

*Chuyên đề 2***TÀI CHÍNH VÀ QUẢN LÝ TÀI CHÍNH NÂNG CAO**

* Khái quát nội dung môn học: Chuyên đề Tài chính và quản lý tài chính nâng cao sẽ trang bị cho người học kiến thức tổng hợp và toàn diện về hoạt động tài chính doanh nghiệp, giúp người học nắm vững các mối quan hệ tài chính phát sinh trong hoạt động kinh doanh, hiểu và biết cách sử dụng các công cụ trong quản trị tài chính như phương pháp dòng tiền chiết khấu, phương pháp đánh giá rủi ro và tỷ suất sinh lời, phương pháp dự báo nhu cầu tài chính, phương pháp định giá doanh nghiệp, từ đó biết cách quản trị đầu tư vốn, quản trị huy động vốn, quản trị sử dụng vốn, quản trị phân phối lợi nhuận và lập kế hoạch tài chính cho doanh nghiệp. Do đó, nội dung của chuyên đề bao gồm:

1. Vai trò và mục tiêu của quản trị tài chính doanh nghiệp
2. Giá trị thời gian của tiền
3. Rủi ro và tỷ suất sinh lời
4. Định giá trái phiếu và cổ phiếu
5. Dự báo nhu cầu tài chính doanh nghiệp
6. Quyết định đầu tư vốn của doanh nghiệp
7. Nguồn vốn của doanh nghiệp
8. Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp
9. Hệ thống đòn bẩy trong doanh nghiệp
10. Quản trị vốn kinh doanh của doanh nghiệp
11. Phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp
12. Định giá doanh nghiệp

* Về văn bản pháp lý có liên quan đến lĩnh vực tài chính doanh nghiệp, học viên cần nghiên cứu và nắm vững quy định pháp lý về tài chính được quy định trong Luật doanh nghiệp năm 2020; Quy định pháp lý về quản lý, sử dụng và trích khấu hao đối với TSCĐ; Quy định về việc trích lập dự phòng; quy định về phát hành chứng khoán; Quy định về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp; Quy định về hướng dẫn xử lý tài chính và xác định giá trị doanh nghiệp khi thực hiện chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần.

I. VAI TRÒ VÀ MỤC TIÊU CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

1. Tài chính doanh nghiệp và quản trị tài chính doanh nghiệp

- Quá trình hoạt động của doanh nghiệp cũng là quá trình tạo lập, phân phối và sử dụng quỹ tiền tệ hợp thành hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Trong quá trình đó, làm phát sinh, tạo ra sự vận động của các dòng tiền bao hàm dòng tiền vào, dòng tiền ra gắn liền với hoạt động đầu tư và hoạt động kinh doanh thường xuyên hàng ngày của doanh nghiệp.

- Như vậy, xét về hình thức, tài chính doanh nghiệp là quỹ tiền tệ trong quá trình tạo lập, phân phối, sử dụng và vận động gắn liền với hoạt động của doanh nghiệp. Xét về bản chất, tài chính doanh nghiệp là các quan hệ kinh tế dưới hình thức giá trị nảy sinh gắn liền với việc tạo lập, sử dụng quỹ tiền tệ của doanh nghiệp trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp.

- Quản trị tài chính doanh nghiệp là việc đánh giá, lựa chọn và tổ chức thực hiện các quyết định tài chính nhằm tối đa hóa giá trị công ty.

- Các quyết định tài chính của DN bao gồm:

+ Nhóm quyết định liên quan đến việc huy động vốn cho hoạt động của DN như quyết định huy động vốn từ nguồn nào, huy động vốn bao nhiêu, huy động vốn bằng hình thức nào, cơ cấu nguồn vốn tối ưu là bao nhiêu...

+ Nhóm quyết định liên quan đến việc đầu tư và sử dụng vốn của DN như đầu tư vào dự án nào, danh mục đầu tư tối ưu, cơ cấu tài sản tối ưu là bao nhiêu, quyết định về nợ phải thu, hàng tồn kho, dự trữ vốn bằng tiền...

+ Nhóm quyết định liên quan đến việc phân phối lợi nhuận của DN như chia cổ tức với tỷ lệ bao nhiêu, chia cổ tức bằng hình thức nào, có thực hiện mua lại cổ phần thay cho chia cổ tức...

2. Vai trò của nhà quản trị tài chính trong doanh nghiệp (Giám đốc tài chính)

Vai trò của giám đốc tài chính được thể hiện như chiếc cầu nối giữa thị trường tài chính với doanh nghiệp. Vai trò đó được thể hiện như sau:

(1) Trước tiên, giám đốc tài chính sẽ tổ chức huy động vốn để đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Như

vậy, giám đốc tài chính sẽ phải dự báo được nhu cầu vốn cần thiết và lựa chọn các hình thức huy động vốn với quy mô hợp lý.

(2) Sau khi huy động vốn, giám đốc tài chính sẽ thực hiện việc phân bổ vốn cho các cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Trong điều kiện giới hạn về nguồn vốn, giám đốc tài chính phải phân bổ vốn cho các dự án đầu tư sao cho có thể tối đa hóa lợi ích cho chủ sở hữu.

(3) Việc đầu tư hiệu quả và sử dụng những tài sản với hiệu suất cao sẽ đem lại dòng tiền gia tăng cho doanh nghiệp.

(4) Cuối cùng, giám đốc tài chính sẽ phải quyết định phân phối dòng tiền thu được từ các hoạt động của doanh nghiệp. Dòng tiền đó có thể được tái đầu tư trở lại doanh nghiệp hoặc hoàn trả cho các nhà đầu tư.

Qua phân tích trên, có thể nhận thấy giám đốc tài chính của một doanh nghiệp có vai trò quan trọng thể hiện qua việc phân tích và lựa chọn 3 chính sách tài chính chiến lược, đó là:

+ Doanh nghiệp nên đầu tư vào những dự án nào trong điều kiện nguồn lực tài chính có hạn để tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu? Trả lời câu hỏi này tức là đã lựa chọn chính sách đầu tư vốn tối ưu.

+ Doanh nghiệp nên tài trợ vốn cho dự án đầu tư bằng những nguồn vốn nào với quy mô bao nhiêu? Trả lời câu hỏi này nghĩa là đã lựa chọn chính sách tài trợ vốn tối ưu.

+ Doanh nghiệp nên phân phối kết quả hoạt động kinh doanh như thế nào? Việc lựa chọn câu trả lời cho câu hỏi này chính là đã lựa chọn chính sách phân phối lợi nhuận (chính sách cổ tức) tối ưu.

Các chính sách này sẽ có tác động tới rủi ro và tỷ lệ tăng trưởng thu nhập của chủ sở hữu trong tương lai và điều đó sẽ tác động làm tăng hoặc giảm giá trị công ty trên thị trường. Mặt khác, các chính sách tài chính sẽ phải luôn đảm bảo lợi ích hài hòa, rủi ro thì chia sẻ. Khi đó, các chính sách tài chính của doanh nghiệp mới đảm bảo tính khả thi khi triển khai thực hiện.

3. Mục tiêu của quản trị tài chính doanh nghiệp

Trong kinh tế vi mô, tối đa hoá lợi nhuận như là một mục tiêu lý thuyết và các nhà kinh tế học sử dụng nó để chứng minh các công ty nên hoạt động như

thể nào là hợp lý để có thể gia tăng được lợi nhuận. Tuy nhiên, việc xem xét đó dường như được đặt trong bối cảnh thế giới tĩnh. Còn trong thế giới động, các nhà quản trị tài chính đang phải đối mặt khi đưa ra các quyết định của mình, đó là phải xử lý hai vấn đề lớn mà mục tiêu tối đa hoá lợi nhuận đã bỏ qua không xem xét tới đó là yếu tố thời gian và rủi ro trong tương lai.

Do vậy, khi phân tích và lựa chọn các quyết định tài chính, giám đốc tài chính phải xử lý được mối quan hệ giữa rủi ro và khả năng sinh lời gắn trong việc ra quyết định tài chính để nhằm mục tiêu tối đa hoá lợi ích của chủ sở hữu (đối với công ty cổ phần điều đó thể hiện thông qua tối đa hoá giá trị của công ty trên thị trường).

4. Thị trường tài chính

Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp có lúc thiếu hụt vốn nhưng có lúc dư thừa vốn. Lúc thiếu vốn doanh nghiệp phải tìm nguồn tài trợ nhằm bù đắp sự thiếu hụt về vốn đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh được liên tục và hiệu quả. Những lúc dư thừa vốn, doanh nghiệp phải thực hiện đầu tư vốn để sinh lời nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Như vậy, hoạt động của doanh nghiệp gắn liền với hệ thống tài chính. Trong đó bao gồm: Thị trường tài chính, các tổ chức tài chính và các công cụ tài chính.

*Thị trường tài chính: là nơi giao dịch các loại tài sản tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, tín phiếu...

- Thành phần tham gia thị trường tài chính bao gồm các cá nhân, hộ gia đình, các doanh nghiệp, các tổ chức tài chính trung gian và chính phủ

- Hàng hóa được giao dịch trên thị trường tài chính là các tài sản tài chính

- Chức năng của thị trường tài chính:

+ Tập trung các khoản tiền nhàn rỗi thành nguồn vốn lớn cho đầu tư phát triển.

+ Kích thích tiết kiệm và đầu tư.

+ Hình thành giá cả của các tài sản tài chính.

+ Tạo tính thanh khoản cho các tài sản tài chính.

- Các loại thị trường tài chính.

+ Căn cứ vào thời hạn luân chuyển vốn: Gồm có Thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

+ Căn cứ vào cơ cấu thị trường: Gồm có thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

+ Căn cứ vào tính chất chuyên môn hóa của thị trường: Gồm có thị trường công cụ nợ, thị trường công cụ vốn và thị trường công cụ phái sinh.

* Các tổ chức tài chính: bao gồm Ngân hàng thương mại, các quỹ tín dụng, công ty tài chính, quỹ đầu tư, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí.

* Các công cụ tài chính: Do thị trường tài chính được chia thành thị trường vốn và thị trường tiền tệ, nên mỗi thị trường sẽ giao dịch các loại công cụ tài chính khác nhau.

- Thị trường vốn thường giao dịch 3 loại công cụ chủ yếu: Trái phiếu, cổ phiếu, chứng khoán cầm cố bất động sản

- Thị trường tiền tệ thường giao dịch các loại công cụ sau: Tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu...

II. GIÁ TRỊ THỜI GIAN CỦA TIỀN

Thực tiễn hoạt động tài chính chỉ rõ: Một đồng ngày hôm nay có giá trị hơn một đồng trong tương lai, bởi 3 lý do sau:

+ Thứ nhất: Do lạm phát làm cho đồng tiền trong tương lai bị mất giá.

+ Thứ hai: Do rủi ro trong đời sống kinh tế xã hội hàng ngày làm cho đồng tiền hôm nay chắc chắn hơn đồng tiền trong tương lai.

+ Thứ ba: Do luôn có cơ hội đầu tư làm cho một đồng tiền ngày hôm nay nếu để tới ngày mai, ngoài tiền gốc còn có tiền lãi do chính nó sinh ra, còn một đồng ở tương lai vẫn chỉ là một đồng mà thôi.

=> Thực tế này cho thấy tiền tệ có giá trị theo thời gian (time value of money), có nghĩa là một đồng tiền ngày hôm nay có giá trị lớn hơn một đồng tiền trong tương lai.

Tiền lãi (I) và Lãi suất (r) chính là chỉ tiêu đo lường giá trị thời gian của tiền tệ, tuy nhiên Lãi suất được sử dụng phổ biến hơn vì nó có thể so sánh được.

Có hai phương pháp để tính toán giá trị thời gian của tiền đó là phương pháp lãi đơn và phương pháp lãi kép. Trong đó, phương pháp lãi kép được sử dụng phổ biến trong quá trình đánh giá và lựa chọn các quyết định tài chính của doanh nghiệp.

Để hiểu rõ cách ứng dụng nguyên lý giá trị thời gian của tiền trong quản trị tài chính, người học cần nắm được kỹ thuật tính toán giá trị tương lai và giá trị hiện tại của tiền.

1. Giá trị tương lai của tiền : Giá trị tương lai của tiền là tổng số tiền sẽ thu được ở một thời điểm trong tương lai do đầu tư mang lại với một lãi suất nào đó trong một khoảng thời gian nhất định.

1.1. Giá trị tương lai của một khoản tiền

Gọi V_0 : Khoản vốn đầu tư ở hiện tại

FV_n : Giá trị tương lai sau n kỳ hạn

r : Lãi suất một kỳ hạn

$$\text{Ta có: } FV_n = V_0 (1+r)^n \quad (1)$$

$(1+r)^n$: Là thừa số lãi.

1.2. Giá trị tương lai của một chuỗi tiền tệ

a) *Giá trị tương lai của một chuỗi tiền tệ bất kỳ*

+ *Phát sinh cuối kỳ*

$$FV_n = \sum_{t=1}^n C_t (1+r)^{n-t}$$

Trong đó: C_t là khoản tiền phát sinh tại thời điểm t.

+ *Phát sinh đầu kỳ*

$$FV_n = \sum_{t=1}^n C_t (1+r)^{n-t+1}$$

b) *Giá trị tương lai của một chuỗi tiền tệ đồng nhất (niên kim cố định).*
Chuỗi tiền tệ đồng nhất là những khoản tiền bằng nhau phát sinh ở từng thời kỳ.

Gọi C : Là khoản tiền phát sinh mỗi kỳ bằng nhau

- Trường hợp khoản tiền (C) phát sinh cuối mỗi kỳ:

$$FV_n = C \frac{(1+r)^n - 1}{r}$$

- Trường hợp khoản tiền (C) phát sinh đầu mỗi kỳ:

$$FV_n = C \frac{(1+r)^n - 1}{r} (1+r)$$

Trong đó: $\frac{(1+r)^n - 1}{r}$ là thừa số lãi.

2. Giá trị hiện tại của tiền tệ

Giá trị hiện tại của tiền tệ là giá trị của tiền tệ được tính đổi về thời điểm hiện tại (gọi là thời điểm gốc) theo một tỷ lệ chiết khấu nhất định.

2.1. Giá trị hiện tại của một khoản tiền

Cách xác định: $PV = \frac{FV_n}{(1+r)^n}$

Trong đó: r : Lãi suất chiết khấu

$\frac{1}{(1+r)^n}$: Hệ số chiết khấu

PV : Giá trị hiện tại

2.2. Giá trị hiện tại của một chuỗi tiền tệ

a) Giá trị hiện tại của một chuỗi tiền tệ bất kỳ:

+ Phát sinh cuối kỳ

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó: PV : Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ bất kỳ

C_t : Khoản tiền phát sinh ở thời điểm t.

+ Phát sinh đầu kỳ

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} (1+r)$$

b) Giá trị hiện tại của chuỗi tiền tệ đồng nhất (niên kim cố định):

Gọi C : Là khoản tiền phát sinh mỗi kỳ bằng nhau

- Trường hợp số tiền (C) phát sinh cuối mỗi kỳ:

$$PV = C \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

- Trường hợp số tiền (C) phát sinh đầu mỗi kỳ:

$$PV = C \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} (1+r)$$

Trong đó: $\frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$ Là hệ số chiết khấu.

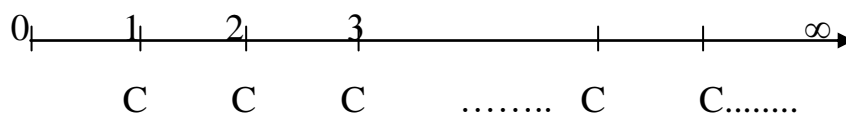
c) Giá trị hiện tại của dòng tiền vô hạn

Trong rất nhiều trường hợp chúng ta gặp dòng tiền vô hạn tức là một chuỗi tiền tệ với các khoản tiền phát sinh kéo dài mãi mãi.

Dựa theo tính chất của các khoản tiền phát sinh, có thể phân biệt dòng tiền vô hạn thành: dòng tiền đều vô hạn, dòng tiền tăng trưởng đều vô hạn và dòng tiền tăng trưởng không đều. Cách xác định giá trị hiện tại của dòng tiền vô hạn dựa trên cơ sở cách xác định giá trị hiện tại của dòng tiền thông thường. Sau đây chúng ta sẽ đi sâu xem xét cách xác định giá trị hiện tại của dòng tiền đều vô hạn và dòng tiền tăng trưởng vô hạn.

+ Dòng tiền đều vô hạn:

Các khoản tiền phát sinh ở mỗi kỳ đều bằng nhau và kéo dài mãi mãi sẽ tạo ra dòng tiền đều vô hạn ($CF_1=CF_2=\dots=C$)



Giá trị hiện tại của dòng tiền đều vô hạn được xác định như sau:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} \Rightarrow PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C}{(1+r)^t} \quad \text{qua một số bước biến đổi, khi } n \rightarrow \infty$$

$$\Rightarrow PV = \frac{C}{r}$$

+ Dòng tiền tăng trưởng đều vô hạn:

Các khoản tiền phát sinh trong chuỗi tiền tệ tăng trưởng với tốc độ không đổi và kéo dài mãi mãi sẽ tạo ra dòng tiền tăng trưởng đều vô hạn (tăng trưởng đều vĩnh viễn)

$$\begin{array}{ccccccc}
 0 & 1 & 2 & 3 & n & \infty \\
 \hline
 & C_1 & C_1(1+g)^1 & C_1(1+g)^2 & \dots & C_1(1+g)^{n-1} & \dots\dots
 \end{array}$$

Giá trị hiện tại của dòng tiền tăng trưởng đều vĩnh viễn được xác định như sau:

$$PV = \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_1 \times (1+g)^1}{(1+r)^2} + \frac{C_1 \times (1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots$$

qua một số bước biến đổi, nếu $g < r$, và $n \rightarrow \infty \Rightarrow PV = \frac{C_1}{r-g}$

+ Dòng tiền tăng trưởng không đều vô hạn

Trường hợp dòng tiền tăng trưởng không đều vô hạn, thì để đơn giản hóa, ta có thể giả định dòng tiền tăng trưởng chia thành hai giai đoạn, giai đoạn từ năm thứ nhất đến năm thứ n (thông thường giai đoạn này là từ 3-5 năm) được giả định là tăng trưởng với tỷ lệ là g khác nhau, từ năm thứ n+1 trở đi đến vô hạn được giả định là tăng trưởng đều với tỷ lệ là g', khi đó công thức xác định giá trị hiện tại là:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$\text{Trong đó: } P_n = \frac{C_{n+1}}{r-g'}$$

III. RỦI RO VÀ TỶ SUẤT SINH LỜI

1. Rủi ro: là sự sai lệch của tỷ suất sinh lời thực tế so với tỷ suất sinh lời kỳ vọng. Những khoản đầu tư nào có sự sai lệch tỷ suất sinh lời càng lớn được xem như có rủi ro lớn hơn.

Mỗi doanh nghiệp, mỗi dự án, mỗi khoản đầu tư tài chính đều có thể gặp phải hai loại rủi ro: rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống.

- **Rủi ro hệ thống** (systematic risk) là rủi ro do sự biến động tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp, dự án đầu tư, tài sản tài chính, hay của danh mục đầu tư

do sự thay đổi tỷ suất sinh lời trên thị trường nói chung, được gây ra bởi các yếu tố như: tình hình nền kinh tế, chính trị, do chính sách điều hành kinh tế vĩ mô của Nhà nước trong từng thời kỳ hoặc sự thay đổi trong việc cung cấp và sử dụng các nguồn năng lượng trên thế giới... Loại rủi ro này tác động đến tất cả các doanh nghiệp, các loại chứng khoán, do đó không thể giảm thiểu được bằng việc đa dạng hoá danh mục đầu tư. Loại rủi ro này còn gọi là rủi ro thị trường (market risk) và được đo lường bằng hệ số bê-ta.

- **Rủi ro phi hệ thống** (unsystematic risk) hay rủi ro riêng biệt: Là loại rủi ro khi xảy ra chỉ ảnh hưởng đến một, hoặc một số doanh nghiệp, một số loại tài sản hay một chứng khoán (rủi ro vỡ nợ, rủi ro tín dụng...). Loại rủi ro này thường do chính doanh nghiệp gây ra, như: do năng lực quản lý kinh doanh yếu kém, quyết định về cơ cấu tài sản và nguồn vốn (sử dụng đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính) không phù hợp... Loại rủi ro này có thể giảm thiểu được bằng chiến lược đầu tư đa dạng hoá.

Tổng rủi ro = Rủi ro hệ thống + Rủi ro phi hệ thống

2. Tỷ suất sinh lời: là quan hệ tỷ lệ (thường tính theo %) giữa số lợi nhuận thu được và số vốn bỏ vào đầu tư trong 1 kỳ hạn nhất định (năm, quý, tháng...).

Ứng với mỗi khoản đầu tư khác nhau như đầu tư vào doanh nghiệp, đầu tư vào bất động sản, đầu tư vào một dự án sản xuất kinh doanh, đầu tư vào một chứng khoán... thì cách xác định lợi nhuận có thể có sự khác nhau. Nhưng ý nghĩa kinh tế của chỉ tiêu thì vẫn luôn phản ánh một đồng vốn đầu tư tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận ở trong kỳ.

→ Đối với khoản đầu tư chứng khoán giả thiết trong một năm thì tỷ suất sinh lời của khoản đầu tư vào chứng khoán là:

Nếu gọi P_0 : là giá mua chứng khoán ở thời điểm đầu năm.

P_1 : là giá bán chứng khoán ở thời điểm cuối năm.

d_1 : là tiền lãi chứng khoán nhận được trong năm.

$$r_e = \frac{d_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

3. Đo lường rủi ro của từng khoản đầu tư riêng biệt:

Rủi ro được xem như là sự không chắc chắn hay sự sai lệch của tỷ suất sinh lời thực tế so với tỷ suất sinh lời kỳ vọng, một biến cố có khả năng xảy ra và cũng có khả năng không xảy ra. Để đo lường, đánh giá rủi ro người ta thường sử dụng phân phối xác suất với 2 tham số là giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn.

- **Giá trị kỳ vọng hay tỷ suất sinh lời kỳ vọng (\bar{r})** là giá trị trung bình tính theo phương pháp bình quân gia quyền của tỷ suất sinh lời có thể xảy ra trong các tình huống.

$$\bar{r} = \sum_{i=1}^n p_i \times r_i$$

Trong đó r_i : Tỷ suất sinh lời của khoản đầu tư ở tình huống i

p_i : Xác suất tương ứng với tình huống i

n : Số trường hợp (số tình huống) có thể xảy ra.

Rủi ro được xem xét thông qua việc theo dõi phân bố xác suất của tỷ suất sinh lời. Tỷ suất sinh lời càng phân tán, biến động càng lớn thì rủi ro càng cao.

- **Phương sai:** là giá trị trung bình tính theo phương pháp bình quân gia quyền của các bình phương chênh lệch giữa giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng. Độ lệch bình phương đo lường độ phân tán của phân phối xác suất.

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n p_i (r_i - \bar{r})^2$$

Trong đó: r_i, p_i : như trên.

\bar{r} : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng (trung bình).

- **Độ lệch chuẩn:** là căn bậc hai của phương sai. Độ lệch chuẩn cũng được dùng để đo lường mức độ phân tán của phân phối xác suất. Khi áp dụng đối với tỷ suất sinh lời trong đầu tư, nó cho biết mức độ phân tán hay sự biến động của tỷ suất sinh lời (r_i) xung quanh tỷ suất sinh lời kỳ vọng, từ đó đánh giá mức độ rủi ro của khoản đầu tư.

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (r_i - \bar{r})^2}$$

Nếu hai khoản đầu tư có cùng tỷ suất sinh lời kỳ vọng, khoản đầu tư nào có độ lệch chuẩn càng cao thì mức rủi ro càng lớn. Trường hợp nếu hai khoản đầu tư có tỷ suất sinh lời kỳ vọng khác nhau thì không thể đưa ra kết luận như trên, mà phải sử dụng hệ số biến thiên để đánh giá mức độ rủi ro.

- **Hệ số biến thiên (C_V - Coefficient of variation)**: là thước đo rủi ro trên mỗi đơn vị tỷ suất sinh lời kỳ vọng. Hệ số biến thiên càng cao mức rủi ro càng lớn.

$$C_V = \frac{\sigma}{\bar{r}}$$

4. Danh mục đầu tư và rủi ro của danh mục đầu tư:

- **Danh mục đầu tư (portfolio)** là sự kết hợp của hai hay nhiều chứng khoán hoặc tài sản trong đầu tư. Như vậy, một danh mục đầu tư sẽ có ít nhất hai khoản đầu tư (hai loại chứng khoán).

- **Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục đầu tư** được xác định theo phương pháp bình quân gia quyền của tỷ suất sinh lời của các tài sản hay các chứng khoán riêng lẻ trong danh mục đầu tư.

$$r_E = \sum_{i=1}^n f_i \bar{r}_i$$

Trong đó:

r_E là tỷ suất sinh lời kỳ vọng của một danh mục đầu tư.

\bar{r}_i là tỷ suất sinh lời kỳ vọng của tài sản hay chứng khoán i (khoản đầu tư i).

f_i là tỷ trọng vốn của khoản đầu tư i trong tổng số vốn của danh mục đầu tư.

n : số tài sản hay chứng khoán có trong danh mục đầu tư.

- **Rủi ro của danh mục đầu tư**

Một danh mục đầu tư được thiết lập từ các khoản đầu tư (hay các chứng khoán) cá biệt. Nhưng độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư không phản ánh đúng giá trị bình quân của độ lệch chuẩn của các khoản đầu tư (các chứng khoán)

thành phần mà độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư còn chịu ảnh hưởng của mối quan hệ tương tác giữa các khoản đầu tư trong danh mục.

Giữa hai khoản đầu tư (hai chứng khoán) bất kỳ trong danh mục đầu tư có thể có liên hệ tương quan với nhau, để đánh giá mức độ tương quan giữa chúng người ta dùng chỉ tiêu hiệp phương sai.

- Hiệp phương sai - Covariance (COV): phản ánh mức độ quan hệ rủi ro của hai chứng khoán (hai khoản đầu tư) bất kỳ trong danh mục đầu tư.

Hiệp phương sai của tỷ suất sinh lời của hai khoản đầu tư A,B:

$$\begin{aligned} COV(A, B) &= E(r_{iA} - \bar{r}_A) \cdot (r_{iB} - \bar{r}_B) \\ \Rightarrow COV(A, B) &= \sum_{i=1}^n P_i \cdot (r_{iA} - \bar{r}_A) \cdot (r_{iB} - \bar{r}_B) \end{aligned}$$

Trong đó: r_{iA} : Tỷ suất sinh lời của khoản đầu tư A ở tình huống i

r_{iB} : Tỷ suất sinh lời của khoản đầu tư B ở tình huống i

\bar{r}_A, \bar{r}_B : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của hai khoản đầu tư A và B

Tương quan giữa hai khoản đầu tư bất kỳ trong danh mục đầu tư cũng có thể diễn giải qua hệ số tương quan (p_{AB})

$$p_{AB} = \frac{\text{cov}(A, B)}{\sigma_A \cdot \sigma_B}$$

Giả sử với một danh mục đầu tư bất kỳ của hai khoản đầu tư A và B. Tỷ trọng vốn đầu tư cho khoản đầu tư A và B tương ứng là f_A và f_B . Ta có tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục đầu tư:

$$r_E = f_A \cdot \bar{r}_A + f_B \cdot \bar{r}_B$$

Phương sai của tỷ suất sinh lời của danh mục đầu tư:

$$\sigma_p^2 = f_A^2 \cdot \sigma_A^2 + f_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2f_A \cdot f_B \cdot \text{cov}(A, B)$$

Và độ lệch chuẩn của danh mục:

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} = \sqrt{f_A^2 \cdot \sigma_A^2 + f_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2f_A \cdot f_B \cdot \text{cov}(A, B)}$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} = \sqrt{f_A^2 \cdot \sigma_A^2 + f_B^2 \cdot \sigma_B^2 + 2f_A \cdot f_B \cdot P_{AB} \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B}$$

Hoặc:

Trong đó: σ_P : Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư.

σ_A : Độ lệch chuẩn của khoản đầu tư A.

σ_B : Độ lệch chuẩn của khoản đầu tư B.

P_{AB} : Hệ số tương quan giữa tỷ suất sinh lời của hai khoản đầu tư A và B

Hệ số tương quan p_{AB} có giá trị thay đổi từ -1 đến +1

+ Nếu $p_{AB} = +1$: Tỷ suất sinh lời của hai khoản đầu tư có tương quan xác định (thuận) hoàn toàn. Rủi ro của hai khoản đầu tư sẽ không được giảm bớt phần nào mà nó đúng bằng tổng rủi ro của khoản đầu tư cá biệt.

+ Nếu $p_{AB} = -1$: Tỷ suất sinh lời của hai khoản đầu tư có tương quan phủ định (nghịch) hoàn toàn. Rủi ro của cặp hai khoản đầu tư ở mức thấp nhất và có thể được loại trừ hết.

+ Nếu $p_{AB} = 0$: Hai khoản đầu tư độc lập lẫn nhau (không có tương quan).

Trong trường hợp tổng quát, đối với một danh mục có nhiều khoản đầu tư hay nhiều chứng khoán (n khoản). Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư được xác định bởi công thức:

$$\sigma_P = \sqrt{\sum_{i=1}^n f_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{j=1, i \neq j}^n f_i f_j \text{cov}(i, j)}$$

Trong đó: f_i : Tỷ trọng vốn đầu tư cho khoản đầu tư i trong danh mục

f_j : Tỷ trọng vốn đầu tư cho khoản đầu tư j trong danh mục

$\text{Cov}(i, j)$: Hiệp phương sai tỷ suất sinh lời của khoản đầu tư i và j

5. Mối quan hệ giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời

5.1. Rủi ro hệ thống và hệ số beta

Để giảm thiểu rủi ro trong kinh doanh, các nhà đầu tư sẽ tìm cách đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình, khi số lượng các khoản đầu tư (chứng khoán) trong danh mục đầu tư càng tăng lên thì rủi ro của danh mục đầu tư càng giảm. Tuy nhiên đa dạng hóa danh mục đầu tư chỉ có thể loại trừ được các rủi ro riêng biệt (rủi ro phi hệ thống) của chứng khoán, mà không loại trừ được rủi ro thị

trường, do đó rủi ro danh mục chỉ giảm đến mức bằng rủi ro hệ thống (rủi ro thị trường) mặc dù danh mục đã được đa dạng hóa tốt.

Rủi ro thị trường là phần rủi ro của chứng khoán không thể phân tán được nữa, nó phản ánh phần rủi ro của mỗi loại chứng khoán tham gia trong rủi ro chung của thị trường. Do đó, khi một danh mục đầu tư đa dạng hoá tốt thì rủi ro danh mục sẽ phụ thuộc vào rủi ro thị trường của các chứng khoán trong danh mục.

*** Hệ số beta (β):**

Để đo lường rủi ro hệ thống (rủi ro thị trường) của một tài sản (một chứng khoán) trong danh mục đầu tư người ta dùng hệ số beta (β).

(β): Hệ số đo lường độ nhạy của tỷ suất sinh lời kỳ vọng của một chứng khoán trong danh mục thị trường

Dựa vào các phép toán trong môn học xác suất thống kê thì β của cổ phiếu i theo danh mục thị trường là:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(i, m)}{\sigma_m^2}$$

Trong đó:

(β_i): Hệ số rủi ro của chứng khoán (cổ phiếu) i , phản ánh độ nhạy về tỷ suất sinh lời của cổ phiếu so với sự biến động về tỷ suất sinh lời của thị trường.

Cov(i, m): Hiệp phương sai giữa tỷ suất sinh lời của chứng khoán (cổ phiếu) i và tỷ suất sinh lời thị trường.

σ_m^2 : Phương sai của danh mục thị trường.

Hệ số β đo lường rủi ro của chứng khoán, trong thực tế các nhà kinh doanh sử dụng mô hình hồi quy dựa trên số liệu lịch sử để ước lượng β . Hệ số beta xác định cho các chứng khoán được cung cấp bởi các công ty chứng khoán hoặc công ty đánh giá hệ số tín nhiệm. Hệ số β thường được tính cho nhiều giai đoạn: 1 năm, 2 năm, 4 năm, 5 năm... Hệ số β của chứng khoán cho phép biết được chứng khoán là có nhiều rủi ro và nhạy hay ngược lại chắc chắn và ổn định.

Nếu cổ phiếu có:

$\beta > 1$: Cổ phiếu nhạy hơn, rủi ro hơn thị trường

$\beta = 1$: Cổ phiếu thay đổi theo thị trường

$\beta < 1$: Cổ phiếu kém nhạy hơn, ít rủi ro hơn thị trường.

Giả sử trong một thời kỳ, chỉ số chung trên thị trường chứng khoán tăng hoặc giảm 10% thì cổ phiếu có hệ số $\beta = 1$ sẽ có giá trị tăng (hoặc giảm) tương ứng bằng 10%. Trong khi cổ phiếu có hệ số $\beta = 1,2$ sẽ có giá trị tăng (hoặc giảm) tương ứng bằng 12%.

*** Hệ số beta của danh mục đầu tư (β_P)**

$$\beta_P = \sum_{i=1}^n f_i \beta_i$$

Trong đó:

f_i : Tỷ trọng của khoản đầu tư vào chứng khoán i trong danh mục

β_i : Hệ số beta của chứng khoán i

5.2. Tác động của rủi ro tới tỷ suất sinh lời

Tỷ suất sinh lời mà nhà đầu tư đòi hỏi là tỷ suất sinh lời cần thiết tối thiểu phải đạt được khi thực hiện đầu tư sao cho có thể bù đắp được rủi ro có thể gặp phải trong đầu tư.

Tỷ suất sinh lời mà nhà đầu tư đòi hỏi được xác định trên cơ sở:

$$\begin{aligned} \text{Tỷ suất sinh lời đòi hỏi} &= \text{Lãi suất thực} + \text{Tỷ lệ lạm phát} + \text{Mức bù rủi ro} \\ &= \text{Lãi suất phi rủi ro} + \text{Mức bù rủi ro} \end{aligned}$$

Sử dụng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) để tính tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư đối với chứng khoán i:

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Trong đó:

R_i : Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư đối với chứng khoán i.

R_f : Lãi suất phi rủi ro, thông thường được tính bằng lãi suất trái phiếu dài hạn của Chính phủ.

R_m : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng thị trường (danh mục đầu tư thị trường).

β_i : Hệ số rủi ro của chứng khoán i.

$R_m - R_f$: Mức bù rủi ro thị trường.

$\beta_i (R_m - R_f)$: Mức bù rủi ro của chứng khoán i.

Ta có:

$$\begin{array}{ccc} \text{Mức bù rủi ro} & & \text{Hệ số } \beta \text{ của} \\ \text{của chứng} & = & \text{chứng} \\ \text{khoán} & & \text{khoán} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Mức bù rủi} \\ \text{ro thị} \\ \text{trường} \end{array}$$

$$\text{Vì } R_m > R_f \rightarrow R_m - R_f > 0$$

Như vậy, tỷ suất sinh lời của chứng khoán (R_i) có tương quan xác định với hệ số β của chứng khoán. Nghĩa là nếu chứng khoán có rủi ro nhiều hơn (hệ số β càng cao) thì nhà đầu tư sẽ yêu cầu tỷ suất sinh lời của chứng khoán phải cao hơn.

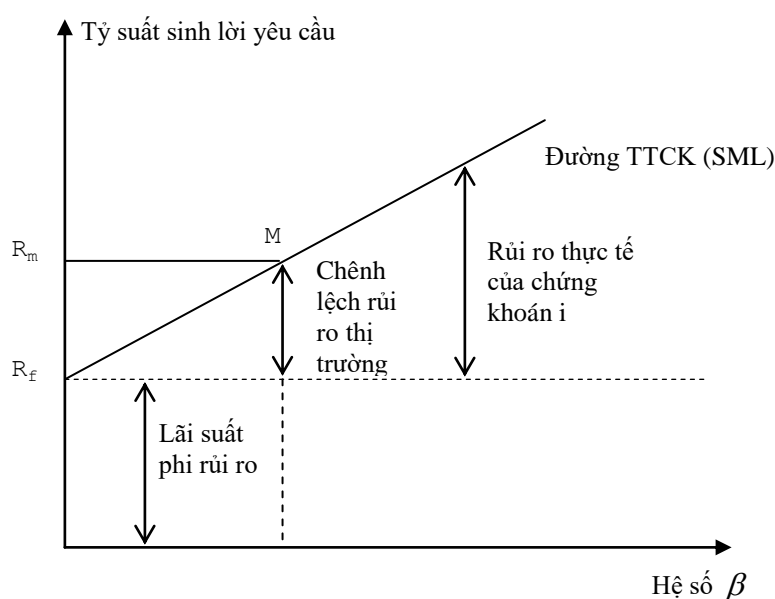
+ Nếu $\beta = 0 \rightarrow R_i = R_f$: Tỷ suất sinh lời của chứng khoán bằng với lãi suất phi rủi ro.

+ Nếu $\beta = 1 \rightarrow R_i = R_m$: Tỷ suất sinh lời của chứng khoán bằng với tỷ suất sinh lời của thị trường.

Mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời đòi hỏi của chứng khoán và hệ số beta của chứng khoán thể hiện trên đường thị trường chứng khoán SML (Đường thẳng bắt đầu từ R_f và tăng lên R_m khi $\beta = 1$).

Phương trình của đường thị trường chứng khoán như sau:

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$



Đường thị trường chứng khoán SML

Trên đồ thị, M là danh mục thị trường có $\beta = 1$, lúc đó tỷ suất sinh lời đòi hỏi bằng R_m và chứng khoán đầu tư có tỷ suất sinh lời đòi hỏi giống như tỷ suất sinh lời danh mục thị trường.

IV. ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU VÀ CỔ PHIẾU

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 (goingconcern 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 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

Giá trị sổ sách (book value), có thể hiểu là 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 được tính bằng chi phí mua sắm tài sản trừ đi phần khấu hao lũy kế của tài sản đó. Giá trị sổ sách của doanh nghiệp 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 kế toán của doanh nghiệp.

- *Giá trị thị trường (market value)* là giá trị của tài sản hoặc giá trị của 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, 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 hay giá trị nội tại (intrinsic value)* của một chứng khoán là giá trị của chứng khoán đó 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 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 bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn nợ của tổ chức phát hành.

Bằng chứng được biểu hiện dưới nhiều hình thức khác nhau như: chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử.

Trái phiếu 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, mệnh giá của trái phiếu theo quy định ở Việt Nam là công bội của 100.000 đồng. Ngoài việc công bố mệnh giá, người ta còn công bố lãi suất của trái phiếu. Lãi suất mà người phát hành công bố được gọi là lãi danh nghĩa của trái phiếu tức là lãi suất mà người mua trái phiếu được hưởng, nó được tính bằng số tiền lãi được hưởng chia cho mệnh giá của trái phiếu tùy theo thời hạn nhất định.

- *Định giá trái phiếu* tức là xác định giá trị lý thuyết của trái phiếu một cách hợp lý và công bằng. Giá trị của trái phiếu được định giá bằng cách xác định giá trị hiện tại 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 không bao giờ đáo hạn. Giá trị của loại trái phiếu này được xác định bằng giá trị hiện tại của dòng tiền hàng năm vĩnh cửu mà trái phiếu này mang lại. Giả sử chúng ta gọi:

- I là tiền lãi cố định được hưởng mãi mãi
- P_d là giá trị của trái phiếu
- r_d là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư

thì giá của trái phiếu vĩnh cửu chính là tổng giá trị hiện tại của toàn bộ tiền lãi thu được từ trái phiếu.

Công thức xác định giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh cửu do trái phiếu đưa lại như sau:

$$P_d = \frac{I}{(1+r_d)^1} + \frac{I}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+r_d)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+r_d)^t} = \frac{I}{r_d}$$

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) tính trên mệnh giá trái phiếu và được thu hồi lại vốn gốc bằng mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn.

Nếu sử dụng các ký hiệu:

- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm trái phiếu còn lưu hành cho đến khi đáo hạn,

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

$$P_d = \frac{I}{(1+r_d)^1} + \frac{I}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+r_d)^n} + \frac{MV}{(1+r_d)^n}$$

Trường hợp nhà đầu tư thực hiện chuyển nhượng lại trái phiếu cho nhà đầu tư khác hoặc bán lại cho công ty khi công ty có nhu cầu mua lại trái phiếu trước khi đáo hạn, khi đó nhà đầu tư sẽ ước tính giá bán chuyển nhượng ở một thời điểm trong tương lai. Trong trường hợp đó, giá trị trái phiếu sẽ được xác định như sau:

$$P_d = \frac{I}{(1+r_d)^1} + \frac{I}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+r_d)^n} + \frac{P_n}{(1+r_d)^n}$$

Trong đó: P_n là giá bán trái phiếu ước tính ở cuối kỳ thứ n

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 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 phân 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 phần lãi định kỳ bằng không. Do vậy, giá trị của trái phiếu không hưởng lãi được định giá như là mệnh giá khi trái phiếu đáo hạn.

$$P_d = \frac{MV}{(1+r_d)^n}$$

2.4. Định giá trái phiếu trả lãi nửa năm

Thông thường trái phiếu được trả lãi hàng năm một lần nhưng đôi khi cũng có loại trái phiếu trả lãi nửa năm một lần 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.

$$P_d = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1+r_d/2)^t} + \frac{MV}{(1+r_d/2)^{2n}}$$

2.5. Phân tích sự biến động giá trái phiếu

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

- I là tiền lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- r_d là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư khi đầu tư vào trái phiếu
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm trái phiếu còn lưu hành cho đến khi 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 r_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 xem ví dụ như sau:

Giả sử công ty cổ phần X phát hành trái phiếu có mệnh giá 100.000 đồng thời hạn 15 năm với mức lãi suất danh nghĩa hàng năm là 10%. Tỷ suất sinh lời mà 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:

$$P_d = 10.000*(7,6061) + 100.000*(0,2394) = 100.000 \text{ đồng}$$

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:

$$P_d = 10.000*(8,5595) + 100.000*(0,3152) = 117.115 \text{ đồng}$$

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:

$$P_d = 10.000*(6,8109) + 100.000*(0,1827) = 86.3790 \text{ đồng}$$

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 có thể rút ra một số nhận xét đối với trái phiếu có lãi suất cố định:

- Khi trái phiếu được lưu hành, giá của trái phiếu được hình thành trên thị trường do cung và cầu quyết định. Một yếu tố tác động trực tiếp đến giá trái phiếu hiện hành là lãi suất thị trường. Sự biến động lãi suất thị trường sẽ tác động đến giá trái phiếu hiện hành nhưng ngược chiều với sự biến động của lãi suất.

- Khi lãi suất thị trường bằng lãi suất danh nghĩa của trái phiếu thì giá của trái phiếu đang lưu hành được bán bằng với mệnh giá.

- Khi lãi suất thị trường tăng và cao hơn lãi suất danh nghĩa của trái phiếu thì giá trái phiếu đang lưu hành sẽ giảm và thấp hơn mệnh giá.

- Khi lãi suất thị trường giảm và thấp hơn lãi suất danh nghĩa thì giá trái phiếu đang lưu hành sẽ tăng và cao hơn mệnh giá.

- Càng tiến tới gần ngày đáo hạn, thì giá của trái phiếu đang lưu hành có xu hướng càng tiếp cận dần gần với mệnh giá của nó, ngoại trừ trái phiếu của các Công ty có nguy cơ mất khả năng thanh toán hay phá sản.

2.6. Lãi 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 sinh lời 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 *lãi suất* đầu tư trái phiếu.

+ *Lãi suất đáo hạn trái phiếu đáo hạn (Yield to maturity-YTM)*

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, lãi suất đáo hạn trái phiếu này là bao nhiêu? Để xác định lãi suất đáo hạn trái phiếu, chúng ta giải phương trình sau:

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

Sử dụng máy tính tài chính hoặc Excel để giải phương trình trên, chúng ta có được lãi suất đáo hạn của trái phiếu $r_d = 10\%$.

+ *Lãi suất đầu tư 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 lãi suất cho đến khi trái phiếu đáo hạn (YTM). Công thức tính lãi suất trái phiếu lúc thu hồi hay còn gọi là lãi suất hoàn vốn như sau:

$$P_d = \frac{I}{(1+r_d)^1} + \frac{I}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+r_d)^n} + \frac{P_c}{(1+r_d)^n}$$

Trong đó n là số năm cho đến khi trái phiếu được thu hồi, P_c là giá thu hồi trái phiếu và r_d là lãi suất khi trái phiếu được thu hồi hay còn gọi là lãi suất hoàn vốn. Nếu biết giá của trái phiếu (P_d) và giá khi thu hồi trái phiếu (P_c) và tiền lãi hàng năm (I) chúng ta có thể giải phương trình trên để tìm lãi suất khi trái phiếu được thu hồi ($r_d = YTC$).

3. Định giá cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành.

Bằng chứng được thể hiện dưới nhiều hình thức như: chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử.

Xét theo quyền lợi của nhà đầu tư, cổ phiếu được chia thành 2 loại là cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường.

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 trị cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau:

$$P_{ps} = d_{ps} / r_{ps}$$

Trong đó d_{ps} là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi và r_{ps} là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi.

4. Định giá cổ phiếu thường

4.1. Cơ sở định giá

Cổ phiếu thường là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần thường của công ty cổ phần.

Cổ phiếu thường là chứng chỉ chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Mệnh giá một cổ phần thường theo quy định hiện hành ở Việt Nam là 10.000 đồng. 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 giá trị trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chính là tổng giá trị hiện tại của dòng tiền thu nhập mà cổ phiếu tạo ra cho nhà đầu tư.

Tương tự, giá trị cổ phiếu thường cũng được xem như là tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 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:

$$P_e = \frac{d_1}{(1+r_e)^1} + \frac{d_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{d_\infty}{(1+r_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó d_t là cổ tức một cổ phiếu thường được chia ở thời kỳ t và r_e là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu thường. 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 trị cổ phiếu sẽ là:

$$P_e = \frac{d_1}{(1+r_e)^1} + \frac{d_2}{(1+r_e)^2} + \frac{P_2}{(1+r_e)^2}$$

4.2. Mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị nội tại hay giá trị lý thuyết (*intrinsic value*) của cổ phiếu thường. Mô hình này được sử dụng với giả định: (1) biết được động thái tăng trưởng của cổ tức, và (2) biết trước tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

Mục tiêu hàng đầu của phân tích cơ bản là tìm ra mức giá hợp lý của cổ phiếu. Trên cơ sở đó có thể so sánh và đối chiếu với giá cổ phiếu trên thị trường để xem xét, cổ phiếu đang được thị trường đánh giá cao hay bị đánh giá thấp từ đó giúp cho người đầu tư đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Ước định giá cổ phiếu hay xác định giá trị nội tại của cổ phiếu cần phải dựa trên cơ sở xem xét tình hình hiện tại và tương lai của doanh nghiệp.

Người đầu tư vào cổ phiếu hy vọng sẽ thu được các khoản thu nhập trong tương lai do cổ phiếu đưa lại. Vì thế, có thể coi giá cổ phiếu là giá trị hiện tại của các khoản thu được trong tương lai do cổ phiếu mang lại bao gồm khoản cổ tức hàng năm có thể nhận được và khoản tiền có thể thu được khi nhượng bán lại cổ phiếu. Do vậy, giá cổ phiếu có thể ước định theo công thức tổng quát sau:

$$P_e = \frac{d_1}{(1+r_e)} + \frac{d_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+r_e)^n} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}$$

Trong đó: P_e : Giá trị cổ phiếu thường được ước định.

d_t : Khoản cổ tức dự tính nhận được ở năm thứ t

P_n : Giá bán lại cổ phiếu dự tính ở cuối năm thứ n

r_e : Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư khi đầu tư vào cổ phiếu thường

n : Số năm nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư.

Với quan điểm đầu tư vào cổ phiếu là đầu tư vào Công ty, người đầu tư là chủ sở hữu Công ty. Với quan điểm này thì việc đầu tư vào cổ phiếu là đầu tư

dài hạn với hy vọng vào tương lai phát triển của doanh nghiệp từ đó thu được những khoản thu nhập ngày càng lớn hơn và do vậy, khi $n \rightarrow \infty$ thì:

$$\frac{P_n}{(1+r_e)^n} \rightarrow 0$$

Như vậy, trên quan điểm đầu tư dài hạn thì giá cổ phiếu là giá trị hiện tại của dòng cổ tức nhận được trong tương lai và vì thế biểu thức (2) được gọi là "Mô hình chiết khấu cổ tức" trong định giá cổ phiếu. Để ước định được giá cổ phiếu thường cần ước tính số cổ tức có thể nhận được hàng năm. Vì thế, thông thường người ta phân biệt làm 3 trường hợp.

+ *Trường hợp cổ tức tăng đều đặn hàng năm*

Trong trường hợp này, giả định Công ty trả cổ tức hàng năm cho cổ đông theo một tỷ lệ tăng đều đặn là g và d_0 là cổ tức được trả ở năm trước. Vậy, cổ tức dự tính nhận được ở năm thứ nhất là $d_1 = d_0 + d_0 \cdot g = d_0(1+g)$ và ở năm thứ hai là $d_2 = d_1(1+g) = d_0(1+g)^2 \dots$ từ đó, giá cổ phiếu được xác định:

$$P_e = \frac{d_0(1+g)}{(1+r_e)} + \frac{d_0(1+g)^2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{d_0(1+g)^n}{(1+r_e)^n} \quad (3)$$

Biến đổi công thức trên có thể rút ra:

$$P_e = \frac{d_0(1+g)}{r_e - g}$$

Hoặc:

$$P_e = \frac{d_1}{r_e - g}$$

+ *Trường hợp cổ tức hàng năm không tăng, không giảm.*

Trong trường hợp cổ tức hàng năm chia cho cổ đông không thay đổi, tức là $g=0$. Vậy, giá cổ phiếu được ước định bằng công thức sau:

$$P_e = \frac{d}{r_e}$$

+ *Trường hợp cổ tức tăng không đều đặn.*

Trong thực tế khó có một Công ty nào phát triển theo một tốc độ bất biến. Một cách tiếp cận thực tế hơn có thể thấy rằng các công ty có chu kỳ sống và trong đó, có thể chia thành các giai đoạn khác nhau. Mỗi giai đoạn cũng có sự tăng trưởng khác nhau và theo đó công ty có định hướng phân chia cổ tức với tỷ lệ tăng trưởng không giống nhau cho mỗi giai đoạn hay thời kỳ.

Một mô hình đơn giản nhất về chu kỳ sống của một Công ty là có thể chia thành hai giai đoạn: Giai đoạn tăng trưởng và giai đoạn phát triển ổn định. Giai đoạn tăng trưởng là giai đoạn đầu của Công ty với tốc độ tăng trưởng cao. Tiếp đó là giai đoạn phát triển với tốc độ tăng trưởng ổn định.

Nếu giả định một công ty có giai đoạn tăng trưởng trong T năm và trong giai đoạn này tỷ lệ tăng cổ tức (%) hàng năm là G_s và sau đó là giai đoạn phát triển với tỷ lệ tăng cổ tức (%) hàng năm đều nhau là g , vậy theo mô hình chiếu khấu cổ tức, giá cổ phiếu thường của công ty có thể xác định theo công thức tổng quát sau:

$$P_e = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+r_e)^t} + \frac{1}{(1+r_e)^T} \times \frac{d_{T+1}}{r_e - g}$$

Có thể thấy: $d_t = d_0(1 + G_s)^t$; $d_T = d_0(1 + G_s)^T$ và $d_{T+1} = d_T(1 + g)$

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

Phương pháp này đưa ra cách tính giá cổ phiếu thường rất đơn giản bằng cách lấy lợi nhuận kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu thường nhân với hệ số PE bình quân của ngành.

Ví dụ một công ty kỳ vọng sẽ kiếm được lợi nhuận sau thuế trên mỗi cổ phiếu thường là 3\$ trong năm tới và hệ số PE bình quân của ngành là 15 thì giá cổ phiếu thường sẽ là:

$$P_e = (\text{Ln sau thuế kỳ vọng trên cổ phiếu}) \times (\text{Hệ số PE bình quân ngành})$$

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

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 phụ thuộc vào việc ước lượng lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu.

- *Thứ hai*, làm thế nào để chọn được hệ số PE phù hợp và liệu nhà đầu tư có tin tưởng vào hệ số PE bình quân của ngành hay không, nếu có thì vẫn còn sai số giữa hệ số PE của ngành và PE của công ty.

V. DỰ BÁO NHU CẦU TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

1. Phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu

Đây là một phương pháp dự báo nhu cầu tài chính ngắn hạn và đơn giản. Khi áp dụng phương pháp này đòi hỏi người thực hiện phải hiểu đặc thù sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (quy trình sản xuất, tính chất của sản phẩm, tính thời vụ...) và phải hiểu tính quy luật của mối quan hệ giữa doanh thu với tài sản, tiền vốn, phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp. Tài liệu dùng để dự báo bao gồm: các báo cáo tài chính kỳ trước và dự kiến doanh thu của kỳ kế hoạch. Phương pháp này được tiến hành qua 4 bước sau đây.

Bước 1: Tính số dư bình quân của các khoản mục trong bảng cân đối kế toán kỳ thực hiện

Bước 2: Chọn các khoản mục trong bảng cân đối kế toán chịu sự tác động trực tiếp và có quan hệ chặt chẽ với doanh thu bán hàng, sau đó tính tỷ lệ phần trăm của các khoản đó so với doanh thu bán hàng thực hiện trong kỳ.

Chú ý rằng chỉ chọn các khoản mục nào đồng thời thoả mãn cả hai điều kiện là quan hệ chặt chẽ và trực tiếp với doanh thu bán hàng. Trong thực tế cho thấy toàn bộ các khoản mục tài sản ngắn hạn bên phần tài sản (Tiền, nợ phải thu, vốn tồn kho... sau khi đã loại trừ các yếu tố bất hợp lý như: nợ không có khả năng thu hồi, hàng hoá, vật tư mất, kém phẩm chất, chậm luân chuyển, không cần dùng...), và các khoản mục vốn chiếm dụng bên phần nguồn vốn (phải trả nhà cung cấp, phải thanh toán cán bộ công nhân viên, phải nộp ngân sách sau khi đã loại trừ các yếu tố bất hợp lý như nợ vô chủ...) thoả mãn điều kiện này.

Bước 3: Dùng tỷ lệ phần trăm đó để ước tính nhu cầu vốn lưu động cho năm kế hoạch trên cơ sở doanh thu bán hàng dự kiến năm kế hoạch.

Tổng tỷ lệ phần trăm của phần tài sản lưu động cho biết: Muốn tạo ra một đồng doanh thu bán hàng thì phải có bao nhiêu đồng vốn đầu tư vào tài sản lưu động.

Tổng tỷ lệ phần trăm bên phần vốn chiếm dụng cho biết: khi tạo ra một đồng doanh thu bán hàng thì chiếm dụng đương nhiên được bao nhiêu đồng vốn (nguồn vốn phát sinh tự động).

Chênh lệch của hai tỷ lệ này cho biết: Vậy thực chất khi tăng một đồng doanh thu bán hàng thì doanh nghiệp chỉ cần tài trợ bao nhiêu đồng vốn đầu tư vào tài sản lưu động

Tích của phần doanh thu bán hàng tăng thêm với chênh lệch của hai tỷ lệ này chính là nhu cầu vốn lưu động tăng thêm cần phải bổ sung cho kỳ kế hoạch.

Bước 4: Định hướng nguồn trang trải nhu cầu vốn lưu động tăng thêm trên cơ sở kết quả kinh doanh kỳ kế hoạch.

Nguồn trang trải nhu cầu vốn tăng thêm gồm 2 phần: trước hết là nguồn lợi nhuận để lại của năm kế hoạch, sau nữa là nguồn huy động từ bên ngoài.

2. Phương pháp lập bảng cân đối kế toán mẫu

Khi đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp, người ta thường dùng hệ thống các chỉ tiêu tài chính và luôn mong muốn hệ thống chỉ tiêu tài chính này được hoàn thiện. Do vậy, để dự báo nhu cầu vốn và tài sản cho kỳ kế hoạch, người ta xây dựng hoặc dựa vào một hệ thống chỉ tiêu tài chính được coi là chuẩn và dùng nó để ước lượng nhu cầu vốn cần phải có tương ứng với một mức doanh thu nhất định. Phương pháp này được áp dụng rộng rãi trong thực tế, đặc biệt là doanh nghiệp mới được thành lập. Các chỉ tiêu tài chính đặc trưng được sử dụng ở đây có thể là các tỷ số trung bình của ngành hoặc của doanh nghiệp cùng loại (doanh nghiệp này cùng tuổi, cùng quy mô, trong cùng một vùng địa lý, thị trường có thể so sánh được), hoặc là tự xây dựng từ thông tin quá khứ của doanh nghiệp.

- *Nội dung của phương pháp:* Căn cứ vào các chỉ tiêu tài chính trung bình của ngành, hoặc của doanh nghiệp điển hình trong cùng ngành, căn cứ vào kết quả dự báo về doanh thu dự kiến, nhà quản trị tài chính sẽ tính toán và xác định được các khoản mục trên Bảng cân đối kế toán như: Tổng tài sản, TSNH, TSDH, Nợ phải thu, Hàng tồn kho, Vốn bằng tiền, Tổng nguồn vốn, Nợ phải trả,

Nợ ngắn hạn, Nợ dài hạn, Vốn chủ sở hữu... Như vậy, kết quả của việc dự báo là xây dựng được một bảng cân đối kế toán mẫu với số liệu dự kiến cho một doanh nghiệp phù hợp với quy mô kinh doanh của doanh nghiệp đó.

Bảng cân đối kế toán mẫu cho biết doanh nghiệp muốn đạt doanh thu dự kiến và các tỷ số tài chính đặc trưng thì cần phải có lượng vốn bao nhiêu, được hình thành từ các nguồn nào và đầu tư vào các loại tài sản gì.

Cần chú ý rằng, cùng một hệ số tài chính nhưng doanh thu khác nhau sẽ dẫn đến bảng cân đối kế toán mẫu khác nhau. Do đó có thể lập ra nhiều bảng cân đối kế toán mẫu để dự báo nhu cầu tài chính theo những mức doanh thu khác nhau.

- *Điều kiện để áp dụng phương pháp này*: là phải biết rõ ngành nghề hoạt động của doanh nghiệp và sau đó là quy mô sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (được đo lường bằng mức doanh thu dự kiến hàng năm). Kết quả dự báo theo phương pháp này được thể hiện trên bảng cân đối kế toán mẫu.

3. Phương pháp dự báo dựa vào chu kỳ vận động của vốn

Đối với nhu cầu vốn lưu động, doanh nghiệp có thể dựa vào chu kỳ vận động của vốn lưu động để xác định nhu cầu tài trợ vốn lưu động. Thời gian vận động của vốn lưu động càng dài thì lượng vốn lưu động mà doanh nghiệp phải tài trợ càng nhiều để đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh diễn ra thường xuyên. Nhu cầu vốn lưu động có thể được xác định bằng 2 cách sau đây:

Cách 1: Xác định gián tiếp thông qua vòng quay của vốn lưu động của kỳ trước hoặc của trung bình ngành.

Công thức xác định như sau:

$$\text{Nhu cầu vốn lưu động} = \frac{\text{Doanh thu dự kiến năm kế hoạch}}{\text{Vòng quay vốn lưu động}}$$

Cách 2: Xác định trực tiếp thông qua thời gian luân chuyển của vốn lưu động

Phương pháp xác định như sau:

+ Bước 1: Xác định số ngày luân chuyển của vốn lưu động

$$\begin{array}{cccc} \text{Số ngày} & \text{Kỳ luân} & \text{Kỳ thu} & \text{Kỳ trả} \\ \text{luân chuyển} & \text{chuyển} & \text{tiền} & \text{tiền} \\ \text{của vốn lưu} & = & + & - \\ \text{động} & \text{hàng tồn} & \text{trung} & \text{trung} \\ & \text{kho (A)} & \text{ bình (B)} & \text{ bình (C)} \end{array}$$

Trong đó:

A = Hàng tồn kho bình quân/ Giá vốn hàng bán bình quân một ngày

B = Nợ phải thu bình quân/ Doanh thu bán chịu bình quân mỗi ngày

C = Nợ phải trả nhà cung cấp bình quân/ Tín dụng mua chịu bình quân mỗi ngày

+ Bước 2: Xác định nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp

$$\begin{array}{cccc} \text{Nhu} & \text{Giá trị nguyên vật} & \text{Số lượng sản} & \text{Số ngày luân} \\ \text{cầu} & \text{liệu và lao động bình} & \text{phẩm sản xuất} & \text{chuyển của} \\ \text{VLĐ} & \text{quân cho một sản} & \text{bình quân mỗi} & \text{vốn lưu động} \\ & \text{phẩm} & \text{ngày} & \\ & & \text{x} & \text{x} \end{array}$$

4. Dự báo nhu cầu vốn tiền mặt

Trong nền kinh tế thị trường, vốn bằng tiền là một loại tài sản linh động nhất, dễ dàng dùng nó để thoả mãn mọi nhu cầu trong quá trình sản xuất kinh doanh. Vốn bằng tiền còn là tiền đề để có các yếu tố khác nhau của quá trình sản xuất (nhân công, thiết bị, nguyên vật liệu). Nếu vốn bằng tiền giảm đi có nghĩa là tính chủ động về tài chính trong việc mở rộng quy mô, chớp lấy cơ hội đầu tư bị giảm sút, khả năng đáp ứng nghĩa vụ thanh toán bị hạn chế. Nhưng do thời điểm thu tiền và thời điểm chi tiêu bằng tiền không phải lúc nào cũng phù hợp với nhau, cho nên trong thực tế thường xảy ra thời điểm này thừa vốn bằng tiền mà còn thời điểm khác lại thiếu vốn bằng tiền. Vì vậy phải xác định nhu cầu vốn bằng tiền và chỉ rõ thời gian vốn bằng tiền cần được tài trợ.

Dự báo nhu cầu vốn bằng tiền là loại kế hoạch tác nghiệp. Người ta có thể lập kế hoạch tác nghiệp cho tuần, kỳ, tháng, quý hoặc cho năm.

- Nội dung dự báo nhu cầu vốn bằng tiền: Để đảm bảo thuận tiện trong điều hành và nhận biết nguồn gốc của dòng tiền, người ta thường chia thành 3 bộ phận cấu thành dòng tiền vào, dòng tiền ra của một doanh nghiệp, đó là:

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, Dòng tiền từ hoạt động đầu tư, Dòng tiền từ hoạt động tài chính. Sau đó, người ta dự báo nhu cầu qua các bước sau:

Bước 1: Xác định dòng tiền vào của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở các dự báo về doanh thu bán hàng, dự kiến huy động vốn bằng tiền (đi vay nợ, phát hành cổ phiếu, trái phiếu...), căn cứ vào quy luật phát sinh dòng tiền trong quá khứ và các chính sách bán chịu của doanh nghiệp để dự kiến dòng tiền vào của doanh nghiệp. Cần chú ý đến sự khác nhau của doanh thu và thu tiền.

Bước 2: Xác định dòng tiền ra của doanh nghiệp. Căn cứ vào kế hoạch SXKD, kế hoạch chi phí, các chính sách tín dụng thương mại của nhà cung cấp đối với DN, các chính sách của nhà nước như chính sách thuế... để xác định dòng tiền chi phát sinh trong kỳ. Chú ý đến sự khác nhau của chi phí và chi tiền.

Bước 3: Xác định dòng tiền thuần trong kỳ: Đó là chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra của doanh nghiệp phát sinh trong cùng một kỳ.

Bước 4: Xác định số dư tiền cuối kỳ: Lấy số dư đầu kỳ cộng với dòng tiền thuần trong kỳ.

Bước 5: Xác định số tiền thừa (thiếu): Căn cứ vào số tiền mặt tối thiểu cần thiết, có thể xác định được số tiền thừa hoặc thiếu ở trong kỳ.

Căn cứ vào số tiền thừa thiếu, nhà quản lý sẽ đưa ra biện pháp sử dụng số tiền thừa để tránh lãng phí. Hoặc tìm cách huy động để đảm bảo lượng tiền đáp ứng đầy đủ cho hoạt động của doanh nghiệp.

VI. QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

Đầu tư là quá trình sử dụng vốn để hình thành những tài sản cần thiết nhằm mục tiêu thu lợi nhuận trong một thời gian dài ở tương lai.

Quyết định đầu tư vốn có tầm quan trọng đặc biệt bởi lẽ nó có tính chất chiến lược, quyết định đến tương lai của một doanh nghiệp. Một quyết định đầu tư khôn ngoan sẽ mang lại lợi ích lâu dài, ngược lại một sai lầm trong đầu tư buộc doanh nghiệp phải trả giá trong thời gian không ngắn. Vì vậy để đi đến quyết định đầu tư vốn các nhà quản trị tài chính phải tham gia đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư.

1. Xác định dòng tiền của dự án đầu tư

1.1. Nguyên tắc xác định dòng tiền: Khi xác định dòng tiền của dự án cần áp dụng các nguyên tắc cơ bản sau đây:

(1) *Dòng tiền nên được đo lường trên cơ sở tăng thêm do đầu tư đưa lại:* Khi thực hiện đầu tư (nhất là đối với trường hợp đầu tư thay thế, hay đầu tư nâng cấp...) thì dòng tiền vào và dòng tiền ra là tổng hợp của cả tài sản hiện hành và tài sản mới tạo ra. Do đó, để tránh trường hợp bạn chọn một quyết định đầu tư tồi, hay loại bỏ một quyết định đầu tư tốt, bạn phải tính toán dòng tiền của đầu tư bằng cách xác định dòng tiền tăng thêm. Khi đó, dòng tiền tăng thêm mới phản ánh đúng hiệu quả của việc đầu tư đưa lại.

(2) *Dòng tiền nên được tính toán trên cơ sở sau thuế:* Vì khi ra quyết định đầu tư, mục tiêu là tối đa hóa sinh lời cho chủ sở hữu, do đó cơ sở để xác định tỷ suất sinh lời cho chủ sở hữu là dòng tiền sau khi đã thực hiện đầy đủ nghĩa vụ thuế đối với nhà nước, tức là dòng tiền sau thuế. Mặt khác, vì dòng tiền sẽ được chiết khấu theo lãi suất sau thuế, do đó dòng tiền cũng phải đảm bảo đồng nhất.

(3) *Nên bỏ qua chi phí chìm trong dòng tiền dự án:* Chi phí chìm là khoản chi phí đã phát sinh và không thể thu hồi được bất kể dự án có được chấp nhận hay bị loại bỏ.

Bởi vì khoản chi phí này đã phát sinh trong quá khứ do đó nó không thể thay đổi được cho dù có chấp nhận dự án hay loại bỏ dự án. Vì vậy chúng ta sẽ bỏ qua khoản chi phí này. Hay nói cách khác là nó không liên quan đến dòng tiền ra của dự án.

(4) *Nên tính đến chi phí cơ hội khi đánh giá hiệu quả dự án:*

Chi phí cơ hội: là mức sinh lời cao nhất trong điều kiện có cùng rủi ro mà doanh nghiệp phải bỏ qua do doanh nghiệp quyết định đầu tư vốn hay sử dụng tài sản hiện có vào một dự án đầu tư nhất định.

Chẳng hạn doanh nghiệp của bạn có một TSCĐ đang xem xét để bán, cho thuê hoặc đem góp vốn vào doanh nghiệp khác... Nếu như tài sản này được sử dụng cho một dự án mới thì các khoản thu tiềm năng từ các dự án trên sẽ bị mất đi. Khoản thu nhập cao nhất bị mất đó có thể coi như là khoản chi phí và gọi đó là chi phí cơ hội, bởi vì doanh nghiệp thực hiện dự án mới sẽ bỏ qua các cơ hội khác có sử dụng tài sản này. Do đó, khi tính dòng tiền của dự án phải tính đến

mức sinh lời cho tài sản này. Cách xử lý là bạn nên coi giá trị của tài sản này là khoản vốn đầu tư hoặc là lấy dòng tiền của dự án trừ đi chi phí cơ hội.

Lưu ý: Tính theo giá trị thị trường hiện hành sau thuế thu nhập chứ không phải giá trị nguyên thủy của tài sản. (chi phí thực tế để hình thành tài sản)

(5) Mức ảnh hưởng chéo của dự án đến doanh nghiệp

Khi thực hiện dự án sẽ có thể mang lại những ảnh hưởng chéo tới các dự án hiện hành khác của doanh nghiệp. Vì vậy, cũng nên lượng hoá mức độ ảnh hưởng chéo này đến dòng tiền của dự án. Sau đó, nếu ảnh hưởng chéo tích cực thì chúng ta cộng thêm vào với dòng tiền của dự án. Ngược lại, nếu ảnh hưởng chéo tiêu cực thì chúng ta lấy dòng tiền của dự án để trừ đi mức ảnh hưởng chéo..

(6) Lạm phát

Lạm phát cũng là một nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư dài hạn, nếu như lạm phát dự kiến không được ước tính vào dòng tiền kỳ vọng của dự án thì việc tính NPV và IRR là không phù hợp. Lạm phát dự kiến nên được phản ánh vào số liệu doanh thu và chi phí, do vậy sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền thuần hàng năm. Tuy nhiên, lạm phát chỉ ảnh hưởng đến các khoản chi phí phát sinh bằng tiền hàng năm, chứ không ảnh hưởng đến chi phí khấu hao TSCĐ.

Doanh nghiệp không phải điều chỉnh tỷ suất sinh lời đòi hỏi theo lạm phát dự kiến bởi lẽ khi doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường thì các nhà đầu tư đã phải điều chỉnh lạm phát khi xác định tỷ suất sinh lời đòi hỏi cho phù hợp để quyết định cho doanh nghiệp sử dụng vốn.

(7) Không nên trừ lãi vay hay cổ tức ra khỏi dòng tiền của dự án đầu tư.

Vì ở đây chúng ta đánh giá hiệu quả dự án đầu tư là đánh giá hiệu quả của tổng vốn đầu tư (gồm cả vốn vay và vốn chủ sở hữu), do đó khi xác định dòng tiền vào của dự án chúng ta không trừ đi lãi vay vốn và cổ tức. Vì sau này khi đo lường hiệu quả dự án chúng ta còn thực hiện việc chiết khấu theo tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư. Nếu khi tính dòng tiền mà chúng ta trừ lãi vay và cổ tức, sau đó lại thực hiện chiết khấu dòng tiền về hiện tại thì vô hình chung chúng ta đã trả lãi vay và chia cổ tức hai lần cho các nhà đầu tư.

1.2. Nội dung xác định dòng tiền của dự án

a) Xác định dòng tiền dòng tiền ra

Dòng tiền ra của dự án đầu tư là khoản tiền mà doanh nghiệp bỏ ra để hình thành lượng tài sản cần thiết cho dự án. Nội dung dòng tiền ra bao gồm:

- Vốn đầu tư để hình thành tài sản cố định cho dự án.
- Số vốn đầu tư để hình thành TSLĐ thường xuyên cho dự án. Ngoài ra, trong quá trình vận hành dự án, có thể sẽ có đầu tư bổ sung, thì số vốn đầu tư bổ sung đó cũng là dòng tiền ra của dự án.

Khi xác định dòng tiền ra của dự án cần chú ý tới thu nhập thuần từ việc bán các tài sản hiện có trong trường hợp đầu tư là một quyết định thay thế, và thuế phát sinh do việc bán các tài sản hiện có hoặc mua tài sản mới.

b) Xác định dòng tiền vào của dự án

Dòng tiền vào của dự án đầu tư thể hiện dòng tiền do dự án đầu tư đưa lại cho doanh nghiệp (hay cho nhà đầu tư). Đối với dự án sản xuất kinh doanh, dòng tiền vào bao gồm:

- Dòng tiền thuần hoạt động hàng năm: Là khoản chênh lệch giữa số tiền thu được (dòng tiền vào) và số tiền chi ra (dòng tiền ra) phát sinh từ hoạt động thường xuyên hàng năm khi dự án đi vào hoạt động. Đối với một dự án đầu tư trong kinh doanh tạo ra doanh thu bán hàng hoặc cung cấp dịch vụ thì dòng tiền thuần từ hoạt động hàng năm của dự án được xác định trực tiếp bằng chênh lệch giữa dòng tiền vào do bán sản phẩm, hàng hoá với dòng tiền ra do mua vật tư và chi phí khác bằng tiền liên quan đến việc sản xuất, tiêu thụ sản phẩm hàng hoá và tiền thuế thu nhập mà doanh nghiệp phải nộp.

Hoặc có thể tính gián tiếp:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Dòng tiền thuần hoạt} & & \text{Lợi nhuận sau thuế} & & \text{Khấu hao TSCĐ} \\ & & \text{hàng năm} & + & \text{hàng năm} \\ & = & & & \\ \text{động hàng năm} & & & & \end{array}$$

- Thu hồi số vốn lưu động đã ứng ra do thu hẹp quy mô hoạt động kinh doanh hoặc khi kết thúc dự án.

- Thu thuần từ thanh lý, nhượng bán tài sản cố định. Được xác định bằng cách lấy giá bán thanh lý chưa bao gồm thuế gián thu trừ đi chi phí thực hiện thanh lý và khoản thuế TNDN (nếu có)

c) *Xác định dòng tiền thuần hàng năm của dự án:* Là khoản tiền chênh lệch giữa dòng tiền vào hàng năm trừ đi dòng tiền ra phát sinh hàng năm của dự án. Khi đó chúng ta chỉ có dòng tiền thuần hàng năm của dự án, bắt đầu từ CF_1 và đến hết vòng đời hoạt động của dự án. Việc xác định dòng tiền thuần hàng năm sẽ giúp chúng ta giảm bớt được khối lượng tính toán.

2. Các phương pháp đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư

2.1. Phương pháp thời gian hoàn vốn đầu tư (PP)

a) *Khái niệm:* Thời gian hoàn vốn đầu tư là khoảng thời gian cần thiết mà dòng tiền thuần hàng năm đủ bù đắp vốn đầu tư ban đầu của dự án. Như vậy thời gian hoàn vốn càng ngắn, dự án đầu tư càng hấp dẫn.

b) *Phương pháp xác định:* Tính toán thời gian hoàn vốn có thể chia ra 2 trường hợp:

+ *Trường hợp thứ nhất:* Dòng tiền thuần hàng năm bằng nhau, tạo nên một dòng tiền đồng nhất. Khi đó ta có:

$$\text{Thời gian hoàn vốn} = \frac{\text{Chi phí đầu tư ban đầu}}{\text{Dòng tiền thuần hàng năm}}$$

+ *Trường hợp thứ hai:* Dòng tiền thuần hàng năm không bằng nhau, trong trường hợp này, thời gian thu hồi vốn hay hoàn vốn được thực hiện chủ yếu như sau:

- Xác định số vốn đầu tư còn phải thu hồi ở cuối năm bằng cách tìm số chênh lệch giữa số vốn đầu tư còn phải thu hồi và dòng tiền thuần hàng năm.

- Khi số vốn đầu tư còn phải thu hồi nhỏ hơn dòng tiền thuần của năm sau, ta làm phép chia số vốn đầu tư còn phải thu hồi với dòng tiền thuần của năm đó và nhân với 12 tháng để tìm số tháng còn phải thu hồi.

c) *Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư:* Thông thường, Ban lãnh đạo hoặc chủ sở hữu công ty sẽ đưa ra thời gian hoàn vốn tối đa có thể chấp nhận (hay còn gọi là thời gian hoàn vốn tiêu chuẩn) (T). Đây là cơ sở để so sánh với thời gian hoàn vốn của dự án, kết quả cho thấy:

- Nếu thời gian hoàn vốn $> T$: dự án bị loại

- Nếu thời gian hoàn vốn $< T$: ta lại chia ra:

- + Nếu là các dự án thuộc loại độc lập: tất cả các dự án được lựa chọn.
- + Nếu là các dự án thuộc loại xung khắc, dự án nào có thời gian hoàn vốn nhỏ nhất là dự án được lựa chọn.

d) Ưu nhược điểm của phương pháp:

**Ưu điểm:*

+ Đơn giản, dễ áp dụng và được sử dụng như một công cụ để sàng lọc bớt các dự án. Nếu một dự án nào đó không đáp ứng được thời gian hoàn vốn tiêu chuẩn cho phép thì rõ ràng không cần tiếp tục nghiên cứu thêm dự án đó.

+ Phương pháp này rất được ưa chuộng ở các doanh nghiệp thường có quy mô vừa và nhỏ. Đối với các doanh nghiệp này, tuy đạt doanh lợi thấp nhưng lại có thời gian hoàn vốn ngắn, sẽ có lợi hơn những dự án tuy có doanh lợi hấp dẫn, nhưng thời gian hoàn vốn dài. Tuy nhiên, phương pháp có những hạn chế và có thể dẫn tới quyết định sai lầm.

**Nhược điểm:*

+ Phương pháp thời gian hoàn vốn không quan tâm tới giá trị thời gian của tiền tệ. Một dòng tiền thu được hôm nay lại được đánh giá ngang bằng với dòng tiền thu được ở một số năm sau. Nói cách khác, phương pháp thời gian hoàn vốn đã bỏ qua yếu tố tiền lãi.

+ Phương pháp này không đề cập tới số lợi nhuận thu được sau thời gian hoàn vốn. Do đó thời gian hoàn vốn ngắn chưa chắc là một sự hướng dẫn chính xác để lựa chọn dự án này hơn dự án kia, đặc biệt là các dự án có thời gian sinh lời chậm. Các dự án chậm sinh lời thường là các dự án nằm trong kế hoạch dài hạn, chẳng hạn dự án cho việc phát triển một sản phẩm mới hay thâm nhập thị trường mới. Do đó, nếu áp dụng phương pháp này sẽ có thể sẽ loại bỏ dự án tốt.

Để hạn chế khiếm khuyết thứ nhất, khi sử dụng phương pháp thời gian hoàn vốn, người ta có thể thực hiện phương pháp thời gian hoàn vốn có chiết khấu (DPP).

2.2. Phương pháp thời gian hoàn vốn có chiết khấu (DPP)

a) Khái niệm: Thời gian hoàn vốn có chiết khấu (DPP) là khoảng thời gian cần thiết để tổng giá trị hiện tại của dòng tiền thuần hàng năm trong tương lai mà dự án đưa lại vừa đủ bù đắp số vốn đầu tư bỏ ra ban đầu.

b) Phương pháp xác định:

Chúng ta lần lượt chiết khấu dòng tiền thuần hàng năm về hiện tại, sau đó trừ cho vốn đầu tư ban đầu cho đến khi toàn bộ vốn đầu tư ban đầu được bù đắp hết và chúng ta sẽ xác định được thời gian hoàn vốn có chiết khấu.

c) Ưu nhược điểm của tiêu chuẩn thời gian hoàn vốn có chiết khấu

* *Ưu điểm:* Phương pháp này có tính tới thời gian của tiền tệ. Nói cách khác, tiêu chuẩn thời gian hoàn vốn có chiết khấu ghi nhận rằng chúng ta đầu tư vốn vào một dự án bất kỳ nào đó và sẽ kiếm lại được số tiền này bao lâu sau khi đã trừ đi chi phí cơ hội của việc sử dụng đồng vốn. Phương pháp thời gian hoàn vốn thông thường sẽ không nói lên được điều này.

* *Nhược điểm:* Mặc dù đã tính đến giá trị theo thời gian của tiền, nhưng phương pháp này chưa tính đến lợi ích sau khi hoàn vốn mà dự án đưa lại. Mặt khác, nó chỉ cho biết thời gian bao lâu để hoàn vốn chứ không cho biết mức sinh lời và hiệu quả như thế nào. Do vậy, cần phải nghiên cứu thêm các phương pháp giá trị hiện tại thuần, tỷ suất doanh lợi nội bộ... để thấy được hiệu quả của dự án.

2.3. Phương pháp giá trị hiện tại thuần (NPV)

a) Khái niệm: Giá trị hiện tại thuần (NPV) của dự án đầu tư là khoản tiền chênh lệch giữa tổng giá trị hiện tại của dòng tiền thuần hàng năm trong tương lai với khoản vốn đầu tư ban đầu.

Theo phương pháp này, tất cả dòng tiền thuần hàng năm của dự án đạt được trong tương lai và vốn đầu tư bỏ ra để thực hiện dự án đều phải chiết khấu về thời điểm hiện tại theo một lãi suất chiết khấu nhất định. Trên cơ sở đó chênh lệch giữa giá trị hiện tại của dòng tiền thuần hàng năm và khoản vốn đầu tư ban đầu sẽ xác định được giá trị hiện tại thuần của dự án.

b) Phương pháp xác định:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - CF_0$$

Trong đó:

+ CF_t : Dòng tiền thuần của dự án đầu tư ở năm t.

+ CF_0 : Vốn đầu tư ban đầu của dự án.

+ n : Vòng đời của dự án.

+ r : Lãi suất chiết khấu

c) Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư:

- Khi $NPV < 0$, thì dự án đầu tư bị từ chối.

- Khi $NPV = 0$ thì doanh nghiệp có thể lựa chọn hoặc từ chối dự án.

- Khi $NPV > 0$, thì ta chia ra các trường hợp sau:

+ Nếu các dự án độc lập nhau thì các dự án đầu tư đều có thể được chấp thuận.

+ Nếu các dự án thuộc loại xung khắc nhau thì dự án nào có NPV lớn nhất là dự án được lựa chọn

d) Xác định lãi suất chiết khấu

Khi sử dụng tiêu chuẩn giá trị hiện tại thuần, cần phải lựa chọn một lãi suất để chiết khấu các khoản tiền trong tương lai về hiện tại. Lãi suất chiết khấu thường được dùng là chi phí sử dụng vốn bình quân của dự án. Chi phí sử dụng vốn bình quân là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư (gồm cả chủ nợ và chủ sở hữu) đối với số vốn đầu tư cho dự án. Cách xác định chi phí sử dụng vốn bình quân sẽ được trình bày ở Mục VIII.

e) Ưu, nhược điểm của tiêu chuẩn NPV

**Ưu điểm:*

+ Phương pháp này đánh giá hiệu quả kinh tế của dự án có tính đến yếu tố giá trị thời gian của tiền

+ Cho phép đo lường trực tiếp giá trị tăng thêm do vốn đầu tư tạo ra, từ đó giúp cho việc đánh giá và lựa chọn dự án phù hợp với mục tiêu tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp

+ Có thể tính giá trị hiện tại thuần của DADT kết hợp bằng cách cộng giá trị hiện tại thuần của các dự án với nhau. Nghĩa là: $NPV(A + B) = NPV_A + NPV_B$. Trong khi các phương pháp khác không thể có tính chất này.

**Nhược điểm:*

+ Phương pháp NPV không phản ánh mức sinh lời của đồng vốn đầu tư

+ Phương pháp này cũng không cho thấy mối liên hệ giữa mức sinh lời của vốn đầu tư và chi phí sử dụng vốn

+ Không thể đưa ra kết quả lựa chọn khi các dự án không đồng nhất về mặt thời gian cũng như xếp hạng ưu tiên trong việc lựa chọn các DADT khi nguồn vốn của doanh nghiệp bị giới hạn

2.4. Phương pháp tỷ suất sinh lời nội bộ (IRR)

a) *Khái niệm:* Tỷ suất sinh lời nội bộ (hay còn gọi là lãi suất hoàn vốn nội bộ) là một mức lãi suất mà khi chiết khấu dòng tiền thuần hàng năm với mức lãi suất đó sẽ làm cho giá trị hiện tại của dòng tiền thuần hàng năm trong tương lai do đầu tư mang lại bằng với khoản vốn đầu tư ban đầu. Hay nói cách khác, tỷ suất sinh lời nội bộ là một mức lãi suất mà khi chiết khấu dòng tiền thuần của dự án đầu tư với mức lãi suất đó sẽ làm cho giá trị hiện tại thuần (NPV) của dự án đầu tư bằng không (= 0).

Ta có:

$$\sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = CF_0 \quad \text{Hoặc: } NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - CF_0 = 0$$

Trong đó: NPV, CF_t , CF_0 như đã nêu ở trên

IRR: Tỷ suất sinh lời nội bộ của DADT

Tỷ suất sinh lời nội bộ cũng là một trong những thước đo mức sinh lời của một khoản đầu tư. IRR đóng vai trò như là điểm ngưỡng tối đa của chi phí sử dụng vốn đối với dự án.

b) *Phương pháp xác định:* Để xác định được tỷ suất sinh lời nội bộ của dự án, người ta thường sử dụng các phương pháp: Phương pháp thử và xử lý sai số, phương pháp nội suy hoặc có thể sử dụng máy tính tài chính hoặc bảng Excel để xác định.

c) *Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư:*

- Khi $IRR < r$ (chi phí sử dụng vốn bình quân của dự án) sẽ loại bỏ dự án.
- Khi $IRR = r$, thì doanh nghiệp có thể lựa chọn hoặc từ chối dự án.
- Khi $IRR > r$, cần xem xét 2 trường hợp:

+ Nếu các dự án độc lập nhau thì các dự án đầu tư đó đều có thể được chọn.

+ Nếu các dự án thuộc loại xung khắc nhau, thì dự án được chọn chính là dự án có tỷ suất sinh lời nội bộ lớn nhất.

d) Ưu nhược điểm tiêu chuẩn IRR:

** Ưu điểm:*

+ Phương pháp này cho phép đánh giá được mức sinh lời của dự án có tính đến yếu tố giá trị thời gian của tiền

+ Cho phép dễ dàng so sánh mức sinh lời của dự án với chi phí sử dụng vốn, thấy được mối liên hệ giữa việc huy động vốn và hiệu quả sử dụng vốn trong việc thực hiện dự án đầu tư.

+ Cho phép đánh giá khả năng bù đắp chi phí sử dụng vốn của DAĐT so với tính rủi ro của nó (Trong khi phương pháp NPV không cung cấp cho ban lãnh đạo doanh nghiệp những thông tin như vậy). Chẳng hạn, nếu dự án có $IRR > r$, nghĩa là thu nhập sau khi đã trừ chi phí đầu tư còn lại một khoản lãi, nó được tích lũy lại làm tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp. Do vậy việc chọn các dự án có IRR lớn hơn chi phí sử dụng vốn sẽ làm tăng giá trị tài sản của doanh nghiệp. Mặt khác, nếu chọn dự án có $IRR < r$ chi phí sử dụng vốn sẽ dẫn tới tình trạng thâm hụt vốn làm giảm giá trị tài sản của doanh nghiệp.

**Nhược điểm:*

+ Trong phương pháp TSSLNB, thu nhập của dự án được giả định tái đầu tư với lãi suất bằng với TSSLNB của dự án. Điều đó không thật phù hợp với thực tế nhất là đối với dự án có tỷ suất sinh lời nội bộ ở mức cao

+ Phương pháp này không chú trọng đến quy mô vốn đầu tư nên có thể dẫn đến trường hợp kết luận chưa thỏa đáng khi đánh giá dự án, vì tỷ suất sinh lời nội bộ luôn luôn cao đối với những dự án có quy mô nhỏ.

+ Áp dụng phương pháp tỷ suất sinh lời nội bộ sẽ rất khó khăn trong đánh giá lựa chọn dự án có nhiều tỷ suất sinh lời nội bộ và có thể dẫn đến sai lầm trong việc lựa chọn dự án .

Một dự án sẽ có nhiều tỷ suất sinh lời nội bộ khác nhau khi dòng tiền của dự án đổi dấu nhiều lần (trường hợp dự án có đầu tư bổ sung và dự án có tái đầu tư ...).

2.5. Phương pháp chỉ số sinh lời (PI)

a) *Khái niệm:* Chỉ số sinh lời (PI) phản ánh mối quan hệ giữa giá trị hiện tại của dòng tiền thuần hàng năm của dự án đầu tư so với vốn đầu tư ban đầu

b) *Công thức xác định:*
$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{CF_0}$$

Trong đó: CF_t : Dòng tiền thuần hàng năm của dự án đầu tư.

CF_0 : vốn đầu tư ban đầu

Giả sử chi phí sử dụng vốn là 10% và dòng tiền của dự án như sau:

	Năm						
	0	1	2	3	4	NPV(10%)	IRR
CF	-600\$	250\$	250\$	250\$	250\$	192,47\$	24,1%

$$PI = \frac{792,47}{600} = 1,32$$

Chỉ số này được hiểu như là việc đầu tư sẽ thu hồi lại vốn đầu tư ban đầu cộng thêm với NPV tương đương 32% của vốn đầu tư ban đầu.

c) *Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư:*

PI < 1: Loại bỏ dự án

PI = 1: thì doanh nghiệp có thể lựa chọn hoặc từ chối dự án.

PI > 1: Ta xét 2 trường hợp:

+ Trường hợp các dự án độc lập nhau thì các dự án đều được lựa chọn.

+ Trường hợp các dự án thuộc loại xung khắc nhau, dự án nào có PI lớn nhất sẽ được chọn.

d) *Ưu nhược điểm của tiêu chuẩn PI*

* *Ưu điểm:*

+ Cho thấy mối liên hệ giữa các khoản thu nhập do dự án đưa lại với số vốn đầu tư bỏ ra để thực hiện dự án.

+ Có thể sử dụng chỉ số sinh lời trong việc so sánh các dự án có số vốn đầu tư khác nhau để thấy được mức sinh lời giữa các dự án.

+ Trong trường hợp nguồn vốn bị giới hạn, nếu phải ưu tiên lựa chọn một số dự án trong nhiều dự án khác nhau thì phương pháp chỉ số sinh lời tỏ ra hữu hiệu hơn.

+ Phương pháp này cho phép đánh giá khả năng sinh lời của dự án đầu tư có tính đến yếu tố giá trị thời gian của tiền.

+ Phương pháp này thường cũng giả định tỷ lệ tái đầu tư bằng với mức chi phí sử dụng vốn, điều này cũng tương tự như trong phương pháp giá trị hiện tại thuần, nó phù hợp hơn so với phương pháp tỷ suất sinh lời nội bộ.

** Nhược điểm:*

+ Giống như phương pháp tỷ suất sinh lời nội bộ, phương pháp chỉ số sinh lời cũng không phản ánh trực tiếp giá trị tăng thêm của DADT, vì thế nếu sử dụng phương pháp chỉ số sinh lời có thể dẫn đến quyết định sai lầm.

3. Phương pháp đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư trong điều kiện thực tế

3.1. Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư trong trường hợp nguồn vốn bị giới hạn:

Hầu hết các doanh nghiệp đều có những hạn chế về nguồn vốn đầu tư ổn định, nhất là nguồn vốn dài hạn, đặc biệt các doanh nghiệp vừa và nhỏ thường không có đủ điều kiện để thu hút vốn từ thị trường vốn. Mặt khác do quy mô nhỏ nên khả năng tích lũy vốn từ lợi nhuận hay khấu hao đều có những hạn chế... Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp phải tiến hành phân bổ một cách tối ưu nguồn ngân quỹ mà họ có cho các dự án đầu tư.

Nếu doanh nghiệp có nguồn ngân quỹ dồi dào thì họ có thể chấp thuận tất cả các dự án đầu tư có $NPV > 0$. Khi ngân sách đầu tư hạn chế các doanh nghiệp sẽ tối đa hoá tổng NPV của toàn bộ ngân sách. Điều đó có thể dẫn tới việc loại bỏ một số dự án, đó là những dự án có NPV thấp hơn.

Bởi vậy khi nguồn vốn đầu tư bị giới hạn, PI có thể trở thành một tiêu chuẩn hữu hiệu để lựa chọn các dự án. Tuy nhiên, qua khảo sát thực nghiệm cho thấy không thể sử dụng PI một cách tùy tiện. Do đó, sau khi xếp hạng các dự án

theo PI, chúng ta phải xem xét danh sách để xác định có cần phải điều chỉnh để tìm được tổ hợp dự án có tổng NPV cao nhất hay không.

Khi nguồn ngân sách có giới hạn, có thể thiết lập một qui tắc chung để tìm một tập hợp dự án hiệu quả nhất như sau:

Bước 1: Xếp hạng các dự án theo PI.

Bước 2: Điều chỉnh danh sách các dự án nhằm sử dụng tối đa nguồn ngân sách hiện có và tối đa hoá NPV.

Xếp hạng theo PI đặc biệt hữu dụng khi có nhiều dự án có đủ khả năng được chấp thuận, vì lẽ trong trường hợp điều chỉnh những dự án đã được lựa chọn sẽ ảnh hưởng đến một số dự án ở cuối danh sách.

3.2. Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư thuộc loại xung khắc có tuổi thọ khác nhau (không đồng nhất về thời gian)

Các dự án đầu tư có tuổi thọ khác nhau mà ta chỉ dựa vào NPV, hoặc IRR để lựa chọn thì có thể đưa lại quyết định sai lầm, bởi lẽ NPV cao nhất, hoặc IRR cao nhất thực chất chưa chắc đã là hiệu quả nhất. Để khắc phục nhược điểm này ta phải quy đổi các dự án về cùng một tuổi thọ bằng cách giải định tái đầu tư một dự án để cho tuổi thọ của dự án đó bằng tuổi thọ của dự án còn lại

Hoặc chúng ta có thể áp dụng phương pháp chuỗi tiền tệ thay thế đều được thực hiện như sau:

Bước 1: Xác định NPV của từng dự án

Bước 2: Dàn đều NPV của từng dự án ra các năm tồn tại của nó.

Bước 3: Dự án nào có kết quả ở bước 2 lớn nhất là dự án được lựa chọn.

3.3. Đánh giá và lựa chọn dự án trong điều kiện mâu thuẫn giữa NPV và IRR

Cả hai phương pháp NPV và IRR đều đánh giá khả năng sinh lời của dự án đầu tư dựa trên cơ sở dòng tiền của chúng có tính đến yếu tố của giá trị tiền tệ theo thời gian. Tuy vậy, việc sử dụng cả hai phương pháp vào đánh giá dự án đầu tư không phải lúc nào cũng dẫn đến quyết định như nhau.

Cả hai phương pháp NPV và IRR đều dẫn đến quyết định chấp nhận hoặc từ bỏ dự án giống nhau khi các dự án được đánh giá độc lập nhau. Bởi vì nếu

$NPV > 0$, lãi suất chiết khấu tại điểm mà NPV bằng 0 chắc chắn phải cao hơn chi phí sử dụng vốn là r . Nói một cách khác: nếu $NPV > 0$ thì $IRR > r$. Tương tự, nếu $IRR > r$ thì khi dòng tiền được chiết khấu ở mức lãi suất r , $NPV > 0$.

Trong trường hợp các dự án xung khắc nhau, NPV và IRR không phải lúc nào cũng dẫn đến sự lựa chọn giống nhau. Có thể sẽ xảy ra trường hợp nếu bạn sử dụng NPV thì sẽ lựa chọn dự án này, trong khi nếu sử dụng IRR thì bạn sẽ lựa chọn dự án kia.

Nguyên nhân là do IRR được diễn tả bằng một tỷ lệ %, trong khi NPV lại được đo bằng tiền. Như vậy IRR không giải thích trực tiếp được vấn đề, nếu xét theo ý nghĩa của sự gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Nói một cách khác, NPV được đo bằng một số tiền cụ thể, nó có thể giải thích một cách trực tiếp và hiệu quả của dự án.

Vì vậy, giả sử khi có sự mâu thuẫn giữa NPV và IRR của hai dự án A và B, người ta thực hiện các bước đánh giá và lựa chọn sau:

- + Bước 1: Tìm một tỷ lệ chiết khấu cân bằng giữa NPV của dự án A và B
- + Bước 2: So sánh giữa tỷ suất chiết khấu cân bằng với chi phí sử dụng vốn của hai dự án để lựa chọn dự án có hiệu quả hơn thông qua NPV.

3.4. Đánh giá và lựa chọn dự án trong điều kiện lạm phát

Lãi suất thường được niêm yết dưới dạng lãi suất danh nghĩa hơn là lãi suất thực. Công thức diễn tả mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực (hiệu ứng fisher) là:

$$(1 + \text{lãi suất danh nghĩa}) = (1 + \text{lãi suất thực}) (1 + \text{tỉ lệ lạm phát})$$

Nếu lãi suất chiết khấu là lãi suất danh nghĩa, thì tính nhất quán đòi hỏi dòng tiền phải được đánh giá với ý nghĩa là dòng tiền danh nghĩa (có nghĩa là có tính đến yếu tố lạm phát làm thay đổi giá bán, tiền lương, chi phí vật liệu v.v).

Dĩ nhiên là không có gì sai khi chiết khấu dòng tiền thực bằng lãi suất thực mặc dù người ta ít khi làm thế

3.5. Đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư thay thế

Thông thường đầu tư thay thế thiết bị công nghệ là việc thay thiết bị công nghệ cũ bằng một thiết bị công nghệ mới có hiệu quả hơn. Trong trường hợp

này, người ta đi xem xét hiệu quả dự án trên cơ sở dòng tiền tăng thêm phát sinh do dự án tạo ra.

Các bước tiến hành như sau:

+ *Bước 1*: Xác định số vốn đầu tư thuần khi thay thế thiết bị cũ bằng thiết bị mới.

$VĐT \text{ thuần} = \text{Vốn đầu tư cho thiết bị mới} + \text{VLĐ bổ sung (nếu có)} - \text{Số tiền thu thuần do bán thanh lý thiết bị cũ.}$

+ *Bước 2*: Xác định dòng tiền thuần tăng thêm hàng năm của dự án đầu tư thay thế.

Do đầu tư thay thế nên phải đi xác định dòng tiền thuần tăng thêm hàng năm do việc thay thế thiết bị mới mang lại.

Dòng tiền thuần tăng thêm hàng năm = Lợi nhuận sau thuế tăng thêm + khấu hao TSCĐ tăng thêm + Thu thuần thanh lý TSCĐ mới thay thế khi kết thúc dự án + Thu hồi số VLĐ bổ sung đã ứng ra (nếu có)

+ *Bước 3*: Xác định giá trị hiện tại thuần của dự án thay thế thiết bị và lựa chọn dự án. Nếu $NPV < 0$ dự án bị loại bỏ, $NPV \geq 0$ dự án được chấp thuận.

3.6. Phân tích độ nhạy của dự án: Rủi ro trong đầu tư được định nghĩa bằng sự biến đổi của thu nhập. Có rất nhiều yếu tố tác động tới thu nhập như giá cả, chi phí, thuế suất, sản lượng tiêu thụ.... Trong phần này, chúng ta cho lần lượt các yếu tố đó biến động để xem xét sự thay đổi của thu nhập của dự án. Đó là công việc phân tích độ nhạy của dự án.

a) Biến động của giá trị hiện tại thuần khi các yếu tố đầu vào thay đổi

Khi các đại lượng đầu vào được coi là không an toàn (có sự dao động với một xác suất tương ứng), sẽ làm cho giá trị hiện tại thuần (hoặc tỷ suất sinh lời nội bộ, chỉ số sinh lời...) biến đổi. Sự biến đổi này thường được biểu hiện bằng một tỷ lệ phần trăm so với dự kiến ban đầu. Trình tự phân tích độ nhạy được thực hiện theo 4 bước sau:

Bước 1: Chọn đại lượng đầu vào thấy không an toàn.

Bước 2: Chọn phương pháp tính toán và đánh giá dự án trong điều kiện an toàn.

Bước 3: Ấn định mức thay đổi của đại lượng đầu vào so với giá trị gốc ở điều kiện an toàn.

Bước 4: Tính sự biến đổi của đại lượng đầu ra do sự thay đổi của một đại lượng đầu vào.

Lưu ý, để đánh giá được độ nhạy của từng đại lượng đầu vào thì khi phân tích bạn phải lần lượt cho từng yếu tố đầu vào thay đổi, trong khi các yếu tố khác phải giữ cố định.

b) Tìm giá trị cực tiểu hoặc cực đại của đại lượng đầu vào

Giả sử, ta dùng tiêu chuẩn giá trị hiện tại thuần (NPV) để lựa chọn dự án đầu tư. Tiêu chuẩn cơ bản để lựa chọn là $NPV > 0$. Ở phần này, ta cho các đại lượng đầu vào (giá bán sản phẩm, chi phí hoạt động, vốn đầu tư, tuổi thọ của dự án...) biến thiên sao cho $NPV = 0$. Đó chính là giá trị cực tiểu hoặc cực đại của đại lượng đầu vào. Các bước giải được tiến hành như sau:

Bước 1: Chọn các đại lượng đầu vào thấy không an toàn (sản lượng tiêu thụ, giá bán sản phẩm, tuổi thọ dự án, tỷ lệ hiện tại hoá, chi phí vốn đầu tư, chi phí sản xuất...).

Bước 2: Lựa chọn phương pháp tính toán và đánh giá dự án đầu tư (ví dụ dùng phương pháp NPV).

Bước 3: Cho giá trị hiện tại thuần bằng 0 ($NPV = 0$) và giải bài toán ở bước 2 theo một ẩn.

Nếu đầu vào có n đại lượng không an toàn thì ta cho lần lượt từng đại lượng biến đổi trong khi $(n - 1)$ đại lượng cố định để tìm giá trị cực tiểu, hoặc giá trị cực đại.

VII. NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1. Nguồn vốn dài hạn của doanh nghiệp

1.1. Cổ phiếu thường

a) Khái niệm và đặc điểm

* Khái niệm: Cổ phiếu thường là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần thường của công ty cổ phần.

Nhà đầu tư mua cổ phiếu thường được gọi là cổ đông thường. Cổ phiếu thường có các đặc điểm như sau:

- + Đây là loại chứng khoán vốn, tức là công ty huy động vốn chủ sở hữu
- + Cổ phiếu thường không có thời gian đáo hạn hoàn trả vốn gốc.
- + Cổ tức chi trả cho cổ đông phụ thuộc vào kết quả kinh doanh và chính sách cổ tức của công ty
- + Cổ đông thường (chủ sở hữu) có các quyền đối với công ty như:
 - Quyền trong quản lý: Cổ đông thường được tham gia bỏ phiếu và ứng cử vào Hội đồng quản trị, cũng như quyền được tham gia quyết định các vấn đề quan trọng đối với hoạt động của Công ty
 - Quyền đối với tài sản của Công ty: Quyền được nhận cổ tức và phần giá trị còn lại của Công ty khi thanh lý sau chủ nợ và cổ đông ưu đãi.
 - Quyền chuyển nhượng cổ phần. Cổ đông thường có thể chuyển nhượng quyền sở hữu cổ phần của mình cho người khác để thu hồi hoặc chuyển dịch vốn đầu tư.
 - Ngoài ra cổ đông thường có thể được hưởng các quyền khác: quyền được ưu tiên mua trước các cổ phần mới do công ty phát hành... tùy theo quy định cụ thể trong điều lệ của công ty.
 - Trách nhiệm của cổ đông thường: Bên cạnh việc được hưởng các quyền lợi, cổ đông thường cũng phải gánh chịu những rủi ro mà Công ty gặp phải tương ứng với phần vốn góp và chịu trách nhiệm đối với các khoản nợ trong giới hạn phần vốn góp của mình vào công ty.

b) Các hình thức tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu thường

Việc phát hành thêm cổ phiếu mới nhằm huy động tăng vốn có thể thực hiện theo các hình thức sau:

- + Phát hành cổ phiếu mới với việc dành quyền ưu tiên mua cho các cổ đông hiện hành.
- + Phát hành cổ phiếu mới bằng việc chào bán cổ phiếu cho người thứ 3, là những người có quan hệ mật thiết với công ty như nhà cung cấp, khách hàng, nhà quản lý công ty...

+ Phát hành rộng rãi cổ phiếu mới ra công chúng.

c) Những lợi thế khi huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu thường mới ra công chúng

- Làm tăng vốn đầu tư dài hạn nhưng công ty không có nghĩa vụ bắt buộc phải trả lợi tức cố định như sử dụng vốn vay, dẫn đến giảm bớt nguy cơ phải tổ chức lại hoặc phá sản công ty.

- Cổ phiếu thường không quy định mức cổ tức cố định, mà nó phụ thuộc vào kết quả kinh doanh, dẫn đến công ty không có nghĩa vụ pháp lý phải trả lợi tức cố định, đúng hạn.

- Cổ phiếu thường không có thời gian đáo hạn vốn, nên công ty không phải hoàn trả vốn gốc theo kỳ hạn cố định, điều này giúp công ty chủ động sử dụng vốn linh hoạt trong kinh doanh không phải lo “gánh nặng” nợ nần.

- Làm tăng hệ số vốn chủ sở hữu, tăng tỷ lệ đảm bảo nợ của công ty, tăng thêm khả năng vay nợ và tăng mức độ tín nhiệm, giảm rủi ro tài chính.

- Trong một số trường hợp, chẳng hạn khi công ty làm ăn phát đạt, lợi nhuận cao, cổ phiếu thường dễ bán hơn so với cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu nên nhanh chóng hoàn thành đợt phát hành huy động vốn.

d) Những bất lợi khi phát hành cổ phiếu thường

- Chia sẻ quyền quản lý và kiểm soát công ty cho các cổ đông mới, gây khó khăn cho việc quản lý và điều hành kinh doanh của công ty .

- Chia sẻ quyền phân chia thu nhập cao cho các cổ đông mới, gây bất lợi cho các cổ đông cũ khi công ty có triển vọng kinh doanh tốt trong tương lai.

- Chi phí phát hành cổ phiếu thường, nhìn chung cao hơn chi phí phát hành của cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu, do đầu tư vào có mức độ rủi ro cao hơn nhiều so với đầu tư vào các loại chứng khoán khác.

- Lợi tức cổ phần thường không được trừ ra khi xác định thu nhập chịu thuế, dẫn đến chi phí sử dụng vốn cổ phiếu thường cao hơn nhiều so với chi phí sử dụng nợ vay.

- Việc phát hành thêm cổ phiếu thường ra công chúng cũng sẽ dẫn đến hiện tượng “Loãng giá” cổ phiếu của công ty

Ngoài ra, cần phải cân nhắc các yếu tố mang tính chất điều kiện như sau:

- Sự ổn định của doanh thu và lợi nhuận trong tương lai.
- Tình hình tài chính hiện tại của công ty, đặc biệt là kết cấu nguồn vốn.
- Yêu cầu giữ nguyên quyền quản lý và kiểm soát công ty của cổ đông thường
- Chi phí phát hành cổ phiếu thường mới.

1.2. Cổ phiếu ưu đãi

a) Khái niệm và đặc điểm của cổ phiếu ưu đãi (CFUD)

- Khái niệm: CFUD là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần ưu đãi của công ty cổ phần và đồng thời nó cho phép người nắm giữ loại cổ phiếu này được hưởng một số quyền lợi ưu đãi hơn so với cổ đông thường.

- Đặc điểm chủ yếu:

Cổ phiếu ưu đãi có nhiều loại, tuy nhiên loại cổ phiếu ưu đãi thường được các công ty ở nhiều nước sử dụng là loại cổ phiếu ưu đãi cổ tức. Loại cổ phiếu ưu đãi này có những đặc điểm chủ yếu sau:

+ Được quyền ưu tiên về cổ tức và thanh toán khi thanh lý công ty. Chủ sở hữu CFUD được hưởng một khoản lợi tức cố định, được xác định trước không phụ thuộc vào kết quả hoạt động của công ty. Mặt khác, cổ đông ưu đãi được nhận cổ tức trước cổ đông thường. Ngoài ra, khi công ty bị giải thể hay thanh lý thì cổ đông ưu đãi được ưu tiên thanh toán giá trị cổ phiếu của họ trước các cổ đông thường.

+ Sự tích lũy cổ tức: Khi công ty gặp khó khăn trong kinh doanh, thì có thể hoãn trả cổ tức cho cổ đông ưu đãi. Số cổ tức đó được tích lũy lại và chuyển sang kỳ tiếp theo.

+ Không được hưởng quyền bỏ phiếu: Cổ đông ưu đãi thường không có quyền bỏ phiếu bầu hội đồng quản trị và quyết định các vấn đề quan trọng trong quản lý công ty.

+ Cổ phiếu ưu đãi là chứng khoán vốn, xác nhận quyền sở hữu một phần công ty cổ phần của nhà đầu tư.

b) Những lợi thế khi phát hành cổ phiếu ưu đãi:

- Không bắt buộc phải trả lợi tức cố định đúng hạn. Mặc dù phải trả lợi tức cố định, nhưng công ty không có nghĩa vụ phải trả lợi tức đúng kì hạn, mà có thể hoãn trả sang kì sau. Điều này cho phép công ty tránh khỏi nguy cơ phá sản khi hoạt động kinh doanh đang gặp khó khăn, không có khả năng trả cổ tức đúng hạn.

- Không bị chia sẻ quyền phân chia lợi nhuận cao cho cổ đông ưu đãi. Vì công ty chỉ phải trả cho CFUD một khoản cổ tức cố định.

- Tránh được việc chia sẻ quyền quản lý và kiểm soát hoạt động kinh doanh cho các cổ đông ưu đãi.

- Không phải cầm cố, thế chấp tài sản, cũng như lập quỹ thanh toán vốn gốc (như với trái phiếu), dẫn đến việc sử dụng CFUD có tính chất linh hoạt, mềm dẻo hơn so với sử dụng trái phiếu dài hạn.

c) Những mặt bất lợi:

- Lợi tức cổ phiếu ưu đãi cao hơn lợi tức trái phiếu do mức độ rủi ro của việc đầu tư vào CFUD cao hơn so với đầu tư vào trái phiếu.

- Lợi tức CFUD không được trừ vào thu nhập chịu thuế khi xác định thuế thu nhập của Công ty dẫn đến chi phí sử dụng CFUD lớn hơn so với chi phí sử dụng trái phiếu.

=> Do tính chất lưỡng tính của CFUD, tức là vừa có điểm giống cổ phiếu thường vừa giống trái phiếu, nên việc sử dụng CFUD sẽ là hợp lí trong bối cảnh nếu như việc sử dụng trái phiếu và cổ phiếu thường đều là bất lợi với công ty.

1.3. Trái phiếu doanh nghiệp

a) Khái niệm và đặc điểm chủ yếu của trái phiếu doanh nghiệp

* Khái niệm: Trái phiếu là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn vay nợ của tổ chức phát hành.

* Đặc điểm chủ yếu:

- Người sở hữu trái phiếu là chủ nợ của DN: DN phát hành trái phiếu là người đi vay, người mua trái phiếu DN chính là người cho DN vay vốn, là chủ nợ của DN (hay còn gọi là trái chủ).

- Chủ sở hữu trái phiếu không có quyền tham gia quản lý và điều hành hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Trái chủ không có quyền ứng cử, bầu cử vào Hội đồng quản trị, cũng như không được quyền bỏ phiếu, biểu quyết...

- Trái phiếu có kỳ hạn nhất định: Thông thường trái phiếu có thời gian đáo hạn, khi đến hạn, doanh nghiệp phát hành trái phiếu có trách nhiệm hoàn trả cho trái chủ toàn bộ số vốn gốc ban đầu theo mệnh giá.

- Trái phiếu có lợi tức cố định: Nhìn chung lợi tức trái phiếu được xác định trước, không phụ thuộc vào kết quả hoạt động của doanh nghiệp hàng năm.

- Lợi tức trái phiếu được coi là một khoản chi phí được trừ khi xác định thu nhập chịu thuế của DN. Nghĩa là theo luật thuế thu nhập, tiền lãi là một yếu tố chi phí tài chính.

* Các loại trái phiếu DN:

+ Dựa vào chủ thể phát hành: Trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp.

+ Dựa vào hình thức trái phiếu, chia ra: trái phiếu ghi danh và trái phiếu vô danh.

+ Dựa vào lợi tức trái phiếu, chia ra trái phiếu có lãi suất cố định và trái phiếu có lãi suất biến đổi.

+ Dựa vào yêu cầu bảo đảm giá trị tiền vay khi phát hành, trái phiếu có thể chia ra trái phiếu bảo đảm và trái phiếu không bảo đảm.

+ Dựa vào tính chất của trái phiếu có thể chia ra trái phiếu thông thường, trái phiếu có thể chuyển đổi, và trái phiếu có quyền mua cổ phiếu.

+ Dựa vào mức độ rủi ro tín dụng của trái phiếu DN người ta có thể chia trái phiếu DN thành các loại khác nhau thông qua việc đánh giá hệ số tín nhiệm...

b) Những lợi thế khi huy động vốn bằng phát hành trái phiếu dài hạn

- Lợi tức trái phiếu được trừ vào thu nhập chịu thuế khi tính thuế TNDN, từ đó đem lại khoản lợi thuế và giảm chi phí sử dụng vốn vay

- Lợi tức trái phiếu được giới hạn (cố định) ở mức độ nhất định: Lợi tức trái phiếu được xác định trước và cố định. Trong điều kiện DN làm ăn có lãi cao, thì việc sử dụng trái phiếu để huy động thêm vốn vay sẽ nâng cao tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu mà không phải chia sẻ quyền phân chia thu nhập cao cho trái chủ.

- Chi phí phát hành trái phiếu thấp hơn so với cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi. Do trái phiếu hấp dẫn công chúng ở mức rủi ro thấp hơn cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.

- Chủ sở hữu DN không bị chia sẻ quyền quản lý và kiểm soát DN cho các trái chủ.

- Giúp DN chủ động điều chỉnh cơ cấu VKD một cách linh hoạt, đảm bảo việc sử dụng vốn tiết kiệm và có hiệu quả.

c) Những mặt bất lợi

- Buộc phải trả lợi tức cố định đúng hạn: Điều này có thể gây căng thẳng về mặt tài chính và dễ dẫn tới nguy cơ rủi ro tài chính trong trường hợp doanh thu và lợi nhuận của DN không ổn định.

- Làm tăng hệ số nợ của DN: Điều này có thể nâng cao tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu khi doanh nghiệp làm ăn có lãi; mặt khác, lại làm tăng nguy cơ rủi ro do gánh nặng nợ nần lớn.

- Phát hành trái phiếu là sử dụng nợ vay có kì hạn. Điều này buộc doanh nghiệp phải lo việc hoàn trả tiền vay nợ gốc đúng hạn. Nếu doanh nghiệp có doanh thu và lợi nhuận dao động thất thường, việc sử dụng trái phiếu để tài trợ tăng vốn dài hạn dễ đưa doanh nghiệp tới nguy cơ mất khả năng thanh toán, dẫn đến bị phá sản.

- Sử dụng trái phiếu dài hạn là việc sử dụng nợ trong thời gian dài, tác động của nó tới DN mang tính 2 mặt. Một mặt, nó đóng vai trò đòn bẩy thúc đẩy sự phát triển của doanh nghiệp; mặt khác, nó lại trở thành nguy cơ đe dọa sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp.

Ngoài ra, để đi đến quyết định phát hành trái phiếu đáp ứng nhu cầu tăng vốn cần cân nhắc thêm các nhân tố chủ yếu sau:

- Mức độ ổn định của doanh thu và lợi nhuận trong tương lai: Nếu ổn định thì phát hành trái phiếu để huy động vốn là có cơ sở và hợp lý.

- Hệ số nợ hiện tại của doanh nghiệp: Nếu hệ số nợ của DN còn ở mức thấp, thì việc sử dụng trái phiếu là phù hợp và ngược lại.

- Sự biến động của lãi suất thị trường trong tương lai: Nếu lãi suất thị trường có xu hướng gia tăng trong tương lai thì việc sử dụng nợ trái phiếu để tăng vốn sẽ có lợi cho doanh nghiệp.

- Yêu cầu giữ nguyên quyền kiểm soát doanh nghiệp của các chủ sở hữu hiện tại: Nếu các cổ đông yêu cầu giữ nguyên quyền kiểm soát DN thì việc sử dụng trái phiếu là cần thiết.

1.4. Vay dài hạn các tổ chức tín dụng

- Vay dài hạn ngân hàng là một nguồn vốn tín dụng quan trọng trong sự phát triển của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động kinh doanh, do việc sử dụng vay nợ ngân hàng có thể mang lại lợi ích cho chủ sở hữu doanh nghiệp nên nhiều doanh nghiệp đã sử dụng vay nợ ngân hàng như một nguồn vốn thường xuyên của mình.

- Vay vốn dài hạn ngân hàng thông thường được hiểu là vay vốn có thời gian trên một năm. Hoặc trong thực tế, người ta chia thành vay vốn trung hạn (từ 1 đến 3 năm), vay vốn dài hạn (thường tính trên 3 năm).

- Tùy theo tính chất và mục đích sử dụng, ngân hàng cũng có thể phân loại cho vay thành: Cho vay đầu tư TSCĐ, cho vay đầu tư TSLĐ, cho vay để thực hiện dự án.

- Nguồn vốn vay dài hạn ngân hàng có nhiều điểm lợi giống như trái phiếu kể trên. Tuy nhiên ngoài những điểm bất lợi giống như trái phiếu, thì vay dài hạn ngân hàng còn có những hạn chế sau đây:

+ Điều kiện tín dụng: Các doanh nghiệp muốn vay tại các ngân hàng thương mại, cần đáp ứng được các yêu cầu đảm bảo an toàn tín dụng của ngân hàng. Doanh nghiệp phải xuất trình hồ sơ vay vốn và các thông tin cần thiết mà ngân hàng yêu cầu. Trên cơ sở đó ngân hàng phân tích hồ sơ xin vay vốn và đánh giá thông tin rồi ra quyết định có cho vay hay không.

+ Các điều kiện đảm bảo tiền vay: Khi doanh nghiệp xin vay vốn, nhìn chung các ngân hàng thường yêu cầu doanh nghiệp đi vay phải có tài sản đảm bảo tiền vay để thế chấp.

+ Sự kiểm soát của ngân hàng: Khi một doanh nghiệp vay vốn ngân hàng thì phải chịu sự kiểm soát của ngân hàng về mục đích vay vốn và tình hình sử dụng vốn.

1.5. Thuê tài chính

a) Khái niệm

Trên góc độ tài chính, thuê tài chính là một phương thức tín dụng trung và dài hạn, theo đó người cho thuê cam kết mua tài sản theo yêu cầu của người thuê và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản thuê. Người thuê sử dụng tài sản và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn đã được thoả thuận và không thể huỷ ngang hợp đồng trước thời hạn.

b) Những đặc điểm của thuê tài chính

- Thứ nhất, thời hạn thuê thường rất dài. Ở Việt Nam hiện nay theo quy định thời gian thuê tài sản tối thiểu phải chiếm phần lớn thời gian sử dụng kinh tế của tài sản.

- Thứ hai, người thuê chịu trách nhiệm bảo dưỡng, sửa chữa, bảo hành tài sản thuê trong thời gian thuê.

- Thứ ba, người thuê không được huỷ bỏ hợp đồng trước thời hạn (trừ trường hợp do lỗi của Bên cho thuê).

- Thứ tư, khi kết thúc thời hạn thuê, bên thuê được chuyển giao quyền sở hữu, mua lại, hoặc tiếp tục thuê tài sản đó theo các thoả thuận trong hợp đồng thuê.

- Thứ năm, tổng số tiền thuê mà người đi thuê phải trả cho người cho thuê thường đủ bù đắp giá gốc của tài sản.

c) Những điểm lợi của việc sử dụng thuê tài chính

Đối với DN phi tài chính việc sử dụng thuê tài chính có những điểm lợi sau:

- Là công cụ tài chính giúp doanh nghiệp tăng thêm vốn trung và dài hạn để mở rộng hoạt động kinh doanh.

- Phương thức thuê tài chính giúp doanh nghiệp huy động và sử dụng vốn vay một cách dễ dàng hơn. Do đặc thù của thuê tài chính là người cho thuê không đòi hỏi người đi thuê phải thế chấp tài sản.

- Sử dụng thuê tài chính giúp doanh nghiệp thực hiện nhanh chóng dự án đầu tư, nắm bắt được thời cơ trong kinh doanh. Vì người thuê có quyền chọn tài sản, thiết bị và thoả thuận trước hợp đồng thiết bị với nhà cung cấp, rút ngắn thời gian tiến hành đầu tư vào tài sản, thiết bị.

- Công ty cho thuê tài chính thường có mạng lưới tiếp thị, đại lý rộng rãi, và có đội ngũ chuyên gia có trình độ chuyên sâu về thiết bị, công nghệ, nên có thể tư vấn hữu ích cho bên đi thuê về kỹ thuật, công nghệ mà người thuê cần sử dụng.

d) Mặt bất lợi khi thuê tài chính

- Doanh nghiệp đi thuê phải chịu chi phí sử dụng vốn ở mức tương đối cao so với tín dụng thông thường.

- Làm gia tăng hệ số nợ của công ty. Gia tăng mức độ rủi ro tài chính vì công ty có trách nhiệm phải hoàn trả nợ và trả lãi.

- Do không được hủy ngang hợp đồng thuê tài chính nên nếu việc sử dụng tài sản thuê không hiệu quả thì doanh nghiệp không thể dừng việc thuê tài chính được.

2. Nguồn vốn ngắn hạn của doanh nghiệp

2.1. Nợ phải trả có tính chất chu kỳ

Trong quá trình tiến hành các hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp do nhiều nguyên nhân, luôn nảy sinh những khoản nợ phải trả có tính chất chu kỳ. Những khoản nợ này còn gọi là nợ tích lũy, chúng phát sinh thường xuyên trong hoạt động kinh doanh. Khi các khoản nợ này chưa đến kỳ hạn thanh toán thì các doanh nghiệp có thể sử dụng tạm thời vào các hoạt động kinh doanh của mình.

Những khoản này thường bao gồm:

- Tiền lương, tiền công phải trả cho người lao động, nhưng chưa đến kỳ trả. Thông thường, tiền lương hoặc tiền công của người lao động trong các

doanh nghiệp chi trả hàng tháng thành 2 kỳ: kỳ tạm ứng thường diễn ra vào giữa tháng, và kỳ thanh toán vào đầu tháng sau. Giữa 2 kỳ trả lương sẽ phát sinh những khoản nợ lương trong kỳ.

- *Các khoản thuế, BHXH phải nộp nhưng chưa đến kỳ nộp.* Các khoản thuế phải nộp hàng tháng như thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp năm trước nộp vào đầu năm sau, khi mà quyết toán được duyệt...

- Ngoài những khoản nợ có tính chất thường xuyên trên đây, còn có những khoản phát sinh cũng mang tính chất như một nguồn tài trợ mà doanh nghiệp tận dụng trước nhưng không phải trả chi phí, là những khoản tiền tạm ứng trước của khách hàng, số tiền này nhiều hay ít tùy thuộc vào tính chất quan trọng của sản phẩm hàng hoá đó, tình hình cung cầu trên thị trường, khả năng mở rộng hay thu hẹp quy mô sản xuất, yêu cầu và điều kiện thanh toán của đôi bên.

Ưu điểm nổi bật của nguồn vốn này là: Việc sử dụng nguồn vốn này khá dễ dàng (nguồn vốn tự động phát sinh), và không phải trả tiền lãi như sử dụng nợ vay. Đặc biệt, nếu doanh nghiệp xác định chính xác được quy mô chiếm dụng thường xuyên (còn được gọi là nợ định mức) thì doanh nghiệp có thể giảm bớt được nhu cầu huy động các nguồn vốn dài hạn từ bên ngoài, tiết kiệm chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nguồn tài trợ này có hạn chế là thời gian sử dụng thường ngắn, quy mô nguồn vốn chiếm dụng thường không lớn.

2.2. Tín dụng nhà cung cấp

Đây là một nguồn vốn quan trọng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động ngắn hạn của doanh nghiệp; nó được hình thành khi doanh nghiệp mua hàng hoá dịch vụ từ nhà cung cấp song chưa phải trả tiền ngay. Vì vậy, doanh nghiệp có thể sử dụng các tài sản mua được từ nhà cung cấp như một nguồn vốn bổ sung để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động ngắn hạn của doanh nghiệp.

* Đặc điểm của nguồn vốn tín dụng nhà cung cấp:

- Quy mô nguồn vốn tín dụng thương mại chỉ có giới hạn nhất định vì nó phụ thuộc vào số lượng hàng hoá, dịch vụ được mua chịu của nhà cung cấp.

- Doanh nghiệp phải hoàn trả sau một thời hạn nhất định và thường là rất ngắn.

- Nguồn tài trợ này không thể hiện rõ nét mức chi phí cho việc sử dụng vốn.

* *Ưu điểm*: Việc sử dụng tín dụng thương mại có ưu điểm là đơn giản, tiện lợi trong kinh doanh. Tài trợ một phần nhu cầu vốn của doanh nghiệp.

* *Nhược điểm*: Chi phí sử dụng tín dụng thương mại thường cao hơn so với sử dụng tín dụng thông thường của ngân hàng thương mại, mặt khác nó cũng làm tăng hệ số nợ, tăng nguy cơ rủi ro về thanh toán đối với doanh nghiệp.

* *Yêu cầu trong quản lý*: Thường xuyên theo dõi chi tiết các khoản nợ nhà cung cấp để chuẩn bị nguồn tiền đáp ứng nhu cầu thanh toán. Tránh để mất uy tín do không trả nợ đúng hạn.

2.3. Vay ngắn hạn ngân hàng

- Đây là nguồn vốn hết sức quan trọng đối với các DN hiện nay. Đặc điểm của việc sử dụng vốn vay ngân hàng (tín dụng ngân hàng) là phải sử dụng đúng mục đích, có hiệu quả, có vật tư bảo đảm, có thời hạn và phải trả lãi.

- Các ngân hàng thương mại cho DN vay vốn ngắn hạn dưới các hình thức chủ yếu là:

- + Cho vay từng lần
- + Cho vay theo hạn mức tín dụng
- + Cho vay theo kế hoạch

- *Đặc điểm*:

- + Nguồn vốn vay này có giới hạn nhất định.
- + Đây là nguồn vốn có thời gian đáo hạn
- + Doanh nghiệp phải trả lãi cho việc sử dụng nguồn vốn này.

* *Ưu điểm*: Việc sử dụng nguồn vốn tín dụng ngân hàng để tài trợ nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp, nó có tác dụng giúp doanh nghiệp khắc phục khó khăn về vốn.

* *Nhược điểm*: Sử dụng nguồn vốn này làm tăng hệ số nợ của doanh nghiệp, làm tăng rủi ro tài chính do bắt buộc phải trả lãi và hoàn trả nợ đúng hạn.

2.4. Các nguồn vốn ngắn hạn khác

Ngoài các nguồn vốn ngắn hạn trên, doanh nghiệp còn có thể sử dụng các nguồn khác để tài trợ nhu cầu tăng vốn lưu động tạm thời, như các khoản tiền đặt cọc, tiền ứng trước của khách hàng, các nguồn tài trợ không có bảo đảm khác như tín dụng thư, các khoản cho vay theo từng hợp đồng cụ thể...

** Những điểm lợi và bất lợi trong việc sử dụng nguồn vốn ngắn hạn*

Thông thường, việc sử dụng nguồn vốn tín dụng ngắn hạn đối với doanh nghiệp có những điểm lợi và bất lợi chủ yếu sau :

- Những điểm lợi:

+ Việc sử dụng tín dụng ngắn hạn giúp cho doanh nghiệp có thể thực hiện dễ dàng, thuận lợi hơn so với việc sử dụng tín dụng dài hạn. Bởi vì, thông thường các điều kiện cho vay ngắn hạn mà ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính khác đưa ra đối với doanh nghiệp thường ít khắt khe hơn so với tín dụng dài hạn.

+ Chi phí sử dụng tín dụng ngắn hạn thường thấp hơn so với sử dụng tín dụng dài hạn.

+ Sử dụng tín dụng ngắn hạn giúp cho doanh nghiệp có thể dễ dàng, linh hoạt điều chỉnh hơn cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp

- Những điểm bất lợi:

+ Doanh nghiệp phải chịu rủi ro về lãi suất cao hơn, bởi lẽ, lãi suất tín dụng ngắn hạn biến động nhiều hơn so với lãi suất dài hạn.

+ Rủi ro vỡ nợ ở mức cao hơn: Sử dụng tín dụng ngắn hạn đòi hỏi doanh nghiệp phải có nghĩa vụ thanh toán lãi vay và hoàn trả vốn gốc trong một thời gian ngắn, nếu tình hình kinh doanh gặp khó khăn, doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn. Việc sử dụng quá nhiều tín dụng ngắn hạn dễ dẫn đến tình trạng tài chính của doanh nghiệp luôn căng thẳng, nhất là đối với một số doanh nghiệp trong tình trạng sử dụng cả nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn.

VIII. CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

1. Chi phí sử dụng vốn

1.1. Khái niệm và đặc điểm của chi phí sử dụng vốn

a. Khái niệm

Để đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư và hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp có thể huy động sử dụng nhiều nguồn vốn hay nói khác đi là nhiều nguồn tài trợ khác nhau như vay vốn, phát hành cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường (đối với công ty cổ phần)... Đối với nhà đầu tư, khi cho doanh nghiệp sử dụng vốn người ta sẽ mất cơ hội sử dụng số vốn này vào các cơ hội đầu tư khác, điều đó cũng đồng nghĩa là mất đi một khoản thu nhập mà nhà đầu tư có thể nhận được từ cơ hội khác đó. Khi đó, Nhà đầu tư sẽ đòi hỏi một mức sinh lời khi đầu tư vốn cho doanh nghiệp. Nhìn từ góc độ doanh nghiệp là người sử dụng vốn, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư chính là chi phí sử dụng vốn.

Như vậy, chi phí sử dụng vốn là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư đối với số vốn mà doanh nghiệp huy động cho một dự án đầu tư hay một kế hoạch kinh doanh nhất định.

Xét về bản chất, chi phí sử dụng vốn chính là chi phí cơ hội của nhà đầu tư vốn.

b. Đặc điểm của chi phí sử dụng vốn

- *Thứ nhất*, chi phí sử dụng vốn dựa trên các quy luật của thị trường. Trong nền kinh tế thị trường, vốn là một loại hàng hóa và được mua bán trên thị trường. Nếu như doanh nghiệp sử dụng vốn mà không tạo ra được mức sinh lời như đòi hỏi của thị trường, thì các nhà đầu tư sẽ không đầu tư vốn vào doanh nghiệp. Nói cách khác, chi phí sử dụng vốn không phải do chủ quan của doanh nghiệp quyết định mà nó được hình thành trên cơ sở các quy luật của thị trường.

- *Thứ hai*, chi phí sử dụng vốn được xem xét trên cơ sở mức độ rủi ro của một dự án đầu tư cụ thể. Thông thường, khi dự án đầu tư có rủi ro cao thì tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư càng cao do đó chi phí sử dụng vốn sẽ cao và ngược lại.

- *Thứ ba*, chi phí sử dụng vốn thường được phản ánh bằng tỷ lệ %. Điều này để đảm bảo tính so sánh được của chi phí sử dụng vốn giữa các dự án, giữa các doanh nghiệp, giữa chi phí và mức sinh lời của dự án để ra quyết định tài chính.

- *Thứ tư*, chi phí sử dụng vốn phản ánh mức lãi suất danh nghĩa mà nhà đầu tư đòi hỏi đối với số vốn khi họ đầu tư vào doanh nghiệp dưới dạng cho doanh nghiệp vay vốn hay góp vốn. Điều này có nghĩa là chi phí sử dụng vốn đã bao hàm cả mức bù lạm phát và mức lãi suất thực mà nhà đầu tư đòi hỏi.

- *Thứ năm*, chi phí sử dụng vốn phản ánh mức sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư ở hiện tại chứ không phải dựa trên đòi hỏi của nhà đầu tư trong quá khứ. Vì việc ước tính chi phí sử dụng vốn để đưa ra các quyết định tài chính trong tương lai, do đó không cần ước lượng chi phí sử dụng vốn cho những đồng vốn đã huy động trong quá khứ.

c. Tác dụng của việc xác định chi phí sử dụng vốn

Việc xem xét và ước lượng chi phí sử dụng vốn là vấn đề rất quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Chi phí sử dụng vốn được sử dụng chủ yếu để ra quyết định đầu tư vốn, đồng thời liên quan đến việc huy động thêm vốn mới cho dự án đầu tư. Vì vậy, chúng ta phải nghiên cứu chi phí cận biên cho số vốn mới (thực chất là chi phí sử dụng vốn bình quân cho một đồng vốn mới tăng thêm) để lựa chọn quy mô vốn huy động tối ưu. Ngoài ra, xem xét chi phí sử dụng vốn tạo ra tầm nhìn cho nhà quản lý khi cân nhắc lựa chọn chiến lược huy động vốn dài hạn của doanh nghiệp. Do đó, khi ước lượng chi phí sử dụng vốn, người ta thường chỉ xem xét đến những nguồn tài trợ dài hạn.

Lý luận và thực tiễn đã chứng minh các khó khăn trong ước lượng chi phí sử dụng vốn, bởi lẽ nó phụ thuộc vào khá nhiều yếu tố: tính mạo hiểm của việc sử dụng vốn, lãi suất của các khoản nợ phải trả, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, chính sách phân phối lợi nhuận... Vì vậy, khi ước lượng chi phí sử dụng vốn cần có một tầm nhìn và phải lượng hoá chi phí bình quân của tất cả các nguồn tài trợ.

1.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn

Có nhiều nhân tố khác nhau ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

**Nhóm nhân tố khách quan:*

- Lãi suất thị trường: Khi lãi suất thị trường ở mức cao thì tỷ suất sinh lời đòi hỏi của các nhà đầu tư cũng cao, do đó chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp cũng cao và ngược lại.

- Chính sách thuế thu nhập: Do lãi vay được tính vào chi phí làm giảm trừ khoản thu nhập chịu thuế, dẫn đến giảm số thuế thu nhập mà doanh nghiệp phải nộp. Vì vậy, lãi vay đưa lại khoản lợi về thuế, nếu thuế suất cao khoản lợi về thuế lớn làm giảm chi phí sử dụng vốn vay và ngược lại.

** Nhóm nhân tố chủ quan*

- Chính sách đầu tư: Nếu công ty thực hiện chính sách đầu tư vào những tài sản có mức độ rủi ro cao thì tỷ suất sinh lời đòi hỏi của các nhà đầu tư cũng cao và ngược lại. Do đó, cũng làm cho chi phí sử dụng vốn thay đổi.

- Chính sách tài trợ: Khi doanh nghiệp huy động vốn vay nhiều sẽ làm tăng rủi ro tài chính đối với khoản vốn của các nhà đầu tư, điều đó kéo theo sự gia tăng chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.

- Chính sách cổ tức: Chính sách cổ tức của công ty quyết định quy mô lợi nhuận tái đầu tư nhiều hay ít. Nếu tái đầu tư nhiều, doanh nghiệp hạn chế phải huy động vốn từ bên ngoài có chi phí sử dụng vốn cao hơn.

1.3. Chi phí sử dụng vốn của từng nguồn vốn

Mỗi nguồn vốn mà doanh nghiệp sử dụng có đặc điểm khác nhau và chi phí khác nhau. Sau đây sẽ xem xét chi phí sử dụng vốn của từng nguồn vốn riêng biệt.

a) Chi phí sử dụng vốn vay

Một trong ưu thế của việc sử dụng vốn vay so với các nguồn tài trợ bên ngoài khác là tiền lãi vay phải trả được trừ ra trước khi tính thuế thu nhập. Do đó, khi xác định chi phí sử dụng vốn vay phải chia ra 2 trường hợp là chi phí sử dụng vốn vay trước thuế và chi phí sử dụng vốn vay sau thuế.

** Chi phí sử dụng vốn vay trước thuế*

Chi phí sử dụng vốn vay trước thuế là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư cho vay (Chủ nợ) mà chưa tính đến ảnh hưởng của thuế thu nhập mà doanh nghiệp phải nộp. Lãi suất vay vốn chính là chi phí sử dụng vốn vay trước thuế.

Gọi D là vốn vay

- r_{dt} là chi phí sử dụng vốn vay trước thuế thu nhập doanh nghiệp.
- C_i là tiền (gốc và lãi) trả cho chủ nợ ($i = 1 \rightarrow n$)

Thì:

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r_{dt})^i}$$

Bằng phương pháp nội suy, chúng ta có thể xác định được r_{dt}

**Chi phí sử dụng vốn vay sau thuế*

Theo Luật thuế thu nhập doanh nghiệp, lãi vay được coi là một khoản chi phí và làm giảm trừ thu nhập chịu thuế, trong khi cổ tức phải trả cho cổ phiếu ưu đãi, cổ tức trả cho cổ đông thường không được hưởng "đặc ân" này. Do đó để có cơ sở đồng nhất nhằm so sánh chi phí sử dụng các nguồn vốn khác nhau, người ta thường đưa chúng về cùng một mặt bằng chung. Mặt bằng thường được lựa chọn là đưa về sau thuế.

Vì vậy có thể tính lại chi phí sử dụng vốn vay theo công thức sau:

$$\begin{array}{l} \text{Chi phí sử} \\ \text{dụng vốn vay} \\ \text{sau thuế } (r_d) \end{array} = \begin{array}{l} \text{Chi phí sử dụng} \\ \text{vốn vay trước khi} \\ \text{tính thuế } (r_{dt}) \end{array} \times \left[\begin{array}{l} \text{Thuế suất} \\ 1 - \text{thuế thu nhập} \\ \text{doanh nghiệp} \end{array} \right]$$

Như vậy, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp làm giảm đáng kể chi phí sử dụng vốn vay

b) Chi phí sử dụng vốn từ cổ phiếu ưu đãi

Như phần trên đã nêu, cổ phiếu ưu đãi có nhiều loại, tuy nhiên loại cổ phiếu ưu đãi thường được các công ty ở nhiều nước sử dụng là loại cổ phiếu ưu đãi cổ tức. Loại cổ phiếu ưu đãi này là một loại chứng khoán lai ghép giữa cổ phiếu thường và trái phiếu. Chủ sở hữu cổ phiếu ưu đãi được nhận cổ tức cố định và không có quyền biểu quyết. Những đặc điểm đó làm cho cổ phiếu ưu đãi gần giống với trái phiếu. Nhưng cổ tức của cổ phiếu ưu đãi không được tính trừ vào thu nhập chịu thuế của công ty lại làm cho nó giống như cổ phiếu thường. Nhưng điểm đặc biệt lưu ý là cổ phiếu ưu đãi chỉ nhận được tiền lãi cố định hàng năm, không được hưởng suất tăng trưởng của lợi nhuận. Do đó:

Nếu ta gọi P_0 là giá thị trường hiện hành của cổ phiếu ưu đãi.

e là tỷ lệ chi phí phát hành

d là cổ tức một cổ phiếu ưu đãi.

Thì chi phí sử dụng cổ phiếu ưu đãi r_p được xác định như sau:

$$r_p = \frac{d}{P_0 (1 - e)}$$

c) Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại

Công ty cổ phần cũng như các doanh nghiệp khác có thể sử dụng một phần lợi nhuận sau thuế để lại tái đầu tư. Đây là nguồn vốn chủ sở hữu nội sinh của công ty.

Xét về mặt kế toán, khi doanh nghiệp giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thì doanh nghiệp không phải trả một khoản chi phí nào cho việc sử dụng nguồn vốn này. Tuy nhiên, trên góc độ tài chính phải tính đến chi phí cơ hội của số lợi nhuận giữ lại cho nhà đầu tư (là chủ sở hữu).

Lợi nhuận sau thuế của công ty sau khi trả cổ tức cho cổ đông ưu đãi (nếu có) thuộc quyền sở hữu của cổ đông thường. Cổ đông có thể nhận toàn bộ số lợi nhuận đó dưới hình thức cổ tức và sau đó có thể sử dụng số tiền cổ tức nhận được để đầu tư vào nơi khác hoặc theo một cách khác, cổ đông nhận một phần lợi nhuận sau thuế dưới hình thức cổ tức, còn một phần để lại công ty để tái đầu tư. Vậy, vấn đề đặt ra khi nào cổ đông có thể chấp nhận để lại lợi nhuận để tái đầu tư?

Nếu công ty quyết định sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư thì công ty cần phải đảm bảo đạt được tỷ suất sinh lời tối thiểu bằng tỷ suất sinh lời mà cổ đông có thể thu được khi sử dụng số tiền đó đầu tư vào nơi khác với mức độ rủi ro tương đương với mức rủi ro hiện tại của công ty.

Từ đó có thể rút ra, chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông đối với cổ phần thường của công ty.

- *Ước lượng chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư.*

Có ba phương pháp chủ yếu ước lượng chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư:

+ Phương pháp theo mô hình tăng trưởng cổ tức.

Đây là một phương pháp thường được sử dụng. Theo mô hình tăng trưởng cổ tức, giá cổ phiếu thường là giá trị hiện tại của dòng cổ tức mà nhà đầu tư kỳ vọng thu được ở tương lai và được xác định theo công thức sau:

$$P_0 = \frac{d_1}{(1+r_e)} + \frac{d_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+r_e)^n} + \dots$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó:

- P_0 : Giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường.
- d_t : Cổ tức dự tính nhận được trong năm thứ t .
- r_e : Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông đối với cổ phần thường.

Trường hợp giả định cổ tức tăng đều đặn hàng năm với tốc độ tăng trưởng là g thì giá cổ phiếu được xác định bằng công thức:

$$P_0 = \frac{d_1}{r_e - g}$$

Trong đó : + d_1 là cổ tức dự tính nhận được ở năm thứ 1

+ g là tốc độ tăng trưởng cổ tức đều đặn hàng năm dự tính.

Từ công thức trên, có thể suy ra tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông và cũng chính là chi phí sử dụng lợi nhuận để lại được xác định theo công thức sau:

$$r_e = \frac{d_1}{P_0} + g$$

Cách xác định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại như trên đã nêu được gọi là phương pháp theo mô hình tăng trưởng cổ tức hay phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF). Trong phương pháp này, việc xác định tốc độ tăng trưởng cổ tức đều đặn hàng năm (g) trong tương lai là vấn đề không đơn giản. Thông thường, đối với các công ty mà việc trả cổ tức không có sự tăng, giảm đột biến các nhà đầu tư dựa vào tình hình và số liệu trả cổ tức trong những năm đã qua để xác định tốc độ tăng trưởng cổ tức bình quân từ đó dự kiến cho tương lai. Đối

với các công ty có cổ tức trả không ổn định phải xem xét kỹ đồng thời tham khảo ý kiến dự báo của các nhà phân tích chứng khoán để dự tính.

Ví dụ về xác định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại: Giá hiện hành 1 cổ phiếu thường trên thị trường của công ty A là 23.000đ, cổ tức kỳ vọng trong năm tới là 1.240đ/cổ phần và tốc độ tăng cổ tức trong những năm sắp tới 8%/năm, Công ty dự định trong năm tới dành 40% lợi nhuận sau thuế để lại tái đầu tư. Vậy, chi phí sử dụng lợi nhuận để lại là:

$$r_e = \frac{1.240}{23.000} + 8\% = 13,4\%$$

Vậy 13,4% là tỷ suất sinh lời mà cổ đông đòi hỏi và cũng là tỷ suất sinh lời tối thiểu cần phải đạt được khi công ty quyết định giữ lại một phần lợi nhuận để tái đầu tư.

Sử dụng phương pháp theo mô hình tăng trưởng cổ tức để xác định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư có những ưu điểm, hạn chế chủ yếu sau:

Ưu điểm: Phương pháp này dễ hiểu và dễ sử dụng.

Hạn chế: Phương pháp này chỉ có thể áp dụng cho những công ty cổ phần có trả cổ tức và cổ tức không có sự tăng, giảm đột biến; Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại xác định theo phương pháp này rất nhạy cảm với tốc độ tăng trưởng cổ tức ước định (g); Phương pháp này cũng không cho thấy một cách rõ ràng tác động của yếu tố rủi ro đến chi phí sử dụng vốn của công ty.

+ Phương pháp mô hình định giá tài sản vốn (phương pháp CAPM).

Mô hình định giá tài sản vốn cho thấy mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời mà nhà đầu tư đòi hỏi và mức bù rủi ro, do vậy có thể sử dụng phương pháp CAPM để xác định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại và có thể xác định theo công thức sau:

$$r_e = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

r_e : Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư đối với lợi nhuận giữ lại.

R_f : Tỷ suất sinh lời (hay lãi suất) phi rủi ro, thường được tính bằng lãi suất trái phiếu của Chính phủ.

R_m : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng thị trường.

β_i : Hệ số rủi ro của cổ phần công ty i

Ví dụ: lãi suất phi rủi ro (R_f) là 8%, tỷ suất sinh lời thị trường (R_m) là 13%, hệ số rủi ro đối với cổ phiếu của công ty X được xác định là 1,2. Vậy, tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư hay cổ đông đối với cổ phần của công ty X là :

$$r_e = 8\% + 1,2.(13\% - 8\%) = 14\%$$

Vậy 14% cũng là chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư của công ty X.

Áp dụng phương pháp CAPM để xác định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư có *ưu điểm* chủ yếu sau: phương pháp này cho thấy tác động của rủi ro đến chi phí sử dụng vốn một cách rõ ràng, mặt khác phương pháp này có thể áp dụng cho cả các công ty trả cổ tức ổn định hay không ổn định cũng có nghĩa là nó có thể sử dụng cho nhiều tình huống hơn. Tuy vậy, phương pháp này cũng có một số *hạn chế*: việc sử dụng phương pháp này đòi hỏi phải ước định mức bù rủi ro thị trường và hệ số rủi ro cổ phiếu của công ty. Đây là vấn đề không đơn giản, hơn nữa các yếu tố này thường thay đổi theo thời gian. Mặt khác, cũng giống như phương pháp theo mô hình tăng trưởng cổ tức, khi sử dụng phương pháp CAPM là dựa vào quá khứ để dự đoán tương lai. Hiện nay, các điều kiện của nền kinh tế thay đổi rất nhanh, vì thế quá khứ không phải luôn luôn là sự chỉ dẫn tốt cho tương lai.

+ Phương pháp theo lãi suất trái phiếu cộng thêm mức bù rủi ro.

Cơ sở chủ yếu của phương pháp này thể hiện ở chỗ: Người đầu tư vào trái phiếu công ty sẽ chịu rủi ro ít hơn so với cổ đông là người đầu tư vào cổ phiếu của công ty, do vậy tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông có thể xác định bằng cách lấy lãi suất trái phiếu của công ty cộng thêm một mức bù rủi ro. Như vậy, công ty có rủi ro cao thì lãi suất trái phiếu của công ty cũng ở mức cao và hiển nhiên mức bù rủi ro đòi hỏi của cổ đông cũng cao hơn, từ đó có thể rút ra:

Chi phí sử dụng LN để lại = Lãi suất trái phiếu + Mức bù rủi ro tăng thêm

Lãi suất trái phiếu được xác định là lãi suất đáo hạn của trái phiếu (YTM). Ở Mỹ, mức bù rủi ro tăng thêm theo các nhà kinh tế là khoảng từ 3% - 5%.

Ví dụ, công ty cổ phần X vừa phát hành 1 loại trái phiếu có lãi suất cố định 9%/năm, mỗi năm trả lãi 1 lần ở cuối mỗi năm, thời hạn là 5 năm. Mức bù

rủi ro tăng thêm được xác định là 4%. Vậy, chi phí sử dụng lợi nhuận để lại sẽ là: $r_e = 9\% + 4\% = 13\%$

Nhìn chung, phương pháp này có ưu điểm là dễ hiểu, nó cũng cho thấy mối liên hệ giữa rủi ro và chi phí sử dụng vốn, tuy nhiên hạn chế chủ yếu ở chỗ, phương pháp này mang tính chủ quan khá cao trong việc xác định mức bù rủi ro tăng thêm.

Trên đây là 3 phương pháp chủ yếu xác định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại tái đầu tư. Xem xét rộng hơn cũng có thể thấy rằng, trong trường hợp muốn xác định chi phí sử dụng cổ phần thường hiện hành của công ty thì chi phí sử dụng cổ phần thường hiện hành cũng chính là tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông đối với cổ phần thường hiện hành mà công ty đang sử dụng.

d) Chi phí sử dụng vốn từ cổ phiếu thường mới

Nếu như mua trái phiếu, nhà đầu tư xác định ngay tiền lãi sẽ nhận được, còn đầu tư vào việc mua cổ phiếu thường thì tiền lãi (cổ tức) lại phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty. Mặt khác khi công ty giải thể (hoặc phá sản) tiền mua trái phiếu sẽ được thanh toán trước tiền mua cổ phiếu thường. Vì vậy đầu tư vào cổ phiếu thường sẽ có mức độ mạo hiểm cao hơn đầu tư vào trái phiếu.

Khi phát hành cổ phiếu thường mới sẽ phát sinh chi phí phát hành. Chi phí phát hành bao gồm: chi phí in ấn, quảng cáo, chi phí bảo lãnh phát hành, chi phí hoa hồng, môi giới...

Vì vậy số vốn doanh nghiệp được sử dụng cho đầu tư bằng giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường trừ đi chi phí phát hành.

Gọi P_0 là giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường

e là tỷ lệ chi phí phát hành, khi đó giá ròng = $P_0 (1 - e)$

d_1 là cổ tức một cổ phiếu thường dự kiến năm thứ nhất

g là tốc độ tăng trưởng cổ tức kỳ vọng (giả thiết tăng trưởng đều).

r_s là chi phí sử dụng vốn cổ phần thường mới

$$r_s = \frac{d_1}{P_0(1-e)} + g = \frac{d_0(1+g)}{P_0(1-e)} + g$$

Chú ý: Xác định tốc độ tăng trưởng cổ tức kỳ vọng (g).

k là tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư.

ROE₀: Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu kỳ trước

$$g = \text{ROE}_0 \times k$$

1.4. Chi phí sử dụng vốn bình quân

Mỗi nguồn vốn có chi phí sử dụng khác nhau, thông thường doanh nghiệp phải phối hợp huy động vốn cho đầu tư từ nhiều nguồn vốn khác nhau. Do vậy cần thiết phải tính chi phí sử dụng vốn bình quân. Chi phí sử dụng vốn bình quân được xác định theo phương pháp bình quân gia quyền mà quyền số là tỷ trọng các nguồn vốn trong tổng vốn mà doanh nghiệp huy động. Chi phí sử dụng vốn bình quân trong doanh nghiệp phụ thuộc vào 2 yếu tố: Chi phí sử dụng của từng nguồn vốn và tỷ trọng của từng nguồn vốn. Trong đó, cần chú ý rằng tỷ trọng của các nguồn vốn phải được tính theo giá trị thị trường, chứ không phải là giá trị sổ sách.

Gọi WACC là chi phí sử dụng vốn bình quân

w_i là tỷ trọng nguồn vốn i (i = 1-n)

r_i là chi phí sử dụng nguồn vốn i

$$\text{WACC} = \sum_{i=1}^n (w_i \times r_i)$$

1.5. Chi phí cận biên về sử dụng vốn

Khi doanh nghiệp huy động tăng thêm vốn sẽ làm gia tăng rủi ro cho nhà đầu tư, nên nhà quản trị phải xác định chi phí cho mỗi đồng vốn tăng thêm, qua đó, để lựa chọn quy mô vốn tối ưu cho việc thực hiện dự án đầu tư. Vì chỉ những đồng vốn nào có chi phí sử dụng vốn cận biên thấp hơn tỷ suất sinh lời của dự án đầu tư thì sẽ được chấp thuận.

+ *Khái niệm*: Chi phí cận biên sử dụng vốn là chi phí của đồng vốn mới huy động tăng thêm cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Thực chất chi phí cận biên là chi phí bình sử dụng vốn bình quân cho mỗi đồng vốn mới tăng thêm trong cùng thời kỳ.

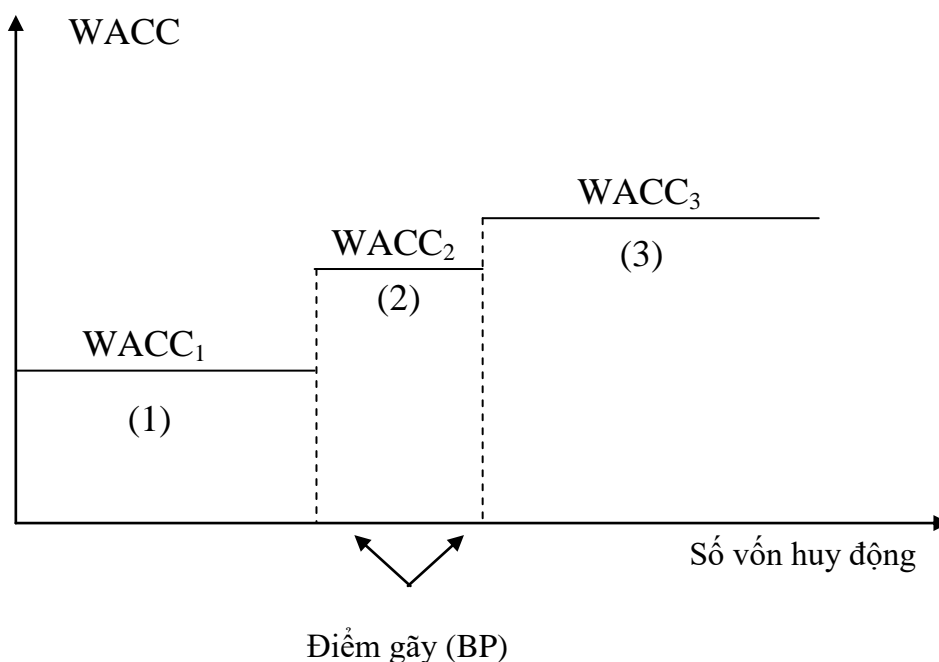
+ *Xác định điểm gãy của đường chi phí cận biên*

Mỗi doanh nghiệp đều lựa chọn một cơ cấu nguồn vốn phù hợp với đặc điểm sản xuất, sản phẩm, mức độ mạo hiểm... Một cơ cấu nguồn vốn như vậy gọi là cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu là một cơ cấu đem lại sự an toàn về mặt tài chính và có chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Nhưng trong thực tế khi có nhu cầu đầu tư mới, do nhu cầu vốn đầu tư tăng lên chi phí sử dụng các nguồn vốn cũng có thể thay đổi, do đó chi phí sử dụng vốn bình quân cũng thay đổi. Thông thường bắt đầu doanh nghiệp sẽ tìm kiếm những nguồn vốn có chi phí sử dụng thấp nhất, sau đó mới tới những nguồn vốn chi phí sử dụng cao hơn. Chính vì vậy, khi doanh nghiệp huy động thêm những đồng vốn mới, chi phí của mỗi đồng vốn tại một thời điểm nào đó sẽ tăng lên.

Tại thời điểm giới hạn mà từ đó chi phí sử dụng vốn bình quân của đồng vốn mới bắt đầu tăng lên được gọi là điểm gãy của đường chi phí sử dụng vốn. Điểm gãy (BP) được xác định theo công thức:

$$\text{Điểm gãy (BP)} = \frac{\text{Tổng số vốn có chi phí sử dụng thấp hơn của nguồn vốn } i}{\text{Tỷ trọng của nguồn vốn } i \text{ trong cơ cấu nguồn vốn}}$$

Đối với một doanh nghiệp khi liên tục huy động thêm những đồng vốn mới với chi phí sử dụng khác nhau có thể có nhiều điểm gãy. Có thể minh họa chi phí sử dụng vốn bình quân và các điểm gãy trên đồ thị.



Việc nghiên cứu chi phí sử dụng vốn bình quân nói chung, chi phí sử dụng vốn nói riêng có ý nghĩa rất lớn đối với doanh nghiệp. Bởi vì nó giúp cho các nhà tài chính có thêm các căn cứ xác đáng để ra quyết định lựa chọn dự án đầu tư. Còn việc nghiên cứu chi phí cận biên sẽ là căn cứ để lựa chọn quy mô vốn tối ưu để thực hiện đầu tư.

IX. HỆ THỐNG ĐÒN BẨY TRONG DOANH NGHIỆP

Trong tài chính, đòn bẩy được coi là công cụ mà doanh nghiệp có thể sử dụng để gia tăng lợi nhuận. Các đòn bẩy mà các nhà quản trị tài chính thường sử dụng là đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy cũng làm gia tăng rủi ro cho doanh nghiệp.

1. Đòn bẩy kinh doanh và rủi ro kinh doanh

a) Đòn bẩy kinh doanh

Đòn bẩy kinh doanh là việc sử dụng các tài sản có chi phí cố định kinh doanh nhằm hy vọng gia tăng lợi nhuận trước lãi vay và thuế hay tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản. Nói cách khác, đòn bẩy kinh doanh thể hiện mức độ sử dụng chi phí cố định kinh doanh của doanh nghiệp trong hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm hy vọng gia tăng lợi nhuận trước lãi vay và thuế (hay tỷ suất lợi nhuận kinh tế của tài sản).

Mức độ sử dụng đòn bẩy kinh doanh của doanh nghiệp được thể hiện ở tỷ trọng chi phí cố định kinh doanh trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có tỷ trọng chi phí cố định kinh doanh ở mức cao thể hiện doanh nghiệp có đòn bẩy kinh doanh lớn và ngược lại.

Một doanh nghiệp có đòn bẩy kinh doanh cao thì chỉ cần một sự thay đổi nhỏ của doanh thu (hoặc sản lượng hàng hoá tiêu thụ), có thể dẫn đến sự thay đổi lớn hơn về lợi nhuận trước lãi vay và thuế của doanh nghiệp. Điều đó có nghĩa là lợi nhuận trước lãi vay và thuế của doanh nghiệp rất nhạy cảm với mức độ sử dụng chi phí cố định kinh doanh trong mối quan hệ với chi phí biến đổi và quy mô kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, sử dụng đòn bẩy kinh doanh như sử dụng con dao hai lưỡi. Doanh nghiệp có đòn bẩy kinh doanh lớn có khả năng gia tăng nhanh lợi nhuận trước lãi vay và thuế, nhưng cũng ẩn chứa rủi ro kinh doanh lớn.

b) Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh

Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh đến lợi nhuận trước lãi vay và thuế của doanh nghiệp được xác định theo công thức sau:

$$\text{Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh (DOL)} = \frac{\text{Tỷ lệ thay đổi lợi nhuận trước lãi vay và thuế}}{\text{Tỷ lệ thay đổi của doanh thu (hoặc sản lượng tiêu thụ)}}$$

Như vậy mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh phản ánh mức độ thay đổi và lợi nhuận trước lãi vay và thuế do kết quả từ sự thay đổi của doanh thu tiêu thụ (hoặc sản lượng hàng hoá tiêu thụ). Nói một cách khác nó cho thấy khi doanh thu (hoặc sản lượng) tiêu thụ thay đổi 1% thì lợi nhuận trước lãi vay và thuế sẽ thay đổi bao nhiêu %.

Gọi: F: là tổng chi phí cố định kinh doanh (không bao gồm lãi vay)

v: Chi phí biến đổi tính cho 1 sản phẩm

g: Giá bán một sản phẩm

Q: Số lượng sản phẩm tiêu thụ

$$\text{DOL} = \frac{Q_0(g - v)}{Q_0(g - v) - F}$$

Xem xét mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh có thể nhận thấy:

+ Ở mỗi mức sản lượng sản phẩm sản xuất tiêu thụ hay doanh thu bán hàng khác nhau thì mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh cũng có sự khác nhau.

+ Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh cũng là một trong những thước đo rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp hay của một dự án.

Từ công thức trên chúng ta có công thức đo lường sự tác động của đòn bẩy kinh doanh đến sự thay đổi lợi nhuận trước lãi vay và thuế như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Tỷ lệ thay đổi lợi} \\ \text{nhuận trước lãi} \\ \text{vay và thuế} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Mức độ ảnh} \\ \text{hưởng của đòn} \\ \text{bẩy kinh doanh} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Tỷ lệ thay đổi của} \\ \text{doanh thu (hoặc sản} \\ \text{lượng tiêu thụ)} \end{array}$$

c. Điểm cân bằng EBIT

Khi nghiên cứu về sử dụng đòn bẩy kinh doanh giữa các phương án đầu tư khác nhau, người ta thường xem xét và xác định với lượng sản phẩm cần sản xuất bao nhiêu thì sẽ đưa đến sự cân bằng về EBIT giữa hai phương án đầu tư. Khi đó, người ta gọi đó là điểm cân bằng EBIT (hay còn gọi là điểm bàng quan). Ý nghĩa của kết quả tính ra là để so sánh với sản lượng kỳ vọng mà phương án đầu tư có thể đạt được để quyết định lựa chọn phương án đầu tư có sử dụng đòn bẩy kinh doanh phù hợp.

d) Rủi ro kinh doanh

Rủi ro kinh doanh nảy sinh bắt nguồn từ chính ngay các yếu tố trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Rủi ro kinh doanh là sự dao động hay sự không chắc chắn về lợi nhuận trước lãi vay và thuế hoặc tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản.

Thước đo chủ yếu thường được sử dụng để đánh giá rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp là độ lệch chuẩn và hệ số biến thiên của lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT).

Rủi ro kinh doanh có thể biến động từ ngành này sang ngành kia và thay đổi theo thời gian. Có nhiều yếu tố ảnh hưởng tới rủi ro kinh doanh của một doanh nghiệp, trong đó bao hàm các yếu tố chủ yếu: Sự biến động của cầu về loại sản phẩm doanh nghiệp sản xuất; biến động giá của sản phẩm đầu ra; biến động giá các yếu tố đầu vào; khả năng điều chỉnh giá bán sản phẩm của doanh nghiệp khi giá của yếu tố đầu vào có sự thay đổi; mức độ đa dạng hóa sản phẩm; tốc độ tăng trưởng; cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh hay mức độ sử dụng đòn bẩy kinh doanh của doanh nghiệp.

Trong quản trị tài chính doanh nghiệp cần phải nhận biết, phân tích đánh giá để hạn chế, phòng ngừa và quản lý rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp.

2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

a) Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính là thể hiện mức độ sử dụng vốn vay trong nguồn vốn của doanh nghiệp nhằm hy vọng gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay thu nhập trên một cổ phần của công ty).

Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính doanh nghiệp được thể hiện ở hệ số nợ. Doanh nghiệp có hệ số nợ cao thể hiện doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính ở mức độ cao và ngược lại.

Doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính càng cao thì mức độ rủi ro trong hoạt động tài chính càng cao, nhưng cơ hội gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) càng lớn.

Gọi: ROE là tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu

D là vốn vay

E là vốn chủ sở hữu

BEP là Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản

$$BEP = \frac{EBIT}{A}$$

EBIT: Lợi nhuận trước lãi vay và thuế

A: Giá trị tài sản bình quân (hay vốn kinh doanh bình quân)

r_d là lãi suất vay

t là thuế suất thuế TNDN

$$ROE = \left[BEP + \frac{D}{E}(BEP - r_d) \right] (1-t)$$

Vậy:

- Khi $BEP > r_d$: Doanh nghiệp tăng vay nợ => ROE càng được khuyến khích đại, đồng thời gia tăng rủi ro tài chính.

- Khi $BEP = r_d$: Doanh nghiệp tăng vay nợ nhưng ROE không thay đổi, đồng thời gia tăng rủi ro tài chính.

- Khi $BEP < r_d$: Doanh nghiệp tăng vay nợ => làm suy giảm ROE, đồng thời gia tăng rủi ro tài chính.

Đây chính là giới hạn của hệ số nợ trong tổng vốn của doanh nghiệp, và điều này cần được lưu ý khi ra quyết định huy động vốn.

Cần lưu ý rằng, cũng như sử dụng đòn bẩy kinh doanh, việc sử dụng đòn bẩy tài chính như sử dụng "con dao hai lưỡi". Nếu tổng tài sản không có khả năng sinh ra một tỷ suất sinh lời đủ lớn để bù đắp chi phí lãi vay nợ thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần thường) bị giảm sút, bởi lẽ phần lợi nhuận do vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần thường) làm ra phải dùng để bù đắp sự thiếu hụt của khoản lãi vay phải trả.

Khả năng gia tăng lợi nhuận cao là điều mong ước của các chủ sở hữu, trong đó đòn bẩy tài chính là một công cụ được các nhà quản lý thường dùng. Đòn bẩy tài chính là công cụ hữu ích để khuyến đại tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hay gia tăng thu nhập một cổ phần, đồng thời cũng tiềm ẩn sự gia tăng rủi ro cho chủ sở hữu. Sự thành công hay thất bại này tùy thuộc vào chiến lược của chủ sở hữu khi lựa chọn cơ cấu tài chính.

b) Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính (DFL)

Đòn bẩy tài chính là sự đánh giá chính sách vay nợ được sử dụng trong việc điều hành doanh nghiệp. Vì lãi vay phải trả không đổi khi sản lượng thay đổi, do đó đòn bẩy tài chính sẽ rất lớn trong các doanh nghiệp có hệ số nợ cao, và ngược lại đòn bẩy tài chính sẽ rất nhỏ trong các doanh nghiệp có hệ số nợ thấp. Những doanh nghiệp có hệ số nợ bằng không sẽ không có đòn bẩy tài chính. Như vậy, đòn bẩy tài chính đặt trọng tâm vào hệ số nợ. Khi đòn bẩy tài chính cao, thì chỉ cần một sự thay đổi nhỏ về lợi nhuận trước lãi vay và thuế cũng có thể làm thay đổi với một tỷ lệ cao hơn về tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần thường) nghĩa là tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần thường) rất nhạy cảm khi lợi nhuận trước lãi vay và thuế biến đổi.

Như vậy, mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính phản ánh nếu lợi nhuận trước lãi vay và thuế thay đổi 1% thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay thu nhập một cổ phần thường) sẽ thay đổi bao nhiêu %.

$$\text{Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính (DFL)} = \frac{\text{Tỷ lệ thay đổi tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu}}{\text{Tỷ lệ thay đổi lợi nhuận trước lãi vay và thuế}}$$

Nếu ta gọi I là lãi vay phải trả

$$\text{DFL} = \frac{Q_0(g - v) - F}{Q_0(g - v) - F - I}$$

Xem xét đòn bẩy tài chính có thể rút ra:

+ Ở mỗi mức lợi nhuận trước lãi vay và thuế khác nhau thì mức ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính cũng có sự khác nhau.

+ Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính cũng là một trong những thước đo mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Từ công thức trên chúng ta có công thức đo lường sự tác động của đòn bẩy tài chính đến sự thay đổi tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) như sau:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Tỷ lệ thay} & & \text{Mức độ ảnh hưởng} & & \text{Tỷ lệ thay} \\ \text{đổi của} & = & \text{của đòn bẩy tài} & \times & \text{đổi của} \\ \text{ROE} & & \text{chính} & & \text{EBIT} \end{array}$$

Như vậy đòn bẩy tài chính thể hiện cách thức sử dụng nguồn vốn của doanh nghiệp.

c) Điểm cân bằng ROE (EPS)

Trong trường hợp có nhiều phương án huy động vốn khác nhau với hệ số nợ khác nhau, người ta thường xác định điểm cân bằng ROE (hay EPS), có nghĩa là đi xác định EBIT để cân bằng ROE (hay EPS) giữa hai phương án huy động vốn. Kết quả tính ra có ý nghĩa trong việc so sánh với EBIT kỳ vọng để quyết định lựa chọn phương án huy động vốn có sử dụng đòn bẩy tài chính phù hợp.

d) Rủi ro tài chính

Trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp sử dụng vốn vay một mặt nhằm bù đắp sự thiếu hụt vốn, mặt khác nhằm hy vọng gia tăng tỷ suất lợi nhuận chủ sở hữu (hoặc thu nhập trên một cổ phần) nhưng đồng thời cũng làm tăng thêm rủi ro cho doanh nghiệp, đó là rủi ro tài chính.

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

Việc sử dụng vốn vay tạo ra khả năng cho doanh nghiệp tăng được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu nhưng cũng làm cho tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu

có thể có mức độ dao động lớn hơn. Khi tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà doanh nghiệp tạo ra lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, nhưng nếu tỷ suất sinh lời của tài sản thấp hơn chi phí sử dụng vốn vay thì càng làm giảm sút nhanh hơn tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Mặt khác, doanh nghiệp sử dụng vốn vay làm nảy sinh nghĩa vụ tài chính phải thanh toán lãi vay cho các chủ nợ bất kể doanh nghiệp đạt được mức độ lợi nhuận trước lãi vay và thuế là bao nhiêu, đồng thời doanh nghiệp phải có nghĩa vụ hoàn trả vốn gốc cho các chủ nợ đúng hạn. Doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay thì nguy cơ mất khả năng thanh toán càng lớn. Như vậy, việc sử dụng vốn vay đã ẩn chứa rủi ro tài chính mà doanh nghiệp có thể gặp phải trong quá trình kinh doanh.

3. Phối hợp đòn bẩy tài chính và đòn bẩy kinh doanh

Đòn bẩy kinh doanh phản ánh mức độ sử dụng chi phí cố định kinh doanh trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh. Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh sẽ rất lớn ở những doanh nghiệp có chi phí cố định kinh doanh cao hơn chi phí biến đổi. Nhưng đòn bẩy kinh doanh chỉ tác động tới lợi nhuận trước lãi vay và thuế, bởi lẽ hệ số nợ không ảnh hưởng tới độ lớn của đòn bẩy kinh doanh.

Còn mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính chỉ phụ thuộc vào hệ số nợ, không phụ thuộc vào kết cấu chi phí cố định và chi phí biến đổi của doanh nghiệp. Do đó, đòn bẩy tài chính tác động tới tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Vì vậy, khi ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh chấm dứt thì ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính sẽ thay thế để khuếch đại tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (thu nhập một cổ phần thường). Vì lẽ đó người ta gọi đòn bẩy kinh doanh là đòn bẩy cấp một, đòn bẩy tài chính là đòn bẩy cấp hai, và có thể kết hợp đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính thành một đòn bẩy tổng hợp. Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tổng hợp (DTL) được xác định như sau:

$$\begin{array}{lcl} \text{Mức độ ảnh hưởng của} & & \text{Mức độ ảnh hưởng} & & \text{Mức độ ảnh hưởng} \\ \text{đòn bẩy tổng hợp} & = & \text{của đòn bẩy kinh} & \times & \text{của đòn bẩy tài} \\ \text{(DTL)} & & \text{doanh} & & \text{chính} \end{array}$$

$$\text{DTL} = \frac{Q_0(g - v)}{Q_0(g - v) - F - I}$$

Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy tổng hợp phản ánh mức độ nhạy cảm của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (vốn cổ phần thường) trước sự thay đổi của doanh thu hay sản lượng sản phẩm tiêu thụ. Nói cách khác nếu doanh thu thay đổi 1% thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu thay đổi bao nhiêu %.

Có thể nhận thấy: ở mỗi mức doanh thu hay sản lượng tiêu thụ khác nhau thì mức độ tác động của đòn bẩy tổng hợp cũng có sự khác nhau. Mức độ tác động của đòn bẩy tổng hợp cũng là một thước đo cho phép đánh giá mức độ rủi ro tổng thể của doanh nghiệp bao hàm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

Vấn đề quan trọng khi xem xét đòn bẩy tổng hợp đối với nhà quản trị tài chính doanh nghiệp là cần phải sử dụng phối hợp hai loại đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính để sao cho gia tăng được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) đồng thời phải đảm bảo sự an toàn tài chính cho doanh nghiệp.

X. QUẢN TRỊ VỐN KINH DOANH TRONG DOANH NGHIỆP

1. Vốn kinh doanh của doanh nghiệp

1.1. Tài sản của doanh nghiệp

Tài sản là một nguồn lực mà doanh nghiệp kiểm soát được và dự tính đem lại lợi ích kinh tế trong tương lai cho DN. Tài sản của doanh nghiệp bao gồm tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn. Trong đó, tài sản ngắn hạn, bao gồm: tiền và các khoản tương đương tiền, nợ phải thu ngắn hạn, hàng tồn kho và tài sản khác; tài sản dài hạn gồm có: tài sản cố định, nợ phải thu dài hạn, các khoản đầu tư tài chính, và tài sản dài hạn khác.

Doanh nghiệp có các quyền và nghĩa vụ về tài sản như sau: Chiếm hữu, sử dụng, định đoạt tài sản của doanh nghiệp; thực hiện các quyền và lợi ích hợp pháp khác từ tài sản của doanh nghiệp; thay đổi cơ cấu về tài sản để phát triển sản xuất kinh doanh; Chuyển nhượng, cho thuê, cầm cố, thế chấp, thanh lý tài sản của doanh nghiệp theo nghị quyết hoặc quy định của chủ sở hữu hoặc điều lệ doanh nghiệp.

1.2. Vốn kinh doanh của doanh nghiệp

Để hình thành các tài sản phục vụ cho hoạt động kinh doanh thì đòi hỏi doanh nghiệp phải bỏ ra một lượng vốn tiền tệ để mua sắm và hình thành. Lượng vốn bỏ ra đó được gọi là vốn kinh doanh của doanh nghiệp.

Vốn kinh doanh là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ tài sản mà doanh nghiệp đã đầu tư để sử dụng cho hoạt động kinh doanh nhằm mục đích sinh lời.

Căn cứ theo đặc điểm luân chuyển của vốn, vốn kinh doanh được chia thành hai bộ phận: Vốn cố định và vốn lưu động.

2. Quản trị vốn cố định

2.1. Tài sản cố định và vốn cố định

a) Khái niệm và đặc điểm TSCĐ

- Tài sản cố định: Là những tài sản có giá trị lớn và có thời gian sử dụng lâu dài thoả mãn các tiêu chuẩn là TSCĐ.

- *Tiêu chuẩn nhận biết TSCĐ:*

+ Giá trị tương đối lớn. Tùy theo từng nước và từng thời kỳ có những quy định cụ thể.

+ Thời gian sử dụng dài: Thông thường quy định có thời gian sử dụng từ trên 1 năm .

Ngoài 2 tiêu chuẩn chủ yếu trên, tùy theo điều kiện cụ thể, ở mỗi nước còn có thể đưa ra các tiêu chuẩn cụ thể khác.

- *Đặc điểm của TSCĐ:*

+ TSCĐ giữ nguyên hình thái biểu hiện khi tham gia vào hoạt động kinh doanh

+ TSCĐ tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất kinh doanh

+ Giá trị của TSCĐ dịch chuyển dần vào giá trị sản phẩm dưới hình thức chi phí khấu hao.

b) Vốn cố định và đặc điểm

- VCD là một bộ phận của vốn đầu tư ứng trước để hình thành TSCĐ mà có đặc điểm là tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất và hoàn thành một vòng luân chuyển khi TSCĐ hết thời hạn sử dụng.

- *Đặc điểm:*

- VCD tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất

- VCD luân chuyển dần từng phần vào giá trị sản phẩm

- VCD hoàn thành một vòng luân chuyển khi TSCĐ hết thời hạn sử dụng.

2.2. Khấu hao tài sản cố định

a) *Khái niệm, mục đích:*

Trong quá trình sử dụng, TSCĐ bị hao mòn hữu hình và hao mòn vô hình dẫn đến bị mất vốn do TSCĐ giảm dần giá trị sử dụng và giá trị. Vì vậy, phải tiến hành trích khấu hao TSCĐ nhằm thu hồi vốn cố định.

- Hao mòn hữu hình là sự sụt giảm về giá trị sử dụng của TSCĐ kéo theo đó là sự sụt giảm về giá trị của TSCĐ.

- Hao mòn vô hình là sự sụt giảm thuần túy về giá trị của TSCĐ do tiến bộ khoa học kỹ thuật gây ra.

- Khấu hao TSCĐ là việc phân bổ một cách có hệ thống nguyên giá của TSCĐ trong suốt thời gian sử dụng hữu ích của TSCĐ.

- Mục đích khấu hao: Nhằm thu hồi vốn cố định

- Nguyên tắc khấu hao: Mức khấu hao phù hợp với mức độ hao mòn của TSCĐ.

b) *Các phương pháp khấu hao TSCĐ*

(1). Phương pháp khấu hao đường thẳng

- Nội dung: Theo phương pháp này mức khấu hao và tỷ lệ khấu hao hàng năm của TSCĐ đều đặn và bằng nhau trong toàn bộ thời gian sử dụng hữu ích của TSCĐ.

- Mức khấu hao và tỷ lệ khấu hao hàng năm của TSCĐ được xác định như sau:

$$\text{Mức khấu hao hàng năm của TSCĐ} = \frac{\text{Nguyên giá của TSCĐ (NG)}}{\text{Thời gian sử dụng hữu ích của TSCĐ (T)}}$$

$$\text{Tỷ lệ khấu hao hàng năm} = \frac{\text{Mức khấu hao hàng năm}}{\text{Nguyên giá của TSCĐ}}$$

- Ưu điểm của phương pháp: Đơn giản, dễ tính toán, tạo điều kiện ổn định giá thành

- Nhược điểm của phương pháp: Thu hồi vốn chậm, chịu ảnh hưởng bất lợi của hao mòn vô hình.

(2). Phương pháp khấu hao giảm dần

- Nội dung: Mức khấu hao hàng năm được đẩy nhanh trong những năm đầu và giảm dần qua thời gian.

- Có hai phương pháp xác định:

* *Phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh:*

Cách xác định: $M_{KHi} = G_{CLi} \times T_{SD} (\%)$

Trong đó: G_{CL} : giá trị còn lại của TSCĐ

$T_{SD} (\%)$: Tỷ lệ khấu hao theo phương pháp số dư giảm dần

$$T_{SD} = 1/T \times H_S$$

Trong đó: T là thời gian sử dụng hữu ích của TSCĐ

Theo thông lệ của một số nước trên thế giới, người ta thường đưa ra các hệ số điều chỉnh khấu hao như sau:

$$H_S = 1,5 \text{ nếu } T \leq 4 \text{ năm}$$

$$H_S = 2,0 \text{ nếu } 4 < T \leq 6 \text{ năm}$$

$$H_S = 2,5 \text{ nếu } T > 6 \text{ năm}$$

Đến một số năm cuối, khi mức khấu hao của một năm theo phương pháp số dư giảm dần nhỏ hơn hoặc bằng mức khấu hao nếu tính theo phương pháp đường thẳng giữa giá trị còn lại với thời gian còn lại thì chúng ta phải chuyển sang thực hiện khấu hao theo phương pháp đường thẳng.

* *Phương pháp khấu hao tổng số thứ tự năm sử dụng*

Cách xác định: $M_{KHi} = NG \times T_{TSi} (\%)$

Trong đó: NG là nguyên giá TSCĐ

$T_{TSi} (\%)$ Là tỷ lệ khấu hao năm i theo phương pháp tổng số

Số năm sử dụng còn lại

$$T_{TSi} = \frac{\text{Số năm sử dụng còn lại}}{\text{Tổng số thứ tự theo năm sử dụng}}$$

Tổng số thứ tự theo năm sử dụng

- Ưu điểm: Phương pháp này thu hồi vốn nhanh, nhanh chóng tập trung vốn để đầu tư đổi mới TSCĐ, hạn chế ảnh hưởng bất lợi của hao mòn vô hình. Là biện pháp để hoãn thuế thu nhập doanh nghiệp.

- Nhược điểm: Tính toán phức tạp, khối lượng tính toán nhiều, sẽ là khó khăn khi áp dụng phương pháp khấu hao này đối với các doanh nghiệp mới thành lập hoặc dự án sản xuất sản phẩm mới.

3. Phương pháp khấu hao sản lượng

- Cách xác định: $M_{KH} = Q_{SX} \times m_{kh}$

Trong đó: Q_{SX} là số lượng sản phẩm sản xuất trong kỳ

m_{kh} là mức khấu hao tính cho một sản phẩm

NG

$$m_{kh} = \frac{\text{Số lượng sản phẩm dự kiến sản xuất trong suốt đời hoạt động của TSCĐ}}{\text{NG}}$$

- Phương pháp này thích hợp với các TSCĐ sử dụng không đều giữa các thời kỳ và trực tiếp sản xuất sản phẩm, có thể xác định được sản lượng theo công suất.

2.3. Quản trị vốn cố định trong doanh nghiệp

a) Khai thác và tạo lập VCD cho doanh nghiệp

- Đánh giá lựa chọn dự án đầu tư sao cho hiệu quả. Dựa trên những dự án đầu tư đã được phê duyệt để xác định nhu cầu VCD.

- Lựa chọn hình thức huy động vốn thích hợp, về nguyên tắc, việc tài trợ cho TSCĐ thường sử dụng nguồn vốn dài hạn.

- Dự báo quy mô các nguồn vốn có thể tài trợ cho doanh nghiệp để chủ động tìm nguồn tài trợ khác.

b) Bảo toàn và nâng cao hiệu quả sử dụng VCD

- Nguyên tắc quản trị và sử dụng VCD là: phải bảo toàn và phát triển vốn.

- Các nguyên nhân không bảo toàn vốn cố định:

+ Nguyên nhân khách quan: Sự tiến bộ của khoa học kỹ thuật, nền kinh tế trượt giá và lạm phát, sự kết thúc chu kỳ sống của sản phẩm, tai nạn rủi ro bất thường xảy ra trong quá trình kinh doanh.

+ Nguyên nhân chủ quan: việc trích khấu hao không phù hợp với hao mòn thực tế của TSCĐ, việc quản lý TSCĐ không chặt chẽ xảy ra tình trạng mất mát, thất lạc TSCĐ, hư hỏng trước hạn, việc lựa chọn phương án đầu tư mua sắm TSCĐ không tối ưu...

- Các biện pháp để bảo toàn và nâng cao hiệu quả sử dụng VCD:

+ Lập, lựa chọn và thực hiện tốt dự án đầu tư

+ Quản lý chặt chẽ, huy động tối đa TSCĐ hiện có vào hoạt động

+ Lựa chọn phương pháp khấu hao hợp lý

+ Nhượng bán, thanh lý kịp thời

+ Thường xuyên sửa chữa, bảo dưỡng TSCĐ

+ Mua bảo hiểm, phòng ngừa rủi ro

- Các chỉ tiêu phản ánh tình hình quản trị sử dụng VCD của doanh nghiệp

Doanh thu thuần

Hiệu suất sử dụng VCD = _____

VCD bình quân trong kỳ

Lợi nhuận trước (sau) thuế

Tỷ suất lợi nhuận VCD = _____ x 100%

VCD bình quân trong kỳ

Doanh thu thuần

Hiệu suất sử dụng TSCĐ = _____

Nguyên giá TSCĐ bình quân

Khấu hao lũy kế

Hệ số hao mòn TSCĐ = _____

Nguyên giá TSCĐ

4. Quản trị vốn lưu động trong doanh nghiệp

4.1. *Vốn lưu động và đặc điểm của VLĐ*

- *Khái niệm*: VLĐ của doanh nghiệp là số tiền ứng trước về tài sản lưu động sản xuất và tài sản lưu động lưu thông nhằm đảm bảo cho quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được tiến hành thường xuyên và liên tục.

- *Hình thức biểu hiện*: Vốn bằng tiền, nợ phải thu, hàng tồn kho, TSLĐ khác.

- *Đặc điểm*:

+ VLĐ luôn thay đổi hình thái biểu hiện trong quá trình sản xuất kinh doanh.

+ VLĐ chuyển dịch giá trị toàn bộ một lần vào giá trị sản phẩm

+ VLĐ hoàn thành một vòng tuần hoàn sau mỗi chu kỳ sản xuất kinh doanh.

- Các chỉ tiêu phản ánh tình hình quản trị sử dụng VLĐ

Tổng mức luân chuyển VLĐ (M)

+ Số lần chu chuyển VLĐ (L) = $\frac{\text{Tổng mức luân chuyển VLĐ (M)}}{\text{VLĐ bình quân trong kỳ (VLĐ}_{\text{bq}})}$

VLĐ bình quân trong kỳ (VLĐ_{bq})

360

+ Kỳ chu chuyển VLĐ (K) = $\frac{\text{VLĐ bình quân trong kỳ}}{\text{Số lần chu chuyển VLĐ}}$

Số lần chu chuyển VLĐ

VLĐ bình quân trong kỳ

+ Hàm lượng VLĐ = $\frac{\text{VLĐ bình quân trong kỳ}}{\text{Doanh thu thuần trong kỳ}}$

Doanh thu thuần trong kỳ

M1

+ Mức tiết kiệm VLĐ = $\frac{\text{M1}}{360} (K1 - K0)$

360

M1: Tổng mức luân chuyển VLĐ kỳ kế hoạch

K1: Kỳ luân chuyển VLĐ kỳ kế hoạch

K0: Kỳ luân chuyển VLĐ kỳ báo cáo

Lợi nhuận trước (sau) thuế

$$+ \text{Tỷ suất lợi nhuận VLĐ} = \frac{\text{Lợi nhuận trước (sau) thuế}}{\text{VLĐ bình quân}} \times 100\%$$

4.2. Quản trị vốn tồn kho dự trữ

a) Tài sản tồn kho dự trữ

- Tài sản tồn kho dự trữ là những tài sản mà doanh nghiệp dự trữ để sản xuất hoặc để bán ra.

- Vốn tồn dự trữ là biểu hiện bằng tiền của tài sản tồn kho dự trữ.

Trong doanh nghiệp, tài sản tồn kho dự trữ có ba dạng:

- + Vật tư dự trữ sản xuất (nguyên nhiên, vật liệu...);
- + Sản phẩm dở dang, bán thành phẩm;
- + Thành phẩm chờ tiêu thụ.

- Lợi ích của dự trữ vốn tồn kho: Các doanh nghiệp phải duy trì ở một quy mô nhất định tồn kho dự trữ các loại vật tư hàng hoá là hết sức cần thiết để đảm bảo sự hoạt động liên tục của quá trình sản xuất kinh doanh, cũng như để ngăn ngừa những bất trắc có thể xảy ra trong quá trình cung cấp vật tư, sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.

- Bất lợi dự trữ vốn tồn kho: Phát sinh các chi phí bảo quản, cất trữ, hao hụt, mất mát, mất đi chi phí cơ hội của vốn...

b) Các nhân tố ảnh hưởng đến mức vốn tồn kho dự trữ

- Quy mô sản xuất và nhu cầu dự trữ nguyên vật liệu cho sản xuất của doanh nghiệp;

- Điều kiện về cung ứng nguyên vật liệu, khoản cách giữa nhà cung cấp với doanh nghiệp;

- Giá cả vật tư, hàng hoá, nguyên vật liệu;

- Độ dài của chu kỳ sản xuất sản phẩm;

- Đặc điểm, yêu cầu về kỹ thuật công nghệ chế tạo sản phẩm (liên tục hay rời rạc), số công đoạn trong quy trình công nghệ chế tạo sản phẩm...;

- Trình độ tổ chức quản lý sản xuất của doanh nghiệp;

- Sự phối hợp giữa khâu sản xuất và khâu tiêu thụ;
- Hợp đồng tiêu thụ sản phẩm giữa DN và khách hàng;
- Khả năng thâm nhập, mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm của DN.

c) Các phương pháp quản trị vốn tồn kho dự trữ

* Phương pháp tổng chi phí tối thiểu

- Việc thực hiện dự trữ tài sản tồn kho của doanh nghiệp sẽ làm phát sinh các chi phí có liên quan đó là:

+ Chi phí lưu kho: gồm chi phí bảo quản, bảo hiểm hàng tồn kho, giảm giá hàng tồn kho, chi phí về hàng biến chất, hao hụt, mất mát, chi phí cơ hội của vốn tồn kho dự trữ.

+ Chi phí hợp đồng: Gồm các chi phí quản lý, giao dịch, vận chuyển hàng hoá, nhằm tái cung cấp và giao nhận hàng hoá.

- Mục tiêu của quản trị tồn kho dự trữ là phải xác định mức tồn kho dự trữ sao cho tổng chi phí dự trữ tồn kho trong năm phải đạt ở mức thấp nhất.

Nội dung phương pháp:

- Giả định việc tiêu thụ sản phẩm (bán hàng) diễn ra đều đặn, vì vậy việc cung cấp nguyên vật liệu cũng phải diễn ra đều đặn.

- Nếu gọi Q là khối lượng hàng mỗi lần cung cấp thì mức tồn kho dự trữ trung bình sẽ là: $Q/2$

- Chi phí lưu kho xác định như sau:

$$F_1 = C_1 \times Q/2$$

Trong đó: F_1 là tổng chi phí lưu kho

C_1 là chi phí lưu kho tính trên một đơn vị tồn kho

- Chi phí đặt hàng xác định như sau:

$$F_2 = C_2 \times Q_n/Q$$

Trong đó: F_2 là tổng chi phí đặt hàng

C_2 là chi phí cho mỗi lần thực hiện đơn đặt hàng

Q_n là nhu cầu vật tư (hàng hoá) cả năm.

- Tổng chi phí tồn kho dự trữ là:

$$F = F_1 + F_2 = [C_1 \times Q/2] + [C_2 \times Q_n/Q]$$

- Mục tiêu: Việc dự trữ tối ưu là phải nhằm tối thiểu hoá tổng chi phí tồn kho dự trữ của doanh nghiệp:

$$Q^2 = \frac{2C_2Q_n}{C_1} \rightarrow Q^* = \sqrt{2C_2Q_n/C_1}$$

Q^* chính là số lượng vật tư, hàng hoá tối ưu mỗi lần cung cấp để có tổng chi phí dự trữ tồn kho tối thiểu

Số lần hợp đồng cung cấp vật tư tồn kho là: $L_c = Q_n/Q^*$

Số ngày nhập kho cách nhau bình quân trong kỳ là: $N_c = N/L_c$

* Phương pháp tồn kho bằng không

Nội dung phương pháp:

Theo phương pháp này, doanh nghiệp có thể giảm tối thiểu chi phí dự trữ tồn kho với điều kiện các nhà cung cấp giao các loại vật tư hàng hoá kịp thời (đúng thời hạn) cho doanh nghiệp, trên cơ sở đó tồn kho dự trữ cũng chỉ duy trì tới mức tối thiểu.

Phương pháp này giúp giảm thiểu chi phí dự trữ tồn kho do không phải duy trì tồn kho dự trữ trên cơ sở tổ chức tốt quan hệ với các nhà cung cấp. Tuy nhiên, phương pháp này lại làm tăng các chi phí tổ chức giao hàng đối với nhà cung cấp và chỉ áp dụng đối với điều kiện sản xuất - cung cấp vật tư theo kiểu liên tục.

d) Trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho:

Hàng tồn kho, nếu giá trị thuần có thể thực hiện thấp hơn giá trị ghi sổ của hàng tồn kho thì doanh nghiệp trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Mức trích lập tùy theo khối lượng hàng tồn kho giảm giá và chênh lệch giữa giá trị thuần có thể thực hiện và giá trị ghi sổ. Khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho tính vào giá vốn hàng bán.

4.3. Quản trị nợ phải thu

a) *Sự cần thiết và ý nghĩa:*

- Trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, do nhiều nguyên nhân luôn tồn tại các khoản vốn trong thanh toán (các khoản phải thu, tạm ứng...). Trong số các khoản phải thu, khoản phải thu từ khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất, phát sinh thường xuyên và có tính chất chu kỳ.

- Sự tồn tại các khoản phải thu xuất phát từ các lý do chủ yếu sau:

+ Do doanh nghiệp thực hiện chính sách bán chịu để thu hút khách hàng, đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm, tăng khả năng cạnh tranh;

+ Do xu hướng của hình thức thanh toán không dùng tiền mặt.

- Điểm bất lợi:

+ Phát sinh các chi phí quản lý, thu hồi nợ, chi phí nhân viên quản lý;

+ Doanh nghiệp có thể gánh chịu rủi ro mất vốn do không thu hồi được nợ;

+ Kìm hãm tốc độ chu chuyển của VLĐ, ứ đọng vốn khâu lưu thông, làm thiếu vốn khâu sản xuất;

+ Doanh nghiệp bị phát sinh chi phí cơ hội của vốn.

Vì vậy, mỗi doanh nghiệp cần xây dựng chính sách bán chịu sản phẩm một cách hợp lý nhằm tạo ra những điều kiện đẩy mạnh tiêu thụ, tăng lợi nhuận của doanh nghiệp, hạn chế thấp nhất các thiệt hại và mức độ rủi ro mất vốn.

b) Các nhân tố ảnh hưởng tới quy mô các khoản phải thu của DN gồm:

+ Quy mô sản phẩm - hàng hoá bán chịu cho khách hàng;

+ Tính chất thời vụ của việc tiêu thụ sản phẩm trong các doanh nghiệp;

+ Mức giới hạn nợ của doanh nghiệp cho khách hàng;

+ Mức độ quan hệ và độ tín nhiệm của khách hàng với doanh nghiệp.

c) Chính sách bán chịu (chính sách tín dụng thương mại): Khi xây dựng chính sách bán chịu, cần đánh giá kỹ ảnh hưởng của chính sách bán chịu tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy, mỗi chính sách bán chịu cần được đánh giá trên các tiêu thức sau:

- Dự kiến quy mô sản phẩm hàng hoá dịch vụ tiêu thụ;

- Giá bán sản phẩm, dịch vụ nếu bán chịu hoặc không bán chịu;

- Các chi phí phát sinh do việc tăng thêm các khoản nợ;
- Đánh giá mức chiết khấu (thanh toán) có thể chấp nhận;
- Xác định nợ phải thu trung bình và kỳ thu tiền trung bình.

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \frac{\text{Nợ phải thu bình quân}}{\text{Doanh thu bán chịu bình quân một ngày}}$$

$$\text{Nợ phải thu bình quân dự kiến} = \text{Doanh thu bán chịu bình quân một ngày} \times \text{Kỳ thu tiền bình quân}$$

d) Các biện pháp quản trị nợ phải thu

- Xây dựng và ban hành quy chế quản lý các khoản nợ phải thu, phân công và xác định rõ trách nhiệm của tập thể, cá nhân trong việc theo dõi, thu hồi, thanh toán các khoản công nợ.

- Mở sổ chi tiết theo dõi các khoản nợ phải thu trong và ngoài DN theo từng đối tượng nợ, thường xuyên phân loại nợ, đôn đốc thu hồi nợ đúng hạn.

- Có biện pháp phòng ngừa rủi ro thanh toán: lựa chọn khách hàng, xác định mức tín dụng thương mại, yêu cầu đặt cọc, tạm ứng hay trả trước một phần tiền hàng.

- Thực hiện chính sách bán chịu đúng đắn với từng khách hàng trên cơ sở xem xét khả năng thanh toán, vị thế tín dụng của khách hàng...

- Phải có sự ràng buộc chặt chẽ trong hợp đồng bán hàng, quy định lãi suất sẽ áp dụng với các khoản nợ quá hạn thanh toán theo hợp đồng.

- Định kỳ phân tích tuổi các khoản nợ; chú ý xem xét các khoản nợ quá hạn, tìm ra nguyên nhân dẫn đến nợ quá hạn và áp dụng các biện pháp xử lý thích hợp. Đó là:

+ Thực hiện việc bán nợ để thu hồi vốn.

+ Doanh nghiệp phải dự kiến mức tổn thất có thể xảy ra hoặc tuổi nợ quá hạn của các khoản nợ và tiến hành lập dự phòng cho từng khoản nợ phải thu khó đòi, kèm theo các chứng cứ chứng minh các khoản nợ khó đòi nói trên. Trong đó:

- Đối với nợ phải thu quá hạn thanh toán, mức trích lập dự phòng như sau:

- + 30% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 6 tháng đến dưới 1 năm.
- + 50% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 1 năm đến dưới 2 năm.
- + 70% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 2 năm đến dưới 3 năm.
- + 100% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 3 năm trở lên

- Đối với nợ phải thu chưa đến hạn thanh toán nhưng tổ chức kinh tế đã lâm vào tình trạng phá sản hoặc đang làm thủ tục giải thể; người nợ mất tích, bỏ trốn, đang bị các cơ quan pháp luật truy tố, giam giữ, xét xử hoặc đang thi hành án ... thì doanh nghiệp dự kiến mức tổn thất không thu hồi được để trích lập dự phòng.

- Sau khi lập dự phòng cho từng khoản nợ phải thu khó đòi, doanh nghiệp tổng hợp toàn bộ khoản dự phòng các khoản nợ vào bảng kê chi tiết để làm căn cứ hạch toán vào chi phí quản lý của doanh nghiệp.

4.4. Quản trị vốn tiền mặt

a) Sự cần thiết

Việc dự trữ một bộ phận vốn tiền mặt có ý nghĩa quan trọng đối với doanh nghiệp:

- Đảm bảo duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh diễn ra bình thường và liên tục

- Phòng ngừa mọi bất trắc xảy ra trong quá trình kinh doanh, duy trì khả năng thanh toán, thể hiện sự ổn định, lành mạnh về mặt tài chính của doanh nghiệp.

- Tạo điều kiện để doanh nghiệp thực hiện được các cơ hội tốt trong kinh doanh.

b) Bất lợi

- Phát sinh chi phí quản lý;
- Bị ảnh hưởng của lạm phát và thay đổi tỷ giá;
- Mất chi phí cơ hội của vốn tiền mặt.

Nhiệm vụ của quản trị vốn tiền mặt là đảm bảo cho doanh nghiệp có đủ lượng tiền mặt cần thiết đáp ứng kịp thời nhu cầu thanh toán, trên cơ sở phải

giảm thiểu rủi ro về lãi suất, tỷ giá hối đoái và những thiệt hại đối với việc lưu giữ tiền mặt.

c) Nội dung quản trị vốn tiền mặt

- Xác định mức dự trữ tiền mặt hợp lý

$$\begin{array}{ccc} \text{Mức tồn quỹ tiền} & & \text{Mức chi tiêu vốn tiền mặt} \\ \text{mặt tối ưu} & = & \text{bình quân 1 ngày trong kỳ} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Số ngày dự trữ tồn} \\ \text{quỹ hợp lý} \end{array}$$

- Dự đoán và lập kế hoạch lưu chuyển vốn bằng tiền

- So sánh các luồng nhập và xuất quỹ tiền mặt để cân đối tiền mặt.

d) Các biện pháp quản lý:

+ Mọi khoản thu chi vốn tiền mặt đều phải thực hiện qua quỹ;

+ Phân định trách nhiệm rõ ràng trong quản lý vốn tiền mặt;

+ Xây dựng quy chế thu, chi quỹ tiền mặt;

+ Quản lý chặt chẽ các khoản tạm ứng tiền mặt, cần quy định đối tượng, thời gian và mức tạm ứng... để quản lý chặt chẽ, tránh việc lợi dụng quỹ tiền mặt của doanh nghiệp vào mục đích cá nhân.

4.5. Các mô hình tài trợ vốn lưu động

a) Tài trợ VLD thường xuyên bằng nguồn vốn dài hạn và VLD tạm thời bằng nguồn vốn ngắn hạn

+ *Ưu điểm:* Xác lập sự cân bằng về thời gian sử dụng vốn và nguồn vốn, do đó hạn chế phát sinh thêm chi phí sử dụng vốn hoặc các rủi ro trong thanh toán.

+ *Nhược điểm:* Không tạo ra sự linh hoạt trong tổ chức nguồn vốn của DN.

=> Nhìn chung, mô hình này không thích hợp với những doanh nghiệp mà tính ổn định của quy mô kinh doanh là thấp (khi quy mô kinh doanh giảm nhưng doanh nghiệp vẫn phải duy trì lượng vốn lưu động thường xuyên khá lớn dẫn đến chi phí sử dụng vốn cao.

b) Tài trợ VLD thường xuyên và một phần VLD tạm thời bằng nguồn vốn dài hạn, phần VLD tạm thời còn lại được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn

+ *Ưu điểm*: Doanh nghiệp chủ động đáp ứng hầu hết nhu cầu VLD của mình bằng nguồn vốn dài hạn, kể cả nhu cầu thường xuyên và nhu cầu tạm thời dẫn đến đảm bảo khả năng thanh toán và mức độ an toàn về tài chính là cao trong DN, tạo điều kiện cho hoạt động kinh doanh diễn ra liên tục, ổn định.

+ *Nhược điểm*: Chi phí sử dụng vốn cao do lãi suất vay dài hạn thường cao hơn lãi suất vay ngắn hạn. Mặt khác, hiệu quả sử dụng vốn không cao, vì luôn có một bộ phận vốn nhàn rỗi không được sử dụng đến.

c) Tài trợ một phần VLD thường xuyên và VLD tạm thời bằng nguồn vốn ngắn hạn

+ *Ưu điểm*: Tiết kiệm chi phí sử dụng vốn - chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với 2 mô hình trên; tăng tính linh hoạt trong việc tài trợ các nhu cầu VLD.

+ *Nhược điểm*: Khả năng rủi ro cao hơn so với 2 mô hình trên, do sự không phù hợp về thời gian giữa nhu cầu vốn và nguồn tài trợ - nhất là khi mức tài trợ thấp hơn so với nhu cầu VLD

Tóm lại: Trong điều kiện môi trường kinh doanh có nhiều rủi ro, vì vậy các nhà quản trị DN cần xem xét, cân nhắc 2 yếu tố: mức độ rủi ro và chi phí tài trợ để đưa ra quyết định lựa chọn mô hình tài trợ phù hợp - quyết định quy mô nguồn vốn ngắn hạn trong việc tài trợ nhu cầu VLD của doanh nghiệp.

XI. PHÂN PHỐI LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP

1. Các nguyên tắc phân phối lợi nhuận

Sau khi thực hiện các hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp sẽ thu được lợi nhuận. Lúc này nhà quản trị phải đóng vai trò quan trọng trong việc định hướng phân chia số lợi nhuận đó. Để đảm bảo công bằng hợp lý trong phân chia lợi nhuận các doanh nghiệp phải tuân thủ các nguyên tắc sau đây:

- Phải tuân thủ pháp luật quy định về phân phối lợi nhuận.
- Giải quyết hài hoà mối quan hệ giữa lợi ích giữa các chủ thể, trong đó gồm Nhà nước, doanh nghiệp và người lao động, trước hết cần phải hoàn thành nghĩa vụ tài chính với Nhà nước (nộp thuế TNDN) một cách đầy đủ, kịp thời, tránh việc trốn thuế hoặc lậu thuế.

- Doanh nghiệp phải dành phần lợi nhuận thích đáng để giải quyết các nhu cầu SXKD, đồng thời chú trọng đảm bảo lợi ích của các thành viên trong DN; đảm bảo hài hoà giữa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài.

2. Phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước

2.1. Trình tự phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước

Lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước sau khi bù đắp lỗ năm trước theo quy định của Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp, trích Quỹ phát triển khoa học và công nghệ theo quy định của pháp luật, nộp thuế thu nhập doanh nghiệp, phần lợi nhuận còn lại được phân phối theo thứ tự như sau:

1. Chia lãi cho các bên góp vốn liên kết theo quy định của hợp đồng kinh tế đã ký kết (nếu có).

2. Bù đắp khoản lỗ của các năm trước đã hết thời hạn được trừ vào lợi nhuận trước thuế theo quy định.

3. Lợi nhuận còn lại sau khi trừ các khoản quy định tại Khoản 1, Khoản 2 Điều này được phân phối theo thứ tự như sau:

a) Trích quỹ đặc thù theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ (nếu có).

b) Trích tối đa 30% vào quỹ đầu tư phát triển của doanh nghiệp.

c) Trích quỹ khen thưởng, phúc lợi cho người lao động trong doanh nghiệp:

- Doanh nghiệp xếp loại A được trích 3 tháng lương thực hiện cho hai quỹ khen thưởng, phúc lợi;

- Doanh nghiệp xếp loại B được trích 1,5 tháng lương thực hiện cho hai quỹ khen thưởng, phúc lợi;

- Doanh nghiệp xếp loại C được trích 01 tháng lương thực hiện cho hai quỹ khen thưởng, phúc lợi;

- Doanh nghiệp không thực hiện xếp loại thì không được trích lập hai quỹ khen thưởng, phúc lợi.

d) Trích quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên:

- Doanh nghiệp xếp loại A được trích 1,5 tháng lương thực hiện của người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên;

- Doanh nghiệp xếp loại B được trích 01 tháng lương thực hiện của người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên;

- Doanh nghiệp xếp loại C hoặc doanh nghiệp không thực hiện xếp loại thì không được trích lập quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên.

đ) Trường hợp số lợi nhuận còn lại sau khi trích lập Quỹ đầu tư phát triển quy định tại Điểm b Khoản này mà không đủ nguồn để trích các quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi, quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên theo mức quy định thì doanh nghiệp được giảm trừ phần lợi nhuận trích lập quỹ đầu tư phát triển để bổ sung nguồn trích lập đủ quỹ khen thưởng, phúc lợi, quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên theo mức quy định, nhưng mức giảm tối đa không quá mức trích vào Quỹ đầu tư phát triển trong năm tài chính.

e) Lợi nhuận còn lại sau khi trích lập các quỹ quy định tại các Điểm a, b, c, d Khoản này được nộp về ngân sách nhà nước.

*Lưu ý: Trường hợp trong năm tài chính doanh nghiệp vừa phát sinh lỗ sản xuất, kinh doanh được chuyển sang năm tiếp sau (thu nhập chịu thuế âm), vừa phát sinh lợi nhuận (lãi) do có khoản thu nhập không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp hoặc có lỗ lũy kế từ năm trước được chuyển trừ vào thu nhập chịu thuế của năm tiếp theo quy định của Luật thuế thu nhập doanh nghiệp thì doanh nghiệp chỉ được sử dụng phần chênh lệch lợi nhuận còn lại trong năm tài chính sau khi đã trừ số lỗ nêu trên để thực hiện phân phối, trích lập các quỹ

3. Chính sách cổ tức của công ty cổ phần

3.1. Chính sách cổ tức và các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định chính sách cổ tức

a) Cổ tức và nguồn gốc của cổ tức

- Khái niệm: Cổ tức là khoản lợi nhuận sau thuế của công ty dành trả cho các cổ đông hiện hành.

- Trên thực tế có rất nhiều cách mà công ty cổ phần phân phối tiền mặt cho các cổ đông, chẳng hạn công ty sử dụng tiền để mua lại cổ phần nhằm mục tiêu nhất định nào đó, nhưng chỉ được gọi là cổ tức nếu như lượng tiền mặt đó được lấy từ lợi nhuận. Như vậy, nguồn gốc của cổ tức là lợi nhuận sau thuế đã thực hiện của công ty cổ phần.

- Cổ tức có thể được trả cho cổ đông dưới nhiều hình thức khác nhau, như bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu hoặc bằng tài sản. Việc lựa chọn các hình thức cổ tức khác nhau đều có những tác động, ảnh hưởng nhất định đến giá trị sổ sách cổ phần, giá trị công ty, vốn đầu tư...

- Đối với công ty cổ phần, Hội đồng quản trị sẽ quyết định tỷ lệ và hình thức chi trả cổ tức dựa trên kết quả hoạt động kinh doanh và chính sách cổ tức mà Đại hội cổ đông đã phê duyệt.

- Để đánh giá một chính sách cổ tức của công ty cổ phần, người ta chủ yếu sử dụng các chỉ tiêu sau:

Thứ nhất: Cổ tức một cổ phần thường, chỉ tiêu này đo lường mức trả cổ tức tính trên một cổ phần thường mà nhà đầu tư có thể nhận được từ việc đầu tư vào cổ phần thường.

$$\text{Cổ tức một cổ phần thường} = \frac{\text{Lợi nhuận dành trả cổ tức cho cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phần thường đang lưu hành}}$$

Thứ hai: Tỷ suất lợi tức cổ phần thường, chỉ tiêu này phản ánh quan hệ giữa mức cổ tức của một cổ phần thường và giá thị trường của cổ phần thường. Chỉ tiêu này nhằm đo lường mức sinh lời thực tế mà cổ đông thường nhận được từ việc đầu tư vào một cổ phần thường.

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường hàng năm}}{\text{Giá thị trường một cổ phần thường}}$$

Thứ ba: Hệ số chi trả cổ tức, phản ánh mối quan hệ giữa mức cổ tức cổ đông thường nhận được so với thu nhập của một cổ phần thường. Chỉ tiêu này cho biết một đồng thu nhập cổ phần thì công ty dành bao nhiêu để trả cổ tức cho cổ đông.

$$\text{Hệ số chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường}}{\text{Thu nhập một cổ phần thường}}$$

Thông qua hệ số chi trả cổ tức, các nhà phân tích sẽ đánh giá và ước lượng được tỷ lệ tái đầu tư lợi nhuận, qua đó có thể ước lượng được tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trong tương lai.

b) Chính sách cổ tức của công ty cổ phần

- Khái niệm: Chính sách cổ tức thể hiện quyết định giữa việc chia lợi nhuận cho cổ đông so với việc tái đầu tư lợi nhuận vào chính công ty đó.

- Việc trả cổ tức cao hay thấp sẽ tác động đến thu nhập thực tế ở hiện tại và tiềm năng tăng trưởng thu nhập trong tương lai của cổ đông. Do vậy, chính sách cổ tức thực chất là giải quyết mối quan hệ giữa thu nhập hiện tại và tăng trưởng tương lai.

- Chính sách cổ tức là một trong ba chính sách quan trọng bậc nhất có tác động đến lợi ích của các cổ đông trong công ty thể hiện:

Thứ nhất: Chính sách trả cổ tức có ảnh hưởng quan trọng đến rủi ro và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức trong tương lai của cổ đông.

Thứ hai: Chính sách trả cổ tức có tác động trực tiếp đến giá trị tài sản thực tế của cổ đông, một mặt cổ tức là thu nhập ở hiện tại và chắc chắn, mặt khác chính sách cổ tức có thể giảm thiểu các khoản chi phí khi thu nhập về đến tay cổ đông, vì thu nhập thực tế có thể bị sụt giảm do các yếu tố như thuế thu nhập, chi phí giao dịch.

Thứ ba: Thông qua việc trả cổ tức còn thể hiện dấu hiệu thông tin về hiệu quả hoạt động của công ty ra ngoài thị trường, đến các nhà đầu tư khác.

Với những lý do trên đòi hỏi nhà quản trị công ty phải cân nhắc xem xét trong việc hoạch định chính sách cổ tức một cách hợp lý, phù hợp với tình hình và xu thế phát triển của công ty.

- Mục tiêu của chính sách cổ tức: Tối đa hoá giá cổ phiếu trên thị trường.

c) Các hình thức cổ tức

+ *Cổ tức bằng tiền:* là khoản lợi nhuận sau thuế được biểu hiện bằng một lượng tiền mà công ty trả cho cổ đông hiện hành của công ty.

Đây là hình thức cổ tức rất phổ biến trên thế giới, khi công ty thực hiện trả cổ tức bằng tiền sẽ làm giảm một lượng tài sản của công ty, đồng thời nguồn vốn chủ sở hữu của công ty cũng bị sụt giảm theo tương ứng.

Đối với cổ đông, khi công ty trả cổ tức bằng tiền sẽ tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông và đó cũng là tín hiệu về hoạt động kinh doanh của công ty đến các nhà đầu tư.

Ưu điểm:

+ Tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông

+ Cho thấy công ty có dòng tiền dồi dào

- **Hạn chế:** Làm giảm lượng tiền mặt của công ty, giảm lượng vốn của công ty cho hoạt động tái đầu tư

+ *Cổ tức cổ phiếu:* Là khoản lợi nhuận sau thuế được biểu hiện dưới hình thức cổ phần thường mà công ty phát hành thêm để chi trả cho cổ đông hiện hành của công ty.

Trả cổ tức cổ phiếu giống như việc chia tách cổ phiếu. Khi thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu, công ty sẽ phát hành thêm một lượng cổ phiếu mới và phân chia cho cổ đông hiện hành theo tỷ lệ cổ phiếu mà họ đang nắm giữ. Chẳng hạn, nếu công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 5%, thì cổ đông nào đang nắm giữ 100 cổ phần thì sẽ được nhận thêm 5 cổ phần mới mà không phải trả tiền. Khi trả cổ tức bằng cổ phiếu, tổng giá trị tài sản của công ty không thay đổi, chỉ có sự dịch chuyển nguồn vốn từ lợi nhuận sang vốn cổ phần. Tuy nhiên, do số lượng cổ phần lưu hành tăng lên làm cho giá trị sổ sách mỗi cổ phần giảm xuống.

*** Ưu điểm:**

+ Làm tăng vốn nội sinh để thực hiện đầu tư

+ Hạn chế bị chia sẻ quyền kiểm soát công ty của các cổ đông hiện hành

+ Giúp tiết kiệm chi phí phát hành => giảm chi phí sử dụng vốn

+ Tránh ảnh hưởng tiêu cực của thị trường tới giá cổ phiếu

+ Giúp hoãn thuế cho cổ đông hiện hành

+ Làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu của công ty

*** Hạn chế:**

+ Thủ tục và tổ chức thực hiện phức tạp hơn việc trả cổ tức bằng tiền

+ Làm cho EPS hiện tại giảm, có thể gây xung đột lợi ích giữa cổ đông với nhà quản lý

+ *Cổ tức tài sản:* Là khoản lợi nhuận sau thuế được biểu hiện dưới các tài sản khác mà công ty dành để chi trả cho các cổ đông hiện hành của công ty.

Đây là hình thức trả cổ tức ít phổ biến nhất, tuy nhiên trên thực tế vẫn có một số công ty trả cổ tức bằng hình thức này. Để thực hiện việc trả cổ tức, công

ty có thể trả cho cổ đông sản phẩm mà công ty đang sản xuất, hoặc bằng những tài sản tài chính mà công ty đang nắm giữ của các công ty cổ phần khác.

Với hình thức cổ tức này, công ty cũng bị giảm đi một lượng tài sản và điều này cũng dẫn đến làm giảm giá trị sổ sách của cổ phiếu.

d) Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

** Những quy định pháp lý*

Việc phân chia cổ tức phải tuân thủ những quy định pháp lý nhất định. Những nguyên tắc sau đây có tính chất thông lệ được nhiều nước sử dụng:

+ Nguyên tắc: “Lợi nhuận ròng đã thực hiện”;

+ Nguyên tắc: “Bảo toàn vốn”;

+ Nguyên tắc: “Tài chính lành mạnh”;

** Nhu cầu hoàn trả nợ vay*

Nếu công ty đã sử dụng nhiều nợ dài hạn để đầu tư thì cần phải giữ lại phần nhiều lợi nhuận để chuẩn bị cho việc trả nợ.

** Cơ hội đầu tư*

Nếu công ty có những cơ hội đầu tư hứa hẹn khả năng tăng trưởng cao thì công ty có xu hướng giữ lại phần lớn lợi nhuận ròng tái đầu tư.

** Mức doanh lợi vốn của công ty*

Nếu công ty có mức doanh lợi vốn đạt cao hơn so với các DN khác thì các cổ đông có xu hướng muốn để lại phần lớn lợi nhuận ròng để tái đầu tư và ngược lại.

** Sự ổn định về lợi nhuận của công ty*

Nếu công ty có mức lợi nhuận tương đối ổn định hoặc chắc chắn tăng trong tương lai thì công ty có thể dành phần lớn lợi nhuận ròng để chi trả cổ tức và ngược lại.

** Khả năng thâm nhập vào thị trường vốn*

Những công ty lớn, có thời gian hoạt động lâu, có lợi nhuận tương đối ổn định, có uy tín cao... thường có khả năng dễ dàng huy động vốn trên thị trường

tài chính. Vì vậy, các công ty này có thể dành tỷ lệ cao lợi nhuận sau thuế để trả cổ tức và ngược lại.

** Xu thế của nền kinh tế*

Trong thời kì nền kinh tế suy thoái, ít có cơ hội đầu tư, lãi suất thị trường sụt giảm. Nếu công ty có nhu cầu về vốn, có thể dễ dàng vay vốn với khối lượng lớn với lãi suất thấp, thì Công ty có thể dành phần lớn lợi nhuận ròng để trả cổ tức và ngược lại

** Quyền kiểm soát công ty*

Nếu các cổ đông của Công ty muốn duy trì quyền quản lý và kiểm soát Công ty thì thường giữ lại phần nhiều lợi nhuận ròng để tái đầu tư và ngược lại.

** Thuế thu nhập cá nhân*

Do thuế thu nhập cá nhân thường đánh thuế theo biểu thuế lũy tiến hoặc có sự khác nhau về thuế suất giữa cổ tức và lãi vốn, nên nhiều công ty căn cứ vào sự khác biệt đó để xác định mức trả cổ tức. Chẳng hạn, nếu như thuế suất cổ tức thấp hơn thuế suất lãi vốn thì cổ đông thích trả cổ tức hơn và ngược lại.

3.2. Các chính sách cổ tức của công ty cổ phần

a) Chính sách ổn định cổ tức

Theo chính sách này Công ty đảm bảo duy trì việc trả cổ tức liên tục qua các năm, mức trả cổ tức qua các năm là tương đối ổn định mặc dù lợi nhuận hàng năm có thể biến động. Hiện nay do hiện tượng lạm phát làm cho các công ty có xu hướng trả cổ tức tăng trưởng theo một tỷ lệ nhất định.

Việc thực hiện chính sách ổn định cổ tức mang lại cho Công ty những lợi ích

+ Tạo tiền đề cho việc tăng giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường, do tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông.

Những Công ty thực hiện trả cổ tức ổn định sẽ tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ở khả năng nhận được thu nhập dưới hình thức cổ tức một cách chắc chắn, điều này tạo ra một hình ảnh đẹp, ổn định kinh doanh của công ty, dẫn đến làm tăng giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường và ngược lại.

+ Tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý, điều hành hoạt động kinh doanh của Công ty.

Thực hiện trả cổ tức ổn định dẫn đến ổn định thành phần cổ đông, tạo thuận lợi cho công tác quản lý Công ty và ngược lại.

+ Tạo điều kiện để chứng khoán của Công ty được niêm yết, trao đổi trên thị trường Sở giao dịch.

Việc trả cổ tức ổn định là một trong các điều kiện để cổ phiếu của Công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, tạo thuận lợi cho Công ty trong việc huy động vốn đầu tư trên thị trường.

Tuy nhiên việc trả cổ tức ổn định làm cho Công ty không chủ động trong việc sử dụng nguồn lợi nhuận để lại để đáp ứng các nhu cầu đầu tư, bổ sung, tăng vốn kinh doanh.

b) Chính sách thặng dư cổ tức

Theo chính sách này, công ty cổ phần chỉ thực hiện việc chi trả cổ tức sau khi đã ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, đảm bảo cơ cấu huy động vốn tối ưu cho đầu tư của Công ty.

Như vậy, chính sách cổ tức này bị phụ thuộc vào cơ hội đầu tư của công ty.

Lý do chủ yếu để lựa chọn chính sách trả cổ tức này là:

- Một là: Trường hợp công ty đang có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng
- Hai là: Công ty sẽ giảm được chi phí sử dụng vốn.
- Ba là: Giúp cổ đông tránh thuế hoặc hoãn thuế thu nhập cá nhân.
- Bốn là: Tránh phải phân chia quyền kiểm soát, biểu quyết.

Tuy nhiên, nếu như việc giữ lại lợi nhuận mà không có cơ hội đầu tư tốt sẽ làm cho thu nhập thực tế của cổ đông bị sụt giảm, ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư, dẫn đến nhà đầu tư đánh giá thấp và có thể trả giá thấp về cổ phiếu của công ty.

3.3. Các quỹ của công ty cổ phần:

Các quỹ của Công ty cổ phần được quy định tại điều lệ công ty. Công ty cổ phần có thể trích lập các quỹ như đối với công ty do nhà nước, bao gồm: quỹ

dự phòng tài chính, quỹ khen thưởng phúc lợi, quỹ đầu tư phát triển, quỹ khen thưởng ban điều hành.

Mức trích lập lợi nhuận sau thuế vào các quỹ do Đại hội đồng cổ đông quyết định.

4. Sử dụng các quỹ của doanh nghiệp

1. Quỹ phát triển khoa học và công nghệ của doanh nghiệp:

Việc trích lập, quản lý, quyết toán việc sử dụng Quỹ phát triển khoa học và công nghệ của doanh nghiệp theo hướng dẫn của Bộ Tài chính.

2. Quỹ đầu tư phát triển được dùng để bổ sung vốn điều lệ cho doanh nghiệp.

3. Quỹ khen thưởng được dùng để:

a) Thưởng cuối năm hoặc thường kỳ trên cơ sở năng suất lao động và thành tích công tác của mỗi cán bộ, công nhân viên trong doanh nghiệp.

b) Thưởng đột xuất cho những cá nhân, tập thể trong doanh nghiệp.

c) Thưởng cho những cá nhân và đơn vị ngoài doanh nghiệp có đóng góp nhiều cho hoạt động kinh doanh, công tác quản lý của doanh nghiệp.

Mức thưởng theo quy định tại các Điểm a, b, c Khoản này do Tổng giám đốc hoặc Giám đốc quyết định. Riêng Điểm a Khoản này cần có ý kiến của Công đoàn doanh nghiệp trước khi quyết định.

4. Quỹ phúc lợi được dùng để:

a) Đầu tư xây dựng hoặc sửa chữa các công trình phúc lợi của doanh nghiệp.

b) Chi cho các hoạt động phúc lợi của tập thể người lao động trong doanh nghiệp.

c) Góp một phần vốn để đầu tư xây dựng các công trình phúc lợi chung trong ngành hoặc với các đơn vị khác theo hợp đồng.

d) Sử dụng một phần quỹ phúc lợi để trợ cấp khó khăn đột xuất cho những người lao động kể cả những trường hợp về hưu, về mất sức, lâm vào hoàn cảnh khó khăn, không nơi nương tựa hoặc làm công tác từ thiện xã hội.

Việc sử dụng quỹ phúc lợi do Hội đồng thành viên hoặc Chủ tịch công ty quyết định sau khi tham khảo ý kiến của công đoàn doanh nghiệp.

5. Quỹ thưởng Viên chức quản lý doanh nghiệp được sử dụng để thưởng cho Chủ tịch và thành viên Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty, Ban Tổng giám đốc (Ban Giám đốc), Kiểm soát viên, Kế toán trưởng doanh nghiệp. Mức thưởng do chủ sở hữu quyết định gắn với tiêu chí đánh giá các chức danh này và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, trên cơ sở đề nghị của Chủ tịch Hội đồng thành viên hoặc Chủ tịch công ty.

XII. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

12.1. Doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp

12.1.1. Khái niệm doanh nghiệp

Theo Luật doanh nghiệp hiện hành: “Doanh nghiệp là tổ chức có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch, được đăng ký thành lập theo quy định của pháp luật nhằm mục đích kinh doanh”

Có nhiều hình thức pháp lý doanh nghiệp: Doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp danh, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần.

12.1.2. Giá trị doanh nghiệp

Trong nền KTTT, doanh nghiệp được coi là một loại hàng hóa thông thường vì nó có 2 thuộc tính cơ bản của hàng hóa là giá trị và giá trị sử dụng. Nhưng doanh nghiệp còn là loại hàng hóa đặc biệt được giao dịch mua bán trên thị trường.

** Vậy, giá trị của doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của các khoản thu nhập mà DN mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai.*

Nhà đầu tư mua doanh nghiệp để hy vọng sẽ nhận được các khoản thu nhập trong tương lai do doanh nghiệp mang lại. Các khoản thu nhập đó một mặt bù đắp lại số vốn bỏ ra để đầu tư mua lại doanh nghiệp, mặt khác để bù đắp lạm phát, rủi ro và tạo ra khoản thu nhập thực cho nhà đầu tư nhằm gia tăng mức độ thỏa dụng cho nhà đầu tư trong tương lai.

** Chúng ta có 3 giả thiết đưa ra để xác định giá trị doanh nghiệp như sau:*

- Giá trị doanh nghiệp hoạt động liên tục là giá trị doanh nghiệp đang hoạt động với giả thiết doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoạt động sau thời điểm định giá.

- *Giá trị doanh nghiệp hoạt động có thời hạn* là giá trị doanh nghiệp đang hoạt động với giả thiết tuổi đời của doanh nghiệp là hữu hạn do doanh nghiệp buộc phải chấm dứt hoạt động sau một thời điểm được xác định trong tương lai.

- *Giá trị doanh nghiệp thanh lý* là giá trị doanh nghiệp với giả thiết các tài sản của doanh nghiệp sẽ được bán riêng lẻ và doanh nghiệp sẽ sớm chấm dứt hoạt động sau thời điểm định giá.

* Có 2 phạm trù giá trị doanh nghiệp như sau:

- Tổng giá trị doanh nghiệp (V_0): Là giá trị doanh nghiệp thuộc về cả chủ nợ và chủ sở hữu.

- Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu (V_E): Là giá trị doanh nghiệp thuộc về chủ sở hữu của doanh nghiệp.

12.1.3. Các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp

a. Các yếu tố thuộc về môi trường kinh doanh

* *Môi trường kinh doanh tổng quát*

- Môi trường kinh tế

Hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng gắn liền với một bối cảnh kinh tế nhất định. Bối cảnh kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng, chỉ số giá cả, tỷ giá ngoại tệ, chỉ số chứng khoán... Mỗi sự thay đổi nhỏ của yếu tố này cũng sẽ ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

- Môi trường chính trị: Môi trường chính trị có sự gắn bó chặt chẽ, tác động trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp, các yếu tố trong môi trường này thường được đề cập tới đó là:

+ Tính đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và chi tiết của hệ thống luật pháp;

+ Quan điểm tư tưởng của Nhà nước đối với sản xuất kinh doanh...;

+ Năng lực hành pháp của Chính phủ và ý thức chấp hành pháp luật của các công dân và các tổ chức sản xuất.

- Môi trường văn hoá - xã hội: Các yếu tố ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp thuộc môi trường này thường được nhắc đến, bao gồm: những quan niệm, tư tưởng của cộng đồng về lối sống, đạo đức; cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, sự gia tăng dân số, thu nhập bình quân đầu người, ô nhiễm môi trường...

- Môi trường khoa học - công nghệ: Khoa học - công nghệ đang làm thay đổi một cách căn bản các điều kiện về quy trình công nghệ và phương thức tổ chức sản xuất kinh doanh trong các doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

** Môi trường đặc thù*

- Khách hàng: là yếu tố quyết định để xem xét khả năng phát triển, mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động cần phải xác định tính chất, mức độ bền vững và uy tín của doanh nghiệp trong quan hệ với khách hàng.

- Nhà cung cấp: Trong hoạt động của mình, các doanh nghiệp thường phải trông đợi vào sự cung cấp từ phía bên ngoài các loại nguyên, nhiên vật liệu... Tính ổn định của nguồn cung cấp có ý nghĩa quan trọng, đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp được thông suốt.

- Các hãng cạnh tranh: Hoạt động trong nền kinh tế thị trường luôn tiềm ẩn các yếu tố cạnh tranh, sự quyết liệt trong cạnh tranh được coi là mối nguy cơ trực tiếp đến sự tồn tại của doanh nghiệp.

- Các cơ quan Nhà nước: Dù quốc gia nào đi nữa, hoạt động của doanh nghiệp ít nhiều cũng đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của các cơ quan Nhà nước như: cơ quan thuế, hải quan, thanh tra... Tạo dựng mối quan hệ tốt là một động lực cho doanh nghiệp phát triển.

b. Các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp

* *Tài sản trong doanh nghiệp*: Khi xác định giá trị doanh nghiệp, mối quan tâm hàng đầu của nhà định giá là hiện trạng tài sản của doanh nghiệp, bởi nếu doanh nghiệp nhiều tài sản, hàm chứa rằng doanh nghiệp đó có giá trị lớn và ngược lại.

* *Vị trí kinh doanh*: Mục đích hoạt động của doanh nghiệp là kinh doanh, mà kinh doanh lại luôn gắn liền với vị trí cụ thể. Vì vậy, có lợi thế về vị trí kinh doanh có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp ổn định và phát triển.

* *Uy tín kinh doanh*: Uy tín kinh doanh là sự đánh giá từ bên ngoài về sản phẩm của doanh nghiệp, nó được hình thành bởi nhiều yếu tố khác nhau từ bên trong doanh nghiệp. Khi sản phẩm của doanh nghiệp được bên ngoài đánh giá

cao, thì uy tín trở thành một tài sản thực sự góp phần tạo ra giá trị cho doanh nghiệp.

* *Trình độ người lao động*: Trình độ người lao động không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng sản phẩm, mà còn có thể làm giảm chi phí sản xuất kinh doanh. Với ý nghĩa đó, khi đánh giá khả năng tồn tại và phát triển, khả năng sáng tạo ra lợi nhuận, cần thiết phải xét đến trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động, coi chúng như một yếu tố nội tại quyết định đến giá trị của doanh nghiệp.

* *Năng lực quản trị kinh doanh*: Năng lực quản trị kinh doanh thường được đánh giá trên cơ sở việc thực hiện các chức năng quản trị, như: hoạch định, tổ chức, phối hợp, điều khiển, kiểm tra... Rõ ràng, năng lực quản trị kinh doanh tốt là một nhân tố có tính quyết định đến chiều hướng phát triển, cũng như khả năng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

12.2. Định giá doanh nghiệp và cách tiếp cận trong định giá DN

12.2.1. Định giá doanh nghiệp

Để thực hiện các hoạt động mua bán doanh nghiệp trên thị trường thì các bên bán/mua phải tiến hành xác định giá doanh nghiệp. Xác định giá trị doanh nghiệp là quá trình ước lượng giá trị doanh nghiệp theo một phương pháp nhất định. Đó là quá trình xác định giá trị thực tế của một doanh nghiệp tại một thời điểm theo giá thị trường nhằm tạo lập cơ sở cho việc thực hiện các giao dịch liên quan như mua bán, hợp nhất, sáp nhập, chia tách hoặc giải thể, phá sản doanh nghiệp.

Vậy, định giá doanh nghiệp là xác định giá trị của doanh nghiệp làm cơ sở cho các hoạt động giao dịch mua bán một cách hợp lý và công bằng.

Việc xác định giá trị doanh nghiệp một cách hợp lý sẽ giúp cho hoạt động mua bán doanh nghiệp dễ dàng được thực hiện, bởi nó làm cho các bên đều thỏa mãn nhu cầu của mình khi thực hiện giao dịch. Tuy nhiên, xác định giá trị doanh nghiệp là một công việc chứa đựng nhiều yếu tố chủ quan nhưng không phải là một công tác kỹ thuật tính toán đơn thuần mà chứa đựng nhiều nội dung kinh tế - kỹ thuật tổng hợp. Thực tế cho thấy không có phương pháp duy nhất nào có thể áp dụng cho mọi doanh nghiệp trong các điều kiện, hoàn cảnh cụ thể khác nhau.

Điều đó là do những đặc điểm khác biệt của doanh nghiệp với một hàng hóa thông thường. Từ góc độ của người đầu tư kinh doanh, tiêu chuẩn cơ bản để ước lượng giá trị doanh nghiệp trước hết là ở giá trị các khoản thu nhập có thể đem lại từ hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai chứ không phải chỉ là giá trị của các tài sản của doanh nghiệp ở hiện tại.

12.2.2. Cách tiếp cận trong định giá DN

Các cách tiếp cận áp dụng trong định giá doanh nghiệp bao gồm: Cách tiếp cận từ chi phí, cách tiếp cận từ thu nhập và cách tiếp cận từ thị trường.

- Đối với cách tiếp cận từ chi phí, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua giá trị các tài sản của doanh nghiệp. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận này để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tài sản.

- Đối với cách tiếp cận từ thu nhập, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua việc chiết khấu dòng tiền thu nhập trong tương lai có thể dự báo được về thời điểm định giá. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận này để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp chiết khấu dòng tiền.

- Đối với cách tiếp cận từ thị trường, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua giá trị của doanh nghiệp so sánh có điều kiện tương tự với doanh nghiệp cần định giá. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận này để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tỷ số bình quân .

12.3. Sự cần thiết định giá doanh nghiệp

- *Xuất phát từ nhu cầu xác định giá trị doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế thị trường.* Hàng loạt các hoạt động kinh tế và pháp lý trong đời sống xã hội như đầu tư tài chính, liên kết hay hợp tác kinh doanh, mua bán, sáp nhập, hợp nhất, cổ phần hóa, chia tách, giải thể hoặc phá sản doanh nghiệp đều đòi hỏi phải xác định giá trị doanh nghiệp để làm cơ sở tin cậy cho các bên liên quan đàm phán, thương lượng và lựa chọn các quyết định trước khi thực hiện các giao dịch.

- *Xuất phát từ đòi hỏi trong quản trị doanh nghiệp:* Giá trị doanh nghiệp là một chỉ tiêu tổng hợp phản ánh qui mô, trình độ tích tụ, tập trung sản xuất,

năng lực tài chính của doanh nghiệp. Qua đó các nhà quản trị doanh nghiệp có thể thấy được sức mạnh kinh tế và năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp mình, từ đó đưa ra các quyết định về kinh doanh hoặc tài chính đúng đắn, hiệu quả.

Mục tiêu của hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Vì vậy việc xác định giá trị doanh nghiệp một cách định kỳ sẽ là căn cứ quan trọng giúp nhà quản trị đánh giá kết quả thực hiện mục tiêu hoạt động kinh doanh và quản trị tài chính của doanh nghiệp, từ đó có biện pháp điều chỉnh kịp thời nếu mục tiêu trên thực hiện kém hiệu quả.

- *Xuất phát từ các nhà đầu tư, nhà cung cấp vốn, các đối tác kinh doanh* thông tin về giá trị doanh nghiệp cung cấp cho họ những đánh giá tổng quát về khả năng sinh lời hoặc mức độ rủi ro đầu tư, khả năng tài chính, uy tín kinh doanh, vị thế tín dụng. Từ đó có thêm căn cứ tin cậy để lựa chọn các quyết định đầu tư, cấp vốn tín dụng, thực hiện các hợp đồng hợp tác hoặc liên kết kinh doanh hiệu quả.

Những lý do trên đây cũng là những đòi hỏi hoặc mối quan tâm của các chủ thể khác nhau có liên quan đến việc xác định giá trị doanh nghiệp. Nó cho thấy việc xác định đúng đắn giá trị doanh nghiệp là cần thiết khách quan, vì lợi ích của cả doanh nghiệp, các chủ sở hữu và của toàn xã hội.

12.4. Các phương pháp định giá doanh nghiệp

12.4.1. Phương pháp tài sản thuần

a) Cơ sở lý luận

- + Doanh nghiệp cũng là một loại hàng hoá;
- + Sự hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng được tiến hành trên cơ sở một lượng tài sản có thực;
- + Tài sản của doanh nghiệp được hình thành từ hai nguồn vốn: Vốn chủ sở hữu và nợ phải trả .

b) Phương pháp xác định

- Để xác định tổng giá trị doanh nghiệp, chúng ta đi xác định tổng giá trị của số tài sản mà doanh nghiệp hiện đang sử dụng vào sản xuất kinh doanh.

Khi đó:

$$V_0 = V_A$$

V_0 là tổng giá trị doanh nghiệp

V_A là giá trị của toàn bộ tài sản của doanh nghiệp hiện có

Có hai cách xác định V_A như sau:

+ *Cách thứ nhất*: Dựa vào số liệu về tài sản phản ánh trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm định giá để xác định.

Giá trị doanh nghiệp xác định theo phương pháp này thường chỉ là những thông tin, số liệu mang tính lịch sử có tính chất tham khảo trong quá trình vận dụng các phương pháp khác.

+ *Cách thứ hai*: Đánh giá lại giá trị tài sản theo giá thị trường tại thời điểm định giá.

Để xác định giá trị tài sản theo giá thị trường, trước hết người ta loại ra khỏi danh mục đánh giá những tài sản không cần thiết và không có khả năng đáp ứng các yêu cầu của sản xuất kinh doanh. Sau đó tiến hành đánh giá số tài sản còn lại theo *giá thị trường*.

- Để xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu, áp dụng công thức sau:

$$V_E = V_0 - V_D$$

Trong đó:

V_E : Giá trị doanh nghiệp thuộc về chủ sở hữu;

V_0 : Tổng giá trị doanh nghiệp

V_D : Giá trị các khoản nợ.

c) *Ưu, nhược điểm của phương pháp*

- Ưu điểm:

- + Nó chứng minh được giá trị doanh nghiệp là một lượng tài sản có thật;
- + Kết quả thường thu được thường là giá trị tối thiểu của doanh nghiệp;
- + Thích hợp với những doanh nghiệp nhỏ, ít tài sản vô hình.

- Nhược điểm:

- + Doanh nghiệp không được coi như một tổ chức đang tồn tại và còn có thể hoàn chỉnh và phát triển trong tương lai, nó đánh giá trong trạng thái tĩnh;
- + Bỏ qua phần lớn các yếu tố phi vật chất, nhưng có giá trị thực;
- + Trong nhiều trường hợp, kỹ thuật đánh giá quá phức tạp, chi phí tốn kém, thời gian kéo dài, nhất là giá trị lợi thế vị trí địa lý và giá trị thương hiệu;
- + Một số yếu tố khi xác định phụ thuộc ý trí chủ quan của người xác định hoặc chế độ quy định (chẳng hạn như các chí phí sản xuất dở dang hoặc chi phí đầu tư dở dang...

Ngoài hai cách xác định giá trị doanh nghiệp trên (dựa vào sổ sách và dựa vào thị trường), người ta còn có thể xác định giá trị doanh nghiệp theo cách tính giá trị thanh lý (cách này xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên giá trị thanh lý tài sản của doanh nghiệp; nó thường chỉ áp dụng cho các doanh nghiệp có nguy cơ phá sản, hoạt động thua lỗ và khó có khả năng sinh lời hoặc có khả năng sinh lời quá thấp so với tiềm năng về tài sản sử dụng), hoặc theo cách xác định giá trị thay thế (cách này xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên chi phí để tạo ra các tài sản có tình trạng tương tự, cách này ít sử dụng trong thực tế và thường chỉ phù hợp với định giá tài sản cho mục đích bảo hiểm).

12.4.2. Phương pháp dòng tiền chiết khấu

Phương pháp dòng tiền chiết khấu được cụ thể hoá bằng các phương pháp: *Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần, phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức, phương pháp chiết khấu dòng tiền lợi nhuận sau thuế.*

Cơ sở của các phương pháp này đều xuất phát trực tiếp từ quan niệm cho rằng giá trị doanh nghiệp được đo bằng tổng giá trị hiện tại của khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai được chiết khấu theo tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

12.4.2.1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần

- Cơ sở phương pháp luận:

Theo phương pháp này, người mua doanh nghiệp giống như việc đầu tư vào một dự án đang được triển khai, để theo đó nhà đầu tư sau khi nắm quyền kiểm soát còn có thể tiếp tục vận hành và khai thác dự án trong tương lai. Như đã đề cập ở trên, giá trị của công ty được quyết định bằng dòng tiền mà công ty có khả năng tạo ra ở hiện tại và tương lai. Khi đó, giá trị doanh nghiệp được đo bằng giá trị hiện tại của dòng tiền thuần trong tương lai.

- Cách xác định dòng tiền thuần.

Như đã đề cập ở trên, có 2 phạm trù về giá trị doanh nghiệp, đó là: Tổng giá trị doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu. Để xác định tổng giá trị doanh nghiệp, chúng ta sử dụng dòng tiền thuần của doanh nghiệp (tức là dòng tiền thuần của cả chủ nợ và chủ sở hữu), còn để xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu, chúng ta sử dụng dòng tiền thuần của chủ sở hữu.

+ Xác định dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF)

Dòng tiền thuần của doanh nghiệp là dòng tiền chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra phát sinh từ các hoạt động của doanh nghiệp để phân chia cho cả chủ nợ và chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nói cách khác nó phản ánh tổng dòng tiền thu nhập của tất cả các nhà đầu tư vốn vào doanh nghiệp, bao gồm cả chủ nợ và chủ sở hữu. Do dòng tiền thuần của doanh nghiệp là dòng tiền trước các khoản thanh toán nợ nên còn được gọi là dòng tiền không vay nợ (tức không có đòn bẩy tài chính). Nó không bao gồm khoản tiết kiệm thuế từ vốn vay (tức lá chắn thuế). Lý do là vì khi xác định chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp thì chi phí sử dụng vốn vay đã đưa về sau thuế, nghĩa là đã xem xét đến yếu tố này, nên nếu tính thêm khoản tiết kiệm thuế thì dòng tiền sẽ bị tính trùng.

Cách xác định dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) như sau:

FCFF = Dòng tiền vào của cả chủ nợ và chủ sở hữu – Dòng tiền ra của cả chủ nợ và chủ sở hữu

$\Rightarrow FCFF = [EBIT(1 - \text{Thuế suất thuế TNDN}) + \text{Khấu hao TSCĐ}] - [\text{Chi đầu tư mới vào TSCĐ} + \text{Thay đổi vốn lưu động}]$

+ Xác định dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE)

Dòng tiền thuần của chủ sở hữu là dòng tiền chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra phát sinh từ các hoạt động của doanh nghiệp để phân chia cho chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nói cách khác, nó là dòng tiền sau thuế được tạo ra từ các hoạt động của doanh nghiệp dành cho chủ sở hữu, sau khi đã trả lãi vay và hoàn trả vốn vay cho các chủ nợ, chi trả các khoản chi phí đầu tư mới vào TSCĐ và thay đổi về nhu cầu vốn lưu động.

Dòng tiền thuần của chủ sở hữu được xác định theo công thức sau:

FCFE = Dòng tiền vào của chủ sở hữu – Dòng tiền ra của chủ sở hữu

$\Rightarrow FCFE = [EBIT(1 - \text{Thuế suất thuế TNDN}) - \text{Lãi vay} + \text{Khấu hao TSCĐ} + \text{Vay nợ mới}] - [\text{Chi đầu tư mới vào TSCĐ} + \text{Thay đổi VLĐ} + \text{Trả nợ gốc cũ}]$

$\Rightarrow FCFE = [EBIT(1 - \text{Thuế suất thuế TNDN}) - \text{Lãi vay} + \text{Khấu hao TSCĐ}] - [\text{Chi đầu tư mới vào TSCĐ} + \text{Thay đổi VLĐ}] + [\text{Vay nợ mới} - \text{Trả nợ gốc cũ}]$

❖ *Phương pháp định giá dựa theo dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF)*

Ta có công thức định giá doanh nghiệp như sau:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r_0)^t}$$

Trong đó:

V_0 : Tổng giá trị doanh nghiệp (gồm cả giá trị của chủ nợ và chủ sở hữu)

$FCFF_t$: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp ở năm t

r_0 : Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp được tính theo phương pháp bình quân gia quyền giữa chi phí sử dụng vốn vay sau thuế và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

➤ *Giả định 1*: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp cố định hàng năm và $t \rightarrow \infty$. Vậy giá trị doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư là:

$$V_0 = \frac{FCFF}{r_0}$$

➤ *Giả định 2*: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp tăng đều hàng năm với tốc độ là $g\%$ (với $g < r$) và $t \rightarrow \infty$. Vậy giá trị doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư là:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{r_0 - g}$$

➤ *Giả định 3*: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp hàng năm tăng không đều nhau đến năm n , từ năm $n + 1$ trở đi tăng với tốc độ ổn định là $g\%$, $t \rightarrow \infty$ và $g < r$. Vậy giá trị doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r_0)^t} + \frac{V_n}{(1+r_0)^n}$$

Trong đó:

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{r_0 - g}$$

Sau khi tính toán được tổng giá trị doanh nghiệp, người ta lấy tổng giá trị doanh nghiệp trừ đi giá trị của tổng nợ phải trả sẽ ra được giá trị doanh nghiệp thuộc về chủ sở hữu doanh nghiệp. Nghĩa là $V_E = V_0 - V_D$

❖ *Phương pháp định giá theo dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE)*

Ta có công thức định giá doanh nghiệp của chủ sở hữu như sau:

$$V_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó: V_E là giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu

r_e là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Chúng ta có các giả định như sau:

➤ *Giả định 1:* Dòng tiền thuần của chủ sở hữu cố định hàng năm và $t \rightarrow \infty$. Vậy giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu là:

$$V_E = \frac{FCFE}{r_e}$$

➤ *Giả định 2:* Dòng tiền thuần của chủ sở hữu tăng đều hàng năm với tốc độ là $g\%$ (với $g < r_e$) và $t \rightarrow \infty$. Vậy giá trị doanh nghiệp đối với chủ sở hữu:

$$V_E = \frac{FCFE_1}{r_e - g}$$

➤ *Giả định 3:* Dòng tiền thuần của chủ sở hữu hàng năm tăng không đều nhau đến năm n , từ năm $n + 1$ trở đi tăng với tốc độ ổn định là $g\%$, $t \rightarrow \infty$ và $g < r_e$. Vậy giá trị doanh nghiệp đối với chủ sở hữu:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{V_n}{(1+r_e)^n}$$

Trong đó:

$$V_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g}$$

- *Ưu điểm của phương pháp*

- Doanh nghiệp coi như một dự án đầu tư đang triển khai, mỗi nhà đầu tư nhìn nhận tương lai của dự án này khác nhau;

- Giá trị doanh nghiệp là mức giá cao nhất nhà đầu tư có thể mua;

- Giải thích rõ vì sao doanh nghiệp này lại có giá trị cao hơn doanh nghiệp kia?

- Nó đã chỉ ra những cơ sở để mỗi nhà đầu tư có thể tùy ý mà phát triển những ý tưởng của mình nếu sở hữu doanh nghiệp;

- Quan niệm về dòng tiền tránh được việc điều chỉnh số liệu kế toán sao cho có thể phản ánh đúng thời điểm phát sinh các khoản tiền.

- *Nhược điểm của phương pháp*

- Khó khăn trong khi dự báo các tham số: r, n, \dots ;

Đối với các doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh hoặc có nhưng không rõ ràng thì khó áp dụng phương pháp này;

- Đòi hỏi người đánh giá phải có chuyên môn trong lĩnh vực thẩm định dự án đầu tư;

- Đòi hỏi phải có một lượng thông tin lớn.

12.4.2.2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức

- Cơ sở phương pháp luận

Theo phương pháp này, người ta sẽ xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu. Khi đó, giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của dòng tiền cổ tức mà doanh nghiệp chi trả trong tương lai.

- Phương pháp xác định:

Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được xác định như sau:

$$V_E = \frac{D_1}{(1+r_e)} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó:

V_E : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu;

D_t : Tổng số cổ tức năm t ;

r_e : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

n : Số năm nhận được thu nhập.

➤ Giả định 1: doanh nghiệp có thể chi trả lợi tức cổ phần một cách cố định hàng năm. Tức là mức lợi tức trong tương lai luôn là một hằng số D và $t \rightarrow \infty$:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t} = D \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r_e)^t} = \frac{D}{r_e}$$

Trong đó:

- D_t : Tổng số cổ tức năm t ;

- D : Cổ tức trung bình một năm.

➤ Giả định 2: lợi tức cổ phiếu chi trả tăng đều hàng năm với tốc độ là $g\%$ (với $g < r$) và $t \rightarrow \infty$.

$$V_E = \frac{D_1}{r_e - g}$$

➤ Giả định 3: lợi tức cổ phiếu chi trả hàng năm khác nhau tới năm n , từ $n+1$ trở đi giả thiết tăng đều với tốc độ là $g\%$ (với $g < r$) và $t \rightarrow \infty$:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t} + \frac{V_n}{(1+r_e)^n}$$

$$V_n = \frac{D_{n+1}}{r_e - g}$$

Trong đó:

- V_n : Giá trị doanh nghiệp năm n .
- Ưu, nhược điểm của phương pháp

+ Ưu điểm:

- Đây là mô hình đầu tiên tiếp cận trực tiếp các khoản thu nhập dưới hình thức lợi tức cổ phần;

- Phương pháp này đặc biệt phù hợp với quan điểm nhìn nhận và đánh giá giá trị doanh nghiệp của các nhà đầu tư thiểu số;

- Thích hợp với doanh nghiệp có chứng khoán giao dịch trên thị trường, xác định giá trị doanh nghiệp bằng phương pháp tài sản thuần gặp nhiều khó khăn và có giá trị tài sản vô hình.

+ Nhược điểm:

- Việc dự báo lợi tức cổ phần không phải là dễ dàng;
- Phụ thuộc vào chính sách phân chia lợi tức cổ phần trong tương lai;
- Việc xác định các tham số có tính thuyết phục không cao (t, n, i, g).

12.4.2.3. Phương pháp chiết khấu dòng tiền lợi nhuận sau thuế.

- Cơ sở phương pháp luận

Theo phương pháp này, người ta sẽ đi xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu. Khi đó, giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của dòng tiền lợi nhuận sau thuế mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai.

- Phương pháp xác định

Giá trị doanh nghiệp được tính bằng công thức:

$$V_E = \frac{NI_1}{(1+r_e)} + \frac{NI_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{NI_n}{(1+r_e)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{NI_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó:

V_E : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu;

NI_t : Lợi nhuận sau thuế năm thứ t ;

r_e là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Do lợi nhuận sau thuế được giả định là chia hết cho nhà đầu tư, do đó tỷ lệ tăng trưởng nhuận sau thuế hàng năm coi như bằng không, $t \rightarrow \infty$, do đó:

$$V_E = \frac{NI}{r_e}$$

Để ước tính lợi nhuận sau thuế trong tương lai, người ta có thể xác định trực tiếp từ kết quả kinh doanh trong tương lai, hoặc có thể xác định gián tiếp thông qua lợi nhuận sau thuế trong quá khứ. Trường hợp lấy lợi nhuận quá khứ thì nên lấy trong giai đoạn từ 3-5 năm, sau đó tính bình quân theo phương pháp bình quân số học giản đơn hoặc phương pháp bình quân có trọng số.

- Ưu điểm của phương pháp:

- Thích hợp để định giá các doanh nghiệp không có nhiều tài sản để khấu hao, khả năng tích lũy vốn từ khấu hao và lợi nhuận để lại là không đáng kể, phần lớn lợi nhuận sau thuế dùng để trả cho các nhà đầu tư;

- Đóng góp cơ bản của phương pháp này còn được bổ sung bằng sự thuận lợi khi dự báo tham số lợi nhuận thuần;

- Với những doanh nghiệp khó tìm thấy cơ hội đầu tư mới.

- Nhược điểm của phương pháp:

- Thiếu những điều kiện nêu trên thì phương pháp này lại trở nên không phù hợp với cả nhà đầu tư thiếu số và nhà đầu tư đa số;

- Việc điều chỉnh số liệu quá khứ để rút ra tính quy luật của lợi nhuận trong tương lai cũng không phù hợp với cách nhìn chiến lược về doanh nghiệp;

- Việc xác định các tham số có tính thuyết phục không cao

12.4.3. Phương pháp tỷ số bình quân

12.4.3.1. Khái niệm và các tỷ số bình quân được sử dụng

- Khái niệm: Phương pháp tỷ số bình quân là phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp thông qua tỷ số thị trường trung bình của các doanh nghiệp so sánh.

- Doanh nghiệp so sánh là doanh nghiệp thỏa mãn các điều kiện sau:

+ Tương tự với doanh nghiệp cần định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; khách hàng và thị trường tiêu thụ; rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, các chỉ số tài chính.

+ Có cổ phần được giao dịch thành công trên thị trường tại thời điểm định giá hoặc gần thời điểm định giá nhưng không quá 01 năm tính đến thời điểm định giá.

- Các tỷ số thị trường được sử dụng trong phương pháp tỷ số bình quân bao gồm: tỷ số giá trên thu nhập bình quân ($\frac{P}{E}$), tỷ số giá trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu bình quân ($\frac{P}{B}$), tỷ số giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao bình quân ($\frac{EV}{EBITDA}$).

- Trường hợp áp dụng phương pháp tỷ số bình quân: Có ít nhất 03 doanh nghiệp so sánh. Ưu tiên các doanh nghiệp so sánh là các doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán tập trung.

- Nguyên tắc thực hiện

+ Cách thức xác định các chỉ số tài chính, tỷ số thị trường phải nhất quán đối với tất cả các doanh nghiệp so sánh và doanh nghiệp cần định giá.

+ Các chỉ số tài chính, tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh được thu thập từ các nguồn khác nhau phải được rà soát, điều chỉnh để bảo đảm tính nhất quán về cách thức xác định trước khi đưa vào sử dụng để định giá.

12.4.3.2. Các bước xác định giá trị doanh nghiệp

- Bước 1: Đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh.

- Bước 2: Xác định tỷ số thị trường được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá.

- Bước 3: Ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá.

12.4.3.3. Nội dung của phương pháp tỷ số bình quân

a. Đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh

Tiêu chí đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh bao gồm:

(i) Doanh nghiệp so sánh phải tương tự với doanh nghiệp cần định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; nhóm khách hàng và thị trường tiêu thụ. Trong nhiều trường hợp, các doanh nghiệp tương tự với doanh nghiệp cần định giá về các yếu tố này có thể được lựa chọn từ các đối thủ cạnh tranh của doanh nghiệp cần định giá.

(ii) Doanh nghiệp so sánh phải tương tự với doanh nghiệp cần định giá về đa số các chỉ số tài chính, bao gồm:

- Chỉ số phản ánh quy mô của doanh nghiệp: giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu, doanh thu, lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ.

- Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp: tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình trong 03 năm gần nhất.

- Chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA).

Người định giá tiến hành đánh giá theo các tiêu chí trên để lựa chọn được ít nhất 03 doanh nghiệp so sánh. Tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh này được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá. Số lượng doanh nghiệp so sánh càng nhiều thì độ tin cậy của các tỷ số thị trường bình quân càng cao.

b. Xác định tỷ số thị trường được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá

- Xác định các tỷ số thị trường của doanh nghiệp so sánh, bao gồm:

+ Tỷ số giá trên thu nhập: $\frac{P}{E}$

+ Tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu: $\frac{P}{B}$

+ Tỷ số giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước khấu hao, lãi vay và thuế: $\frac{EV}{EBITDA}$

- Lưu ý khi xác định các tỷ số thị trường:

+ Giá cổ phần của doanh nghiệp so sánh được lấy là mức giá đóng cửa trong ngày giao dịch gần nhất của các cổ phần này trên thị trường chứng khoán tại thời điểm định giá.

+ Giá trị sổ sách của cổ phần trong chỉ số $\frac{P}{B}$ cần lưu ý trừ phần giá trị sổ sách của tài sản cố định vô hình (không bao gồm quyền sử dụng đất, quyền khai thác tài sản trên đất) để hạn chế tác động của quy định về hạch toán kế toán đối với tài sản cố định vô hình có thể làm sai lệch kết quả định giá trong trường hợp các doanh nghiệp so sánh, doanh nghiệp cần định giá có tài sản cố định vô hình trong bảng cân đối kế toán.

- Tham số giá trị doanh nghiệp (EV) của các doanh nghiệp so sánh trong tỷ số thị trường $\frac{EV}{EBITDA}$ được tính theo công thức sau:

		Giá trị				
Giá trị	Vốn hóa	các	Giá trị	Lợi ích của	Giá trị	
doanh	thị	khoản	cổ	cổ đông	tiền và	
nghị	trường	nợ	phần	không nắm	các khoản	
ệp	của cổ	có chi	ưu đãi	quyền kiểm	tương	
	phần	phí sử	(nếu	soát (nếu	đương	
	thường	dụng	có)	có)	tiền	
		vốn				

Trong đó:

+ Giá trị các khoản nợ, giá trị cổ phần ưu đãi, lợi ích của cổ đông không nắm quyền kiểm soát, giá trị tiền và các khoản tương đương tiền được xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

+ Trường hợp doanh nghiệp có phát hành chứng khoán chuyển đổi, chứng khoán quyền chọn, cần cân nhắc việc chuyển đổi các chứng khoán này sang cổ phần thường nếu phù hợp khi xác định vốn hóa thị trường của doanh nghiệp.

- EBITDA của doanh nghiệp so sánh không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền.

c. Ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá

* Xác định tỷ số thị trường bình quân cho từng tỷ số thị trường:

Tỷ số thị trường bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh hoặc xác định bằng việc tính bình quân có trọng số tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh. Việc xác định

trọng số tỷ số thị trường cho từng doanh nghiệp so sánh có thể dựa trên phân tích về đặc thù phát triển ngành, khả năng phát triển của từng doanh nghiệp.

* Xác định giá trị doanh nghiệp cần định giá theo từng tỷ số thị trường bình quân:

- Xác định tổng giá trị doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu cần định giá theo tỷ số thị trường $\frac{EV}{EBITDA}$:

$$\begin{array}{l} \text{Tổng giá trị} \\ \text{doanh nghiệp} \end{array} = \begin{array}{l} \text{EBITDA của} \\ \text{doanh nghiệp} \\ \text{cần định giá} \end{array} \times \begin{array}{l} \frac{EV}{EBITDA} \text{ bình quân} \\ \text{của các doanh} \\ \text{nghiệp so sánh} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Giá trị tiền} \\ \text{và các khoản} \\ \text{tương đương} \\ \text{tiền} \end{array}$$

Trong đó EBITDA của doanh nghiệp cần định giá không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền.

Từ đó, ta có giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được tính toán theo công thức sau:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị doanh} \\ \text{nghiệp của chủ sở} \\ \text{hữu} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Tổng giá trị doanh} \\ \text{nghiệp} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Giá trị các} \\ \text{khoản nợ} \end{array}$$

Trong đó: Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp được xác định theo giá thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán

+ Xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu cần định giá theo tỷ số thị trường $\frac{P}{E}$:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị doanh} \\ \text{nghiệp của chủ sở} \\ \text{hữu} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Lợi nhuận sau thuế thu nhập} \\ \text{doanh nghiệp 1 năm gần nhất} \\ \text{của doanh nghiệp cần định giá} \end{array} \times \begin{array}{l} \frac{P}{E} \text{ bình quân của} \\ \text{các doanh nghiệp} \\ \text{so sánh} \end{array}$$

+ Xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu cần định giá theo tỷ số thị trường $\frac{P}{B}$:

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị doanh} \\ \text{nghiệp của chủ sở} \\ \text{hữu} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở} \\ \text{hữu của doanh nghiệp cần định} \\ \text{giá gần nhất thời điểm định giá} \end{array} \times \begin{array}{l} \frac{P}{B} \text{ bình quân của} \\ \text{các doanh nghiệp} \\ \text{so sánh} \end{array}$$

* Ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá theo phương pháp tỷ số bình quân:

Giá trị doanh nghiệp cần định giá theo phương pháp tỷ số bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng các kết quả giá trị doanh nghiệp cần định giá được xác định theo từng tỷ số thị trường bình quân hoặc xác định bằng việc tính bình quân có trọng số của các kết quả. Việc xác định trọng số cho từng kết quả giá trị có thể dựa trên đánh giá mức độ tương đồng giữa các doanh nghiệp so sánh đối với từng loại tỷ số thị trường được sử dụng để tính toán kết quả giá trị đó theo nguyên tắc: tỷ số thị trường nào có mức độ tương đồng càng cao giữa các doanh nghiệp so sánh thì kết quả giá trị sử dụng tỷ số thị trường đó có trọng số càng lớn.

12.5. Định giá tài sản vô hình

12.5.1. Cơ sở lý luận của phương pháp

- Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu không chỉ bao gồm giá trị tài sản hữu hình mà gồm cả giá trị tài sản vô hình. Tài sản vô hình của doanh nghiệp bao gồm uy tín, thương hiệu, vị trí địa lý, trình độ đội ngũ cán bộ, người lao động trong doanh nghiệp...vv.

- Để khắc phục nhược điểm của phương pháp tài sản thuần là chưa tính đến giá trị của tài sản vô hình, thì người ta đi xác định giá trị của tài sản vô hình và cộng gộp với giá trị doanh nghiệp được ước tính theo phương pháp tài sản thuần thì chúng ta sẽ có giá trị doanh nghiệp đầy đủ.

- Một doanh nghiệp có thể đạt tỷ suất lợi nhuận cao hơn tỷ suất lợi nhuận trung bình của ngành nghề mà doanh nghiệp đang hoạt động, bởi vì doanh nghiệp đó có tài sản vô hình. Cho nên, giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp chính là giá trị hiện tại của dòng tiền siêu lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được trong tương lai.

12.5.2. Nội dung của phương pháp:

Dựa trên cơ sở lý luận trên, người ta có thể tính ra giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu bằng tổng giá trị các tài sản hữu hình và tài sản vô hình.

$$V'_E = V_E + GW$$

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{P_t - i \times A_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{SP_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

- + V'_E : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu (bao gồm cả giá trị tài sản hữu hình và tài sản vô hình);
- + V_E : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu (tính theo phương pháp tài sản thuần)
- + GW : Giá trị tài sản vô hình, còn gọi là lợi thế thương mại;
- + P_t : Lợi nhuận sau thuế năm t của doanh nghiệp;
- + i : Tỷ suất lợi nhuận trung bình của tài sản đưa vào sản xuất kinh doanh;
- + A_t : Giá trị tài sản năm t mà doanh nghiệp đưa vào sản xuất kinh doanh;
- + SP_t : siêu lợi nhuận năm t ;
- + r : tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư
- + t : thứ tự năm;
- + n : số năm.

15.5.3. Ưu, nhược điểm của phương pháp

a. Ưu điểm:

- Xác định giá trị doanh nghiệp bao gồm cả giá trị tài sản vô hình;
- Phương pháp GW cho phép xác định giá trị doanh nghiệp trên cơ sở có tính đến cả lợi ích của người mua và người bán;

Với cơ sở lý luận chặt chẽ, giá trị doanh nghiệp tính thêm cả GW bao giờ cũng mang lại một sự tin tưởng vững chắc hơn.

b. Nhược điểm:

- Lập luận về siêu lợi nhuận thiếu cơ sở để dự báo thời hạn và thiếu căn cứ để xây dựng các giả thuyết về lợi nhuận tương lai;
- Nó cũng không tránh khỏi những hạn chế của phương pháp giá trị tài sản thuần và phương pháp hiện tại hoá lợi nhuận.
- GW có biên độ dao động rất lớn trước những thay đổi nhỏ của r .

BÀI TẬP TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP THAM KHẢO

Bài số 1

Doanh nghiệp X dự định đầu tư 1.000 triệu đồng vào một phân xưởng sản xuất mới; trong đó, đầu tư về TSCĐ là 800 triệu đồng và đầu tư về vốn lưu động

thường xuyên là 200 triệu đồng. Công suất theo thiết kế của phân xưởng là 5.500 sản phẩm/năm. Chi phí cố định kinh doanh chưa kể chi phí khấu hao là 100 triệu đồng/năm. Chi phí biến đổi cho một sản phẩm là 50.000 đồng, giá bán một sản phẩm (chưa có thuế giá trị gia tăng) là 100.000 đồng.

1. Hãy cho biết doanh nghiệp có hoà vốn không nếu doanh nghiệp sử dụng hoàn toàn vốn chủ sở hữu để đầu tư?.

2. Nếu doanh nghiệp đầu tư 50%, hoặc đầu tư hoàn toàn bằng vốn vay với lãi suất 10%/năm. Khi đó doanh nghiệp có hoà vốn không?

Biết rằng: doanh nghiệp áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng; thời gian sử dụng hữu ích của TSCĐ là 8 năm và nộp thuế giá trị gia tăng theo phương pháp khấu trừ.

Bài số 2

Công ty X chuyên sản xuất linh kiện điện tử có tài liệu sau:

I. Tài liệu năm báo cáo:

1. Sản lượng tiêu thụ trong năm là 50.000 linh kiện với giá bán chưa có thuế giá trị gia tăng là 120.000 đồng/ linh kiện.

2. Chi phí sản xuất kinh doanh:

- Tổng chi phí cố định: 200 triệu đồng.

- Chi phí biến đổi: 115.000 đồng/ linh kiện.

II. Tài liệu năm kế hoạch

1. Đầu năm, doanh nghiệp dự kiến đổi mới dây chuyền công nghệ nâng cấp tài sản cố định và do vậy phải đầu tư tăng thêm 350 triệu đồng (Giả định thời gian thực hiện công việc này là không đáng kể).

2. Việc thực hiện việc đổi mới này có thể giảm bớt được chi phí biến đổi là 1.000 đồng/ linh kiện, đồng thời có thể tăng thêm sản lượng sản xuất và tiêu thụ lên mức 60.000 linh kiện với giá bán như năm trước.

Yêu cầu:

a) Hãy xem xét sản lượng hoà vốn trước lãi vay năm kế hoạch có sự thay đổi nào không so với năm báo cáo?

b) Lợi nhuận trước lãi vay và thuế năm kế hoạch thay đổi như thế nào so với năm báo cáo?

c) Theo tính toán của một nhà quản lý công ty, nếu năm kế hoạch công ty thực hiện đổi mới công nghệ như đã nêu đồng thời giảm bớt giá bán đi 1.000

đồng/linh kiện thì có thể tăng thêm được lượng tiêu thụ là 10.000 linh kiện. Hãy cho biết công ty có nên thực hiện như vậy không?

Biết rằng: Tỷ lệ khấu hao tài sản cố định bình quân là 10%/năm.

Bài số 3

Công ty chế biến lâm sản B mua một thiết bị sấy gỗ của Nhật Bản theo giá FOB tại cảng Osaka là 150.000 USD bằng vốn vay của Vietcombank với lãi suất 5%/năm. Trọng lượng của thiết bị (kể cả bao bì) là 100 tấn. Chi phí vận chuyển thiết bị từ cảng Osaka về cảng Hải Phòng là 50 USD/tấn. Phí bảo hiểm thiết bị trên đường vận chuyển là 2%. Chi phí vận chuyển, bốc dỡ thiết bị về tới công ty là 30 triệu đồng. Chi phí lắp đặt, chạy thử và các chi phí khác là 28 triệu đồng. Thời gian kể từ khi mở L/C cho tới khi đưa thiết bị vào làm việc là 12 tháng (thời hạn vay vốn theo hợp đồng tín dụng là 12 tháng và trả lãi 1 lần cùng vốn gốc). Thiết bị này khi nhập khẩu về phải chịu thuế nhập khẩu với thuế suất 20% và chịu thuế giá trị gia tăng với thuế suất 5%.

Tỷ giá ngoại tệ là 20.000 đ/USD tại thời điểm vay, tỷ giá này có sự biến động không đáng kể.

Dựa theo hồ sơ thiết kế và đặc điểm kỹ thuật của thiết bị, công ty xác định thời gian sử dụng hữu ích của thiết bị là 5 năm

Biết rằng: Công ty nộp thuế giá trị gia tăng theo phương pháp khấu trừ.

Yêu cầu:

1. Xác định nguyên giá của thiết bị sấy gỗ nhập khẩu?
2. Tính mức khấu hao hàng năm theo phương pháp đường thẳng?
3. Tính mức khấu hao hàng năm theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh?

Bài số 4

Công ty X chuyên sản xuất sản phẩm A có tài liệu sau:

A. Tài liệu năm báo cáo:

1. Tổng nguyên giá tài sản cố định có liên quan đến hoạt động sản xuất kinh doanh ở đầu năm: 1.500 triệu đồng, trong đó nguyên giá TSCĐ phải khấu hao: 1.400 triệu đồng. Giá trị hao mòn lũy kế ở đầu năm: 400 triệu đồng

2. Sản lượng tiêu thụ trong năm là 50.000 sản phẩm với giá bán chưa có thuế giá trị gia tăng là 150.000 đồng/sản phẩm.

3. Chi phí sản xuất kinh doanh trong năm:

a) Tổng chi phí cố định (chưa kể chi phí khấu hao TSCĐ): 80 triệu đồng

- b) Chi phí khấu hao TSCĐ: 140 triệu đồng
- c) Chi phí biến đổi: 140.000 đồng /sản phẩm
- 4. Trong năm không có sự biến động tăng giảm nào về tài sản cố định.
- 5. Vốn lưu động bình quân trong năm là: 500 triệu đồng

B. Tài liệu năm kế hoạch

1. Tháng 1 doanh nghiệp dự kiến đầu tư nâng cấp dây chuyền công nghệ và phải đầu tư thêm 600 triệu đồng (thời gian nâng cấp không đáng kể).
2. Việc thực hiện đổi mới này có thể giảm bớt được chi phí biến đổi là 2.000 đồng/sản phẩm, đồng thời có thể tăng thêm sản lượng sản xuất và tiêu thụ lên mức 60.000 sản phẩm.
3. Tổng chi phí cố định kinh doanh chưa kể chi phí khấu hao TSCĐ và giá bán vẫn như năm trước.
4. Vốn lưu động dự kiến chu chuyển tăng thêm được 1 vòng so với năm báo cáo.

Yêu cầu:

- a) Hãy xem xét sản lượng hoà vốn năm kế hoạch có sự thay đổi nào không so với năm báo cáo?
- b) Lợi nhuận trước lãi vay và thuế năm kế hoạch thay đổi như thế nào so với năm báo cáo?
- c) Hãy xác định tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên vốn kinh doanh của năm báo cáo và năm kế hoạch?

Biết rằng: Tỷ lệ khấu hao bình quân các loại TSCĐ của doanh nghiệp là 10%/năm.

Bài số 5

Một công ty cổ phần chuyên sản xuất kinh doanh loại sản phẩm A có tình hình sau:

1. Tổng số vốn kinh doanh ở cuối năm N là 5000 triệu đồng; trong đó: số vốn vay là 2000 triệu đồng, lãi suất vay vốn bình quân là 10%/năm.
2. Công ty dự kiến trong năm tới (năm N+1) sẽ sản xuất và tiêu thụ 50.000 sản phẩm với giá bán chưa có thuế GTGT là 200.000 đồng/sản phẩm. Chi phí sản xuất kinh doanh trong năm như sau:
 - Chi phí biến đổi cho một đơn vị sản phẩm là 150.000 đồng/sản phẩm.
 - Tổng chi phí cố định kinh doanh là 200 triệu đồng.

3. Công ty hiện đang xem xét dự án đầu tư nâng cấp dây truyền thiết bị sản xuất với số vốn đầu tư vào TSCĐ là 300 triệu đồng (không cần bổ sung VLD). Thời gian nâng cấp thiết bị coi như không đáng kể. Toàn bộ chi phí đầu tư nâng cấp này sẽ khấu hao trong 3 năm theo phương pháp đường thẳng.

4. Nếu thực hiện việc đầu tư trên, số sản phẩm tiêu thụ và giá bán sản phẩm trong năm tới vẫn như dự kiến, nhưng chi phí biến đổi/đơn vị sản phẩm sẽ giảm 10% so với trước khi đầu tư.

Yêu cầu:

1. Tính tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) trước khi thực hiện đầu tư và sau khi thực hiện đầu tư?

2. Nếu công ty quyết định vay vốn ngân hàng với lãi suất 10%/năm để thực hiện dự án đầu tư này thì tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) là bao nhiêu?

Biết rằng: Công ty phải nộp thuế thu nhập với thuế suất 25%.

Bài số 6

Công ty X cần mua một xe ô tô tải loại 3 tấn, đang cân nhắc lựa chọn phương thức thanh toán do bên bán đưa ra như sau:

- Phương thức 1: phải trả số tiền là 300 triệu đồng nếu trả toàn bộ tiền hàng một lần vào thời điểm nhận xe.

- Phương thức 2: phải trả số tiền là 400 triệu đồng nếu trả làm 4 lần, mỗi lần trả 100 triệu đồng. Kỳ trả tiền theo thỏa thuận lần lượt là 1 năm, 2 năm, 3 năm và 4 năm kể từ lúc nhận xe.

Theo bạn, công ty X nên mua xe theo phương thức thanh toán nào, biết rằng lãi suất ngân hàng ổn định là 15%/năm theo phương thức tính lãi kép và công ty có khả năng thanh toán ngay toàn bộ tiền hàng.

Bài số 7

Công ty X đang lập kế hoạch đầu tư vào một loại chứng khoán có tài liệu dự kiến như sau:

Xác suất	Tỷ suất sinh lời
0,1	-10%
0,2	5%
0,3	10%
0,4	25%

Hãy cho biết tỷ suất sinh lời trung bình và cho biết mức độ rủi ro khi đầu tư loại chứng khoán này?

Bài số 8

Công ty M đang xem xét việc đầu tư vào một trong 2 cổ phiếu thường. Dự tính xác suất và tỷ suất sinh lời của hai cổ phiếu này như sau:

Cổ phiếu thường A		Cổ phiếu thường B	
Xác suất	Tỷ suất sinh lời	Xác suất	Tỷ suất sinh lời
0,3	11%	0,2	-5%
0,4	15%	0,3	6%
0,3	19%	0,3	14%
--	--	0,2	22%

Dựa trên mức độ rủi ro và tỷ suất sinh lời, hãy cho biết công ty nên lựa chọn đầu tư vào cổ phiếu nào thì tốt hơn?

Bài số 9

Theo dự đoán của các nhà đầu tư thì tỷ suất sinh lời của 2 loại cổ phiếu A và B vào năm 2008 sẽ thay đổi theo phân bố xác suất sau:

Cổ phiếu A		Cổ phiếu B	
Xác suất	Tỷ suất sinh lời	Xác suất	Tỷ suất sinh lời
0,25	20%	0,25	20%
0,5	30%	0,5	25%
0,25	40%	0,25	30%

Yêu cầu:

- Xác định tỷ suất sinh lời kỳ vọng của mỗi loại cổ phiếu?
- Đầu tư vào cổ phiếu nào sẽ có nhiều rủi ro hơn? Vì sao?
- Giả định có một nhà đầu tư quyết định đầu tư 60% vào cổ phiếu A và 40% vào cổ phiếu B. Hãy xác định rủi ro của danh mục đầu tư trên?

Bài số 10

Ông A đang xem xét đầu tư vào hai loại cổ phiếu: X và Y. Sau khi liên hệ với công ty chứng khoán Kim Long, ông có được thông tin về tỷ suất sinh lời kỳ vọng và độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lời kỳ vọng của hai cổ phiếu trên như sau:

Chỉ tiêu	Cổ phiếu X	Cổ phiếu Y
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng (%)	13,8	21,2
Độ lệch chuẩn (%)	3,6	9,5

Để hạn chế rủi ro, ông A quyết định đầu tư vào một danh mục trị giá 120 triệu đồng gồm 58% cổ phiếu X và 42% cổ phiếu Y. Với tư cách là nhà tư vấn tài chính, bạn hãy giúp ông A xác định:

- a) Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục đầu tư trên?
- b) Rủi ro của danh mục đầu tư tăng hay giảm so với đầu tư vào một trong hai cổ phiếu cá biệt? Biết rằng hệ số tương quan tỷ suất sinh lời giữa hai cổ phiếu X và Y là 0,3.

Bài số 11

Doanh nghiệp A có một dự án đầu tư xây dựng thêm 1 phân xưởng và có tài liệu như sau:

1. Dự toán vốn đầu tư:
 - Đầu tư vào TSCĐ là 200 triệu đồng
 - Nhu cầu vốn lưu động thường xuyên cần thiết dự tính bằng 15% doanh thu thuần. Toàn bộ vốn đầu tư bỏ ngay 1 lần.
2. Thời gian hoạt động của dự án là 4 năm.
3. Doanh thu thuần do phân xưởng đưa lại dự kiến hàng năm là 400 triệu đồng
4. Chi phí hoạt động kinh doanh hàng năm của phân xưởng
 - Chi phí biến đổi bằng 60% doanh thu thuần
 - Chi phí cố định (chưa kể khấu hao TSCĐ) là 60 triệu đồng/năm.
5. Dự kiến các TSCĐ sử dụng với thời gian trung bình là 4 năm và được khấu hao theo phương pháp đường thẳng. Giá trị thanh lý là không đáng kể.
6. Số VLD ứng ra dự tính thu hồi toàn bộ vào cuối năm thứ 4
7. Doanh nghiệp phải nộp thuế thu nhập với thuế suất 25%.

Yêu cầu:

- a) Xác định giá trị hiện tại thuần của dự án?
- b) Xác định tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án? Dựa trên tiêu chuẩn này cho biết có nên lựa chọn dự án không?

Biết rằng: Chi phí sử dụng vốn của dự án là 12%/năm

Bài số 12

Một công ty đang xem xét khả năng đầu tư một trong hai dự án sau:

- Dự án A có vốn đầu tư ban đầu là 3.600 triệu đồng, thời gian hoạt động là 10 năm và tạo ra thu nhập ròng mỗi năm là 800 triệu đồng.
- Dự án B có vốn đầu tư ban đầu là 1.500 triệu đồng và tạo ra thu nhập ròng mỗi năm là 370 triệu đồng trong 10 năm.

Yêu cầu:

- a) Công ty nên lựa chọn dự án nào nếu xét theo tiêu chuẩn NPV? tiêu chuẩn IRR?
- b) Hãy xác định tỷ suất chiết khấu làm cân bằng NPV của hai dự án trên và xác định giá trị NPV tại điểm cân bằng?

Biết rằng: Chi phí sử dụng vốn của công ty là 12%. Cả 2 dự án đều thực hiện bỏ vốn đầu tư toàn bộ một lần.

Bài số 13

Công ty cổ phần A đang xem xét một dự án đầu tư xây dựng một phân xưởng mới sản xuất sản phẩm H. Thời gian hoạt động của dự án là 4 năm. Tài liệu liên quan đến dự án như sau:

1. Dự toán vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ là 1200 triệu đồng (bỏ vốn ngay một lần), vốn lưu động thường xuyên bằng 20% doanh thu thuần.

2. Dự kiến sản lượng sản xuất và tiêu thụ của dự án như sau:

Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Sản lượng	1500	1550	2000	2000

3. Giá bán đơn vị sản phẩm chưa có thuế gián thu là 900.000 đồng/sản phẩm

4. Dự kiến chi phí sản xuất kinh doanh hàng năm:

- Tổng chi phí cố định kinh doanh (chưa kể khấu hao TSCĐ): 100 triệu đồng
- Chi phí biến đổi bằng 50% doanh thu thuần

5. TSCĐ đầu tư ban đầu dự kiến khấu hao trong 4 năm theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh (2 năm cuối khấu hao theo phương pháp đường thẳng). Giá trị thu hồi thanh lý là không đáng kể.

6. Số vốn lưu động dự kiến thu hồi toàn bộ một lần vào cuối năm thứ 4.

Yêu cầu:

Theo tiêu chuẩn NPV hãy cho biết công ty có nên thực hiện dự án đầu tư không? Giải thích ý nghĩa của kết quả vừa tính được?

Biết rằng:

- Chi phí sử dụng vốn của dự án là 10%/năm,
- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%.

Bài số 14

Công ty H đang xem xét một dự án đầu tư có vòng đời của dự án là 5 năm, các tài liệu liên quan như sau:

1. Dự toán vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ là 1.000 triệu đồng, đầu tư về vốn lưu động thường xuyên là 200 triệu đồng.

2. Cuối năm thứ 2 sẽ đầu tư nâng cấp dây chuyền sản xuất chi phí nâng cấp 300 triệu đồng. Theo đó vốn lưu động thường xuyên bổ sung thêm là 50 triệu đồng.

3. Dự kiến số lượng sản phẩm sản xuất, tiêu thụ trong các năm khi thực hiện dự án như sau:

Năm 1: 8.000 sản phẩm	Năm 2: 8.000 sản phẩm
Năm 3: 10.000 sản phẩm	Năm 4: 10.500 sản phẩm
Năm 5: 10.500 sản phẩm	

Giá bán đơn vị sản phẩm chưa có thuế GTGT là: 100.000 đồng/sản phẩm

4. Dự kiến chi phí sản xuất kinh doanh hàng năm:

- Tổng chi phí cố định(chưa kể khấu hao TSCĐ): 50 triệu
- Chi phí biến đổi trên một đơn vị sản phẩm bằng 50% giá bán chưa có thuế.

5. TSCĐ đầu tư ban đầu dự kiến khấu hao theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh (hai năm cuối áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng), hệ số điều chỉnh bằng 2,0. Số vốn đầu tư nâng cấp dây chuyền được thu hồi đều nhau trong 3 năm cuối mỗi năm là 100 triệu đồng. Giá trị thanh lý TSCĐ ước tính ở năm cuối cùng khi thực hiện dự án là 30 triệu đồng.

6. Số vốn lưu động dự kiến sẽ thu hồi vào cuối năm cuối cùng khi thực hiện dự án.

Yêu cầu:

Theo tiêu chuẩn giá trị hiện tại thuần, hãy cho biết dự án có được chấp thuận đầu tư không?

Biết rằng:

- Chi phí sử dụng vốn của dự án là 12%
- Thuế suất thuế TNDN là 25%.

Bài số 15

Công ty Ezzell có kết cấu nguồn vốn được coi là tối ưu như sau:

- Vốn vay (vay dài hạn) : 45%
- Vốn chủ sở hữu : 55% (không kể cổ phần ưu đãi)

Tổng cộng : 100%

Công ty dự kiến, trong năm tới đạt được lợi nhuận sau thuế là 2,5 triệu USD. Thời gian vừa qua, Công ty thực hiện chính sách chi trả cổ tức với hệ số chi trả là 0,6 của lợi nhuận và công ty tiếp tục duy trì hệ số này. Ngân hàng thoả thuận với Công ty được vay theo mức vay và lãi suất như sau:

Khoản vay	Lãi suất
Từ 0\$- 500.000\$	9%
Từ 500.001\$ -900.000\$	11%
Từ 900.001\$ trở lên	13%

Thuế suất thuế thu nhập là 40%; giá thị trường hiện hành của 1 cổ phần là 22\$; lợi tức 1 cổ phần năm trước là 2,20\$ và tỉ lệ tăng cổ tức mong đợi là 5%/năm. Chi phí phát hành cổ phiếu mới là 10%. Trong năm tới, Công ty có các cơ hội đầu tư như sau:

DA	VĐT (USD)	Dòng tiền thuần hàng năm (USD)	Vòng đời của DA (năm)	IRR (%)
1	675.000	155.401	8	...
2	900.000	268.484	5	15%
3	375.000	161.524	3	...
4	562.500	185.194	4	12%
5	750.000	127.351	10	11%

Yêu cầu:

Xác định những dự án nào được chấp nhận. Để xem xét, hãy phân tích bằng cách trả lời các câu hỏi sau:

1. Có bao nhiêu điểm gãy của đường chi phí cận biên. Tại quy mô vốn nào thì điểm gãy xuất hiện? Nguyên nhân?
2. Xác định chi phí bình quân sử dụng vốn trong mỗi khoảng gãy?
3. Tính IRR của dự án 1 và 3?
4. Dự án nào là dự án được chấp nhận?

HƯỚNG DẪN GIẢI BÀI TẬP THAM KHẢO

Bài số 1

Yêu cầu: Nắm chắc công thức xác định sản lượng hoà vốn kinh tế, sản lượng hoà vốn tài chính, nội dung chi phí cố định, chi phí biến đổi.

Đáp số:

1. $Q_{HV} = 4000 \text{ sp} \Rightarrow$ hoà vốn

2. Nếu đầu tư 50% vay nợ: $Q_{HV} = 5000 \text{ sp} \Rightarrow$ hoà vốn

Nếu đầu tư hoà toàn vốn vay: $Q_{HV} = 6000 \text{ sp} \Rightarrow$ không hoà vốn

Bài số 2

Yêu cầu: Nắm chắc cách xác định sản lượng hoà vốn, lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT).

Đáp số:

a) $Q_{HVO} = 40.000 \text{ sản phẩm}$

$Q_{HV1} = 39.166 \text{ sản phẩm}$

b) $EBIT_1$ tăng 75 triệu đồng

c) Xác định $EBIT_1$ trên cơ sở đó đưa ra kết luận.

Bài số 3

Yêu cầu: Nắm chắc cách xác định nguyên giá TSCĐ và số tiền khấu hao TSCĐ theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh.

Đáp số

1. Nguyên giá thiết bị: = 4.000 triệu đồng

2. Tự xác định số tiền trích khấu hao hàng năm theo phương pháp số dư giảm dần.

Bài số 4

Yêu cầu:

- Nắm chắc cách xác định sản lượng hoà vốn, lợi nhuận trước lãi vay và thuế

- Nắm chắc cách xác định tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên vốn kinh doanh.

Đáp số:

a) $Q_0 = 22.000$ sản phẩm

$Q_1 = 23.333$ sản phẩm

b) EBIT năm kế hoạch tăng 160 triệu đồng so với năm báo cáo.

c) Tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên VKD:

$T_{so} = 18,3 \%$

$T_{s1} = 25,54 \%$

Bài số 5

Yêu cầu: Nắm chắc cách xác định Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP); tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE).

Đáp số:

1. Trước khi đầu tư: BEP= 46%

Sau khi đầu tư: BEP= 56%

2. Nếu đầu tư bằng vốn vay: ROE = 62%

Bài số 6

Yêu cầu: Nắm chắc cách xác định giá trị hiện tại của khoản tiền, một chuỗi tiền tệ đồng nhất.

Đáp số:

PV1 = 300 triệu đồng

PV2 = 285,33 triệu đồng.--> Lựa chọn cách 2.

Bài số 7

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định tỷ suất sinh lời kỳ vọng, phương sai và độ lệch chuẩn của một khoản mục đầu tư.

Đáp số:

- TS sinh lời kỳ vọng = 13%.

- Phương sai: = 178,9%

- Độ lệch chuẩn = 13,3% => biên độ dao động xoay quanh tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 13%, => rủi ro cao.

Bài số 8

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định phương sai và độ lệch chuẩn của một danh mục đầu tư.

Đáp số: Cổ phiếu A được lựa chọn.

Bài số 9

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định phương sai và độ lệch chuẩn của một danh mục đầu tư. Căn cứ đánh giá mức độ rủi ro của khoản mục đầu tư.

Cách giải:

a) Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu A:

$$0,25 \times 20\% + 0,5 \times 30\% + 0,25 \times 40\% = 30\%$$

Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu B:

$$0,25 \times 20\% + 0,5 \times 25\% + 0,25 \times 30\% = 25\%$$

b) Phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của cổ phiếu A:

Tỷ suất sinh lời (%)	Độ lệch so với tỷ suất sinh lời kỳ vọng	Bình phương độ lệch	Xác suất xảy ra	Xác suất x bình phương độ lệch
20	-10	100	0,25	25
30	0	0	0,5	0
40	10	100	0,25	25
		Phương sai =		50
		Độ lệch chuẩn =		7,071

Phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của cổ phiếu B:

Tỷ suất sinh lời (%)	Độ lệch so với tỷ suất sinh lời kỳ vọng	Bình phương độ lệch	Xác suất xảy ra	Xác suất x bình phương độ lệch
----------------------	---	---------------------	-----------------	--------------------------------

20	-5	25	0,25	6,25
25	0	0	0,5	0
30	5	25	0,25	6,25
		Phương sai =		12,5
		Độ lệch chuẩn =		3,536

Vì hai cổ phiếu này có tỷ suất sinh lời kỳ vọng khác nhau, nên để so sánh mức độ rủi ro, ta phải sử dụng hệ số phương sai:

$$CV_A = \frac{7,071}{30} = 0,2357$$

$$CV_B = \frac{3,536}{25} = 0,1414$$

Vì $CV_A > CV_B \Rightarrow$ Cổ phiếu A có mức độ rủi ro cao hơn cổ phiếu B

$$c. COV(A,B) = 0,25 \times (-10) \times (-5) + 0,5 \times 0 \times 0 + 0,25 \times 10 \times 5 = 25$$

$$\text{Phương sai của danh mục: } (0,6)^2 \times 50 + (0,4)^2 \times 12,5 + 2 \times 0,6 \times 0,4 \times 25 = 32$$

Độ lệch chuẩn: 5,66%

Bài số 10

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định TSSL kỳ vọng, phương sai và độ lệch chuẩn của một chứng khoán và danh mục đầu tư. Căn cứ đánh giá mức độ rủi ro của danh mục đầu tư.

Đáp số :

a) Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục = 16,91%

b) Phương sai của danh mục = 25,2785

Độ lệch chuẩn danh mục: 5,03%

Hệ số phương sai của cổ phiếu X = 0,261

Hệ số phương sai của cổ phiếu Y = 0,4481

Hệ số phương sai của danh mục = 0,2975

Rủi ro của danh mục tăng lên so với chỉ đầu tư vào cổ phiếu X và giảm đi so với chỉ đầu tư vào cổ phiếu Y

Bài số 11

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định dòng tiền của dự án đầu tư; giá trị hiện tại thuần và tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án đầu tư.

Cách giải:

1. NPV của dự án?

- VLĐ = 400tr x 15% = 60 triệu đồng
- Tổng chi phí biến đổi hàng năm = 400 x 60% = 240 triệu đồng
- Khấu hao TSCĐ = 200:4 = 50 triệu đồng
- Báo cáo kết quả kinh doanh và dòng tiền thuần hoạt động hàng năm

TT	Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
1	Doanh thu	400	400	400	400
2	Chi phí hoạt động	350	350	350	350
<i>a</i>	<i>Chi phí cố định (chưa kể khấu hao)</i>	<i>60</i>	<i>60</i>	<i>60</i>	<i>60</i>
<i>b</i>	<i>Chi phí biến đổi</i>	<i>240</i>	<i>240</i>	<i>240</i>	<i>240</i>
<i>c</i>	<i>Khấu hao TSCĐ</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>	<i>50</i>
3	Lợi nhuận trước thuế	50	50	50	50
4	Thuế TNDN	12,5	12,5	12,5	12,5
5	Lợi nhuận sau thuế	37,5	37,5	37,5	37,5
6	<i>Dòng tiền thuần hoạt động hàng năm</i>	<i>87,5</i>	<i>87,5</i>	<i>87,5</i>	<i>87,5</i>

- Báo cáo dòng tiền của dự án :

TT	Nội dung	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
I	Dòng tiền ra	-260				
1	Đầu tư vào TSCĐ	-200				

2	Đầu tư vào VLD thường xuyên	-60				
II	Dòng tiền vào		87,5	87,5	87,5	147,5
1	Dòng tiền thuần hoạt động hàng năm		87,5	87,5	87,5	87,5
a	Khấu hao TSCĐ		50	50	50	50
b	Lợi nhuận sau thuế		37,5	37,5	37,5	37,5
2	Thu hồi VLD					60
3	Thu thuần thanh lý TSCĐ					0
III	Dòng tiền thuần của dự án	-260	87,5	87,5	87,5	147,5
VI	NPV của dự án	+43,9				

2. Xác định IRR của dự án?

$$IRR \approx 19,15\% > r = 12\% \Rightarrow \text{chọn dự án}$$

Bài số 12

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định giá trị hiện tại thuần và tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án đầu tư; điểm cân bằng (bằng quang) NPV của 2 dự án:

Đáp số:

$$a) NPV_A = 920 \text{ Trđ}; NPV_B = 590,574 \text{ Tr đ}$$

$$\Rightarrow IRR_A = 17,97\%; IRR_B = 21,25\%$$

- Theo tiêu chuẩn NPV \Rightarrow Chọn A, loại B
- Theo tiêu chuẩn IRR \Rightarrow Chọn B, loại A

b) Tỷ lệ chiết khấu cân bằng r_c

$$800 \times \frac{1 - (1 + r_c)^{-10}}{r_c} - 3.600 = 370 \times \frac{1 - (1 + r_c)^{-10}}{r_c} - 1.500$$

$$\Rightarrow r_c = 15,73\%$$

$$NPV_A = NPV_B = 306,976 \text{ Trđ.}$$

Bài số 13

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định dòng tiền của dự án đầu tư; giá trị hiện tại thuần và tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án đầu tư.

Đáp số: $NPV = 568,18 \text{ tr} > 0$. Nên thực hiện dự án

Bài số 14: Tương tự bài 13.

Đáp số: $NPV = 31,08 \text{ triệu}$

Bài số 15

Yêu cầu: Nắm vững cách xác định điểm gãy, chi phí sử dụng vốn của từng nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn bình quân.

Cách giải:

1. Điểm gãy và quy mô vốn xuất hiện điểm gãy

- Điểm gãy sử dụng lợi nhuận tái đầu tư.

$$= \frac{2,5 (1 - 0,6)}{55\%} = 1,818.182 \text{ tr}$$

- Điểm gãy sử dụng vốn vay với lãi suất 9%.

$$= \frac{0,5 \text{ tr}}{45\%} = 1,111111 \text{ tr}$$

- Điểm gãy sử dụng vốn vay với lãi suất 11%

$$= 1,111111 + \frac{0,4}{45\%} = 1,999 \text{ tr} (= 2 \text{ tr})$$

Hoặc

$$= \frac{0,5 + 0,4}{45\%} = 2,0 \text{ tr}$$

Như vậy có 3 điểm gãy và ở các điểm tương ứng với quy mô vốn: 1,111111 tr; 1,818182 tr và 2 tr

2. Chi phí bình quân của mỗi khoảng vốn

$$+ \text{Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại} \quad \frac{2,2 \times (1 + 0,05)}{22} + 5\% = 15,5\%$$

$$+ \text{Chi phí sử dụng cổ phiếu mới} \quad \frac{2,2 \times (1 + 0,05)}{22 (1 - 10\%)} + 5\% = 16,67\%$$

$$+ \text{Chi phí sử dụng vốn vay với lãi suất 9\%} : 9\% \times (1 - 40\%) = 5,4\%$$

$$+ \text{Chi phí sử dụng vốn vay với lãi suất 11\%} : 11\% \times (1 - 40\%) = 6,6\%$$

$$+ \text{Chi phí sử dụng vốn vay với lãi suất 13\%} : 13\% \times (1 - 40\%) = 7,8\%$$

- Chi phí bình quân SDV trong khoảng từ 1 đến 1,111111tr:

$$WACC_1 = (45\% \times 5,4\%) + (55\% \times 15,5\%) = 10,96\%$$

$$\text{Từ 1,111112 tr đến 1,818182 tr: } WACC_2 = (45\% \times 6,6\%) + (55\% \times 15,5\%) = 11,5\%$$

$$\text{Từ 1,818183 tr đến 2,0tr: } WACC_3 = (45\% \times 6,6\%) + (55\% \times 16,67\%) = 12,14\%$$

$$\text{Trên 2,0 tr: } WACC_4 = (45\% \times 7,8\%) + (55\% \times 16,67\%) = 12,68\%$$

$$3. IRR_{DA1} = 16,0962\%$$

$$IRR_{DA3} = 14,068\% (= 14,07\%)$$

4. Đối chiếu nhu cầu vốn, IRR của các dự án và số lượng vốn, chi phí sử dụng vốn của các nguồn vốn có thể rút ra: Các dự án được chấp thuận: Dự án 1, Dự án 2, Dự án 3.

BẢNG THUẬT NGỮ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐƯƠNG NHAU

Vốn lưu động	Vốn luân chuyển
Lãi suất của trái phiếu; lãi suất danh nghĩa của trái phiếu	Lãi suất coupon
Cơ cấu nguồn vốn	Cơ cấu tài chính
Tỷ suất doanh lợi nội bộ	Tỷ suất sinh lời nội bộ, Tỷ suất hoàn vốn nội bộ
Vòng quay vốn kinh doanh	Hiệu suất sử dụng tài sản
Chi phí sử dụng vốn	Chi phí vốn
Tỷ suất sinh lời	Lợi suất; sức sinh lợi
Đòn bẩy kinh doanh	Đòn bẩy hoạt động
Điểm cân bằng EBIT	Điểm bàng quan
Hàm lượng VLĐ	Mức đảm nhiệm VLĐ
Hiệu suất sử dụng VCD	Vòng quay VCD
Chi phí sản xuất kinh doanh	Chi phí hoạt động
Dòng tiền thuần vận hành của dự án	Dòng tiền thuần hoạt động của dự án
Hệ số	Tỷ số
Nguồn vốn lưu động thường xuyên	Vốn lưu động thuần
Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tổng hợp (DOL, DFL, DTL)	Độ nghiêng của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tổng hợp. Hoặc độ lớn của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tổng hợp
Hệ số khả năng thanh toán hiện thời	Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

I. Đối với doanh nghiệp

1. Luật doanh nghiệp năm 2020.
2. Thông tư 45/2013/TT-BTC ngày 25/04/2013 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về hướng dẫn chế độ quản lý, sử dụng và trích khấu hao TSCĐ; Thông tư 147/2016/ TT-BTC ngày 13/10/2016 sửa đổi thông tư số 45/2013/TT-BTC; Thông tư 28/2017/TT-BTC ngày 12/04/2017 sửa đổi thông tư số 45/2013/TT-BTC và thông tư 147/2016/TT-BTC.
3. Thông tư số 48/2019/TT-BTC ngày 08/08/2019 của Bộ Tài chính hướng dẫn việc trích lập và xử lý các khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho, tổn thất các khoản đầu tư, nợ phải thu khó đòi và bảo hành sản phẩm, hàng hóa, dịch vụ, công trình xây dựng tại doanh nghiệp.
4. Thông tư số 118/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 của Bộ Tài chính hướng dẫn một số nội dung về chào bán, phát hành chứng khoán, chào mua công khai, mua lại cổ phiếu, đăng ký công ty đại chúng và hủy tư cách công ty đại chúng
5. Luật chứng khoán năm 2019

II. Đối với doanh nghiệp nhà nước

1. Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp ngày 26 tháng 11 năm 2014;
2. Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13/10/2015 về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp.
3. Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08/03/2018 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13 tháng 10 năm 2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp.
4. Nghị định số 121/2020/ NĐ-CP ngày 09/10/2020 về việc sửa đổi, bổ sung nghị định sửa đổi, bổ sung khoản 2 Điều 12 Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13 tháng 10 năm 2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp, đã được sửa đổi, bổ sung tại khoản 5 Điều 1 Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08 tháng 3 năm 2018 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP .

6., Thông tư số 36/2021/TT-BTC ngày 26/5/2021 hướng dẫn một số nội dung về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp

III. Chuyển đổi sở hữu công ty nhà nước

1. Nghị định 126/2017/NĐ-CP Về chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do doanh nghiệp nhà nước đầu tư 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần

2. Thông tư 46/2021/TT-BTC ngày 23/06/2021 của Bộ Tài chính về hướng dẫn một số nội dung về xử lý tài chính và xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do doanh nghiệp nhà nước đầu tư 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần.