DTL).

Độ bẩy tổng hợp của công ty ở mức sản lượng (hoặc doanh thu) nào đó bằng phần trăm thay đổi của EPS trên phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu).

$$\text{Độ bẩy tổng hợp ở mức sản lượng } Q \text{ đơn vị (hoặc } S \text{ đồng)} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi của EPS}}{\text{Phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu)}}$$

Về mặt tính toán, độ bẩy tổng hợp (DTL) chính là tích số của độ bẩy hoạt động với độ bẩy tài chính:

$$DTL_{Q \text{ đơn vị hoặc } S \text{ đồng}} = DOL \times DFL \quad (8.10)$$

Thay công thức (8.4), (8.5) và (8.8) vào (8.10) chúng ta có được:

$$DTL_Q = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F - I - [PD/(1 - t)]} \quad (8.11)$$

$$DTL_S = \frac{EBIT + F}{EBIT - I - [PD/(1 - t)]} \quad (8.12)$$

Ví dụ công ty sản xuất xe đạp có đơn giá bán là 50\$, chi phí biến đổi đơn vị là 25\$ và chi phí cố định là 100.000\$. Giả sử thêm rằng công ty sử dụng nguồn tài trợ từ nợ vay 200.000\$ với lãi suất 8%/năm và thuế suất thuế thu nhập của công ty là 40%. Độ bẩy tổng hợp ở mức sản lượng 8000 chiếc là:

$$DTL_{8000} = \frac{8000(50 - 25)}{8000(50 - 25) - 100.000 - 16.000} = 2,38$$

Bài 8bis:

QUYẾT ĐỊNH CƠ CẤU VỐN CỦA CÔNG TY

Trong các bài về chi phí sử dụng vốn và hoạch định vốn đầu tư chúng ta đã dựa vào một cơ cấu vốn cho sẵn để tính chi phí sử dụng vốn trung bình và sử dụng nó như là suất chiết khấu để phân tích trong hoạch định đầu tư vốn. Khi cơ cấu vốn của công ty thay đổi thì liệu chi phí sử dụng vốn có thay đổi theo và, do đó, việc quyết định đầu tư hay không đầu tư vào một dự án nào đó có thay đổi theo hay không? Ngoài ra, khi cơ cấu vốn thay đổi thì rủi ro công ty có thay đổi, do đó, giá cổ phiếu của công ty có thay đổi theo không? Mục tiêu của bài này là xem xét và phân tích sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn lên giá cổ phiếu của công ty.

1. Đặt vấn đề

Cơ cấu vốn (capital structure) là quan hệ về tỷ trọng của từng loại vốn dài hạn bao gồm nợ, vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty. Tuy nhiên trong phạm vi bài này chúng ta chỉ xem xét cơ cấu vốn của công ty bao gồm nợ và vốn cổ phần thường và xem như công ty không có phát hành cổ phiếu ưu đãi.

Vấn đề đặt ra là liệu một công ty nào đó có thể tác động đến giá trị và chi phí sử dụng vốn của nó bằng cách thay đổi cơ cấu nguồn vốn hay không. Cần lưu ý phân biệt sự tác động do thay đổi cơ cấu nguồn vốn với sự tác động do những quyết định đầu tư và quản lý tài sản. Để phân biệt điều này, chúng ta giả định sự thay đổi cơ cấu nguồn vốn ở đây xảy ra là do công ty phát hành chứng khoán nợ để mua lại cổ phiếu thường hoặc phát hành cổ phiếu thường để mua lại nợ. Bất luận kiểu gì, vấn đề đặt ra là tổng giá trị công ty và lợi nhuận đòi hỏi sẽ thay đổi thế nào khi tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu thay đổi? Để đơn giản khi nghiên cứu vấn đề này chúng ta lập một số giả định như sau:

- Lợi nhuận của công ty có tốc độ tăng trưởng bằng không và công ty chi toàn bộ lợi nhuận kiếm được cho cổ đông dưới hình thức cổ tức
- Không có thuế thu nhập công ty, và
- Thị trường tài chính là thị trường hoàn hảo.

Từ những giả định và cách đặt vấn đề trên đây chúng ta quan tâm đến một số chỉ tiêu lợi nhuận sau:

$$k_d = \frac{I}{D} = \frac{\text{Lãi vay hàng năm}}{\text{Giá trị thị trường của nợ vay}} \quad (8.1), \text{ trong đó } k_d \text{ là lãi suất hay suất sinh lợi}$$

của nợ vay với giả định rằng nợ vay của công ty là nợ vĩnh hằng (perpetual). Chỉ tiêu thứ hai là tỷ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi của vốn cổ phần thường (k_e):

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Lợi nhuận chia cho cổ đông thường}}{\text{Giá trị thị trường của cổ phiếu thường đang lưu hành}} \quad (8.2)$$

Chỉ tiêu thứ ba là tỷ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi của công ty nói chung (k_o):

$$k_o = \frac{O}{V} = \frac{\text{Lợi nhuận hoạt động ròng}}{\text{Giá trị thị trường của công ty}} \quad (8.3), \text{ trong đó giá trị thị trường công ty } V = D +$$

S và lợi nhuận chung $O = I + E$. Như đã đề cập trong bài chi phí sử dụng vốn, k_o được định nghĩa như là phí tổn vốn trung bình có thể xác định bằng công thức:

$$k_o = \frac{D}{D+S}(k_d) + \frac{E}{D+E}(k_e) \quad (8.4)$$

Vấn đề chúng ta muốn nghiên cứu ở đây là k_d , k_e , và k_o sẽ thay đổi thế nào khi công ty gia tăng tỷ số đòn bẩy tài chính D/S ? Nói khác đi, chúng ta muốn biết khi công ty gia tăng tỷ số đòn bẩy tài chính thì sẽ có lợi cho chủ nợ, cho chủ sở hữu nói riêng hay cho công ty nói chung. Có nhiều lý thuyết khác nhau trả lời vấn đề này. Trong phần 2 dưới đây chúng ta sẽ lần lượt xem xét từng lý thuyết.

2. Các lý thuyết về cơ cấu vốn

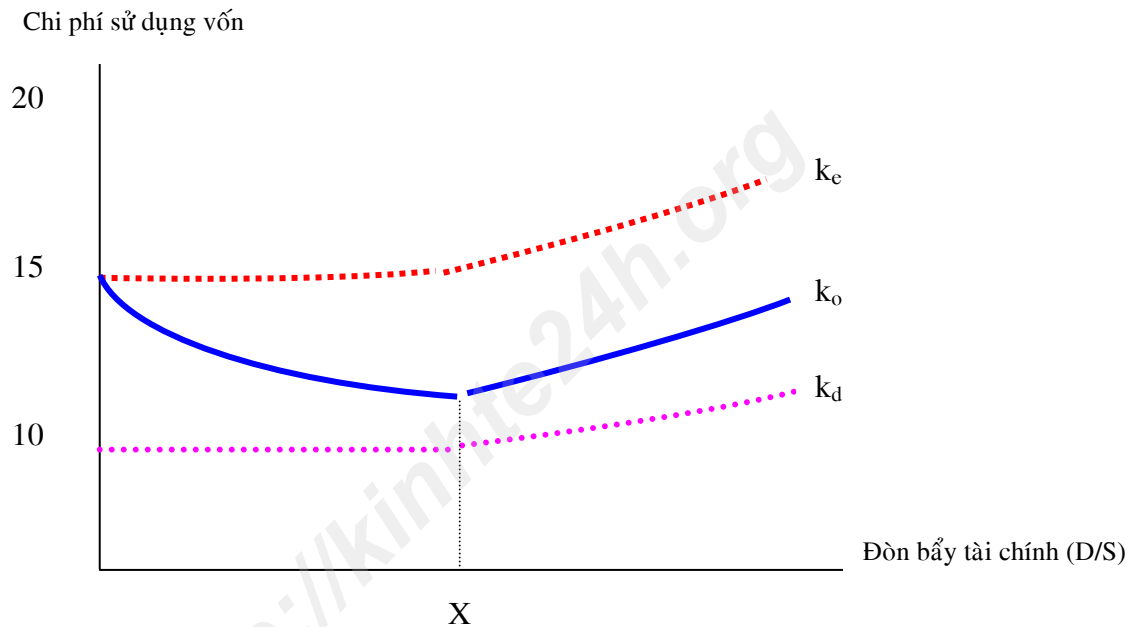
2.1 Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure)

Lý thuyết này cho rằng có một cơ cấu vốn tối ưu ở đó ban quản trị công ty có thể gia tăng giá trị của công ty bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy phù hợp. Theo cách tiếp cận này, công ty trước tiên có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ bởi vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế. Tuy nhiên, khi tỷ số nợ gia tăng thì rủi ro cũng gia tăng, do đó, nhà đầu tư sẽ gia tăng lợi nhuận đòi hỏi k_e . Mặc dù vậy, sự gia tăng k_e lúc đầu vẫn không hoàn toàn xóa sạch lợi ích của việc sử dụng nợ như là một nguồn vốn rẻ hơn cho đến khi nào nhà đầu tư tiếp tục gia tăng lợi nhuận đòi hỏi khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn nữa. Tình hình này được mô tả trên hình 8.1 (trang 3). Nhìn vào hình 8.1 chúng ta thấy rằng lúc đầu k_e tăng khi tỷ số đòn bẩy gia tăng trong khi k_d vẫn không đổi và do có lợi ích của việc tiết kiệm thuế khi gia tăng sử dụng nợ nên

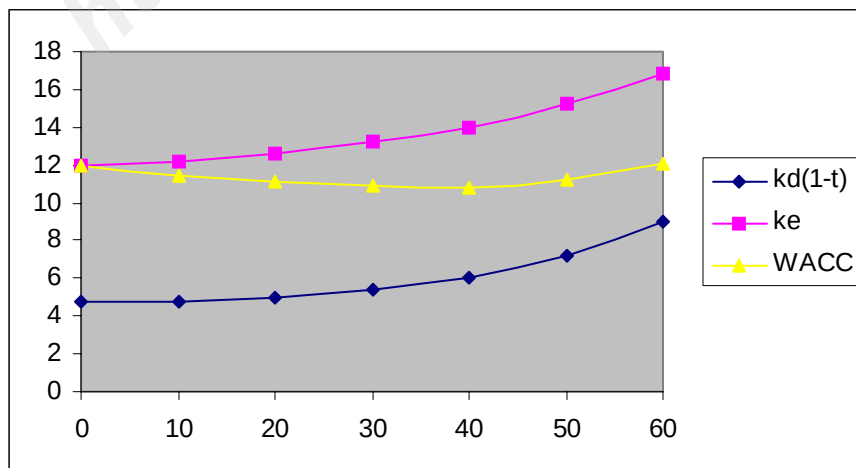
chi phí sử dụng vốn nói chung k_o giảm. Nhưng khi tỷ số đòn bẩy gia tăng đến một điểm X nào đó thì k_o tăng lên, do rủi ro tăng lên khiến cho k_d và k_e tăng lên. Do đó, lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu, còn gọi là cách tiếp cận truyền thống, ngầm hiểu rằng:

- Chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty, và
- Có một cơ cấu vốn tối ưu.

Hình 8.1a: Chi phí sử dụng vốn và cách tiếp cận truyền thống



Hình 8.1b: Chi phí sử dụng vốn - Minh họa bằng số liệu



Cơ cấu vốn tối ưu

Do cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho cổ đông nên công ty cần thiết hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu (target capital structure). Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp giữa nợ, cổ phiếu ưu đãi, và cổ phiếu thường trong tổng nguồn vốn của công ty theo mục tiêu đề ra. Hoạch định chính sách cơ cấu vốn liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro:

- Sử dụng nhiều nợ làm gia tăng rủi ro công ty, nhưng
- Tỷ lệ nợ cao nói chung đưa đến lợi nhuận kỳ vọng cao.

Rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm hạ thấp giá cổ phiếu, trong khi lợi nhuận cao lại có khuynh hướng gia tăng giá cổ phiếu công ty. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định cơ cấu vốn tối ưu? Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận và, do đó, tối đa hoá được giá cổ phiếu công ty.

Những yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn cơ cấu vốn

Khi hoạch định chính sách cơ cấu vốn tối ưu cần lưu ý các yếu tố ảnh hưởng như sau:

- *Rủi ro doanh nghiệp* - Rủi ro phát sinh đối với tài sản của công ty ngay cả khi công ty không sử dụng nợ. Công ty nào có rủi ro doanh nghiệp càng lớn thì càng hạ thấp tỷ lệ nợ tối ưu.
- *Thuế thu nhập công ty* - Do lãi vay là yếu tố chi phí trước thuế nên sử dụng nợ giúp công ty tiết kiệm thuế. Tuy nhiên điều này sẽ không còn ý nghĩa nữa đối với những công ty nào được ưu đãi hay vì lý do gì đó mà thuế suất thuế thu nhập ở mức thấp.
- *Sự chủ động về tài chính* - Sử dụng nợ nhiều làm giảm đi sự chủ động về tài chính đồng thời làm "xấu" đi tình hình bảng cân đối tài sản khiến cho những nhà cung cấp vốn ngần ngại cho vay hay đầu tư vốn vào công ty.
- *Phong cách và thái độ của ban quản lý công ty* - Một số ban giám đốc thận trọng hơn những người khác, do đó ít sử dụng nợ hơn trong tổng nguồn vốn của công ty.

Quyết định cơ cấu vốn tối ưu

Quyết định cơ cấu vốn tối ưu là quyết định cơ cấu vốn sao cho cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận và, do đó, tối đa hoá được giá cả cổ phiếu công ty. Phần này sẽ lấy ví dụ minh họa sự ảnh hưởng đòn bẩy tài chính lên giá cổ phiếu công ty. Ở bảng 8.1 chúng ta xét trường hợp công ty BCL không sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn.

Bảng 8.1: Thông tin về công ty BCL

Bảng cân đối tài sản

Tài sản lưu động	\$ 100,000.00	Nợ	\$ 0
Tài sản cố định	\$ 100,000.00	Vốn cổ phần thường (10000CP)	\$ 200,000.00
Tổng tài sản	\$ 200,000.00	Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	\$ 200,000.00

Báo cáo thu nhập

Doanh thu		\$ 200,000.00
Chi phí cố định	40,000.00	
Chi phí biến đổi	120,000.00	160,000.00
EBIT		40,000.00
Lãi vay		0
Thu nhập chịu thuế (EBT)		40,000.00
Thuế (40%)		16,000.00
Lợi nhuận ròng		\$ 24,000.00

Thông tin khác

Lợi nhuận trên cổ phần = EPS = $24000/10000 = \$2,4$

Cổ tức trên cổ phần = DPS = $24000/10000 = \$2,4$ (100% lợi nhuận dùng trả cổ tức)

Giá trị sổ sách = $200000/10000 = \$20$

Giá trị thị trường = $P_0 = \$20$ (M/B = 1,0)

Tỷ số P/E = $20/2,4 = 8,33$ lần

Bảng 8.2: Quan hệ giữa lãi suất và tỷ số nợ

Doanh số nợ	Tỷ số nợ	Lãi suất
20.000	10%	8,0%
40.000	20	8,3
60.000	30	9,0
80.000	40	10,0
100.000	50	12,0
120.000	60	15,0

Bảng 8.3: Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên EPS và giá cổ phiếu (đơn vị: 1000\$)

Tính lợi nhuận hoạt động (EBIT)

Xác suất xảy ra doanh thu	0.20	0.60	0.20
Doanh thu	100.00	200.00	300.00
Chi phí cố định	40.00	40.00	40.00
Chi phí biến đổi (60% doanh thu)	60.00	120.00	180.00
Tổng chi phí (không kể lãi vay)	100.00	160.00	220.00
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	0	40.00	80.00

Trường hợp không dùng nợ (D/A = 0%)

Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	0	40.00	80.00
Trừ lãi vay	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	0	40.00	80.00
Thuế (40%)	0	16.00	32.00
Lợi nhuận ròng	0	24.00	48.00
Lợi nhuận (EPS) trên cổ phần (10.000 CP)	0	2.40	4.80
Giá cổ phiếu (EPS x P/E)		19.99	

Trường hợp dùng nợ (D/A = 50%)

Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	0	40.00	80.00
Trừ lãi vay (100000*0.12)	12.00	12.00	12.00
Lợi nhuận trước thuế	(12.00)	28.00	68.00
Thuế (40%)	(4.80)	11.20	27.20
Lợi nhuận ròng	(7.20)	16.80	40.80
Lợi nhuận (EPS) trên cổ phần (10.000 CP)	(1.44)	3.36	8.16
Giá cổ phiếu (EPS x P/E)		27.99	

Qua tính toán, bảng 8.3 cho thấy rằng giá cổ phiếu trong trường hợp công ty không sử dụng nợ khoảng 20\$ nhưng khi công ty sử dụng 50% nợ trong cơ cấu vốn của mình thì giá cổ phiếu lên đến 28\$. Điều này xảy ra là do tác động của yếu tố đòn bẩy tài chính khiến cho EPS gia tăng từ 2,4\$ lên đến 3,6\$.

2.2 Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (NOI approach)

Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng cho rằng chi phí sử dụng vốn trung bình và giá trị của công ty vẫn không đổi khi tỷ số đòn bẩy tài chính thay đổi. Để minh họa điều này chúng ta lấy ví dụ sau đây: Giả sử công ty có khoản nợ 1.000 triệu đồng với lãi suất 10%, lợi nhuận hoạt động ròng hay EBIT là 1.500 triệu đồng và tỷ suất sinh lợi nói chung, k_o , là 15%. Với những thông tin đã cho, chúng ta có bảng tính toán sau:

Đơn vị: triệu đồng

O	Lợi nhuận hoạt động ròng	1.500
k_o	Tỷ suất sinh lợi chung	15%
V	Tổng giá trị công ty ($= O/k_o$)	10.000
B	Giá trị thị trường của nợ	1.000
S	Giá trị thị trường của vốn ($V - B$)	9.000

Lãi trả cho nợ vay $I = 1.000 \times 10\% = 100$ triệu đồng. Lợi nhuận dành cho cổ đông $E = O - I = 1.500 - 100 = 1.400$ triệu đồng. Tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông:

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{1.400}{9.000} = 15,55\%$$

Bây giờ giả sử công ty gia tăng nợ từ 1.000 triệu đồng lên đến 3.000 triệu đồng và sử dụng số nợ huy động thêm để mua lại cổ phiếu thường. Khi đó giá trị của công ty sẽ như sau:

Đơn vị: triệu đồng

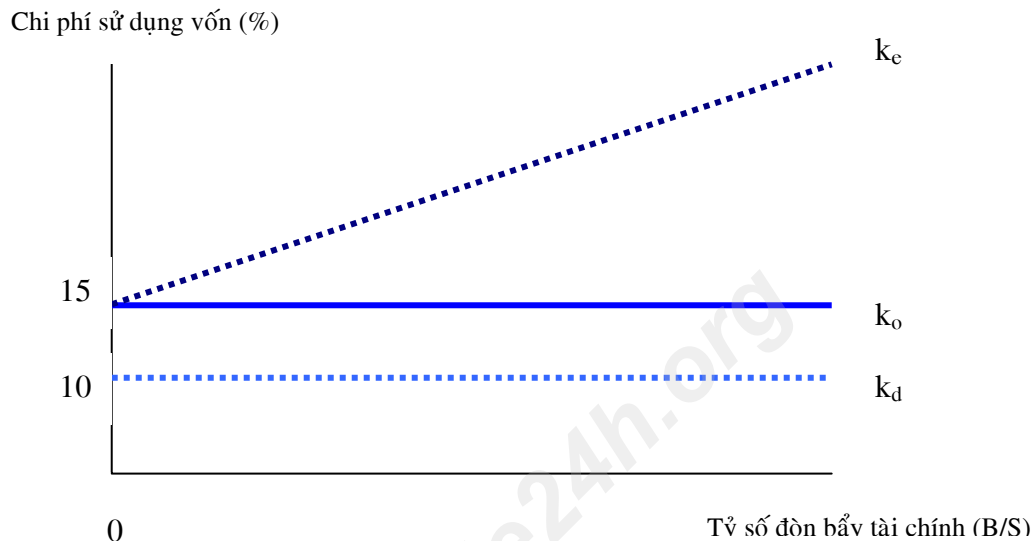
O	Lợi nhuận hoạt động ròng	1.500
k_o	Tỷ suất sinh lợi chung	15%
V	Tổng giá trị công ty ($= O/k_o$)	10.000
B	Giá trị thị trường của nợ	3.000
S	Giá trị thị trường của vốn ($V - B$)	7.000

Lãi trả cho nợ vay $I = 3.000 \times 10\% = 300$ triệu đồng. Lợi nhuận dành cho cổ đông $E = O - I = 1.500 - 300 = 1.200$ triệu đồng. Tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông:

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{1.200}{7.000} = 17,14\%$$

Qua ví dụ trên chúng ta thấy rằng khi công ty gia tăng sử dụng nợ hay tăng tỷ số đòn bẩy tài chính thì tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông tăng lên trong khi tỷ suất lợi nhuận nói chung và tỷ suất lợi nhuận dành cho chủ nợ không thay đổi. Bởi vì tỷ suất lợi nhuận nói chung không đổi nên giá trị của công ty có thể xem như không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn. Điều này được minh họa bởi hình 8.2.

Hình 8.2: Quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn và tỷ số đòn bẩy tài chính



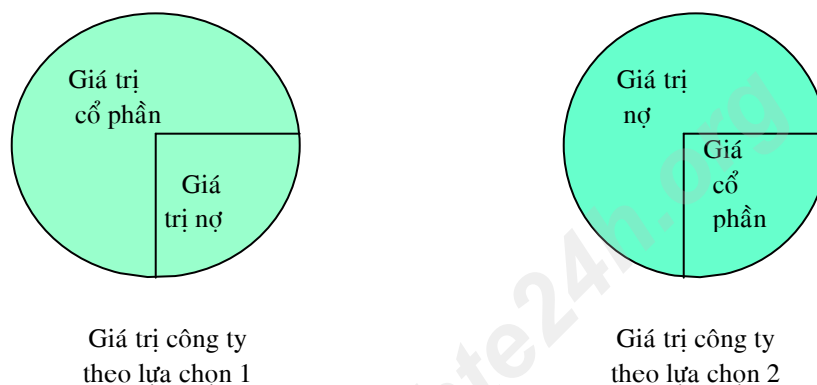
Một điều quan trọng nữa là chẳng những giá trị công ty không bị ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính mà giá cổ phiếu của công ty cũng không bị ảnh hưởng. Để minh họa điều này chúng ta giả sử công ty có 1 triệu cổ phần thường đang lưu hành. Do đó, giá mỗi cổ phần sẽ là: (9.000 triệu đồng)/ 1 triệu cổ phần = 9.000 đồng/cổ phần. Bây giờ công ty tăng nợ từ 1.000 lên đến 3.000 triệu đồng, tức là phát hành thêm 2.000 triệu đồng nợ để mua lại cổ phần thường. Số lượng cổ phần công ty có thể mua lại từ nợ phát hành thêm là: $2.000.000.000 / 9.000 = 222.222$ cổ phần. Như vậy số cổ phần đang lưu hành của công ty bây giờ còn: $1.000.000 - 222.222 = 777.778$ cổ phần. Mặt khác, giá trị thị trường của vốn cổ phần sau khi thay đổi cơ cấu vốn là 7.000 triệu đồng. Do đó, giá mỗi cổ phần sau khi thay đổi cơ cấu vốn sẽ là: $7000.000.000 / 777.778 = 9.000$ đồng, tức là vẫn như trước khi thay đổi cơ cấu vốn.

2.3 Lý thuyết M&M

Lý thuyết này do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra trong bài báo có tựa đề: "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", Tạp chí American Economic Review số 48, tháng 6 năm 1958 (thường được gọi tắt là lý thuyết M&M). M&M cho rằng tổng rủi ro đối với những nhà đầu tư chứng khoán vào một công ty nào đó không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn của công ty. Do đó, tổng giá

trị của công ty vẫn như cũ bất chấp cơ cấu nguồn tài trợ như thế nào. Kết luận của M&M dựa trên ý tưởng rằng bất chấp việc phân chia cơ cấu vốn công ty thành nợ, vốn cổ phần hay bất cứ nguồn vốn nào khác vẫn có một sự chuyển đổi trong giá trị đầu tư khiến cho giá trị công ty vẫn không đổi cho dù cơ cấu vốn của nó thay đổi. Điều này được minh họa bằng hình ảnh 2 chiếc bánh trên hình vẽ 8.3 có tổng diện tích như nhau cho dù được phân chia thế nào chăng nữa. Hay nói khác đi cơ cấu giữa nợ và vốn chủ sở hữu không làm thay đổi giá trị của công ty.

Hình 8.3: Minh họa nguyên lý tổng giá trị của M&M



Kết luận trên đây của M&M được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. Kinh doanh chênh lệch giá là hoạt động kinh doanh bằng cách tìm kiếm hai tài sản hoàn toàn giống nhau về mọi mặt nhưng có giá chênh lệch nhau và quyết định mua tài sản nào rẻ để bán lại với giá cao hơn. Nếu hai công ty giống hệt nhau ngoại trừ cơ cấu vốn khác nhau, do đó, giá trị cũng khác nhau thì hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ xảy ra và kết quả là giá trị của hai công ty sẽ được đưa về trạng thái cân bằng. Để minh họa điều này, chúng ta xem xét ví dụ dưới đây:

Xét hai công ty NL và L giống hệt nhau về mọi mặt ngoại trừ một yếu tố là công ty NL không sử dụng đòn bẩy tài chính, tức là không vay nợ trong khi công ty L có một khoản vay 30.000\$ bằng cách phát hành trái phiếu với lãi suất 12%.

Theo lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu thì công ty L sẽ có giá trị cao hơn và chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với công ty NL. Để đơn giản chúng ta giả sử thêm rằng nợ của công ty L có giá trị thị trường bằng đúng mệnh giá của nó và tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với vốn chủ sở hữu là 16%. Giá trị của hai công ty được tính toán như sau:

		Công ty NL	Công ty L
O	Thu nhập ròng	\$10.000	\$10.000
I	Lãi trả nợ vay	0	3.600
E	Lợi nhuận dành cho cổ đông (O - I)	10.000	6.400
k_e	Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu	0,15	0,16
S	Giá thị trường vốn chủ sở hữu (E/k_e)	66.667	40.000
B	Giá trị thị trường của nợ	0	30.000
V	Tổng giá trị công ty (S + B)	66.667	70.000
k_o	Chi phí huy động vốn nói chung $[k_d(B/V) + k_e(S/V)]$	0,15	0,143
B/S	Tỷ số nợ so với vốn	0	0,75

Qua bảng tính toán trên đây chúng ta thấy rằng công L có phí tổn huy động vốn thấp hơn và giá trị công ty cao hơn công ty NL. Theo M&M, các nhà đầu tư công ty L nhận thấy rằng tài sản của công ty L trên giá trị nên họ sẽ kinh doanh chênh lệch giá bằng cách bán cổ phiếu công ty L và mua lại cổ phiếu công ty NL. Quá trình kinh doanh chênh lệch giá tiếp diễn khiến cho giá cổ phiếu công ty L giảm trong khi giá cổ phiếu công ty NL tăng đến khi nào tổng giá trị thị trường của hai công ty trở nên giống hệt nhau.

Ví dụ, nhà đầu tư A đang nắm giữ 1% cổ phiếu công ty L với giá trị thị trường là $40.000\$ \times 0,01 = 400\$$. Nhà đầu tư A sẽ:

- Bán cổ phiếu công ty L được 400\$
- Vay 300\$ với lãi suất 12%, vay bằng 1% nợ của công ty L. Tổng số vốn sẵn sàng cho đầu tư của nhà đầu tư A bây giờ là $400\$ + 300\$ = 700\$$.
- Mua 1% cổ phiếu của công ty NL với giá $66.667 \times 0,01 = 666,67\$$. Sau giao dịch này nhà đầu tư nắm giữ 1% cổ phiếu công ty NL và còn thừa $700 - 666,7 = 33,33\$$.

Trước khi thực hiện các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư vào cổ phiếu L là $400 \times 0,16 = 64\$$. Sau khi thực hiện giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư là $666,67 \times 0,15 = 100\$$ nhưng nhà đầu tư phải trả lãi vay là $300 \times 0,12 = 36\$$. Lợi nhuận nhà đầu tư được hưởng vẫn là $100 - 36 = 64\$$, bằng lợi nhuận nếu đầu tư vào công ty L. Tuy nhiên, số tiền nhà đầu tư bỏ ra cho hoạt động đầu tư vào công ty NL chỉ có $666,67 - 300 = 366,67\$$ thấp hơn 33,33\$ so với đầu tư vào công ty L. Do hạ thấp được tiền đầu tư nhưng vẫn kiếm được lợi nhuận như trước kia nên nhà đầu tư A thích đầu tư vào công ty NL. Nhiều nhà đầu tư khác cũng hành động như nhà đầu tư A khiến cho giá cổ phiếu công ty NL tăng trong khi giá cổ phiếu công ty L

giảm. Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá tiếp diễn cho đến khi giá hai cổ phiếu trở nên bằng nhau.

Dựa trên cơ sở tác động của quá trình kinh doanh chênh lệch giá như vừa minh họa, M&M kết luận rằng công ty không thể thay đổi giá trị hay chi phí sử dụng vốn bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính.

3. Những yếu tố ảnh hưởng đến lý thuyết cơ cấu vốn

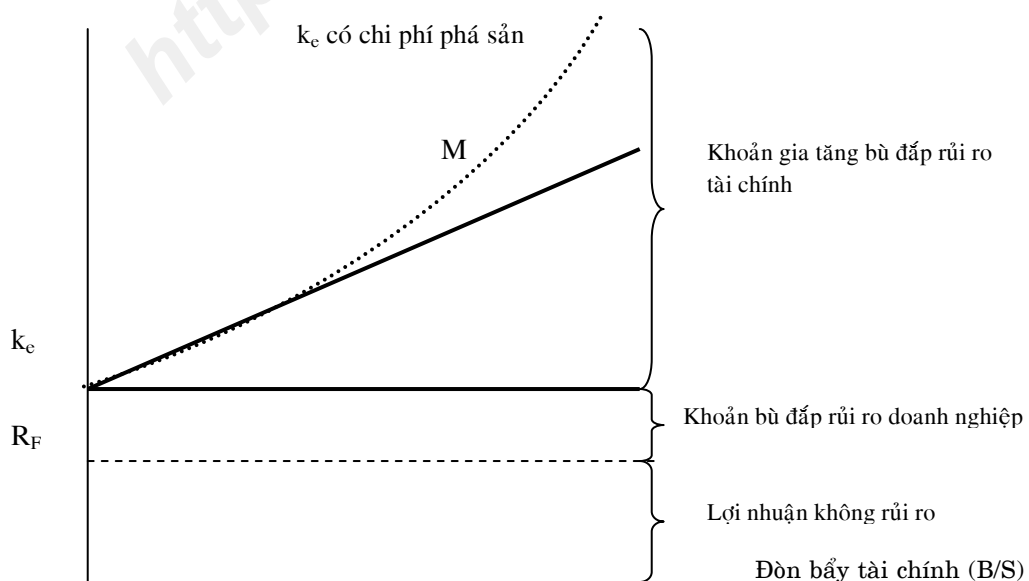
Lý thuyết NOI và M&M dựa trên cơ sở giả định thị trường hoàn hảo và không xem xét một số loại chi phí có liên quan. Điều này không đúng trên thực tế khiến cho những kết luận rút ra bị ảnh hưởng. Phần tiếp theo sẽ xem xét một số yếu tố ảnh hưởng đến lý thuyết cơ cấu vốn phát sinh do thị trường không hoàn hảo.

3.1 Chi phí phá sản

Nếu có nguy cơ phá sản và chi phí liên quan đến phá sản là đáng kể thì công ty sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ kém hấp dẫn nhà đầu tư hơn so với công ty không sử dụng đòn bẩy tài chính. Điều này xảy ra do khi bị phá sản, công ty phải thanh lý tài sản và sau trừ đi các chi phí liên quan đến phá sản, trái chủ có quyền ưu tiên phân chia tài sản so với cổ đông khiến cho đầu tư vào công ty có sử dụng đòn bẩy tài chính trở nên rủi ro hơn, do đó k_c cao hơn, đầu tư vào công ty không có sử dụng đòn bẩy tài chính.

Hình 8.4: Lợi nhuận yêu cầu của cổ phiếu khi có chi phí phá sản

Lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu (%)



0
3.2 *Chi phí giám sát người thừa hành*

Chi phí giám sát người thừa hành là những chi phí phát sinh liên quan đến hoạt động giám sát nhằm đảm bảo cho người thừa hành hành xử vì lợi ích của trái chủ và cổ đông. Các khoản chi phí này có thể kể ra bao gồm tiền lương khích lệ, tiền thưởng, chi phí kiểm toán,... Do trên thực tế có những khoản chi phí này nên trái chủ và cổ đông đòi hỏi thêm một phần gia tăng lợi nhuận để bù đắp.

3.3 *Những hạn chế đối với các nhà đầu tư tổ chức*

Như đã trình bày ở các phần trước, lý thuyết M&M được sự hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá và chính hoạt động kinh doanh chênh lệch giá khiến cho giá trị của công ty có sử dụng đòn bẩy tài chính và công ty không sử dụng đòn bẩy tài chính cũng như nhau. Tuy nhiên, trên thực tế hoạt động kinh doanh chênh lệch giá không phải diễn ra một cách hoàn hảo như trên lý thuyết mà nó bị hạn chế bởi những qui định pháp luật khiến cho nhiều nhà đầu tư tổ chức như công ty bảo hiểm nhân thọ, quỹ đầu tư, quỹ hưu bổng... không được phép thực hiện các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá như mô tả trong phần 2.3.

3.4 *Chi phí giao dịch*

Một yếu tố cần lưu ý nữa là vấn đề chi phí giao dịch. Khi xem xét kinh doanh chênh lệch giá bao giờ các nhà nghiên cứu cũng bỏ qua chi phí giao dịch nhưng trên thực tế có chi phí giao dịch. Điều này cũng ảnh hưởng đến những kết luận rút ra của lý thuyết M&M.

4. Ảnh hưởng của thuế đến giá trị công ty

Khi nghiên cứu cơ cấu vốn chúng ta giả định công ty hoạt động trong môi trường không có thuế. Trên thực tế, khi có thuế phần lớn các chuyên gia tài chính đều đồng ý rằng sử dụng đòn bẩy tài chính có lợi cho công ty. Ở đây chúng ta sẽ xem xét ảnh hưởng của hai loại thuế: thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân vì sự ảnh hưởng của hai loại thuế này khác nhau.

4.1 *Ảnh hưởng của thuế thu nhập công ty*

Chúng ta biết rằng ưu điểm của việc sử dụng nợ là có thể tiết kiệm được thuế do lãi suất là yếu tố chi phí trước thuế trong khi sử dụng vốn chủ sở hữu không có ưu điểm này do cổ tức là yếu tố chi phí sau thuế. Để minh họa điều này, chúng ta xét ví dụ sau đây.

Giả sử thu nhập hoạt động ròng của công ty ND và công ty D là 2000\$ như nhau. Hai công ty này giống nhau về mọi mặt, ngoại trừ việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Công ty D có 5.000\$ nợ với lãi suất 12% trong khi công ty ND không có nợ. Nếu thuế suất thuế thu nhập là 40%, chúng ta có tình hình hai công ty như sau:

	Công ty ND	Công ty D
Thu nhập hoạt động ròng	\$2.000	\$2.000
Trừ lãi vay	0	600
Thu nhập trước thuế	\$2.000	\$1.400
Trừ thuế	800	560
Thu nhập dành cho cổ đông	\$1.200	\$840
Thu nhập dành cho trái chủ lẫn cổ đông	\$1.200	\$1.440
Chênh lệch thu nhập: 1440 – 1200 = \$240		

Qua bảng tính toán trên đây, chúng ta thấy rằng tổng thu nhập dành cho trái chủ và cổ đông đối với công ty D lớn hơn so với công ty ND. Lý do là vì trái chủ nhận được lãi trước thuế nên giúp công ty tiết kiệm được thuế. Nói khác đi, chính phủ đã hỗ trợ cho công ty nào sử dụng nợ. Số tiền hỗ trợ này cũng bằng đúng tiền tiết kiệm được từ lá chắn thuế (tax shield), tức là bằng $600 \times 0,4 = 240\$$. Đây chính là lợi ích của lá chắn thuế mà chính phủ cung cấp cho công ty nào sử dụng nợ. Nếu nợ công ty sử dụng là nợ dài hạn thì hiện giá lợi ích lá chắn thuế được tính bởi công thức:

$$PV(\text{tax-shield}) = B \times t_c$$

trong đó B là giá trị thị trường của nợ và t_c là thuế suất thuế thu nhập công ty. Từ ví dụ minh họa trên đây, xét về mặt giá trị công ty, chúng ta có:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Giá trị công ty} & & \text{Giá trị công ty} & & \text{Hiện giá lợi ích} \\ \text{sử dụng đòn bẩy} & = & \text{không sử dụng} & + & \text{lá chắn thuế của} \\ \text{tài chính} & & \text{đòn bẩy tài} & & \text{nợ} \end{array}$$

Trong ví dụ đang xem xét, nếu giả sử thêm rằng lợi nhuận yêu cầu của công ty ND là 16% và 100% lợi nhuận thu được đều dùng để trả cổ tức và cổ tức không có tăng trưởng thì giá trị công ty ND sẽ là $1200/0,16 = 7.500\$$. Giá trị công ty D, có sử dụng đòn bẩy tài chính,

sẽ bằng giá trị công ty không sử dụng nợ cộng thêm hiện giá lợi ích lá chắn thuế của nợ, tức là bằng $7.500 + 2.000^1 = 9.500\$$.

<http://kinhte24h.org>

¹ $PV(\text{Tax-shield}) = B \times t_c = 5.000 \times 0,4 = 2.000\$$

4.2 Ảnh hưởng của thuế thu nhập cá nhân

Nếu kết hợp thuế thu nhập công ty với thuế thu nhập cá nhân thì hiện giá lợi ích lá chắn thuế như vừa phân tích trên đây có giảm đi một chút. Tuy nhiên, nó vẫn không hoàn toàn xoá bỏ lợi ích của lá chắn thuế. Kết quả là, để có chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính tối ưu đòi hỏi công ty vẫn phải duy trì tỷ lệ nợ lớn.

<http://kinhte24h.org>

TÀI TRỢ BẰNG NỢ DÀI HẠN VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Nhà quản lý thường phải đối mặt với 2 quyết định quan trọng sau:

1. **Quyết định đầu tư (Capital budgeting decisions):**

Quyết định đầu tư chủ yếu để trả lời các câu hỏi sau: Đầu tư vào đâu, Cái gì? Đầu tư khi nào là thích hợp? Và quy mô đầu tư ra sao? Dễ dàng nhận ra rằng, quyết định đầu tư liên quan đến vế trái của bảng cân đối tài sản. Một quyết định đầu tư đúng sẽ làm tăng giá trị thị trường của công ty và như thế sẽ gián tiếp làm tăng sự giàu có của các cổ đông. Một trong các tiêu chuẩn được dùng phổ biến hiện nay để xác định một quyết định đầu tư đúng là tiêu chuẩn NPV. Một dự án có $NPV > 0$ sẽ góp phần làm tăng giá trị thị trường của công ty và như thế sẽ gián tiếp làm tăng sự giàu có của các cổ đông.

2. **Quyết định tài trợ (financing decisions):**

Quyết định tài trợ thường theo sau 1 quyết định đầu tư, nó liên quan đến vế trái của bảng cân đối tài sản, nói cách khác, sau khi quyết định đầu tư vào 1 tài sản tạo ra giá trị gia tăng cho công ty và cổ đông, thì bước tiếp theo là quyết định xem nên tài trợ cho việc đầu tư này ra sao? Nên sử dụng nguồn nào: nguồn tài chính nội bộ (internal finance) như lợi nhuận giữ lại (retained earnings), hay nguồn tài trợ bên ngoài (external finance) bao gồm nợ (Debt) - như vay vốn ngân hàng, phát hành trái phiếu hoặc vốn chủ sở hữu (Equity) - như phát hành cổ phiếu để tài trợ cho quyết định đầu tư? Nếu sử dụng lợi nhuận giữ lại để tài trợ cho quyết định đầu tư thì liệu chính sách và chiến lược chia cổ tức có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty không? Còn nếu dùng nguồn tài chính bên ngoài thì nên phát hành nợ mới hay vốn chủ sở hữu? Nếu phát hành nợ mới thì nên vay vốn ngân hàng hay phát hành trái phiếu? Nên huy động nợ ngắn hạn hay nợ dài hạn? ..v.v.. và cái lợi, cái hại của từng sự lựa chọn này đối với giá trị thị trường của công ty sẽ ra sao?

Việc trả lời đầy đủ tất cả những câu hỏi trên thuộc phạm trù của quyết định tài trợ mà một nhà quản lý phải giải quyết. Tuy nhiên câu hỏi vậy nhưng rốt lại câu hỏi duy nhất cần được trả lời thoả đáng vẫn là: “Nên chọn một danh mục các nguồn tài trợ như thế nào để tối đa hoá giá trị thị trường của công ty?” Cần lưu ý rằng, quyết định có tính chủ chốt, cốt lõi và quan trọng nhất giúp tối đa hoá giá trị thị trường của công ty là quyết định đầu tư chứ không phải quyết định tài trợ, quyết định tài trợ chỉ có tính hỗ trợ mà thôi. Một minh chứng là, trong một thị trường hoàn hảo (efficient

market) quyết định tài trợ sẽ chẳng có ý nghĩa gì trong việc làm tăng giá trị thị trường của công ty như mô hình MM đã chỉ ra.

Để có thể giải đáp phần nào những câu hỏi trên, chúng ta lần lượt cùng nhau khảo sát các chủ đề có tính cốt lõi sau:

- i. Các nguồn tài chính (Sources of finance)
- ii. Các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức (Dividend decisions)
- iii. Cấu trúc vốn tối ưu: lý thuyết và thực tế (Optimal capital structure)

CÁC NGUỒN TÀI CHÍNH

I. Mục tiêu: Sau khi khảo sát chủ đề này chúng ta cần hiểu rõ các vấn đề sau:

- i. Các nguồn tài chính chính, ưu điểm và nhược điểm của chúng
- ii. Những nhân tố chính trong việc quyết định chọn lựa nguồn tài trợ thích hợp
- iii. Các thuật ngữ

II. Các nguồn tài chính:

Có 2 nguồn tài chính chính:

- i. Nguồn tài chính nội bộ: (internal finance)

Thông thường, khi nhắc đến nguồn tài chính nội bộ, người ta nghĩ ngay đến phần lợi nhuận giữ lại của công ty (retained earnings), về mặt lý thuyết, nếu ta giả định rằng toàn bộ giao dịch của công ty đều được thực hiện bằng tiền mặt thì không có gì bàn cãi, tuy nhiên, theo nguyên lý dồn tích trong kế toán thì lợi nhuận giữ lại trong báo cáo tài chính chưa hẳn đã là tiền mặt, vì vậy, thực tế mà nói, nguồn tài chính nội bộ thích hợp nhất phải là ngân lưu hoạt động ròng của công ty (net operating cash flow), vì đây mới thực sự là nguồn tiền mặt mà công ty thực có và có thể dùng để tài trợ cho các quyết định đầu tư của mình.

Nguồn tài chính nội bộ có những lợi điểm sau: một là không phải mất các loại chi phí như: chi phí phát hành, phí huê hồng cho các định chế tài chính trung gian, phí dịch vụ hành chính ..., hai là, có sẵn và thuộc thẩm quyền quyết định của ban quản trị công ty, việc sử dụng nguồn tài chính này không phải trải qua những thủ tục rườm rà như: lập báo cáo trình cho ủy ban chứng khoán, xin ý kiến của đại hội cổ đông ..., tuy có những lợi điểm như thế, nhưng chi phí sử dụng vốn nội bộ sẽ không thấp hơn chi phí sử dụng vốn cổ phần thường. (do bản chất của lợi nhuận giữ lại chính là vốn cổ phần thường, được giải thích dưới đây)

ii. Nguồn tài chính bên ngoài: (External finance)

Công ty có thể huy động vốn bên ngoài bằng cách đi vay nợ (Debt), hoặc huy động nguồn vốn chủ sở hữu (Equity) từ các cổ đông cũ hoặc mới thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu. Các kênh huy động chủ yếu gồm: thị trường vốn (Capital market), thị trường trái phiếu (Bond market) hoặc qua hệ thống ngân hàng. Những thị trường này, đến lượt chúng, sẽ huy động vốn từ các định chế tài chính như quỹ hưu bổng, các công ty bảo hiểm ...

Nguồn tài chính nội bộ sẽ được phân tích kỹ trong phần chính sách đối với cổ tức. Bây giờ, chúng ta tập trung khảo sát nguồn tài chính bên ngoài, gồm ba dạng sau:

- Nguồn vốn chủ sở hữu (Equity)
- Nguồn vốn vay – Nợ (Debt)
- Các nguồn khác

III. Nguồn vốn chủ sở hữu (Equity finance)

a. **Các dạng vốn chủ sở hữu:** Có 3 dạng chính của vốn chủ sở hữu:

i. ***Vốn cổ phần thường (Common share hay Ordinary share capital)***

Vốn cổ phần thường là nguồn vốn chủ sở hữu chính. Cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường được hưởng các quyền lợi sau: được tham gia đại hội cổ đông, qua đó bỏ phiếu quyết định các vấn đề có tầm chiến lược đối với hoạt động của công ty từ nhân sự cho đến các hoạt động tài chính và đầu tư; được chia cổ tức, được thụ hưởng phần tài sản còn sót lại sau cùng của công ty sau khi đã hoàn thành nghĩa vụ nợ đối với những đối tượng nắm giữ trái quyền ưu tiên cao hơn như: nhà cung cấp, chủ nợ, chính phủ và cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi. Vì lý do này, có thể nói rằng cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường gánh chịu rủi ro cao nhất, do đó, suất sinh lợi mà họ đòi hỏi cũng cao nhất. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí sử dụng loại vốn này cũng đắt nhất so với các dạng vốn khác.

Để hiểu rõ hơn vốn cổ phần thường cần hiểu rõ các thành phần của nó, sau đây chúng ta sẽ khảo sát các thành phần của vốn cổ phần thường qua mục vốn cổ phần thường trong bảng báo cáo tài sản của công ty Exxon – Mobil năm 1998, được trình bày trong bảng 1 dưới đây:

Bảng 1

Thành phần	Giá trị (triệu \$)
1. Cổ phiếu thường (mệnh giá \$1/cổ phiếu)	894
2. Vốn được trả thêm	1.549
3. Lợi nhuận giữ lại	20.661
4. Hiệu chỉnh biến động tỉ giá	(821)
5. Cổ phiếu ngân quỹ	<u>(3.156)</u>
6. Vốn chủ sở hữu cổ phần thường ròng	19.125

Ghi chú:

Cổ phiếu

Được phép phát hành	1.200
Đã phát hành	894
Đang lưu hành (outstanding)	783
Cổ phiếu ngân quỹ	111

Mục 1 – cổ phiếu thường (Common shares) có giá trị 894 triệu USD, tương đương với số cổ phiếu đã phát hành là 894 triệu cổ phiếu với mệnh giá là 1 USD cho mỗi cổ phiếu.

Mục 2 – vốn được trả thêm (addition paid-in capital): mặc dù mệnh giá được quy định là 1 USD, nhưng khi cổ phiếu được đưa ra phát hành lần đầu tiên trên thị trường, nó được mua bán ở mức giá do thị trường quyết định, thường là có giá trị cao hơn mệnh giá, khoản chênh lệch từ sự phát hành lần đầu này sẽ được ghi vào mục lợi vốn.

Mục 3 - Lợi nhuận giữ lại (retained earnings): đã được đề cập tại phần nguồn vốn nội bộ

Mục 5 – Cổ phiếu ngân quỹ (Treasury shares) có giá trị là 3 tỷ 156 triệu USD, tương đương với việc mua lại 111 triệu cổ phiếu trong số 894 triệu cổ phiếu đã được phát hành trước đó với giá mua lại trung bình là 28,43 USD / mỗi cổ phiếu (3.156 / 111)

Số cổ phiếu mà ủy ban chứng khoán cho phép công ty phát hành nhưng công ty vẫn chưa phát hành là 306 triệu cổ phiếu ($1200 - 894$)

Lượng cổ phiếu thường mà công ty có thể đưa vào lưu hành tối đa vào thời điểm hiện nay là 417 triệu cổ phiếu thường ($306 + 111$) → Tổng vốn bên ngoài có thể huy động từ nguồn này tối đa là $= 417$ triệu cổ phiếu nhân với giá phát hành hiện nay (giá này thường thấp hơn giá thị trường hiện tại).

ii. Vốn cổ phần ưu đãi (Preferred share)

Cổ phiếu ưu đãi là loại chứng khoán lai giữa vốn chủ sở hữu và nợ. Cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu đãi thường không có quyền bỏ phiếu tại đại hội cổ đông ngoại trừ trong các trường hợp sau: bán tài sản của công ty hay công ty thất bại trong việc thực hiện cam kết trả cổ tức cố định trong một thời gian nhất định, tuy nhiên, cổ đông nắm giữ loại cổ phiếu này có trái quyền cao hơn cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường trong cả hai hình thức chi trả cổ tức lẫn thụ hưởng phần tài sản còn lại của công ty sau khi công ty thực hiện đầy đủ nghĩa vụ của mình đối với các đối tượng khác có trái quyền ưu tiên cao hơn.

Việc huy động vốn này thường nhằm vào những nhà đầu tư e ngại rủi ro, tìm kiếm một khoản thu nhập ổn định, nhưng cao hơn lãi suất cho vay nợ, nhằm đạt mục tiêu sinh lợi mà họ đề ra. Những nhà đầu tư này thường là các định chế tài chính như Quỹ hưu bổng, Công ty bảo hiểm, Quỹ đầu tư ...

Cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi gánh chịu rủi ro cao hơn chủ nợ vay nhưng thấp hơn cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường. Do đó, suất sinh lợi mà họ đòi hỏi cũng cao hơn chủ nợ vay nhưng thấp hơn cổ phiếu thường. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí sử dụng loại vốn này sẽ cao hơn chi phí sử dụng nợ nhưng thấp hơn vốn cổ phần thường.

iii. Lợi nhuận giữ lại (Retained earnings)

Xem phần nguồn vốn nội bộ

b. Phát hành cổ phiếu mới

Các công ty có thể phát hành cổ phiếu dưới nhiều hình thức khác nhau, phát hành trực tiếp cho công chúng (public offering) hay chỉ phát hành hạn chế trong phạm vi những

nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn, còn gọi là phát hành hạn chế (private placement). Những nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn là những cá nhân hay các định chế tài chính đáp ứng được các tiêu chuẩn tối thiểu do các cơ quan có thẩm quyền ban hành.

i. Phát hành hạn chế (private placement)

Công ty chọn phát hành cổ phiếu cho những nhà đầu tư đã được chọn lọc kỹ. Khác với hình thức phát hành ra công chúng, phát hành theo hình thức này không đòi hỏi công ty phải đăng ký trước với cơ quan có thẩm quyền (Ủy Ban Chứng Khoán)., Rõ ràng, hình thức phát hành này có lợi điểm là giúp công ty huy động vốn một cách dễ dàng, nhanh chóng, và ít mất thời gian. Tuy nhiên, nhược điểm của hình thức phát hành này là cổ phiếu không thể giao dịch trên thị trường chứng khoán do chưa đăng ký. Vì vậy, suất sinh lợi mà nhà đầu tư đòi hỏi cho cổ phiếu phát hành dưới hình thức này thường cao hơn suất sinh lợi mà nhà đầu tư đòi hỏi cho cổ phiếu phát hành trực tiếp ra công chúng. Nói cách khác, chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu huy động dưới thức này cao hơn chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu huy động dưới thức phát hành trực tiếp ra công chúng. Mặc dù vậy, đây vẫn là cách duy nhất mà các công ty nhỏ, ít tiếng tăm có thể thực hiện được để huy động vốn.

ii. Phát hành ra công chúng (Public offering)

Công ty cũng có thể phát hành cổ phiếu trực tiếp ra công chúng để huy động vốn chủ sở hữu thông qua các bước sau:

- Đại hội cổ đông thông qua phương án huy động vốn
- Đăng ký với Ủy Ban Chứng Khoán
- Sau khi được Ủy Ban Chứng Khoán phê duyệt phương án huy động vốn, công ty sẽ sử dụng dịch vụ của một ngân hàng đầu tư cho các vấn đề sau:
 - Trước tiên, ngân hàng đầu tư sẽ cho công ty những lời khuyên có tính chuyên môn về hình thức và số lượng cổ phiếu sẽ phát hành.
 - Kế đến, Ngân hàng đầu tư này sẽ thay mặt công ty tìm kiếm sự chấp thuận từ các cơ quan hữu quan
 - Kế đến, tư vấn cho công ty về giá và thời điểm phát hành
 - Cuối cùng, Ngân hàng đầu tư sẽ thực hiện các chiến dịch tiếp thị và phân phối nhằm đảm bảo cho việc phát hành cổ phiếu mới thành công.

iii. Phát hành quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới (Right issues)

Việc phát hành cổ phiếu mới ra công chúng như trình bày ở trên vừa tốn kém, vừa làm giảm quyền kiểm soát của các cổ đông hiện hành đối với công ty, gián tiếp làm tăng nguy cơ công ty bị các công ty khác tước mất quyền kiểm soát thông qua quá trình thao túng mua (take over). Vì vậy, một trong những phương pháp thường được công ty dùng để huy động vốn chủ sở hữu là phát hành quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới (Right issues) cho các cổ đông hiện hành theo tỉ lệ mà họ nắm giữ. Phương pháp này có những lợi điểm sau:

- Các cổ đông hiện hành vẫn giữ được quyền kiểm soát theo tỉ lệ như trước, nhờ vậy không làm tăng nguy cơ công ty bị thao túng mua (take over).
- Phát hành theo cách này vừa tiện lợi, vừa nhanh chóng (vì dễ dàng hoặc thậm chí không cần thông qua quyết nghị của đại hội cổ đông) và chi phí rẻ hơn nhiều so với phát hành ra công chúng.
- Việc huy động vốn theo cách thức này hiếm khi thất bại, vì những lợi ích sau:
 - Các cổ đông hiện hành vẫn giữ được tỉ lệ kiểm soát của mình như trước.
 - Các cổ đông có quyền bán quyền này cho người có nhu cầu nếu họ không muốn mua thêm cổ phiếu của công ty.
 - Giá cổ phiếu mới thường thấp hơn 20% so với giá hiện hành.
 - Khi giá các cổ phiếu trên thị trường nói chung đang ở mức cao, công ty tranh thủ phát hành theo hình thức này để huy động vốn tiền mặt chuẩn bị cho việc mua đứt lại một công ty khác khi có cơ hội.

iv. Thưởng hay chia tách cổ phiếu (Scrip issue or share splits)

Cổ phiếu thưởng (Scrip shares) thường được phát không cho các cổ đông hiện hành thay cho việc trả cổ tức bằng tiền mặt (1 dạng phát hành gián tiếp), đôi khi cổ đông có quyền chọn giữa việc nhận cổ tức bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu thưởng. Do tính chất như thế nên thường sự gia tăng cổ phiếu đang lưu hành do cổ phiếu thưởng là không đáng kể. Ví dụ “1 cho 12”, nghĩa là, cổ đông hiện hành đang sở hữu 12 cổ phiếu sẽ được thưởng thêm 1 cổ phiếu. Điểm quan trọng cần lưu ý là, thứ nhất, việc phát hành cổ phiếu thưởng không làm giảm giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành, thứ hai, các cổ đông xem đây là một tín hiệu tốt vì nó gửi một thông điệp là ban quản trị công ty tự tin có đủ khả năng chi trả cổ tức trong tương lai cho dù số cổ phiếu đang lưu hành có tăng lên. Điều này thậm chí có tác động tốt làm tăng giá trị thị trường của cổ phiếu đang lưu hành.

Chia tách cổ phiếu (Share splits) thường được thực hiện khi giá thị trường cổ phiếu của công ty đang ở mức cao, khiến cho việc mua bán cổ phiếu của công ty

trên thị trường bị hạn chế, và khi công ty đang có một khối lượng cổ phiếu dự trữ lớn. Việc chia tách cổ phiếu sẽ dẫn đến hệ quả sau: Một là, số lượng cổ phiếu đang lưu hành tăng lên theo tỉ lệ chia tách. Ví dụ: “1 cho 2”, có nghĩa là cổ đông hiện đang nắm giữ 1 cổ phiếu của công ty sẽ được đổi thành 2 cổ phiếu chia tách mới. Hai là, lượng cổ phiếu dự trữ của công ty sẽ giảm tương ứng. Ba là, giá cổ phiếu mới sẽ giảm tương ứng nhưng quyền lợi của cổ đông không bị ảnh hưởng, ví dụ trường hợp “1 cho 2” kể trên, nếu giá cổ phiếu trước khi chia tách là 100\$ thì sau khi chia tách giá mỗi cổ phiếu sẽ là 50\$, và quyền lợi của cổ đông không bị ảnh hưởng vì giá trị của 2 cổ phiếu mới bằng đúng với giá trị cổ phiếu trước khi chia tách. Điều cần lưu ý ở đây là, việc chia tách cổ phiếu không phải là một phương thức để huy động vốn vì thực tế là không có sự chuyển dịch của tiền mặt trong việc chia tách này.

c. Đánh giá ưu nhược điểm của vốn chủ sở hữu:

i. *Ưu điểm:*

- Không phải gánh một khoản chi trả cố định như đối với nợ. Cổ tức được trả khi công ty tạo ra đủ lượng tiền mặt và mức độ chi trả cổ tức thuộc thẩm quyền của hội đồng quản trị.
- Là vốn vĩnh viễn, công ty không bị áp lực phải hoàn trả vốn gốc như trường hợp nợ vay.
- Mặc dù chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn chủ sở hữu cao nhưng là phương tiện tốt nhất để công ty tự bảo vệ trước lạm phát.
- Việc huy động vốn chủ sở hữu tốn ít chi phí hơn khi sử dụng lợi nhuận giữ lại hoặc khi phương thức phát hành là phát hành quyền ưu tiên mua cổ phiếu mới (Right Issues).

ii. *Nhược điểm:*

- Việc huy động vốn chủ sở hữu sẽ tốn nhiều chi phí khi phương thức phát hành là phát hành trực tiếp ra công chúng (Có thể lên đến 15% giá trị phát hành).
- Việc phát hành cổ phiếu mới ra công chúng có thể làm ảnh hưởng đến mức độ kiểm soát của cổ đông cũ.
- Cổ tức không được khấu trừ thuế, do đó, khiến chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cao hơn chi phí sử dụng nợ.
- Tỉ lệ vốn chủ sở hữu cao sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn (Cost of capital) của công ty, do đó ảnh hưởng đến giá thị trường cổ phiếu của công ty.

- Cổ phiếu của các công ty nhỏ, không nổi tiếng, chưa đăng ký lên sàn giao dịch thì khó định giá và khó mua bán trên thị trường thứ cấp.

IV. Nợ

Công cụ huy động nợ phong phú hơn nhiều so với công cụ huy động vốn chủ sở hữu. Để minh họa, chúng ta thử xem qua bảng liệt kê các khoản nợ vay của tập đoàn Burton vào thời điểm 1990 dưới đây:

Bảng liệt kê nợ của tập đoàn Burton năm 1990

<u>Dạng nợ</u>	<u>Giá trị (triệu USD)</u>
6,5% nợ không có bảo chứng 1986/91	5,1
8% nợ không bảo chứng, có thể hoán đổi 1996/2001	34,4
7,25% trái phiếu không bảo chứng 2002/07	2,6
7,75% trái phiếu không bảo chứng 2002/07	0,9
6,25% trái phiếu có bảo chứng 1990/95 (không quy định tài sản bảo chứng)	2,6
7,25% trái phiếu có bảo chứng 1991/96 (không quy định tài sản bảo chứng)	2,5
FF 5,75% trái phiếu có khả năng hoán đổi 1992	0,1
4,35% trái phiếu có khả năng hoán đổi	10

Rõ ràng, công cụ nợ khá phong phú., Phong phú về lãi suất cam kết, về tiền tệ được huy động, về điều kiện an toàn, về thời gian đáo hạn, về quyền chọn ..., như sẽ lần lượt khảo sát dưới đây.

a. Nợ có bảo chứng (Secured loans)

Là khoản nợ được cho vay trong điều kiện có tài sản bảo chứng Tài sản bảo chứng này có thể được quy định cụ thể, nhưng cũng có thể không trong hợp đồng vay, thường tài sản bảo chứng có giá trị là đất đai và nhà xưởng. Trong trường hợp công ty thất bại trong việc thực hiện cam kết trả lãi hay trả nợ gốc, thì số tài sản được đem ra bảo chứng sẽ được bán đi để trả nợ. Nếu tài sản bảo chứng được quy định cụ thể trong hợp đồng vay thì việc bán các tài sản này phải có ý kiến của bên chủ nợ. Trường hợp tài sản bảo chứng không được quy định cụ thể, ví dụ như 7,25% trái phiếu có bảo chứng 1991/96 (không quy định tài sản bảo chứng) thì công ty được quyền bán tài sản của mình mà không cần phải có ý kiến của chủ nợ với điều kiện công ty thực hiện tốt cam kết trả lãi lẫn nợ gốc. Trường hợp thất bại trong việc thực hiện cam kết trả lãi hay nợ gốc thì tự động điều khoản về tài sản bảo chứng sẽ có hiệu lực.

Chủ nợ của nợ có bảo chứng có trái quyền ưu tiên cao nhất trong số các chủ nợ. Vì vậy, chi phí sử dụng nợ có bảo chứng cũng thấp nhất trong số các loại nợ.

b. Nợ không có bảo chứng (Unsecured loan)

Chủ nợ đối với nợ không có bảo chứng tất yếu sẽ phải chịu rủi ro cao hơn so với chủ nợ đối với nợ có bảo chứng. Vì vậy, chi phí sử dụng nợ của nợ không có bảo chứng cũng cao hơn. Để giảm thiểu phần nào rủi ro, các chủ nợ thường đòi hỏi một lãi suất cam kết cao hơn so với sử dụng nợ có bảo chứng. . Ngoài ra còn áp đặt một số điều khoản hạn chế (restrictive covenants) như sau:

- Hạn chế đối với mức chi trả cổ tức hằng năm
- Hạn chế được áp đặt trên một số tỉ số tài chính, cụ thể như tỉ lệ nợ/tổng tài sản, tỉ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tỉ lệ đánh giá tính thanh khoản ...
- Quy định việc gọi báo cáo tài chính định kỳ cho chủ nợ
- Hạn chế trên việc phát hành nợ mới
- Hạn chế trên việc mua sắm tài sản mới
- Điều khoản quỹ chìm (sinking fund): định kỳ, công ty phải trích ra một lượng tiền mặt được quy định trước đưa vào quỹ chìm để đảm bảo khả năng trả nợ gốc.

Đánh giá ưu nhược điểm của nợ có và không có bảo chứng

Ưu điểm:

- Hầu hết là nợ có thời gian đáo hạn trên 10 năm.
- Lãi được khấu trừ thuế khiến cho chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với vốn chủ sở hữu.

Nhược điểm:

- Những hạn chế được áp đặt trên các khoản nợ cho dù đó là nợ có bảo chứng hay không.
- Nợ không bảo chứng thường có những điều khoản áp đặt khiến cho công ty phải bỏ qua những cơ hội đầu tư tốt hay ngược lại không thể thoát ra khỏi một hoạt động kinh doanh không thuận lợi.

c. Nợ có khả năng hoán đổi (Convertible loans)

Trái phiếu có khả năng hoán đổi là một công cụ nợ cho phép người nắm giữ trái phiếu này được quyền hoán đổi số lượng trái phiếu mà họ đang nắm giữ để lấy một lượng cổ phiếu thường theo tỉ lệ được quy định trước, trong một khoảng thời gian được quy định trước và với một mức giá cổ phiếu được quy định trước.

Ví dụ, công ty GMC phát hành trái phiếu có mệnh giá 1000\$, thời gian đáo hạn là 10 năm, lãi suất cam kết 9%, và có thể hoán đổi cho 10 cổ phiếu thường của công ty ở mức giá 100\$/cổ phiếu (được biết giá thị trường cổ phiếu của GMC là 80\$). Từ thông tin trên, ta biết được những vấn đề sau, tỉ số hoán đổi (Conversion ratio) là 10, giá trị của sự hoán đổi là 1000\$ ($10 \times 100\$$).

Có 2 lý do chính khiến cho công ty phát hành trái phiếu có khả năng hoán đổi:

Một là, lãi suất cam kết của trái phiếu có khả năng hoán đổi thấp hơn so với trái phiếu thường, như vậy làm giảm chi phí trả lãi hàng năm một cách đáng kể. Những công ty có đặc điểm như: đòi tiền mặt, hoạt động trong một ngành có rủi ro cao, hoặc đang tăng trưởng cao, thường thích phát hành loại trái phiếu này, vì nó giúp giảm gánh nặng trả lãi vay một cách đáng kể.

Hai là, trong trường hợp những công ty nhỏ, ít tiếng tăm, chưa lên sàn, khiến cho việc đánh giá rủi ro của công ty gặp nhiều khó khăn. Do đó, công ty sẽ khó lòng huy động được vốn chủ sở hữu lẫn nợ (hoặc nếu huy động được thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và nợ cũng sẽ quá cao). Vì vậy phương án huy động vốn hấp dẫn nhất trong trường hợp này vẫn là phát hành trái phiếu có khả năng hoán đổi. Về phía nhà đầu tư, quyền lợi của họ về lãi và nợ gốc vẫn được đảm bảo phần nào trong trường hợp công ty hoạt động kém, khi đó, họ giữ trái quyền của một chủ nợ. Ngược lại, trong trường hợp công ty làm ăn khấm khá, họ có quyền hoán đổi để trở thành chủ sở hữu và hưởng lợi trên giá trị gia tăng của công ty. Về phía công ty, có thể huy động được nguồn tài chính cần thiết với chi phí sử dụng vốn chấp nhận được.

Những đặc điểm đáng lưu ý của trái phiếu có khả năng hoán đổi là

- Chi phí sử dụng nợ từ trái phiếu có khả năng hoán đổi thường thấp hơn chi phí sử dụng nợ của trái phiếu thường nhờ quyền chọn ưu đãi trong việc hoán đổi từ chủ nợ thành chủ sở hữu.
- Những công ty bị cho là có rủi ro cao vẫn có thể huy động được nợ với chi phí sử dụng có thể chấp nhận được nhờ vào mở ra một khả năng cho chủ nợ tham gia vào sự tăng trưởng cao trong tương lai của công ty nếu tình hình kinh doanh là thuận lợi.
- Lãi được khấu trừ thuế

- Nếu tình hình kinh doanh tốt, những người nắm giữ trái phiếu có khả năng hoán đổi đều chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu, khi đó, vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên, cho phép công ty vay nhiều hơn. Ngoài ra, công ty không phải mất nhiều chi phí phát hành cổ phiếu mới.
- Nếu ban quản trị công ty tin rằng giá thị trường hiện tại của cổ phiếu của công ty thấp hơn giá trị thực của nó, thì trái phiếu có khả năng hoán đổi là một phương tiện tốt để huy động vốn mà trong tương lai sẽ trở thành vốn chủ sở hữu nhưng không làm xói mòn giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu hiện tại.

V. Các nguồn tài chính khác:

- a. Cho thuê tài chính (leasing): sẽ có 1 bài riêng

VI. Những nhân tố tác động đến quyết định chọn hình thức huy động vốn:

Chúng ta biết rằng vốn chủ sở hữu là một nguồn vốn vĩnh viễn vì không phải hoàn trả cho nhà đầu tư và chịu rủi ro cao nhất, do đó, chi phí sử dụng loại vốn này cũng đắt nhất. Trong khi đó, nợ là một nguồn vốn có thời hạn sử dụng ngắn hơn, có thời gian đáo hạn, nhưng ít rủi ro hơn và lãi vay được khấu trừ thuế nên chi phí sử dụng nợ cũng thấp hơn. Vậy có phải lúc nào ta cũng nên chọn sử dụng nợ không? Nếu câu trả lời là không, thì những nhân tố nào tác động đến quyết định chọn hình thức vốn sẽ được huy động?

i. Rủi ro (Risk)

Mức độ rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính mà công ty đang có và sẽ đối mặt trong tương lai trong mối tương quan với môi trường kinh tế trong đó công ty đang hoạt động là một yếu tố quan trọng cần được xem xét.

ii. Quyền sở hữu (Ownership)

Phải cân nhắc thật kỹ hình thức huy động vốn để không đặt công ty vào tình huống làm tấm ngấm cho những vụ thao túng mua (take over) hay làm mất quyền kiểm soát hoặc chia sẻ quyền lợi của các cổ đông đang nắm giữ cổ phiếu của công ty cho các công đồng mới.

iii. Duration và đặc điểm của dòng ngân lưu tương lai (future cashflow pattern):

Nếu dự án kéo dài chỉ có 3 năm mà vay nợ có thời gian đáo hạn 10 năm là một sự lựa chọn thiếu khôn ngoan.

Công ty đang khát tiền mặt, nhưng lại có một cơ hội đầu tư rất tốt, tuy nhiên, dòng ngân lưu ròng của dự án trong những năm đầu là không đáng kể thì việc huy động nợ hay trái phiếu ưu đãi để tài trợ cho dự án với hậu quả là phải gánh lấy gánh nặng lãi vay hoặc cổ tức cố định có thể là một quyết định cần được cân nhắc kỹ.

iv. Khả năng huy động nợ (Debt capacity)

Nếu tỉ lệ sử dụng nợ của công ty quá cao mà lại quyết định tiếp tục vay nợ thì có thể đó là một quyết định thiếu khôn ngoan. Ngược lại nếu tỉ lệ sử dụng nợ thấp, công ty đang ăn nên làm ra mà không huy động nợ để hưởng lợi từ tiết kiệm thuế do lãi vay được khấu trừ thuế thì cũng là một quyết định thiếu khôn ngoan vì không tận dụng được đòn bẩy tài chính.

CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Tại sao phải nghiên cứu chính sách cổ tức? Nếu bạn là người ra quyết định tỉ lệ chi trả cổ tức, thì vấn đề bạn quan tâm nhất sẽ là gì? Chắc chắn điều bạn quan tâm sẽ là, liệu chính sách cổ tức mà bạn sắp quyết định có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của công ty không? Nói cách khác, nó có làm giảm giá trị thị trường của công ty không và do đó, gián tiếp làm các cổ đông bị thiệt hại hay không? Về mặt lý thuyết, với giả định là một thị trường hoàn hảo, thì câu trả lời là chính sách cổ tức chẳng có tác động gì lên giá trị của công ty cả, đại diện cho lập luận này là kết quả nghiên cứu của hai Ông Miller và Modigliani được công bố lần đầu vào năm 1961. Nhưng thực tế, thị trường không hoàn hảo như lý thuyết đã giả định vì tồn tại chi phí giao dịch, thuế, thông tin thiên lệch ...cho nên câu trả lời sẽ là : trong thực tế, chính sách cổ tức có tác động không nhỏ đến giá trị của công ty và vì vậy sẽ có những tác động, không tốt thì xấu, lên lợi ích của các cổ đông. Do đó, cần thận trọng khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức. Một thông điệp mà những nhà quản trị thường lấy đó làm mục tiêu ứng xử là: “chính sách cổ tức phải có tính ổn định, không thay đổi thất thường và phải đặc biệt thận trọng trước khi quyết định thay đổi một chính sách cổ tức này bằng một chính sách cổ tức khác”.

Trước khi khảo sát khía cạnh mang tính lý thuyết của chính sách cổ tức, chúng ta sẽ lướt nhanh qua các vấn đề có tính chiến lược và pháp lý của chính sách này. Qua đó chúng ta

sẽ có được một kết luận sơ bộ là, không hề tồn tại cái gọi chiến lược tối ưu cho chính sách cổ tức mà phải tùy từng trường hợp cụ thể để ra các quyết định cụ thể.

I. Khía cạnh mang tính chiến lược

Giả dụ rằng hiện nay công ty của bạn đang có một cơ hội đầu tư tốt, vấn đề nằm ở chỗ nên tài trợ cho dự án này bằng nguồn nào đây? Giả dụ rằng lượng vốn cần thiết để tài trợ cho dự án này vượt quá khả năng đi vay của công ty bạn, do đó, buộc công ty của bạn phải huy động đến nguồn vốn chủ sở hữu nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư đầy triển vọng này. Vấn đề là nên chọn lựa nguồn vốn chủ sở hữu nào: lợi nhuận giữ lại – giới hạn việc trả cổ tức hay tiếp tục trả cổ tức ở mức cao và phát hành cổ phiếu mới.

Nếu sử dụng lợi nhuận giữ lại và hạn chế việc trả cổ tức, khi đó, chính sách này sẽ làm nản lòng những nhà đầu tư mà mối quan tâm hàng đầu của họ là thu nhập từ cổ tức chứ không phải từ lợi vốn do tăng giá cổ phiếu trong tương lai, những nhà đầu tư này, thường là các định chế tài chính như quỹ hưu bổng, quỹ tương hỗ, công ty bảo hiểm, sẽ bán cổ phiếu của công ty mà họ đang nắm giữ. Từ đó làm giảm giá trị thị trường của cổ phiếu, điều này mâu thuẫn với mục tiêu tối hậu mà công ty đeo đuổi là tối đa hoá sự giàu có của các cổ đông. Ngoài ra, việc cổ phiếu công ty giảm giá do các nhà đầu tư bán đi cổ phiếu mà họ đang nắm giữ sẽ đặt công ty trước một tình huống tồi tệ là bị đe dọa thao túng tống mua (take over).

Còn nếu tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức cao và phát hành cổ phiếu mới để huy động vốn tài trợ cho dự án thì công ty sẽ phải đối diện với các vấn đề sau: tổn kém phát sinh do chi phí phát hành cổ phiếu mới (trung bình bằng 15% tổng giá trị phát hành) và quyền kiểm soát của cổ đông hiện hành có thể bị đe dọa.

Như vậy, công ty nên chọn phương án nào? Quả thật điều này không đơn giản. Phương án nào cũng có cái giá của nó, vấn đề là tùy từng trường hợp cụ thể mà chọn phương án mang lại lợi ích cao nhất.

II. Khía cạnh mang tính pháp lý

Có phải nhà quản trị có toàn quyền tự do trong việc đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức không? Câu trả lời là không, vì hệ thống pháp lý hạn chế quyền này của các nhà quản trị.

Mặc dù cổ đông là những người chịu rủi ro cao nhất, nhưng những đối tượng khác như chủ nợ, người lao động cũng phải gánh chịu rủi ro (mặc dù thấp hơn các cổ đông) và trái quyền của họ trước tài sản của công ty cao hơn các cổ đông. Để đảm bảo quyền lợi của

các đối tượng này, hệ thống pháp lý hạn chế việc công ty trả cổ tức vượt qua lợi nhuận tích lũy. Ngoài ra, những điều khoản áp đặt bởi các chủ nợ cũng hạn chế phần nào quyền quyết định của ban quản trị trước các chính sách cổ tức của công ty.

Lý thuyết về chính sách cổ tức

Lý thuyết này sẽ cho ta thấy 2 điều:

Một là, nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài - tức công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu (một điều kiện rất vô lý, không tồn tại trong thực tế) – thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty một khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành mà cổ đông đòi hỏi.

Hai là, nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả.

Rõ ràng, cả hai tình huống lý thuyết trên đều dẫn đến một kết luận chung là chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả (thực tế không như vậy).

Bây giờ chúng ta sẽ lần lượt chứng minh các điều nêu trên.

Giả dụ rằng công ty A tạo ra một dòng ngân lưu ròng CF không đổi và vĩnh viễn. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ nguồn ngân lưu ròng này để trả cổ tức D ($CF = D$), nếu suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là K_e , khi đó, giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là: $V_0 = D/K_e$

Nếu một phần b của dòng ngân lưu ròng được giữ lại mỗi năm – bắt đầu từ năm tới, khi đó, phần cổ tức được chia cho cổ đông mỗi năm sẽ là $CF \cdot (1-b)$, giá trị vốn chủ sở hữu trong trường hợp này sẽ được xác định như sau: $V_0 = CF(1 - b) / (K_e - g)$ hay $V_0 = CF(1 - b) / (K_e - b \cdot ROI)$

Hãy xem xét một ví dụ tương tự bằng số:

Tình huống 1 – Toàn bộ nguồn ngân lưu ròng được dùng để trả cổ tức:

Giả dụ công ty A tạo ra một dòng ngân lưu ròng là 1000\$/năm vĩnh viễn. Công ty quyết định sử dụng toàn bộ nguồn ngân lưu ròng này để trả cổ tức D ($CF = D$), nếu suất sinh lợi mà cổ đông đòi hỏi là $K_e = 10\%$, khi đó, giá trị của vốn chủ sở hữu theo mô hình chiết khấu cổ tức sẽ là: $V_0 = D/K_e = 1000 / 0,1 = 10,000\$$

Tình huống 2 – 50% của nguồn ngân lưu ròng được giữ lại để tái đầu tư

1. Nếu $ROI = K_e = 10\%$

$$V_0 = CF(1 - b) / (K_e - b * ROI) = 1000 * (1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,1) = 10,000$$

2. Nếu $ROI = 15\% > K_e = 10\%$

$$V_0 = CF(1 - b) / (K_e - b * ROI) = 1000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,15) = 20,000$$

3. Nếu $ROI = 5\% < K_e = 10\%$

$$V_0 = CF(1 - b) / (K_e - b * ROI) = 1000(1 - 0,5) / (0,1 - 0,5 * 0,05) = 6,666$$

Rõ ràng, với chính sách cổ tức không đổi, tức giữ lại 50% ngân lưu ròng, trả cổ tức 50% phần còn lại, cái làm cho giá trị của vốn chủ sở hữu tăng hay giảm chính là suất sinh lợi từ đầu tư vào dự án mới (ROI) bằng nguồn lợi nhuận giữ lại. Nếu ROI của dự án mới = suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu không đổi. Nếu ROI của dự án mới > suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ tăng. Nếu ROI của dự án mới < suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông thì giá trị của vốn chủ sở hữu sẽ giảm. Như vậy, cái làm thay đổi giá trị của vốn chủ sở hữu là quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức. Như vậy là tình huống thứ nhất của lý thuyết đã được chứng minh.

Bây giờ, chúng ta sẽ chứng minh cho tình huống lý thuyết thứ hai

Giả dụ rằng cơ hội đầu tư mới đòi hỏi công ty A phải chi đầu tư 1000\$ vào năm nay, và nhận được một nguồn ngân lưu ròng là 200\$/năm từ năm tới cho đến vĩnh viễn, biết suất sinh lợi đòi hỏi của cổ đông là 10%, khi ấy NPV của dự án sẽ là:

$$NPV = -1000 + (200 / 0,1) = +1000\$$$

Tình huống 1: Nếu công ty A giữ lại toàn bộ nguồn ngân lưu ròng của năm nay để đầu tư vào dự án mới và như vậy đồng nghĩa với việc cổ đông của công ty A sẽ không nhận được cổ tức trong năm nay, khi đó, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu sẽ là:

$$\begin{aligned} V_0 &= \text{Cổ tức năm nay} + (\text{PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành}) + (\text{PV của cổ tức từ đầu tư mới}) \\ &= 0 + (1000 / 0,1) + (200 / 0,1) = 12,000\$ \end{aligned}$$

Tình huống 2: Chi phí đầu tư 1000\$ cho dự án mới được huy động từ việc phát hành cổ phiếu mới, khi đó:

$$V_0 = \text{Cổ tức năm nay} + (\text{PV của cổ tức từ hoạt động hiện hành}) + (\text{PV của cổ tức từ đầu tư mới}) - (\text{Chi phí đầu tư cho dự án mới có được từ phát hành cổ phiếu mới})$$

$$= 1000 + (1000 / 0,1) + (200 / 0,1) - 1000 = 12,000\$$$

Rõ ràng, nếu có sự tồn tại của nguồn vốn bên ngoài, thì dù ban quản trị của công ty A có sử dụng chính sách cổ tức kiểu nào đi nữa: không trả cổ tức (tình huống 1) hay vẫn trả cổ tức (tình huống 2) thì giá trị của vốn chủ sở hữu cũng không đổi.

Tóm lại, lý thuyết về chính sách cổ tức cho ta thấy 2 điều:

Một là, nếu không tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài - tức công ty không thể huy động vốn bằng cách đi vay hay tăng vốn chủ sở hữu (một điều kiện rất vô lý, không tồn tại trong thực tế) - thì chính sách cổ tức sẽ phát huy tác dụng làm tăng giá trị của công ty chỉ khi công ty có cơ hội đầu tư mới có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn suất sinh lợi hiện hành K_e mà cổ đông đòi hỏi. Nói cách khác chính quyết định đầu tư chứ không phải chính sách cổ tức có tác động đến giá trị của vốn chủ sở hữu.

Hai là, nếu tồn tại nguồn tài trợ bên ngoài (tức khác với tình huống 1) thì chính sách cổ tức sẽ chẳng có tác động gì đến giá trị của công ty. Nói cách khác, chính sách cổ tức khi đó sẽ chẳng có ý nghĩa gì cả.

Kết luận chung là chính sách cổ tức, về mặt lý thuyết, là chẳng có ý nghĩa gì cả (thực tế không như vậy).

Thực tế hay những phản đối đối với lý thuyết về chính sách cổ tức

Bây giờ chúng ta sẽ khảo sát qua những lập luận không tán thành với kết luận được đưa ra từ lý thuyết về chính sách cổ tức, đó là, chính sách cổ tức không hề có tác động gì đối với giá trị thị trường của công ty và của vốn chủ sở hữu. Để hiểu rõ chúng ta sẽ cùng nhau khám phá những nhân tố quan trọng mà trên thực tế những nhà quản trị tài chính cần cân nhắc kỹ lưỡng trước khi đưa ra các quyết định liên quan đến chính sách cổ tức. Những nhân tố này bao gồm:

1. Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức lớn như thế nào?
2. Liệu thu nhập từ cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn thu nhập từ cổ tức của ngày hôm nay không?
3. Một thị trường không hoàn hảo có phải là nhân tố quan trọng khiến cho các công ty lựa chọn chính sách cổ tức nhằm thỏa mãn mối quan tâm của một nhóm khách hàng cụ thể riêng biệt không?
4. Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?

5. Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là một thông điệp về sự phồn vinh của công ty trong tương lai không?

Chúng ta sẽ lần lượt trả lời những vấn đề trên

A. Mức độ quan tâm mà các cổ đông dành cho thu nhập từ cổ tức ra sao?

Cổ đông quan tâm đến dòng thu nhập tương lai ổn định và đáng tin cậy từ cổ tức như người già, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm ... có thể sẽ rất quan tâm đến sự thay đổi chính sách cổ tức đột ngột của một công ty, đặc biệt là khi cổ tức bị cắt giảm với lý do là dùng lợi nhuận giữ lại để đầu tư vào một dự án mới tạo giá trị gia tăng cho công ty trong tương lai.

Lý thuyết cho rằng: trong một thị trường hoàn hảo, thì việc cắt giảm cổ tức như thế sẽ không làm thiệt hại gì đến quyền lợi của các cổ đông cho dù họ thuộc nhóm nào đi nữa, vì quyền lợi của họ sẽ nhanh chóng được đền bù nhờ sự tăng giá thị trường của cổ phiếu mà họ đang nắm giữ trước thông tin về dự án đầu tư mới.

Thực tế không đơn giản như thế. Thứ nhất, trước một sự sụt giảm đột ngột trong thu nhập từ cổ tức như thế, những cổ đông quan tâm đến thu nhập cố định và chắc chắn sẽ nhận ra rằng mô thức ngân lưu mục tiêu (patern of cashflow) mà họ đã lên kế hoạch đã bị bóp méo không như trông đợi. Để tái lập lại mô thức này, họ phải thay đổi lại danh mục đầu tư của họ và như thế sẽ rất tốn kém. Liệu sự tăng giá trong giá trị cổ phiếu hiện hành có bù đắp được và đủ cho tổng thiệt hại gây ra từ sự sụt giảm trong thu nhập cổ tức hiện hành và sự tốn kém khi thay đổi danh mục đầu tư hiện hành của họ hay không? Hai là, nếu có sự tồn tại của thuế lợi vốn (tax on capital gains), mà thực tế là có, thì cho dù trường hợp một không xảy ra, thì họ vẫn phải chịu một khoản thuế lợi vốn từ việc bán đi cổ phiếu đang nắm giữ hiện hành. Lợi ích mang lại từ sự gia tăng giá trị cổ phiếu đến từ thông tin của dự án đầu tư mới vì thế sẽ giảm đi và vấn đề là phần lợi ích còn lại liệu có đủ đền bù cho những thiệt hại mà các cổ đông gánh chịu từ sự thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức.

Như vậy, khác với lý thuyết cho rằng quyền lợi của cổ đông không hề bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi trong chính sách cổ tức, trong thực tế, điều này đã xảy ra.

B. Cổ tức trong tương lai có rủi ro hơn cổ tức của ngày hôm nay?

Myron Gordon trong một nghiên cứu của mình đã đưa ra một lập luận thách thức với những lập luận của lý thuyết MM là 1\$ thu nhập cổ tức hôm nay thì lớn hơn 1\$ lợi nhuận được giữ lại ngày hôm nay để đầu tư vào dự án mới, vì sự thành bại của dự án mới trong tương lai vẫn còn là một câu hỏi mở, do đó, cổ tức được chia trong

tương lai cho dù có lớn hơn nhưng rủi ro hơn (vì tính không chắc chắn) do đó sẽ được chiết khấu ở một mức chiết khấu cao hơn. Kết luận này nói lên điều gì? Nó nói lên rằng các nhà đầu tư thích nhận cổ tức ngay bây giờ hơn là chuyển nó vào trong tương lai, và vì vậy một chính sách giữ lại lợi nhuận cao hơn, tỉ lệ trả cổ tức thấp hơn, mặc dù có thể không làm gia tăng rủi ro, nhưng các nhà đầu tư thì không nghĩ như thế và họ sẽ diễn giải điều này như là một tín hiệu không thuận lợi và do đó giá cổ phiếu của công ty sẽ giảm chứ không tăng như lập luận trong lý thuyết.

Như vậy, nhận thức của nhà đầu tư về rủi ro đối với thời điểm được chia trả cổ tức đã làm cho kết luận có được từ nghiên cứu lý thuyết bị phá sản.

<http://kinhte24h.org>

C. Thị trường không hoàn hảo và hiệu ứng nhóm khách hàng (clientele effects)

Giống lập luận trong phần A, nhưng thêm vào các chi phí cụ thể mà nhà đầu tư phải gánh chịu những chi phí này chính là hệ quả tất yếu của một thị trường không hoàn hảo (trong khi lập luận lý thuyết thì dựa trên giả định về một thị trường hoàn hảo), cụ thể như sau:

- Phí môi giới nhà đầu tư phải chịu khi chào bán cổ phiếu mà họ đang nắm giữ.
- Phí giao dịch khác, ví dụ như chi phí tìm kiếm một nhà môi giới lấy huê hồng thấp ...
- Mất lãi trong quá trình chờ bán cổ phiếu
- Chi phí phát sinh do việc thay đổi danh mục đầu tư
- Thuế lợi vốn
- Nếu nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của một công ty nhỏ, chưa lên sàn thì chi phí từng loại sẽ còn cao hơn.

Thực tế, có những nhóm cổ đông, ví dụ như: người già, công ty bảo hiểm. Quỹ hưu bổng ..., thích những công ty có chính sách cổ tức phù hợp với mô thức ngân lưu được thiết kế cho riêng mục tiêu của họ, thậm chí họ sẵn sàng trả giá cao hơn để nắm giữ cổ phiếu của các công ty này. Sở dĩ họ làm vậy là vì họ muốn có được sự đảm bảo cho một dòng ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy. Một trong những sự lựa chọn cho loại ngân lưu cố định, ổn định và đáng tin cậy này chính là cổ tức được chia từ việc nắm giữ cổ phiếu của các công ty có chính sách cổ tức ổn định, ít thay đổi. Hiểu được điều này, các công ty cũng cố gắng theo đuổi chính sách cổ tức ổn định, đáng tin cậy nhằm huy động vốn từ các cổ đông này cho sự tăng trưởng của công ty. Hiện tượng này được gọi là hiệu ứng nhóm khách hàng (Clientele effects). Hiệu ứng này với hệ quả của nó là một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán có tác động đến giá trị của công ty hay không? Câu trả lời là có, vì việc đeo đuổi chính sách cổ tức ổn định, nhất quán sẽ khiến cho công ty phải gánh chịu chi phí như: một là, công ty có thể sẽ phải bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt, làm tăng giá trị của công ty trong tương lai vì theo đuổi chính sách cổ tức này, hai là, nếu không muốn bỏ qua cơ hội đầu tư tốt này, công ty hoặc là phải đi vay, hoặc là phải phát hành thêm cổ phiếu mới. Chi phí của việc đi vay là lãi suất vay và sự gia tăng rủi ro tài chính mà công ty phải gánh chịu.; còn chi phí của việc phát hành cổ phiếu mới thì đã được đề cập rải rác trong bài này.

D. Chính sách thuế ảnh hưởng tới chính sách cổ tức ra sao?

Nếu thuế lợi vốn cao hơn thuế thu nhập đóng trên cổ tức thì cổ đông sẽ thích chính sách cổ tức cao hơn là chính sách cổ tức thấp, và ngược lại. Khi đó chính sách cổ tức mà công ty đeo đuổi sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định của các nhà đầu tư là liệu có nên nắm giữ cổ phiếu của công ty hay không? Và như thế sẽ có tác động đối với giá trị cổ phiếu của công ty.

E. Liệu các nhà đầu tư có suy diễn chính sách cổ tức của công ty như là 1 thông điệp về sự phồn vinh của công trong tương lai không?

Sự thay đổi chính sách cổ tức của công ty có thể được các nhà đầu tư suy diễn như là một thông điệp mà ban quản trị muốn gửi đến cho các nhà đầu tư về sự phồn vinh của công ty trong tương lai.

Ví dụ, nếu bây giờ, công ty tuyên bố sẽ tăng tỉ lệ trả cổ tức hay phát hành cổ phiếu thưởng (Scrip shares), các nhà đầu tư sẽ xem đây như là một thông điệp là: Ban quản trị công ty tự tin là hoạt động kinh doanh của công ty trong tương lai sẽ tạo đủ khả năng tiền mặt để công ty có thể tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ở mức vừa mới ban bố trong tương lai gần cũng như xa, thông điệp gián tiếp sẽ là công ty sẽ phát triển phồn vinh trong tương lai, và với suy diễn như thế, giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng.

Kết luận

1. Nên theo đuổi một chính sách cổ tức ổn định, nhất quán, tránh gây ra những thay đổi đột ngột trong chính sách cổ tức nếu chưa cân nhắc một cách kỹ lưỡng tác hại của sự thay đổi này trong dài hạn đối với giá trị của công ty.
2. Nên theo đuổi một chính sách cổ tức an toàn, đảm bảo sự ổn định, nhất quán của chính sách cổ tức ngay cả trong trường hợp lợi nhuận hoạt động giảm. Một chính sách cổ tức an toàn không đồng nghĩa với một chính sách cổ tức thấp. Chính sách cổ tức thấp đồng nghĩa với việc tăng tỉ lệ lợi nhuận giữ lại, nếu quỹ tiền mặt tích lũy từ lợi nhuận giữ lại quá lớn sẽ : Một là, khiến cho nhà đầu tư suy diễn là công ty bế tắc trong sự tăng trưởng. Hai là, công ty vô tình sẽ trở thành mục tiêu của một sự thao túng mua (take over). Ba là, lãng phí do giữ tiền mặt quá nhiều. Tất cả những điều này đều có ảnh hưởng không tốt lên giá trị cổ phiếu của công ty.
3. Một chính sách cổ tức an toàn là một chính sách cổ tức có tỉ lệ chia cổ tức hợp lý sao cho vừa thỏa mãn được nhu cầu có một nguồn thu nhập ổn định , nhất quán của cổ đông (hiệu ứng nhóm khách hàng) vừa đảm bảo một tỉ lệ lợi nhuận giữ lại đủ để

- tài trợ cho những nhu cầu đầu tư bình thường nhằm duy trì sự tăng trưởng bền vững của công ty.
4. Tránh tối đa việc cắt giảm cổ tức, cho dù công ty đang có một cơ hội đầu tư tuyệt vời. Trong trường hợp như thế, để không bỏ lỡ cơ hội đầu tư này, công ty nên chọn giải pháp đi vay hay phát hành cổ phiếu mới. Nếu vì một lý do nào đó công ty không thể huy động đủ vốn từ nguồn tài trợ bên ngoài mà buộc phải cắt giảm cổ tức, thì công ty cần phải cung cấp thông tin đầy đủ và giải thích một cách rõ ràng cho các nhà đầu tư biết về chương trình đầu tư sắp tới cũng như nhu cầu tài chính cần thiết để tài trợ cho dự án đó, để tối thiểu hoá những hậu quả gây ra từ một sự cắt giảm cổ tức đột ngột như thế.

<http://kinhte24h.org>