

**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG  
PHÂN HIỆU ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG TẠI KON TUM**

**BÀI GIẢNG  
QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH**

**TS. ĐOÀN GIA DŨNG**



**ĐÀ NẴNG, 2010**

## MỤC LỤC

### **VAI TRÒ VÀ MÔI TRƯỜNG HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH...1**

.I Đối tượng và mục tiêu của quản trị tài chính.....	2
.I.1. Khái niệm quản trị tài chính.....	2
.I.2. Các chức năng của quản trị tài chính.....	2
.I.2.1. Chức năng phân phối vốn.....	2
.I.2.2. Chức năng khai thác vốn (huy động vốn).....	3
.II Vai trò và quyết định của người quản trị tài chính.....	4
.II.1. Vai trò của người quản trị tài chính.....	4
.II.2. Các quyết định của nhà quản trị tài chính .....	5
.II.2.1. Quyết định đầu tư .....	5
.II.2.2. Quyết định tài trợ ( quyết định nguồn vốn) .....	5
.II.2.3. Quyết định quản lý tài sản.....	5
.II.3. Nhiệm vụ của nhà quản trị tài chính:.....	5
.III Mục tiêu quản trị tài chính.....	6
.III.1. Mục tiêu tạo ra lợi nhuận .....	7
.III.2. Tối đa hoá lợi nhuận trên một cổ phần (Earning per share – EPS).....	7
.III.3. Trách nhiệm đối với xã hội.....	8
.IV MÔI TRƯỜNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH .....	10
.IV.1. Hình thức tổ chức kinh doanh.....	10
.IV.1.1. Ở Mỹ.....	10
.IV.1.2. Ở Việt Nam.....	11
.IV.2. Thuế thu nhập Công ty.....	14
.V Tóm tắt chương và ôn tập.....	23
.V.1. Tóm tắt.....	23
.V.2. CÂU HỎI ÔN TẬP.....	24

### **THỜI GIÁ TIỀN TỆ VÀ MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN.....26**

.I Chuỗi thời gian.....	26
.II Lãi đơn, lãi kép và thời giá tiền tệ của một số tiền.....	26
.II.1. Lãi đơn (simple interest) .....	27
.II.2. Lãi kép.....	27
.II.3. Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa.....	27
.II.4. Giá trị tương lai.....	28
.II.5. Giá trị hiện tại của một số tiền tương lai .....	29
.II.6. Xác định yếu tố lãi suất .....	29
.II.7. Xác định yếu tố kỳ hạn .....	29
.II.8. Thời giá dòng niên kim.....	30
.II.8.1. Khái niệm về dòng tiền tệ và dòng niên kim .....	30
.III Thời giá tiền tệ khi ghép lãi nhiều lần trong năm.....	35
.IV Tính toán tiền trả vốn gốc và trả lãi định kỳ hàng năm .....	36
.V Tóm tắt chương.....	37
.V.1. Tóm tắt.....	37
.V.2. Câu hỏi ôn tập.....	37
.V.3. Bài tập.....	38

### **ĐỊNH GIÁ VÀ QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ TÀI SẢN TÀI CHÍNH.....39**

.I Tổng quan về định giá tài sản tài chính.....	39
.I.1. Giá trị thanh lý và giá trị hoạt động.....	39
.I.2. Giá trị sổ sách và giá trị thị trường.....	40
.I.3. Giá trị thị trường và giá trị ước lượng.....	40
.I.4. Quy định giá và quyết định đầu tư tài sản chính.....	40
.II Định giá trái phiếu.....	41
.II.1. Định giá trái phiếu không có thời hạn.....	41
.II.2. Định giá trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi định kỳ.....	42
.II.3. Định giá trái phiếu có kỳ hạn, nhưng không được hưởng lãi định kỳ .....	43
.II.4. Định giá trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm .....	44
.II.5. Phân tích sự biến động giá trái phiếu.....	44
.II.6. Tỷ suất sinh lời của đầu tư trái phiếu .....	45
.III Định giá cổ phiếu ưu đãi.....	46
.IV Định giá cổ phiếu thường.....	47
.IV.1. Ý tưởng chung.....	47
.IV.2. Mô hình chiết khấu cổ tức.....	48
.IV.3. Phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE ( Price – Earnings ratio).....	52
.V Tóm tắt chương và ôn tập.....	52
.V.1. Tóm tắt.....	52
.V.2. Nghiên cứu tình huống: PETROVIETNAM.....	52
.V.2.1. Bối cảnh.....	53
.V.2.2. Thông tin liên quan đến trái phiếu dầu khí đợt 1 năm 2003 .....	53
.V.3. Bài tập.....	55
<b>PHÂN TÍCH CÁC BÁO CÁO TÀI CHÍNH.....</b>	<b>57</b>
.I Báo cáo tài chính và mục tiêu của phân tích các báo cáo tài chính.....	57
.I.1. Phân tích tài chính.....	57
.I.2. Mục tiêu của phân tích tài chính .....	58
.II Các báo cáo tài chính.....	59
.II.1. Bảng cân đối kế toán (balance sheet) (BCĐKT).....	59
.III Phân tích tài chính.....	70
.III.1. Phân tích tài chính bằng các thông số tài chính.....	70
.III.1.1. Các thông số phản ánh khả năng thanh toán (khả năng trả nợ ngắn hạn).....	71
.III.1.2. Các thông số về cấu trúc tài trợ.....	74
.III.1.2.1. Thông số đánh giá khả năng trả nợ dài hạn.....	76
.III.1.3. Các thông số về khả năng sinh lợi.....	77
.III.2. Phân tích khuynh hướng theo thời gian.....	81
.IV Phân tích khối và phân tích chỉ số.....	82
.IV.1. Phân tích khối.....	82
.IV.2. Phân tích chỉ số.....	84
.V Tóm tắt chương và ôn tập.....	84
.V.1. Tóm tắt.....	84
.V.2. Câu hỏi ôn tập .....	84
.V.3. Bài tập.....	85
<b>RỦI RO VÀ CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH.....</b>	<b>88</b>
.I Phân tích rủi ro của doanh nghiệp.....	88
.I.1. Rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính .....	88

.I.2. Rủi ro tài sản riêng và rủi ro của danh mục .....	95
.II Các công cụ tài chính phái sinh.....	100
.II.1. Hợp đồng giao dịch có kỳ hạn .....	100
Hợp đồng tương lai ( futures contract).....	102
.II.2. Quyền chọn ( Option).....	108
<b>QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN.....</b>	<b>111</b>
.I Nội dung quản trị vốn luân chuyển .....	111
.I.1. Tầm quan trọng và nội dung của quản trị vốn luân chuyển.....	111
.I.1.1. Khái niệm về vốn luân chuyển:.....	111
Tầm quan trọng của quản trị vốn luân chuyển:.....	112
.I.1.2. Nội dung cơ bản của quản trị vốn luân chuyển.....	112
.I.2. Cơ cấu thời hạn của việc tài trợ.....	113
.I.2.1. Phân loại các loại tài sản ngắn hạn.....	113
.I.3. Quyết định về tài sản ngắn hạn và cấu trúc thời hạn nợ :.....	117
.II Quản trị tiền mặt .....	118
.II.1. Các hoạt động của quản trị tiền mặt:.....	118
.II.2. Phương pháp thu tiền nhanh : .....	119
.III Quản trị các khoản phải thu .....	123
.III.1. Chính sách tín dụng :.....	123
.III.2. Phân tích các yêu cầu tín dụng :.....	129
.III.3. Chính sách thu nợ :.....	132
.IV Tài trợ ngắn hạn.....	134
.IV.1. Tài trợ ngắn hạn phát sinh.....	134
.IV.1.1. Khái niệm.....	134
.IV.1.2. Tài trợ từ tín dụng thương mại.....	134
.IV.1.3. Tài trợ các khoản tích lũy :.....	136
.IV.2. Vay nợ ngắn hạn .....	136
.IV.2.1. Tín dụng trên thị trường tiền tệ :.....	136
.IV.2.2. Vay nợ ngân hàng không bảo đảm .....	137
.IV.2.3. Vay nợ có bảo đảm (thế chấp):.....	139
.V Tóm tắt chương và ôn tập.....	142
.V.1. Tóm tắt.....	142
.V.2. Câu hỏi ôn tập.....	145
.V.3. Bài tập.....	147
.V.4. Bài giải mẫu .....	150
<b>HOẠCH ĐỊNH TÀI CHÍNH.....</b>	<b>154</b>
.I Hoạch định tài chính .....	154
.II Tiến trình hoạch định tài chính công ty.....	156
.III Kế hoạch đầu tư và tài trợ.....	156
.III.1. Mục đích .....	156
.III.2. Nội dung của kế hoạch.....	157
.III.2.1. Nhu cầu vốn.....	157
.III.2.2. Nguồn vốn.....	157
.IV Lập Kế hoạch tài chính ngắn hạn.....	159
.IV.1. Dự báo doanh thu .....	159
.IV.2. Dự báo các báo cáo tài chính công ty theo phương pháp tỷ lệ doanh thu.....	160
.V Tóm tắt chương .....	167

## **CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH.....168**

.I Các khái niệm liên quan đến cấu trúc tài chính.....	168
.II Các lý thuyết về cấu trúc tài chính.....	172
.II.1. Lý thuyết không liên quan của cấu trúc tài chính.....	172
.II.2. Mô hình thuế MM và ảnh hưởng của thuế thu nhập công ty.....	173
.II.3. Lý thuyết về chi phí khánh tận tài chính.....	175
.II.4. Lý thuyết về chi phí đại diện.....	177
.II.5. Lý thuyết thông tin bất cân xứng.....	178
.III Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn trong các doanh nghiệp.....	179
.III.1. Thuế thu nhập DN.....	179
.III.2. Rào chắn về thuế đối với các chi phí không liên quan đến sử dụng nợ.....	179
.III.3. Rủi ro kinh doanh.....	180
.III.4. Cơ hội tăng trưởng.....	180
.III.5. Cấu trúc tài sản/Tài sản thế chấp/Tính hữu hình của tài sản.....	180
.III.6. Qui mô.....	181
.III.7. Khả năng sinh lời.....	182
.III.8. Ngành.....	182

## **NGÂN SÁCH ĐẦU TƯ.....183**

.I Quyết định đầu tư .....	183
.I.1. Khái niệm:.....	183
.I.2. Tìm kiếm ý tưởng đầu tư. ....	184
.I.3. Phân loại dự án đầu tư:.....	184
.II Các phương pháp đánh giá dự án .....	186
.II.1. Tỷ suất sinh lợi bình quân (Average Rate of Return).....	186
.II.2. Phương pháp hoàn vốn (Payback Method).....	187
.II.3. Phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate of Return Method) .....	188
.II.4. Phương pháp giá trị hiện tại ròng (NPV - Net Present Value).....	189
.II.5. Các dự án loại trừ nhau và các dự án phụ thuộc:.....	190
.II.6. Phương pháp chỉ số khả năng sinh lợi:.....	190
.II.7. So sánh phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) và phương pháp NPV:191	
.II.7.1. Giống nhau:.....	191
.II.7.2. Quy mô dự án đầu tư:.....	192
.III Ước lượng dòng tiền của dự án.....	193
.III.1. Nội dung của ước lượng dòng tiền của dự án đầu tư:.....	193
.III.2. Phát triển các dự án đầu tư:.....	193
.III.3. Ước lượng dòng ngân quỹ:.....	194
.IV Phân tích dự án.....	195
.IV.1. Dữ liệu đầu vào.....	195
.IV.2. Lịch trình khấu hao.....	196
.IV.3. Tính toán giá trị thanh lý.....	196
.IV.4. Dòng tiền dự kiến .....	197
.IV.5. Thẩm định dự án.....	198
.V Mô hình dòng ngân quỹ:.....	200
.VI Ước lượng rủi ro của dự án.....	203
.VI.1. Đo lường rủi ro đơn lẻ .....	203

.VI.1.1. Phân tích độ nhạy.....	203
.VI.1.2. Phân tích kịch bản.....	204
.VI.1.3. Phương pháp mô phỏng Monte Carlo .....	204
.VI.1.4. Đo lường rủi ro của dự án.....	207
.VI.1.5. Rủi ro trong nhiều kỳ của một dự án riêng biệt.....	209
.VI.1.6. Ước lượng ngân quỹ của dự án:.....	211
.VI.1.7. Rủi ro bù trừ.....	213
.VII Tỷ suất sinh lợi cần thiết cho vốn đầu tư (Rq).....	214
.VII.1. Chi phí toàn bộ vốn của doanh nghiệp.....	214
.VII.1.1. Chi phí của các khoản vay nợ.....	215
.VII.1.2. Chi phí cho cổ phiếu ưu đãi:.....	216
.VII.1.3. Chi phí vốn tự có.....	216
.VII.1.4. Chi phí vốn bình quân.....	217
.VII.1.5. Hạn chế của phương pháp.....	218
.VII.1.6. Tỷ suất sinh lợi cần thiết cho nhóm dự án đầu tư.....	218
.VIII Tóm tắt chương và ôn tập.....	218
.VIII.1. Tóm tắt.....	218
.VIII.2. Câu hỏi ôn tập.....	219
.VIII.3. Bài tập.....	221
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾT TOÁN VÀO NGÀY 31/12.....</b>	<b>230</b>
.I Báo cáo thu nhập năm 200X+1 (triệu đồng).....	231
.I.1. TÀI SẢN.....	239
.I.2. NGUỒN VỐN.....	239

## CHƯƠNG 1

---

# VAI TRÒ VÀ MÔI TRƯỜNG HOẠT ĐỘNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

Môn học này được thiết kế trên cơ sở các môn học, Tài chính công ty (Corporate Finance), Quản trị tài chính (Financial Management), Thị trường tài chính (Financial Markets), và Tài chính quốc tế (International Finance) được giảng dạy trong các trường đại học. Trọng tâm của môn học hướng vào việc ra các quyết định tài chính, vì vậy các kiến thức từ môn học sẽ giúp ích cho các nhà hoạch định chính sách và điều hành doanh nghiệp có được các kiến thức và kỹ năng, cũng như công cụ để ra các quyết định một cách hữu hiệu và hiệu quả.

Công ty muốn hoạt động được cần rất nhiều tài sản khác nhau bao gồm: các tài sản thuộc tài sản ngắn hạn như tiền mặt, các khoản liên quan đến hàng hoá, dịch vụ cung cấp cho khách hàng nhưng chưa thu được tiền (khoản phải thu), hàng tồn kho và rất nhiều tài sản cố định... Các tài sản này hình thành nên một cơ cấu vận động và chuyển hoá cho nhau trong suốt cả quá trình phát triển của doanh nghiệp. Để có được những tài sản này, công ty phải huy động các nguồn vốn từ nhiều nguồn khác nhau. Một phần trong chúng là các khoản nợ phải trả từ bên ngoài. Quá trình huy động và sử dụng các nguồn vốn đã xác lập các hoạt động tài chính.

Hoạt động tài chính công ty là hệ thống các quan hệ kinh tế dưới hình thức *tiền tệ nảy sinh trong quá trình tạo lập và sử dụng các quỹ tiền tệ của doanh nghiệp, nhằm đáp ứng nhu cầu kinh doanh của doanh nghiệp.*

Quản trị tài chính là quản trị dòng tiền, quản trị tài chính quan tâm đến quá trình đầu tư, mua sắm, tài trợ và quản lý tài sản doanh nghiệp nhằm đạt được các mục tiêu nhất định. Quản trị tài chính có liên quan đến các quyết định chủ yếu sau: Quyết định đầu tư; quyết định tìm nguồn tài trợ; kể cả quyết định phân phối lợi nhuận và quyết định quản lý tài sản doanh nghiệp.

Quản trị tài chính có vị trí hết sức quan trọng trong hoạt động công ty và nó có một phạm vi rộng lớn. Hầu hết các quyết định diễn ra trong công ty đều có liên quan đến hoạt động tài chính. Tài chính vừa là điều kiện, vừa là cơ sở để thực hiện, đánh giá hiệu suất các giải pháp kinh doanh. Chúng ta hãy liên tưởng đến các hoạt động đầu tư trong công ty thông qua các dự án, đến quá trình tiến hành các hoạt động bán hàng đều có liên qua chặt chẽ với hoạt động tài chính. Hoạt động tài chính còn diễn ra trên nhiều mức độ khác nhau như: ở mỗi doanh nghiệp, mỗi quốc gia đến phạm vi toàn cầu.

Mục tiêu của chương I sẽ cung cấp các phần như sau:

- **Đối tượng chức năng và mục tiêu quản trị tài chính .**
- **Vai trò và nhiệm vụ của nhà quản trị tài chính**
- **Môi trường ảnh hưởng đến các quyết định tài chính**

### **.I Đối tượng và mục tiêu của quản trị tài chính**

#### **.I.1. Khái niệm quản trị tài chính**

Quản trị tài chính bao gồm các hoạt động làm cho luồng tiền tệ của công ty phù hợp trực tiếp với các kế hoạch hoạt động. Quản trị tài chính phải giúp công ty trả lời các câu hỏi sau:

1. Công ty cần phải huy động tiền vốn cho đầu tư như thế nào, huy động từ đâu và vào thời điểm nào? (Quyết định tài trợ)
2. Đầu tư vào lĩnh vực nào, dài hạn hay ngắn hạn, lợi nhuận làm ra có tương xứng hay không? ( quyết định đầu tư )

Trả lời những câu hỏi này đòi hỏi quá trình phân tích tình hình bên trong doanh nghiệp và lượng hoá các tác động của môi trường và đưa ra các quyết định tài chính trong sự cân nhắc hợp lý giữa sinh lời và rủi ro nhằm tăng giá trị công ty trong dài hạn.

#### **.I.2. Các chức năng của quản trị tài chính**

Trong những phần trên ta có thể kết luận là người quản trị tài chính thực hiện các hoạt động liên quan đến việc phân bổ hiệu quả các nguồn vốn trong phạm vi công ty, khai thác các nguồn vốn một cách hợp lý. Tức là thực hiện hai chức năng cơ bản huy động và phân bổ sử dụng nguồn vốn. Các chức năng này được thực hiện với mục tiêu cực đại giá trị cổ đông. Trong phần này chúng ta sẽ xác định chi tiết hơn các nhiệm vụ và chức năng của người quản trị tài chính.

##### **.I.2.1. Chức năng phân phối vốn**

Phân phối vốn là xác định phân bổ các nguồn lực tài chính cho các hoạt động khác nhau của công ty. Phân phối vốn sẽ giải quyết vấn đề đầu tư vào tài sản nào, bao nhiêu. Phân phối vốn phải được tiến hành phù hợp với mục tiêu cơ bản là cực đại hoá giá trị tài sản cho các cổ đông. Trong chức năng này, nhà quản trị tài chính phải tiến hành các hoạt động sau:

+ Xác định mức độ thích hợp các tài sản thanh toán. Xác định mức tài sản ngắn hạn tối ưu trên cơ sở cân nhắc giữa khả năng sinh lợi và khả năng chuyển hoá thành tiền của chúng.

+ Đầu tư vốn vào các tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác (như tài sản tài chính). Ngân sách đầu tư bao gồm sự phân phối vốn vào các dự án đầu tư mà hy vọng có khả năng sinh lợi tốt trong tương lai. Ngay cả việc trong một dự án bao gồm cả tài sản ngắn hạn thì quyết định trong ngân sách đầu tư cũng không giống như các quyết định về vốn luân chuyển. Bởi lẽ, các quyết định đầu tư dài hạn thường mang lại những kết cục - lợi nhuận trong tương lai không chắc chắn, rủi ro lớn hơn. Những thay đổi trong tổ hợp rủi ro kinh doanh của công ty có thể ảnh hưởng tới giá trị tài sản cổ đông trên thị trường. Vì những ảnh hưởng quan trọng này, nên cần phải quan tâm đến vấn đề đo lường rủi ro cho các dự án đầu tư.



Có thể đi đến kết luận là, vốn cần phải được phân phối phù hợp với các tiêu chuẩn nhất định. Thu nhập cần thiết của một sự đầu tư phải phù hợp với mục tiêu cực đại giá trị cho các cổ đông.

Ngoài các hoạt động kể trên trong chức năng phân phối ngày nay cũng cần phải quan tâm tới các hoạt động khác như sự hợp nhất và phát triển công ty. Do đó, trong hoạch định ngân sách cần phải đưa vào các yêu cầu về sự tăng trưởng cả ở trong và ngoài nước. Với các công ty đa quốc gia thì một vấn đề nổi cộm lên trong nghiên cứu quản trị tài chính là vấn đề quốc tế.

Cuối cùng, chúng ta cũng có thể phải nghiên cứu trong chức năng phân phối vốn gắn liền với vấn đề phá sản, tái tổ chức công ty, mà trong đó bao gồm các quyết định để thanh toán công ty hoặc phục hồi nó, thường là bằng sự thay đổi cấu vốn.

### **.1.2.2. Chức năng khai thác vốn (huy động vốn)**

Khai thác vốn là mặt thứ hai của quản trị tài chính nhằm mục đích tìm kiếm vốn. Mỗi nguồn vốn có những đặc tính khác nhau như: chi phí, thời gian đáo hạn, trách nhiệm hoàn trả, và các yêu cầu khác đặt ra bởi người cung cấp vốn. Trên cơ sở các đặc tính này người quản trị tài chính phải tìm được một cách tốt nhất để tài trợ. Các quyết định trong chức năng khai thác vốn cũng ảnh hưởng tới giá trị cho các cổ đông.

Các quyết định tài trợ sẽ tạo ra một cấu trúc nguồn vốn với những tác động đòn bẩy liên quan chặt chẽ tới rủi ro tài chính, hơn nữa có thể còn khuyến khích đại thu nhập tài sản của cổ đông.

Một nguồn tài trợ khá phổ biến trong nhiều công ty là giữ lại một phần lợi nhuận để tái đầu tư và điều này có liên quan đến chính sách phân chia lợi nhuận. Tuy vậy, việc giữ lại thu nhập như một nguồn vốn sẽ tác động tới lợi tức trả cho các cổ đông. Trong một số trường hợp nhất định chính sách lợi tức có thể ảnh hưởng xấu tới lợi ích của các cổ đông.

Tóm lại, chức năng của quản trị tài chính công ty bao gồm việc khai thác và phân phối vốn trong doanh nghiệp. Hai chức năng này phải giải quyết hai vấn đề lớn đó là:

- + Đầu tư bao nhiêu? Đầu tư vào các tài sản nào?
- + Khai thác vốn đầu tư nguồn nào? Từ nguồn nào?

Hai chức năng này có quan hệ mật thiết với nhau trong đó một quyết định đầu tư vào tài sản nào đó. Và bao giờ sự đầu tư này cũng yêu cầu những nguồn tài trợ nhất định. Ngược lại, chi phí cho biện pháp tài trợ đến lượt nó lại ảnh hưởng tới việc xem xét quyết định đầu tư.

### .II Vai trò và quyết định của người quản trị tài chính

#### .II.1. Vai trò của người quản trị tài chính

Vai trò của nhà quản trị tài chính được thể hiện bởi ba vai trò như mọi nhà quản trị, các vai trò này được cụ thể hóa trong lĩnh vực hoạt động tài chính :

- ♦ Vai trò giao tế: Nhà quản trị tài chính thực hiện các hoạt động giao tế với các giới hữu quan trên thị trường tài chính giao dịch với người chủ công ty . . .
- ♦ Vai trò thông tin: Thu nhập, xử lý và phổ biến các thông tin về hoạt động tài chính của tổ chức, các thông tin bên ngoài có liên quan như thông tin từ lãi suất tiền vay của ngân hàng hoặc tỷ giá hối đoái, tình hình lạm phát .... Nhiều trường hợp nhà quản trị tài chính phải cân nhắc trong việc phổ biến các thông tin ra bên ngoài công ty.
- ♦ Vai trò ra quyết định tài chính như tìm kiếm các nguồn vốn ở đâu, hình thức nào? Quyết định đầu tư vào lĩnh vực nào? dài hạn hay ngắn hạn? Các quyết định đầu tư liên quan đến khả năng sinh lời và rủi ro của doanh nghiệp.

Tất cả những hoạt động của nhà quản trị tài chính có liên quan đến những dòng vận động của luồng tiền vốn trong doanh nghiệp. Nhìn chung vai trò của quản trị tài chính có liên quan đến việc tìm cách bảo đảm đầy đủ vốn cho các nhu cầu hoạt động của công ty, phân tích chi tiết luồng tiền tệ ngắn hạn tìm ra các biến động về ngân quỹ định theo thời gian đảm bảo xuất nhập quỹ diễn ra một cách bình thường.

Hiện nay, vai trò của người quản trị tài chính đã được mở rộng và có vị trí hết sức quan trọng trong sự phát triển của mọi tổ chức. Điều này xuất phát từ những thách thức to lớn của môi trường, có thể nhận thấy những thách này như sau:

+ Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng và việc tìm kiếm các lợi thế cạnh tranh về tài chính là việc làm cần thiết cho mọi công ty. Nhiều tổ chức tìm cách di chuyển vốn hoặc lựa chọn cơ cấu đầu tư tối ưu để dành được lợi thế trong cạnh tranh dài hạn.

+ Tiến bộ kỹ thuật phát triển nhanh dẫn đến những yêu cầu về vốn rất lớn và việc đầu tư dài hạn luôn luôn đứng liên tục bị thách thức bởi hao mòn vô hình. Các cân nhắc về đầu tư vốn cho công nghệ và thu hồi vốn luôn là những câu hỏi lớn cho các nhà đầu tư, cho nhiều công ty nhất là các doanh nhỏ.

+ Sự quan tâm nhiều đến môi trường đến nguồn năng lượng và các vấn đề xã hội. Ngày nay sự các tiêu chuẩn về môi trường được xem là một căn cứ đối với người tiêu dùng, các nhà nhập khẩu và trở thành một căn cứ để lựa chọn các quyết đầu tư và tài trợ.

+ Tăng cường các hoạt động quốc tế

Các yếu tố này đòi hỏi các hoạt động của công ty phải mềm dẻo, thường xuyên đổi mới để đáp ứng những thách thức to lớn của môi trường toàn cầu.

### .II.2. Các quyết định của nhà quản trị tài chính

#### .II.2.1. Quyết định đầu tư

Quyết định đầu tư là quyết định quan trọng nhất, vì quyết định này tạo ra giá trị cho công ty. Quyết định đầu tư liên quan đến việc công ty sẽ đầu tư tài sản nào? đầu tư bao nhiêu về mặt giá trị? (như đầu tư TSCĐ hay đầu tư vào tài sản ngắn hạn; hoặc đầu tư vào tài chính...).

Trong môn học kế toán chúng ta đã làm quen với bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Quyết định đầu tư gắn liền với phía bên trái bảng cân đối kế toán.

#### .II.2.2. Quyết định tài trợ ( quyết định nguồn vốn)

Quyết định tài trợ liên quan đến các khoản tài sản bên phải bảng cân đối kế toán. Nó gắn liền với việc lựa chọn nguồn vốn nào cho việc mua sắm tài sản.

Ví dụ, công ty nên sử dụng vốn chủ sở hữu hay vốn vay. Hoặc công ty nên sử dụng các khoản vốn vay ngắn hạn hay dài hạn, hoặc sử dụng lợi nhuận để lại hay phân chia lợi nhuận cho các cổ đông. Nhà quản trị tài chính phải tìm cách làm như thế nào để có được nguồn vốn tài trợ cho doanh nghiệp. Công ty nên sử dụng lợi nhuận tích lũy hay nên kêu gọi thêm vốn từ các cổ đông, nên vay ngân hàng hay nên phát hành trái phiếu hay thương phiếu... Đây là những quyết định liên quan đến quyết định nguồn vốn cho hoạt động của công ty.

#### .II.2.3. Quyết định quản lý tài sản.

Loại quyết định thứ ba trong quản trị tài chính liên quan đến việc quản lý các tài sản được mua sắm và nguồn vốn dành cho việc mua sắm này đã được thực hiện.

Việc quản lý làm sao cho các tài sản được sử dụng một cách hiệu quả và hữu hiệu theo mục tiêu vạch ra của công ty. Giám đốc tài chính thông qua việc kiểm soát bằng tiền sẽ biết được mức độ sử dụng các tài sản trong công ty như thế nào., nhất là các tài sản thuộc tài sản ngắn hạn, vì chúng chuyển hoá nhanh và dễ thất thoát.

### .II.3. Nhiệm vụ của nhà quản trị tài chính:

Nhà quản trị tài chính có thể tác động lớn đến thành công của doanh nghiệp. Sự tác động này thể hiện bằng khả năng đáp ứng với những thay đổi, lập kế hoạch để sử dụng vốn một cách hiệu quả, kiểm soát quá trình sử dụng vốn, làm tăng vốn.

#### **Nhiệm vụ của nhà quản trị tài chính được thể hiện như sau:**

- ♦ Kiểm soát ngân quỹ, ước lượng những chiều hướng thay đổi nhằm bảo đảm các hoạt động được tiến hành theo dự kiến .
- ♦ Ra quyết định đầu tư và huy động vốn
- ♦ Quản lý rủi ro, dự báo các dạng rủi ro mà công ty có thể gặp phải. Hình thành các giải pháp để ngăn ngừa và phòng chống rủi ro.

- ♦ Thiết lập các quan hệ lâu dài với các trung gian tài chính nhằm tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài cho doanh nghiệp với chi phí phù hợp.

Trên phạm vi toàn bộ nền kinh tế quốc dân, hoạt động của các nhà tài chính sẽ tác động đến sự tăng trưởng của nền kinh tế thông qua việc sử dụng nguồn lực tiền vốn của nền kinh tế đáp ứng các nhu cầu xã hội. Trong phạm vi doanh nghiệp khai thác và sử dụng hiệu quả vốn, các nhà tài chính làm tăng của cải của công ty và đóng góp vào sức sống và sự tăng trưởng của nền kinh tế.

### .III Mục tiêu quản trị tài chính

Để đánh giá quản trị tài chính có hiệu quả hay không chúng ta cần có những chuẩn mực nhất định. Chuẩn mực để đánh giá hiệu quả quản trị tài chính là mục tiêu mà công ty đề ra. Dĩ nhiên, công ty có rất nhiều mục tiêu được đề ra nhưng dưới góc độ quản trị tài chính **mục tiêu của công ty là nhằm tối đa hoá giá trị tài sản của chủ sở hữu**. Tuy nhiên, mục tiêu này không phải diễn ra trong chân không mà trong môi trường kinh doanh, nó phải được xem xét trong mối quan hệ với các vấn đề khác như quan hệ lợi ích giữa chủ sở hữu và người điều hành công ty, giữa lợi ích công ty và lợi ích xã hội nói chung.

Suy cho cùng, nhà quản trị tài chính phải nhằm vào **mục tiêu gia tăng giá trị tài sản cho chủ sở hữu** (hay giá trị tài sản của cổ đông). Muốn tăng giá trị tài sản của cổ đông thì mọi quyết định tài chính cần chú ý đến khả năng tạo ra giá trị trong dài hạn. Một quyết định nếu không tạo ra được giá trị sẽ không làm tăng mà làm giảm giá trị tài sản của chủ sở hữu.

Có nhiều lý do giải thích cho việc các quyết định tài chính theo đuổi mục tiêu bảo toàn và làm gia tăng giá trị tài sản của chủ doanh nghiệp (mục tiêu tối đa hoá giá trị doanh nghiệp).

Thứ nhất, công ty thuộc về người sở hữu nó (cổ đông, người góp vốn doanh nghiệp). Những người sở hữu công ty rất quan tâm đến phần đầu tư vào công ty được thay đổi như thế nào. Khi giá trị công ty được gia tăng có nghĩa đã mang lại thu nhập cho người đầu tư.

Kế đến mục tiêu giá trị công ty có liên quan chặt chẽ đến rủi ro và sinh lời. Những cân nhắc về sinh lời và rủi ro ở mỗi quyết định sẽ liên quan đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Các nhà quản trị trong công ty phải có những quyết định tài chính sao cho tối đa hoá giá trị tài sản của cổ đông.

Việc đo lường giá trị công ty là việc làm cần thiết, vì điều này có thể thực hiện được việc kiểm chứng mức độ đạt được mục tiêu và đánh giá hiệu quả của các quyết định tài chính.

- ♦ Đối với các công ty được định giá ở thị trường chứng khoán, thị trường tài chính sẽ lấy giá trị cổ phiếu thường làm cơ sở đo lường mức độ thực hiện mục tiêu - tối đa hoá giá trị tài sản của doanh nghiệp.
- ♦ Đối với những công ty không định giá ở thị trường chứng khoán thì khả năng sinh lời là cơ sở cần thiết để đo lường giá trị công ty.

Cần phân biệt giá trị sổ sách và giá trị thị trường tài sản cổ đông.

+ Nếu tính theo **sổ sách kế toán thì tài sản cổ đông bằng tổng tài sản trừ đi tổng nợ phải trả**. Phần tài sản của chủ doanh nghiệp được tính bởi phần tài sản còn lại sau khi trừ đi (hoặc hoàn trả) các khoản nợ.

Việc tính bằng giá trị sổ sách thường bị hạn chế về khả năng tiếp cận và nắm bắt các thông tin trong bảng cân đối kế toán của các cổ đông, nhất là cổ đông nhỏ. Mặt khác giá trị sổ sách về tài sản được tính bằng giá trị còn lại của các tài sản ở thời điểm lập báo cáo và giá trị của nó còn phụ thuộc phương pháp kế toán tính toán các tài sản, ví dụ nếu tính tồn kho theo phương pháp FIFO (nhập trước xuất trước) thì giá trị hàng tồn kho sẽ khác hẳn với phương pháp LIFO (nhập sau xuất trước).

+ Nếu tính theo thị trường, thì giá trị tài sản của cổ đông được thể hiện thông qua giá cổ phiếu của công ty trên thị trường tài chính.

Tóm lại, mục tiêu của công ty trên quan điểm tài chính là làm tăng giá trị doanh nghiệp. Mục tiêu này được thể hiện bằng cách làm tăng giá trị thị trường các cổ phiếu của công ty trên thị trường.

### .III.1. Mục tiêu tạo ra lợi nhuận

Đứng trên giác độ tạo ra giá trị có nghĩa trong các quyết định cần phải hướng đến việc gia tăng khả năng tạo ra lợi nhuận. Điều này đồng nghĩa với việc tối đa hóa lợi nhuận. Tối đa hóa lợi nhuận là mục tiêu chính của công ty. Thực hiện mục tiêu này nhằm không ngừng gia tăng giá trị tài sản cho chủ sở hữu doanh nghiệp. Mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận được cụ thể và lượng hoá bằng các chỉ tiêu sau: Tối đa hoá chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế (Earning after tax – EAT). Tuy nhiên, nếu chỉ có mục tiêu tối đa hoá lợi nhuận sau thuế chưa hẳn đã gia tăng được giá trị cho cổ đông. Chẳng hạn, giám đốc tài chính có thể gia tăng lợi nhuận bằng cách phát hành cổ phiếu kêu gọi vốn rồi dùng số tiền huy động được để đầu tư vào trái phiếu kho bạc thu lợi nhuận. Trong trường hợp này, lợi nhuận vẫn gia tăng nhưng lợi nhuận trên vốn cổ phần giảm vì số lượng cổ phần phát hành tăng. Do đó chỉ tiêu tối đa hoá lợi nhuận cần được bổ sung bằng chỉ tiêu tối đa hoá lợi nhuận trên vốn cổ phần.

### .III.2. Tối đa hoá lợi nhuận trên một cổ phần (Earning per share – EPS).

Chỉ tiêu này có thể bổ sung cho những hạn chế của chỉ tiêu tối đa hoá lợi nhuận sau thuế. Tuy nhiên, chỉ tiêu này chỉ được tính lợi nhuận trong khoảng thời gian thường là một năm nó chưa tính hết thu nhập bao gồm thu nhập trong hoạt động kinh doanh của công ty và thu nhập do thay đổi giá cổ phiếu của hãng. Ví dụ hãng có lợi nhuận thu được trên một cổ phiếu là 10\$ và sự tăng giá cổ phiếu trong kỳ là 6\$, thì thu nhập một cổ phiếu phải là 16\$.

Cách tính này vẫn còn có một vài hạn chế sau: (1) Tối đa hoá EPS không xét đến yếu tố thời giá tiền tệ và độ dài của lợi nhuận kỳ vọng (chúng ta biết nếu một khoản tiền nào đó nhận được cuối năm sẽ khác với cùng lượng tiền đó nhưng chúng ta thu được ở đâu năm). (2) Tối đa hoá EPS cũng chưa xem xét đến yếu tố rủi ro nhiều khoản đầu tư mang lại lợi nhuận hiện tại cao, nhưng nó hàm chứa các rủi ro rất cao và có thể đe dọa đến sự tồn tại của doanh nghiệp, và cuối cùng tối đa hoá EPS không thấy được ảnh hưởng của chính sách cổ tức để tác động đến giá trị cổ

phiếu trên thị trường, một số công ty có thể không chi trả cổ tức cho các cổ đông và giữ lại toàn bộ lợi nhuận tạo ra để dùng vào mục đích tái đầu tư và điều này làm cho giá cổ phiếu tăng lên một cách giả tạo do công ty không phát hành thêm cổ phiếu mới. Bởi vậy, nếu chỉ vì mục tiêu tối đa hoá EPS có lẽ công ty sẽ không bao giờ trả cổ tức.

Vì những lý lẽ như đã phân tích trên đây, tối đa hoá thị giá cổ phiếu (market price per share) được xem như là mục tiêu thích hợp nhất của công ty vì nó chú ý kết hợp nhiều yếu tố như độ dài thời gian, rủi ro, chính sách cổ tức và những yếu tố khác có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Giám đốc là người điều hành công ty cần biết rõ mục tiêu của chủ sở hữu (cổ đông) là gia tăng giá trị tài sản của người chủ công ty. Và giá trị tài sản của công ty được thể hiện thông qua giá cổ phiếu công ty trên thị trường. Nếu giá cổ phiếu trên thị trường sụt giảm, điều này cũng tương đương với việc cổ đông bị mất đi một số tiền, khi giá cổ phiếu giảm xuống, các cổ đông không hài lòng với những điều hành hoạt động của công ty, có thể họ sẽ bán bớt cổ phiếu hoặc rút vốn đầu tư khỏi doanh nghiệp để đầu tư vào nơi khác có mức sinh lời cao hơn, duy trì vốn đầu tư của họ.

Điều này đòi hỏi nhà quản trị tài chính phải tập trung vào việc tạo ra giá trị cho cổ đông nhằm làm cho cổ đông hài lòng vì thấy mục tiêu của họ được thực hiện.

### .III.3. Trách nhiệm đối với xã hội

Tối đa hoá giá trị tài sản cho cổ đông không có nghĩa là việc ban điều hành công ty không quan tâm đến các khía cạnh về trách nhiệm đối với xã hội chẳng hạn như bảo vệ người tiêu dùng, trả lương công bằng cho nhân viên, chú ý đến bảo đảm an toàn lao động, đào tạo và nâng cao trình độ của người lao động ... và đặc biệt là ý thức bảo vệ môi trường. Chính trách nhiệm xã hội đòi hỏi ban quản lý không chỉ có chú trọng đến lợi ích của cổ đông (shareholders) mà còn chú trọng đến lợi ích của các giới hữu quan liên quan khác (stakeholders) và nhiều công ty việc thực hiện nghĩa vụ xã hội là cách để công ty tồn tại và khẳng định mình. Mối quan hệ giữa mục tiêu cực đại hoá lợi nhuận và cực đại hoá giá trị tài sản của cổ đông.

Mục tiêu về trách nhiệm xã hội :

*Bản thân việc cực đại hoá giá trị cho cổ đông không ngụ ý việc người quản trị bỏ qua trách nhiệm xã hội. Các trách nhiệm xã hội cụ thể là:*

- ♦ Bảo vệ khách hàng
- ♦ Trả lương hợp lý cho công nhân, chú ý các yếu tố phát triển con người
- ♦ Các thủ tục thuê mướn rõ ràng và hợp lý
- ♦ Bảo đảm các điều kiện làm việc
- ♦ Ủng hộ giáo dục và đào tạo
- ♦ Trách nhiệm với các hậu quả môi trường

Ngày nay mỗi công ty không thể tồn tại ngoài những nghĩa vụ đối với xã hội. Giá trị của các cổ đông, sự tồn tại của công ty phụ thuộc vào rất nhiều vào trách nhiệm xã hội mà nó thực thi.

Trách nhiệm xã hội đã đặt ra những yêu cầu nhất định đối với mỗi công ty. Các hoạt động xã hội nếu xét trên quan điểm dài hạn là làm tăng danh tiếng của doanh nghiệp trong cộng đồng xã hội và nhờ vậy mang lại lợi ích trong tương lai cho các cổ đông.

Song, thực tế cũng không ít những hoạt động quá đề cao các nghĩa vụ trách nhiệm xã hội có thể làm bất lợi cả về mặt lợi nhuận, lẫn giá trị của cổ đông. Bởi vì, một mục tiêu mong muốn có tính xã hội đôi khi tạo ra khả năng hạn chế để phân phối các nguồn lực vào các hoạt động kinh doanh và do vậy nếu xét trên khía cạnh sinh lời lại kém hiệu quả, từ đó có ảnh hưởng đến giá trị tài sản cổ đông. Trong khi nhu cầu còn chưa được đáp ứng, nguồn lực của xã hội còn khan hiếm, thì việc phân bổ các nguồn lực cũng cần tập trung vào các mục tiêu kinh doanh. Trách nhiệm xã hội có thể thực hiện thông qua Quốc hội và những đại diện của Chính phủ có thể phán quyết giữa việc dành mục tiêu xã hội và hy sinh hiệu quả kinh doanh trong phân chia nguồn lực để các công ty có thể thực hiện mục tiêu của mình. Bằng các quyết định có tính xã hội, công ty cam kết đạt mục tiêu cực đại giá trị doanh nghiệp và phân bổ nguồn lực theo các yêu cầu có tính bắt buộc của Chính phủ. Dưới một hình thức như vậy, công ty có thể được xem như là việc sản xuất hàng hoá vừa tư nhân và vừa có tính xã hội.

Tóm lại, giá trị thị trường của cổ phiếu biểu hiện việc đánh giá tập trung của tất cả những người tham gia thị trường về giá trị của mỗi công ty. Nó tính đến thu nhập hiện tại và tương lai của cổ phần được xét trong các yếu tố như thời hạn khoảng thời gian rủi ro của các thu nhập và các yếu tố khác có thể tác động lên giá cả thị trường cổ phiếu. Giá trị thị trường cũng được sử dụng như là một thước đo đánh giá khả năng, những tiến bộ của công ty, nó chứng tỏ công việc của nhà quản trị tốt đến mức nào đó trong vai trò đại diện cho các cổ đông. Nếu các cổ đông không hài lòng về công việc quản trị trong công ty họ có thể bán cổ phiếu và đầu tư vào công ty khác. Hành động này, nếu được tiến hành bởi nhiều cổ đông trong công ty sẽ làm cho giá trị cổ phiếu giảm xuống tức khắc.

### **Vấn đề về quyền đại diện trong công ty**

Doanh nghiệp điển hình mà chúng ta nghiên cứu là các công ty cổ phần với sự góp vốn của các cổ đông, có các công cụ tài chính phổ biến như các cổ phần; cổ phiếu và cổ tức, các công ty cổ phần người chủ công ty là các cổ đông còn người điều hành và quản lý là giám đốc điều hành và giám đốc tài chính ... Họ được công ty thuê tuyển vào làm việc nhằm phục vụ lợi ích các cổ đông - người chủ công ty. Đặc điểm của công ty cổ phần là có sự tách rời giữa chủ sở hữu và người điều hành hoạt động công ty. Sự tách rời quyền sở hữu khỏi việc điều hành tạo ra cơ hội mà nhiều khi khiến giám đốc - người điều hành hành xử vì lợi riêng của mình hơn là vì lợi ích cổ đông. Điều này làm phát sinh những mâu thuẫn lợi ích giữa chủ sở hữu và giám đốc điều hành công ty.

Để khắc phục những mâu thuẫn này, bên cạnh việc tạo ra cơ chế giám sát và kiểm soát, doanh nghiệp phải bỏ ra chi phí kiểm toán, người chủ công ty cần có chế độ khuyến khích cho người điều hành doanh nghiệp để giám đốc thực sự làm việc vì lợi ích của cổ đông. Chủ công ty có cơ chế về cổ phiếu dành cho các nhà quản trị công ty (nhất là những nhà quản trị cấp cao), làm cho họ được xem như là người đại diện cho cổ đông và được khích lệ để nỗ lực điều hành công ty tốt hơn, vì lợi ích của cổ đông cũng chính là vì lợi ích của giám đốc.

Chế độ khuyến khích bao gồm tiền lương, tiền thưởng thỏa đáng, thưởng bằng quyền chọn mua cổ phiếu công ty, và những lợi ích khác mà giám đốc có thể thừa hưởng nếu điều hành doanh nghiệp vì lợi ích của các cổ đông.

### **.IV MÔI TRƯỜNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH**

Tiến trình ra quyết định phụ thuộc rất nhiều vào việc nhận thức những thách thức của môi trường. Trên phương diện hoạt động tài chính, môi trường có ảnh hưởng đến các quyết định tài chính bao gồm những yếu tố bên trong và bên ngoài công ty. Chúng ta có thể xem xét các nhân tố sau: điều kiện về các tổ chức doanh nghiệp, chính sách thuế của nhà nước (thuế thu nhập) và đặc biệt là phương thức giao dịch của thị trường tài chính.

#### **.IV.1. Hình thức tổ chức kinh doanh**

Hình thức tổ chức công ty ảnh hưởng đến cách thức phân chia lợi nhuận, rủi ro, và ảnh hưởng đến năng lực tìm kiếm các nguồn tài trợ cho doanh nghiệp. Có thể chia làm ba nhóm doanh nghiệp: Công ty tư nhân (công ty sở hữu một chủ), công ty sở hữu hợp danh và công ty cổ phần. Xét về mặt số lượng doanh nghiệp thì các doanh nghiệp sở hữu một chủ chiếm đến 80%, còn lại là các doanh nghiệp hợp danh và công ty cổ phần. Tuy vậy, xét về sản lượng hàng hóa bán ra thì các công ty cổ phần chiếm đến trên 80%. Những cách chia này chỉ xem xét dưới góc độ sở hữu và không tính đến quy mô của công ty.

##### **.IV.1.1. Ở Mỹ**

- Doanh nghiệp tư nhân (Sole proprietorships) – Doanh nghiệp chỉ có một người chủ sở hữu và chịu trách nhiệm vô hạn đối với tất cả các khoản nợ của doanh nghiệp. Điều này đặt người chủ và gia đình người chủ trước các rủi ro về tài sản riêng, vì nợ được bảo đảm hoàn trả bằng cả tài sản riêng của người chủ. Tuy vậy, các doanh nghiệp sở hữu một chủ có những lợi thế như: Chúng được thành lập dễ dàng, chịu thuế thu nhập ít hơn các công ty cổ phần.
- Công ty sở hữu hợp nhân (hợp danh) (Partnerships) – Doanh nghiệp có 2 hay nhiều chủ sở hữu, công ty hợp danh có thể là hợp danh trách nhiệm vô hạn, và cũng có thể là trách nhiệm hữu hạn đối với các khoản nợ của công ty. Trong công ty hợp danh trách nhiệm hữu hạn, thành viên không chịu trách nhiệm bằng tài sản cá nhân đối với các khoản nợ của công ty.
- Công ty cổ phần (Corporations) – Hình thức doanh nghiệp được thành lập theo luật, có nhiều chủ sở hữu – các cổ đông – góp vốn bằng hình thức cổ phần. Cổ đông chịu trách nhiệm hữu hạn trong phạm vi vốn góp của mình.
- Công ty trách nhiệm hữu hạn (Limited liability companies) – Doanh nghiệp được hình thành bằng con đường góp vốn và tài sản của các thành viên và các khoản đóng góp này được ghi ngay vào điều lệ của doanh nghiệp. Các thành viên chỉ chịu trách nhiệm hữu hạn các khoản nợ trên phần vốn góp của mình vào công ty. Hình thức này kết hợp một số đặc tính của công ty cổ phần và công ty hợp danh.



### .IV.1.2. Ở Việt Nam

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

#### a. Doanh nghiệp tư nhân

Là hình thức tổ chức kinh doanh lâu đời và đơn giản nhất. Theo đúng như tên gọi của nó, doanh nghiệp tư nhân do một người làm chủ, giữ quyền sở hữu với tất cả các tài sản, và chịu trách nhiệm vô hạn với tất cả các khoản nợ của doanh nghiệp.

Ưu điểm của hình thức tổ chức này:

- Ưu điểm quan trọng nhất là đơn giản trong việc thành lập và vận hành.
- Kích thích trực tiếp, người chủ công ty có thể biết được một cách rõ ràng thu nhập mang lại cho mình sau mỗi quyết định kinh doanh.
- Người chủ công ty có tính tự chủ rất cao trong việc quản lý doanh nghiệp.
- Loại hình này có thể bí mật thông tin trong quá trình kinh doanh.
- Loại hình này đưa lại khả năng lớn trong việc tiết kiệm thuế phải nộp, nhờ việc doanh nghiệp tư nhân không bị đánh thuế hai lần (tức là ngoài khả năng nộp thuế thu nhập cá nhân, thì người chủ doanh nghiệp tư nhân không phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp).

Nhược điểm:

- Nhược điểm cơ bản của các loại hình tổ chức này là chịu trách nhiệm vô hạn. Nếu doanh nghiệp bị kiện liên quan đến việc trả nợ, chủ của nó được xem như một cá nhân và có trách nhiệm không hạn chế. Nghĩa là toàn bộ tài sản riêng của chủ doanh nghiệp có thể bị tịch biên dùng để thanh toán nợ.

Như vậy, trách nhiệm không hạn chế đã đặt tài sản cá nhân vào tình trạng rủi ro.

- Doanh nghiệp tư nhân rất khó khăn trong việc huy động vốn, vì nói chung hình thức này không hấp dẫn các nhà cấp vốn, tín dụng như đối với các hình thức khác.
- Chủ doanh nghiệp tư nhân có thể có những bất lợi về thuế. Các phúc lợi phụ không được xem xét như những chi tiêu hợp lý để được giảm thuế. Ví dụ: bảo hiểm, thuốc men mà với các công ty thường được giảm thuế còn các chủ doanh nghiệp tư nhân thì phải trả từ thu nhập sau khi nộp thuế thu nhập cá nhân.
- Doanh nghiệp tư nhân khó chuyển giao sở hữu hơn so với hình thức công ty. Các tài sản đang hoạt động không thể tự do chuyển nhượng ngay cả cho các thành viên trong gia đình. Vì lý do này mà hình thức này không có sự mềm dẻo như những hình thức khác.

### **b. Công ty Hợp nhân**

Công ty hợp nhân giống hoàn toàn như doanh nghiệp tư nhân ngoại trừ một điểm là có nhiều hơn một người sở hữu. Trong mỗi công ty hùn vốn có.

+ Nhiều chủ sở hữu với trách nhiệm không hạn chế ( trách nhiệm vô hạn. Nghĩa là, họ cùng có trách nhiệm với những khoản nợ của công ty. Vì vậy, những người hùn vốn cần phải lựa chọn cẩn thận.

+ Cần có một hợp đồng chính thức, hay một điều lệ trong đó thiết đặt bốn quyền của người hùn vốn gồm:

- Phân phối lợi nhuận
- Giá trị vốn đầu tư của những người hùn vốn
- Thủ tục kết nạp thành viên mới.
- Thủ tục tổ chức lại công ty trong trường hợp người hùn vốn chết hoặc xin rút ra khỏi công ty. Về mặt pháp lý công ty hùn vốn kết thúc khi một trong số những người hùn vốn chết hoặc rút khỏi công ty. Trong trường hợp đó việc thanh toán là một vấn đề hóc búa, và việc tổ chức lại cũng vậy. Vì những lý do này nhiều người cho rằng đây là hình thức tổ chức ít hấp dẫn.

So với công ty cá thể hình thức này có thêm nhược điểm là :

- Khó khăn trong tổ chức, đặc biệt là những vấn đề nảy sinh từ việc tổ chức lại cũng như giải thể công ty.
- Quá trình ra quyết định công kênh, nặng nề, khó khăn, trừ một số ít các quyết định được quy định sẵn trong hợp đồng, các quyết định quan trọng phải được biểu quyết đa số. Trong hầu hết các trường hợp quyết định tập thể rất khó khăn. Trong những vấn đề ít quan trọng hơn, người hùn vốn cá nhân có thể tự giao dịch kinh doanh nhưng phải để cho những người hùn vốn

khác biệt. Quyền của mỗi người hùn vốn sẽ biến đổi phù hợp với hợp đồng chính thức giữa những người hùn vốn. Một số công ty hùn vốn đặt một hệ thống trực tuyến này xác lập năng lực quyết định của mỗi cá nhân người hùn vốn, mà mức độ liên quan đến công ty của mỗi người.

Trong một số quốc gia, các công ty hùn vốn hữu hạn có thể được thành lập, trong đó những người hùn vốn hữu hạn góp vốn và có trách nhiệm liên quan tới phần vốn đóng góp của mình. Tuy vậy, trong một số công ty dạng này vẫn có một số tối thiểu người hùn vốn nào đó có trách nhiệm không hạn chế và có quyền tham gia điều hành công ty.

### c. Công ty cổ phần

Công ty cổ phần là một loại hình doanh nghiệp. Đặc trưng chủ yếu của hình thức này là sự tồn tại riêng rẽ bên ngoài chủ sở hữu của nó (tức là trong công ty cổ phần có sự tách rời giữa quyền sở hữu và quyền điều hành công ty, người chủ công ty là các cổ đông còn người điều hành công ty thường được thuê từ bên ngoài). Trách nhiệm của chủ được giới hạn trong đầu tư của họ.

Ưu điểm của hình thức công ty là

- Trách nhiệm hữu hạn là ưu điểm nổi bật của hình thức công ty. Vốn của Công ty có thể sinh ra với danh nghĩa công ty, nó không đặt chủ sở hữu vào tình thế rủi ro của trách nhiệm vô hạn. Tài sản của cá nhân không bị tịch biên để thanh toán các khoản nợ. Quyền sở hữu được chứng tỏ bằng số cổ phần của từng cổ đông trong quan hệ với tổng số cổ phần hiện tại của công ty.
- Các cổ phần có khả năng chuyển nhượng, dẫn đến khả năng chuyển nhượng sở hữu công ty, và nó có thể tồn tại tiếp tục khi những người chủ chết hoặc bán cổ phiếu của họ. Vì những ưu điểm nổi bật trên mà hình thức công ty phát triển nhanh.
- Công ty cổ phần có khả năng huy động vốn nhanh với khối lượng lớn. Công ty có quyền phát hành chứng khoán- điều này trong các công ty hùn vốn, doanh nghiệp tư nhân không thể có được.

Bất lợi của hình thức công ty có thể bao gồm :

- Bất lợi trên phương diện thuế, nhất là đối với các cổ đông lớn. Họ có nhiều thu nhập từ phần vốn đầu tư vào công ty và phải đóng thuế thu nhập cá nhân ở mức thuế suất cao và điều này làm cho họ bị đánh thuế hai lần, tức là ngoài việc đóng thuế thu nhập công ty, thì còn bị đóng thuế thu nhập cá nhân
- Thủ tục thành lập phức tạp, chi phí thành lập lớn, bao gồm: chi phí đăng ký, thẩm định phương án thành lập và chi phí phát hành cổ phiếu lần đầu
- Các công ty cổ phần nhiều khi phải công bố các thông tin kinh tế ra bên ngoài, điều này gây khó khăn cho việc bảo mật các thông tin nhất là các thông tin về tài chính.

- Các cổ đông không tham gia trực tiếp quản lý công ty. Và nhiều trường hợp các cổ đông nhỏ không biết được người đại diện mình đang điều hành công ty. Người điều hành trực tiếp công ty được thuê tuyển từ bên ngoài.

Để quyết định chọn một hình thức sở hữu, các công ty cần phải thỏa hiệp các lợi thế của sự hợp nhất, tương phản với khả năng phải chịu thuế cao. Nhìn chung các công ty cổ phần, nhất là công ty cổ phần đại chúng có nhiều lợi thế hơn để tăng giá trị của công ty vì các nguyên nhân sau:

1- Với trách nhiệm hữu hạn, thì trong công ty cổ phần sẽ giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Và với các điều kiện khác không đổi, thì rủi ro càng thấp, giá trị công ty càng cao.

2- Giá trị công ty phụ thuộc nhiều vào các cơ hội tăng trưởng công ty, mà cơ hội tăng trưởng lại phụ thuộc vào khả năng thu hút vốn. Bởi vì, các công ty cổ phần có thể thu hút vốn nhiều hơn và có nhiều điều kiện hơn để sử dụng nguồn vốn này vào các cơ hội tăng trưởng công ty.

3- Giá trị tài sản phụ thuộc vào tính thanh khoản của nó, có nghĩa là mức độ dễ dàng chuyển đổi các tài sản thành tiền với mức “giá trị thị trường hợp lý”. Thường thì những khoản đầu tư của các nhà đầu tư trong công ty cổ phần có tính thanh khoản cao hơn nhiều so với công ty được sở hữu bởi một người chủ, hoặc hợp danh nhiều người hơn. Và điều này làm cho giá trị của công ty cổ phần cao hơn các công ty khác.

### **.IV.2. Thuế thu nhập Công ty**

Hầu hết các quyết định kinh doanh trực tiếp hoặc gián tiếp chịu ảnh hưởng của hệ thống thuế khoá. Chính sách thuế của chính phủ có ảnh hưởng sâu sắc đến cách xử sự của các tổ chức kinh doanh và cả cộng đồng kinh doanh. Một quyết định có thể là tối ưu trong trường hợp không có thuế hoặc thuế thấp, nhưng nó có thể lại rất tồi trong bối cảnh có thuế hoặc thuế suất cao. Trong phần này chúng ta nghiên cứu một số khái niệm cơ bản về thuế thu nhập và các ảnh hưởng của chúng tới các quyết định kinh doanh.

Thuế thu nhập là loại thuế trực thu tính trên thu nhập chịu thuế của công ty. *Thu nhập chịu thuế của công ty là tổng thu nhập sau khi đã trừ đi các chi phí bao gồm cả khấu hao và tiền trả lãi vay.*

Hàng năm công ty phải nộp thuế thu nhập công ty (Corporate income taxes). Thuế thu nhập công ty nhiều hay ít tùy thuộc vào thu nhập chịu thuế và thuế suất, ở Mỹ thuế suất thu nhập còn thay đổi tùy theo mức thu nhập chịu thuế (EBT- earnings before tax)

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

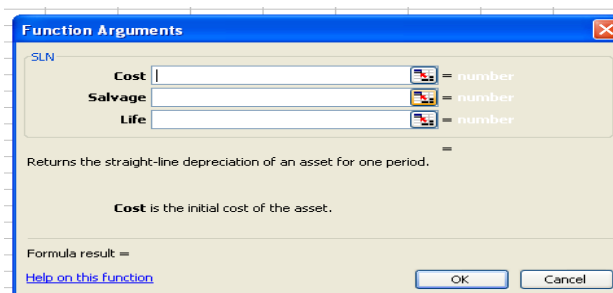
### a. Khấu hao

Khấu hao là hình thức thu hồi giảm đơn giá trị tài sản cố định. Thực chất khấu hao chỉ là một chi phí kế toán (nó không phải là khoản chi bằng tiền) nhằm thu hồi hàng năm một phần giá trị ban đầu của tài sản cố định.

Khấu hao được trừ khỏi thu nhập chịu thuế và được coi như một chi phí hợp pháp, bởi vậy cách tính khấu hao có thể làm tăng hoặc giảm thu nhập chịu thuế. Ví dụ, nếu chúng ta tính khấu hao càng cao thì thuế thu nhập mà công ty đóng góp càng thấp, còn ngược lại nếu khấu hao tính được trong năm tài khoá là thấp thì thuế thu nhập lại cao, dĩ nhiên các trường hợp trên chỉ đúng khi các khoản thu nhập và chi phí khác không đổi. Lợi dụng tính chất này Nhà nước có thể thực hiện những chính sách để kích thích sự phát triển đối với cộng đồng kinh doanh. Tuy vậy, mức khấu hao không chỉ phụ thuộc vào giá trị tài sản cố định mà còn phụ thuộc nhiều vào cách tính khấu hao.

Thực tế tồn tại hai phương pháp cơ bản để tính khấu hao là:

+ **Khấu hao đường thẳng (SLN)** : mức khấu hao được tính đều cho các năm theo thời hạn khấu hao đã định. Công thức áp dụng là:



$$K = \frac{G_{bd} - G_{tly}}{n}$$

K : Mức khấu hao hàng năm của một TSCĐ

n : Thời hạn khấu hao

$G_{bd}$  : Giá trị ban đầu của tài sản cố định

$G_{tly}$  : Giá trị thanh lý tài sản cố định

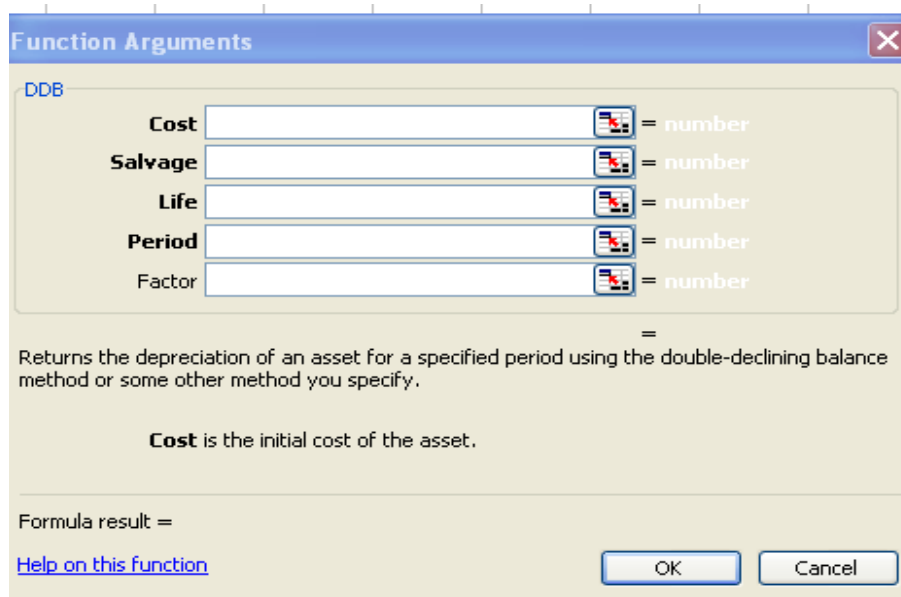
Ưu điểm phương pháp khấu hao đường thẳng là tính toán đơn giản, vì vậy có thể kiểm soát dễ dàng phần thu nhập chịu thuế. Tuy vậy, cách tính khấu hao này không phù hợp với đặc điểm sử dụng thiết bị, vì thiết bị vào những năm đầu mới lắp đặt có hiệu suất sử dụng cao hơn so với những năm về cuối, nhưng với cách tính khấu hao đường thẳng thì ở tất cả các năm trong suốt thời hạn sử dụng đều có mức khấu hao như nhau. Vì vậy, ở những năm đầu khấu hao lại quá nhỏ còn về những năm cuối khấu hao lại quá lớn.

+ **Khấu hao nhanh** ( hay còn gọi là khấu hao gia tốc). Cách tính khấu hao này thuận lợi cho các tài sản cố định có mức độ hao mòn vô hình lớn. Theo cách tính

## Chương 1

này mức khấu hao của một tài sản cố định ở những năm đầu cao, còn những năm về sau giảm dần. Phương pháp tính khấu hao nhanh có rất nhiều cách tính ở đây chúng ta chỉ đề cập đến một số cách tính thông dụng như: Khấu hao theo số dư giảm dần và khấu hao trên tổng cộng thứ tự các năm.

+ **Khấu hao theo số dư giảm dần** là mức khấu hao xác định trên số dư của tài sản cố định theo một hệ số khấu hao quy định trong thời kỳ tính khấu hao. Công thức tính.



$$DDB_i = \frac{H * BV_i}{n}$$

K<sub>i</sub> : Khấu hao năm thứ i

H : Hệ số khấu hao

BV<sub>i</sub> : Giá trị còn lại ở đầu năm i

n : Số năm tính khấu hao

Cách tính khấu hao này được tính theo hai hình thức là khấu hao theo số dư giảm dần có chuyển và không chuyển. Đối với khấu hao theo số dư giảm dần có chuyển, thì từ năm mà khấu hao tính theo công thức trên nhỏ hơn khấu hao đường thẳng, người ta chủ động chuyển sang khấu hao đường thẳng ở những năm còn lại. Còn trái lại cách tính khấu hao không chuyển vẫn tính theo công thức trên ngay cả những năm mà mức khấu hao nhỏ hơn khấu hao đường thẳng.

Ví dụ: Một tài sản cố định có giá trị ban đầu 10000 USD, giá trị thanh lý 2000USD, hệ số khấu hao nhanh là 2 và số năm tính khấu hao là 5 năm.

*Bảng tính khấu hao số dư giảm dần không chuyển*

Năm	Giá trị còn lại	So sánh	Mức khấu hao nhanh
1	10000	1993.4<	4000

## Chương 1

2	6000	1491.75<	2400
3	3600	1189<	1440
4	<u>2160</u>	<u>1063.5&gt;</u>	<u>864</u>
5	1296		518.4

Bảng tính trên cho thấy tổng mức khấu hao thấp hơn giá trị tài sản tính khấu hao. Khi tính khấu hao theo số dư giảm dần không chuyển, ta thấy ở năm thứ tư trở đi khấu hao được tính theo công thức trên thấp hơn khấu hao theo đường thẳng, tuy vậy người ta không chuyển sang khấu hao đường thẳng.

*Bảng tính khấu hao số dư giảm dần có chuyển*

Năm	Giá trị còn lại	So sánh	Mức khấu hao nhanh
1	10000	1993.4<	4000
2	6000	1491.75<	2400
3	3600	1189<	1440
4	2160	1063.5>	1063.5
5	1096.5		1063.5

Bảng tính khấu hao theo số dư giảm dần có chuyển cho thấy tổng mức khấu hao bằng giá trị tài sản tính khấu (9967 triệu đồng). Ở năm thứ tư trở đi khấu hao tính theo công thức trên thấp hơn khấu hao đường thẳng, vì vậy ở năm thứ tư và năm thứ năm khấu hao được chuyển sang khấu hao đường thẳng.

+ **Khấu hao trên tổng cộng số năm (SYD - Sum of the year digit).** Khấu hao năm thứ  $i$  nào đó sẽ tính dựa trên cơ sở tổng số thứ tự của các năm trong thời hạn tính khấu hao.

$$K_i = (n + 1 - i) \frac{G}{Z}$$

Trong đó:

$$Z = 1 + 2 + 3 + \dots + n = n(n + 1) / 2$$

$$G = \text{Giá trị tài sản cố định tính khấu hao}$$

Ví dụ, một tài sản cố định có giá trị ban đầu là 550 triệu đồng, giá trị thanh lý 50 triệu đồng, số năm tính khấu hao là 4 ta có bảng tính khấu hao theo tổng cộng các năm là :

Z=		10
	Năm	Khấu hao
	1	200
	2	150
	3	100
	4	50
Tổng giá trị khấu hao		500

Hai phương pháp sau là hai phương pháp khấu hao nhanh chỉ được áp dụng khi có sự chấp thuận của các cơ quan thuế. Việc khấu hao nhanh thực chất là trì hoãn nộp thuế ở những năm đầu, thay vì công ty phải nộp thuế một cách đều đặn ở các năm tính khấu hao thì lại được giảm thuế ở năm đầu sử dụng thiết bị do mức khấu hao cao. Vì vậy, hình thức khấu hao nhanh có thể áp dụng cho các ngành đang được khuyến khích đầu tư, hiện đại hoá và có hao mòn vô hình cao. Bằng cách chấp thuận khấu hao nhanh, Nhà nước đã sẵn sàng chia sẻ bớt cho công ty một phần rủi ro do sự lạc hậu về công nghệ của thiết bị.

### **b. Chi phí tiền lãi**

Chi phí tiền lãi về các khoản nợ của công ty được coi như những chi phí hợp pháp và có thể giảm thuế. Điều này là cơ sở phân biệt tiền lãi của nợ với lợi tức cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi. Một công ty đang sinh lợi trên phương diện nộp thuế, sẽ giảm bớt thuế nếu công ty có vay nợ. Ví dụ, giả sử suất thuế thu nhập là 50% và công ty không vay nợ nếu có 2 đồng thu nhập trước thuế và lãi sẽ có một đồng lợi nhuận sau thuế và một đồng thuế, còn nếu sử dụng vay nợ và tiền lãi là 1 đồng, thì thuế thu nhập là 0.5. Như vậy, công ty có nợ có thể tiết kiệm khoản nộp thuế hơn công ty không nợ. Hiện nay ở nước ta hệ thống ngân hàng đang áp dụng chính sách lãi suất thoả thuận giữa người đi vay và người cho vay.

### **c. Thu nhập lợi tức**

Một công ty có thể góp vốn vào công ty khác, và người chủ công ty có thể nhận được lợi tức từ các công ty khác. Nếu công ty nhận được lợi tức từ công ty khác, thì một phần trong đó có thể được miễn thuế và tỷ lệ miễn thuế thu nhập từ lợi tức lớn hay nhỏ tùy thuộc vào mỗi nước.

### **d. Thuế thu nhập cá nhân**

Thuế thu nhập cá nhân có thể ảnh hưởng tới phản ứng của các cổ đông với chính sách phân phối lợi tức. Khi tỷ lệ chi trả cổ tức cao có thể làm tăng thu nhập cá nhân của các cổ đông và kéo theo phần nộp thuế cá nhân sẽ tăng lên. Do vậy, các cổ đông sẽ có các phản ứng tích cực trở lại khi dành một tỷ lệ thích đáng về lợi nhuận để tái đầu tư hoặc làm các hoạt động từ thiện (vì ở một số quốc gia các khoản chi phí hoạt động từ thiện có thể được giảm trừ phần thu nhập cá nhân chịu thuế)

### **e. Thị trường tài chính và các trung gian tài chính.**

Tất cả các thực thể trong nền kinh tế có thể chia thành 3 nhóm sau:

- *Hộ gia đình*
- *Các tổ chức kinh doanh và phi kinh doanh*
- *Chính phủ (chính quyền địa phương, trung ương)*

Mỗi đơn vị kinh tế phải vận hành trong ngân sách giới hạn bởi nguồn thu nhập của đơn vị đó trong từng giai đoạn. Hộ gia đình có thu nhập dưới hình thức tiền lương và chi tiêu cho các loại hàng hoá, dịch vụ. Thậm chí các hộ gia đình cần



khoản chi tiêu lớn để mua nhà ở hay trả tiền thế chấp nhà hoặc trả tiền thuê nhà. Các tổ chức kinh doanh bán hàng hoá và dịch vụ cho các hộ gia đình và các tổ chức kinh doanh khác để kiếm lời và phải chi các khoản trả lương, mua nguyên vật liệu và trả các chi phí sản xuất khác. Thỉnh thoảng, công ty phải trả chi phí tiền lãi do vay tiền để xây dựng cơ sở hạ tầng, mua trang thiết bị. Chính phủ có nguồn thu từ thuế và nhiều khoản thu phí, đồng thời chi tiêu cho tất cả các dịch vụ quốc gia như sức khoẻ cộng đồng, trợ cấp xã hội, giáo dục, chính sách khác, thậm chí cả chi cho phòng chống hoả hoạn, lũ lụt.

- **Tình hình ngân sách**

Trong mỗi một giai đoạn, ngân sách ở mỗi đơn vị thuộc bất kỳ nhóm nào cũng có thể có một trong ba khả năng sau: (1) cân bằng ngân sách, đây là hình thức khi thu nhập và chi tiêu dự kiến cân bằng nhau; (2) thặng dư ngân sách, là hình thức khi thu nhập lớn hơn chi tiêu dự kiến và (3) thâm hụt ngân sách, là khi chi tiêu dự kiến lớn hơn thu nhập.

Hệ thống tài chính là hệ thống có sự dịch chuyển tiền **vốn** từ đơn vị chi tiêu thặng dư (surplus spending units - SSUs) sang đơn vị chi tiêu thâm hụt (deficit spending units - DSUs). DSUs bao gồm các hộ gia đình, các cơ quan chính phủ, chính quyền địa phương và hầu như đa số các doanh nghiệp. Những hộ gia đình có thể là SSUs, tuy nhiên, trong các nhóm như: các tổ chức kinh doanh và cơ quan chính phủ thường là DSUs.

- **Những tuyên bố tài chính**

Vấn đề là làm thế nào để chuyển sự dư thừa ngân sách của các SSU sang các DSUs vì những đối tượng này cần vay mượn để tài trợ cho các khoản chi tiêu của họ. Quá trình dịch chuyển này có thể thông qua hình thức các SSU cho vay tiền và nhận một chứng nhận IOU (I owe you) của các DSU. Một IOU là một tờ giấy viết tay đảm bảo sẽ thanh toán một khoản tiền nhất định (tiền gốc) và một khoản tiền lãi để có thể mượn tiền trong một khoảng thời gian (maturity của khoản tiền vay). IOU được gọi là giấy đòi nợ tài chính. Đó là xác nhận để đòi tiền của người cho vay trong tương lai.

Đối với các DSUs, một khoản nợ cần trả và tiền trả lãi chính là hình phạt đối với việc chi tiêu trước khi kiếm được thu nhập. Đối với SSUs, khoản tiền cung cấp cho DSUs chính là tài sản tài chính, và tiền lãi kiếm được là phần thưởng dành cho SSU do việc trì hoãn chi tiêu khoản tiền dư thừa để cho vay. Sự thật rằng tài sản tài chính là khoản nợ đối với người mượn (DSUs) và đồng thời là tài sản của người cho vay cho thấy hai phương diện (hai mặt) của khoản nợ. Điều đó có nghĩa là tổng nợ tài chính của nền kinh tế phải bằng tổng tài sản tài chính.

Một khi tài sản tài chính vẫn còn tồn tại, thì người cho vay có thể nắm giữ nó mãi đến khi đáo hạn và các SSUs có thể bán các tài sản tài chính cho người khác trước khi đáo hạn. DSUs tiếp tục sử dụng quỹ đó mặc dầu người cho vay lúc này là một người khác.

Khả năng bán lại các cam kết tài chính cho phép các SSUs mua những cam kết tài chính có thời hạn đáo hạn khác với thời gian đáo hạn các cam kết tài chính trước

đó. Nếu một SSUs mua một cam kết tài chính có thời gian đáo hạn dài hơn giai đoạn đầu tư dự kiến thì cam kết tài chính đó có thể được bán lại cho một SSUs khác tại một thời điểm thích hợp. Cũng tương tự như thế, một SSUs có thể mua một cam kết tài chính có thời gian đáo hạn ngắn hơn thời gian của dự kiến của dự án, nếu như họ có thể dễ dàng bán ra nó bằng khoảng thời gian còn lại. Sự dễ dàng thuận lợi trong việc mua đi bán lại các cam kết tài chính được gọi là marketability. Có rất nhiều hình thức của các cam kết tài chính ở mỗi quốc gia tùy thuộc vào trình độ phát triển của thị trường tài chính ở quốc gia đấy. Những cam kết tài chính này được đưa ra nhằm đáp ứng những nhu cầu khác nhau của thị trường. Các cam kết tài chính này có thể khác nhau về thời gian đáo hạn, rủi ro phá sản, tính marketability và trả thuế. Bất kỳ lúc nào thì những nhân tố này cũng tương tác lẫn nhau để xác định lãi suất cho vay của chúng khoán.

### Quá trình dịch chuyển vốn từ người cho vay (ssus) sang người đi vay (DSUs)

Mục tiêu của hệ thống tài chính là dịch chuyển vốn từ các SSUs sang các DSUs một cách hiệu quả nhất có thể, bất kể để đầu tư bất động sản hay để chi tiêu hàng ngày. Các DSUs và các SSU có thể gặp nhau thông qua: (1) tài trợ trực tiếp hoặc (2) tài trợ gián tiếp hay như cách người ta thường gọi là tài trợ qua trung gian. Không quan tâm đến hình thức tài trợ nào, mục tiêu của hệ thống tài chính là đưa các bên gặp nhau với chi phí thấp nhất và mang lại sự thuận tiện nhất có thể. Một hệ thống tài chính hiệu quả là rất quan trọng vì nó đảm bảo sự vận động luồng vốn thích hợp cho sự tăng trưởng kinh tế. Ví thế, nếu hệ thống vận hành tốt, các công ty có những cơ hội đầu tư hứa hẹn sẽ nhận được vốn và những công ty có cơ hội đầu tư kém hơn sẽ không nhận được sự tài trợ. Tương tự, những người tiêu dùng sẵn sàng thanh toán và có thể trả mức lãi suất thị trường hiện tại có thể mua hàng hoá và dịch vụ bằng phương pháp tín dụng nếu họ thực sự mong muốn.

#### • Tài trợ trực tiếp

Với hình thức tài trợ trực tiếp, các DSUs và các SSUs trực tiếp trao đổi tiền và chứng khoán. DSUs tự phát hành các cam kết tài chính (hay chứng khoán tài chính) và bán chúng cho các SSUs để nhận tiền. SSUs nhận chứng khoán tài chính trong danh mục tài sản như là một loại tài sản sinh lời. Các chứng khoán có thể được bán hay được mua trên thị trường tài chính. Quá trình trao đổi xuất hiện và sẽ có sự thay đổi trong bảng cân đối tài sản của hai bên vay và mượn như sau:

SSU		DSU	
Tài sản	Nguồn vốn	Tài sản	Nguồn vốn
+ Phần giảm tiền mặt		+ Tăng tiền mặt từ các SSU	+ Tăng nợ do bán trực tiếp các chứng khoán cho các SSU
+ Tài sản tài chính (đầu tư trực tiếp vào các DSU)			

Các cam kết tài chính được phát hành trực tiếp bởi DSU được gọi là các cam kết tài chính trực tiếp và thường được bán trực tiếp trên thị trường tín dụng trực tiếp như thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Tài trợ trực tiếp mở ra cho các SSUs cơ hội để đạt một khoản lợi nhuận mong muốn và các DSUs không cần phải trì hoãn việc chi tiêu của họ, bỏ qua cơ hội đầu tư do thiếu nguồn vốn. Vì thế thị trường tín dụng trực tiếp làm tăng hiệu quả của hệ thống tài chính.

Dòng tiền vốn đầu tiên từ các SSUs sang các DSUs bằng cách tài trợ trực tiếp được minh họa ở phần trên. Chúng ta sẽ thảo luận một số sự sắp đặt về mặt tổ chức thúc đẩy quá trình dịch chuyển vốn trên thị trường tín dụng trực tiếp.

**Thoả thuận riêng: Phương pháp đơn giản nhất trong các hình thức dịch chuyển** vốn giữa các SSUs và các DSUs được gọi là thoả thuận riêng. Các DSUs ở đây là các công ty bán toàn bộ chứng khoán phát hành cho các nhà đầu tư tổ chức hay một nhóm nhỏ những nhà đầu tư đó. Lợi thế của hình thức thoả thuận qua việc phát hành ra công chúng là tốc độ tiền vốn có thể nhận, chi phí đưa chứng khoán ra thị trường thấp và không cần phải đăng ký với Ủy Ban chứng khoán.

**Các nhà môi giới: Để giúp cho những người mua và người bán gặp nhau,** trên thị trường xuất hiện các chuyên gia thị trường. Nhà môi giới thực sự không phải là những người mua hay bán chứng khoán, họ chỉ thực hiện những giao dịch cho khách hàng của họ với chi phí thấp nhất. Vì thế, các nhà môi giới cung cấp một dịch vụ mà ở đó, họ đơn thuần là những người mai mối, giúp cho các SSUs và DSUs gặp nhau. Lợi nhuận của họ là những khoản thu phí dịch vụ từ các khách hàng.

**Ngân hàng đầu tư: Một thành phần tham gia trực tiếp trên thị trường là các** ngân hàng đầu tư. Các ngân hàng đầu tư giúp cho thị trường DSUs thiết lập các chứng khoán tài chính. Một chức năng kinh tế quan trọng của các ngân hàng đầu tư là chấp nhận rủi ro hay nói cách khác là bảo hiểm (underwriting). Trong nhiều giao dịch, ngân hàng đầu tư mua toàn bộ trái phiếu hay cổ phiếu phát hành từ các DSU ở một mức giá được bảo đảm và sau đấy bán lại cho các nhà đầu tư cá nhân. Lợi nhuận thô của ngân hàng đầu tư là hiệu của giá bán lại và giá họ mua vào chứng khoán. Ngân hàng đầu tư cũng cung cấp các dịch vụ khác chẳng hạn như giúp chuẩn bị truyền thông cho các DSU, chọn ngày bán và tư vấn cho các nhà phát hành. Ngoài những dịch vụ này, nhiều ngân hàng đầu tư còn thực hiện chức năng của nhà môi giới. Các ngân hàng đầu tư là những thành phần quan trọng nhất trên thị trường tín dụng trực tiếp.

### TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Chúng ta chỉ mới xem xét dòng dịch chuyển vốn từ các SSU sang các DSU qua thị trường tín dụng trực tiếp. Tuy nhiên, có nhiều vấn đề nảy sinh trong việc tài trợ trực tiếp. Thứ nhất, loại chứng khoán được bán trên thị trường tín dụng trực tiếp là rất lớn vì thế có rất ít khách hàng có thể giao dịch trên thị trường này. Một vấn đề khác nữa là những người đi vay DSU phải tìm được những SSU cần chứng khoán với những đặc tính tương thích mà họ có thể sẵn sàng bán. Nếu các trung gian tài chính tham gia vào quá trình này, dòng vốn từ SSU sang DSU trở thành gián tiếp. Các trung gian tài chính dịch chuyển các chứng khoán bằng cách làm cho chúng trở nên hấp dẫn hơn đối với người đầu tư cuối cùng. Các trung gian tài chính này bao gồm các ngân hàng thương mại, các tổ chức tín dụng, các công ty bảo hiểm vvv.

## Chương 1

Những trung gian tài chính này hình thành do những khó khăn xuất hiện trong tài trợ trực tiếp. Như chúng ta dễ nhận thấy, để tài trợ trực tiếp diễn ra khi những người đi vay (DSU) phải sẵn sàng phát hành một loại chứng khoán với hình thức, thời gian đáo hạn và đặc điểm phù hợp với mong muốn của người cho vay (SSUs). Chỉ đến khi mong muốn của cả hai bên đồng thời được thoả mãn, thì quá trình dịch chuyển mới có thể diễn ra. Điều này rất hiếm khi xuất hiện. Để giải quyết khó khăn này, các trung gian tài chính phải can thiệp vào giữa người đi vay và người cho vay. Các trung gian tài chính mua các chứng khoán trực tiếp (IOU) từ các DSU với một loạt các đặc điểm và sau đó chuyển chúng thành chứng khoán gián tiếp với một loạt các đặc điểm mà sau đó họ lại bán lại cho các SSU. Quá trình chuyển đổi này được gọi là quá trình trung gian (intermediation). Các công ty chuyên môn hoá trong các nghiệp vụ này được gọi là các trung gian tài chính hay là các tổ chức tài chính. Sự thay đổi trong bảng cân đối kế toán của các trung gian tài chính là như sau:

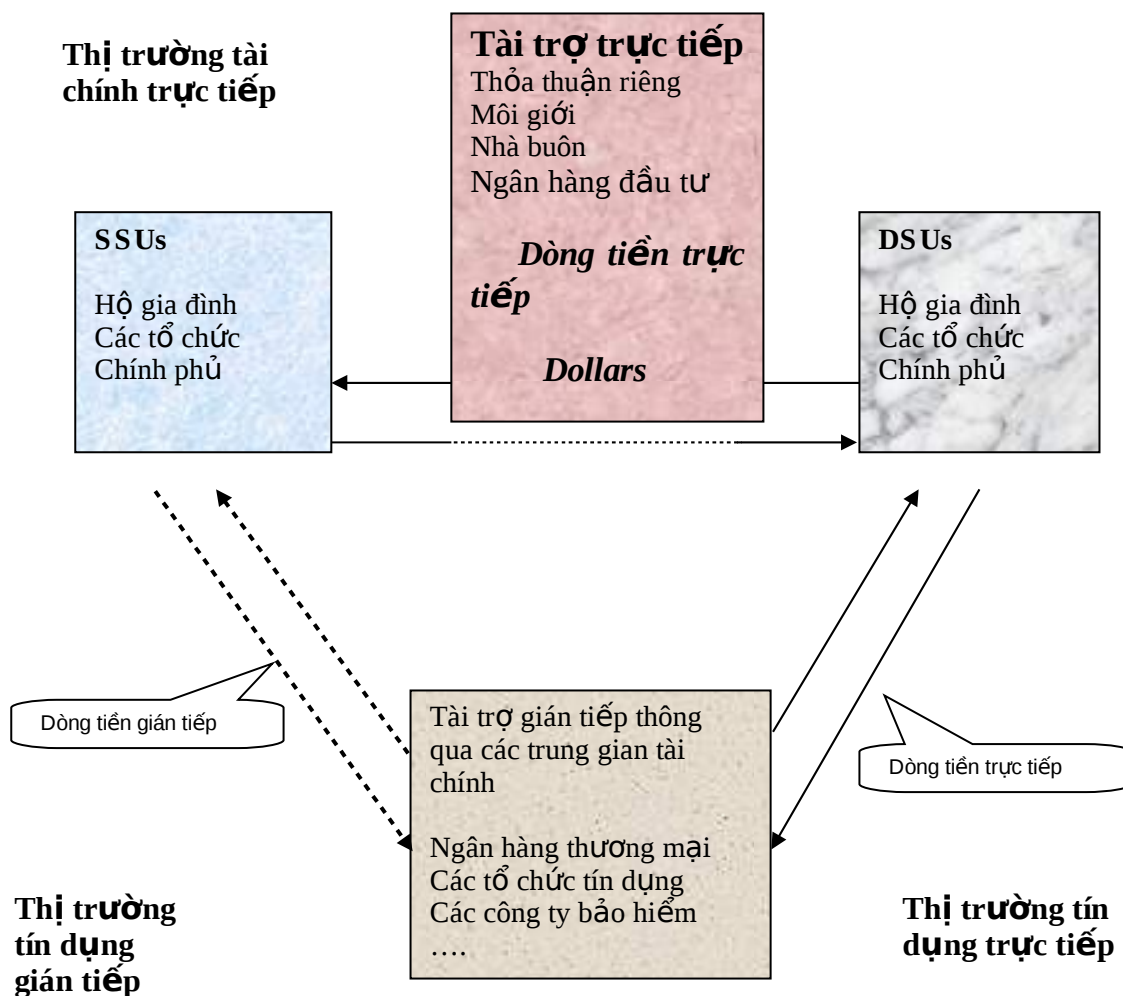
SSU		Trung gian tài chính		DSU	
Tài sản	Nguồn vốn	Tài sản	Nguồn vốn	Tài sản	Nguồn vốn
+ Giảm tiền		Tiền trung gian	+ Tăng nợ	+ Tăng tiền	+ Tăng nợ
+ Tăng tài sản tài chính		+ Tăng tài sản tài chính			

Trong sơ đồ sau dòng tiền vốn đi từ các SSU sang các trung gian tài chính, tức là các trung gian tài chính phát hành các chứng khoán bán cho các SSU và sau đó mua lại các chứng khoán của các DSU. Tập hợp các SSU và trung gian tài chính hình thành nên thị trường trung gian tài chính, dòng tiền đi từ các SSU là để đảm bảo với các trung gian tài chính chứ không phải là với các DSU như là trong trường hợp của tài trợ trực tiếp. Thị trường trung gian tài chính là thị trường bán lẻ, và các chứng khoán gián tiếp được phát hành bởi các trung gian tài chính.

Phần dưới của hình sau minh hoạ dòng tiền qua thị trường trung gian và cho thấy vai trò quan trọng hơn của các trung gian tài chính.

Ví dụ các giao dịch trung gian:

1. Các hộ gia đình (SSUs) đặt cọc khoản tiền mặt dôi ra trong tài khoản tiết kiệm vào một tổ chức cho vay tiết kiệm và ngược lại, họ lại chuyển khoản tiền này thành cho vay cầm cố nhà ở cho những hộ gia đình khác (DSUs)
2. Các hộ gia đình (SSDs) mua bảo hiểm nhân thọ của một công ty bảo hiểm (trung gian tài chính) và họ đầu tư vốn này vào trái phiếu của một công ty (DSU)
3. Các công ty (SSU) mua thương phiếu của một công ty tài chính người tiêu dùng (trung gian tài chính) và họ lại chuyển khoản tiền này thành tiền cho vay cho các hộ gia đình (DSU)



Phân biệt thị trường tài chính trực tiếp và gián tiếp

### Thị trường vốn và thị trường tiền tệ:

- **Thị trường vốn (capital market):** là thị trường tài chính mà ở đó các **luồng tiền** có thời gian đáo hạn lớn hơn một năm được mua bán. Thị trường vốn chuyển các khoản tiết kiệm vào trong các dự án đầu tư dài hạn hữu ích.
- **Thị trường tiền tệ (money market):** là thị trường tài chính mà ở đó các **claim tài chính** có thời gian đáo hạn dưới một năm được mua bán. Ở Mỹ, thị trường tiền tệ quan trọng nhất là trái phiếu chính phủ Mỹ (U.S. Treasury bills).

## .V Tóm tắt chương và ôn tập

### .V.1. Tóm tắt

Quản trị tài chính là một chức năng cơ bản của quản trị công ty bao gồm các hoạt động làm cho các luồng tiền tệ phù hợp trực tiếp với các kế hoạch kinh doanh một cách hiệu quả. Vai trò của quản trị tài chính trước kia chủ yếu là tìm kiếm vốn

và bảo đảm khả năng thanh toán cho doanh nghiệp, ngày nay vai trò của quản trị tài chính mở rộng và bao quát các hoạt động quản trị doanh nghiệp, sự biến đổi này là do có những thay đổi rất to lớn trong một trường kinh doanh của doanh nghiệp. Nhà quản trị tài chính trong công ty phải đối diện với hai vấn đề cơ bản là

Đầu tư vốn bao nhiêu ? Vào các tài sản nào ?

Tạo ra ngân quỹ cần thiết cho các đầu tư.

Để giải quyết vấn đề thứ nhất họ phải lập kế hoạch về đầu tư hay quyết định về ngân sách đầu tư. Đối với vấn đề thứ hai họ phải đưa ra các quyết định tài trợ. Ngoài ra, quản trị tài chính đóng vai trò trung gian giữa công ty và thị trường tài chính với hai chức năng phân phối và khai thác vốn, hoạt động của họ tác động mạnh tới thành công của doanh nghiệp, và góp phần vào làm tăng trưởng kinh tế.

Mục tiêu của quản trị tài chính là cực đại hoá giá trị cho chủ doanh nghiệp. *Giá trị này được thể hiện trên cơ sở giá trị thị trường với những đánh giá khắc nghiệt về khả năng sinh lợi và trạng thái rủi ro của doanh nghiệp.*

Chỉ có thể lý giải về các quyết định của nhà quản trị tài chính khi hiểu được môi trường ra quyết định của họ bao gồm môi trường luật pháp, thuế khoá và môi trường tài chính.

Trong môi trường luật pháp hình thức tổ chức công ty có ảnh hưởng tới mỗi quyết định của họ, tới khả năng cân nhắc sinh lợi và rủi ro khác nhau, phạm vi tác động của các quyết định, thuế khoá, đặc biệt là thuế thu nhập thể hiện sự ảnh hưởng của các cơ quan nhà nước, trung ương, địa phương tới các quyết định của người quản trị tài chính. Có những quyết định rất tốt khi không tính đến ảnh hưởng của thuế song lại rất tồi khi có sự tác động của thuế.

Người quản trị tài chính nắm phần quan trọng vận mệnh của Công ty , họ có vai trò trung gian giữa Công ty và thị trường tài chính, họ phải đương đầu với rất nhiều thử thách trong quá trình hoạt động.

### **.V.2. CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Sự khác nhau giữa mục tiêu cực đại hoá thu nhập và cực đại hoá giá trị cho cổ đông?
2. Tại sao sự quan tâm của quản trị tài chính là các luồng tiền vốn trong doanh nghiệp?
3. Giải thích tại sao việc đánh giá các quyết định của quản trị, tài chính lại cần bám vào mục tiêu?
4. Hai chức năng cơ bản của quản trị tài chính là gì?
5. Người quản trị tài chính có cần phải nắm một phần lớn giá trị của Công ty với tư cách là cổ đông không? vì sao?
6. Các vấn đề môi trường đang đè nặng lên quá trình ra quyết định của các nhà quản trị tài chính vậy mục tiêu cực đại giá trị cho các cổ đông có còn là mục tiêu dài hạn không?

7. Khái niệm rủi ro và tiền thưởng rủi ro chi phí hoạt động của nhà quản trị tài chính như thế nào?
8. Các lợi ích cơ bản của hình thức Công ty ? thảo luận tầm quan trọng của các lợi ích này đối với chủ sở hữu Công ty?
9. Người hùn vốn hạn chế khác với cổ đông như thế nào?
10. Bất lợi của công ty cá thể và Công ty hùn vốn là gì?
11. Hệ thống khấu hao nhanh dựa trên nguyên tắc nào?
12. Phương pháp khấu hao nhanh không làm biến đổi tổng giá trị khấu trừ trong toàn bộ đời sống của tài sản, vậy nó gây ra biến đổi gì? Tại sao điều đó lại rất quan trọng?

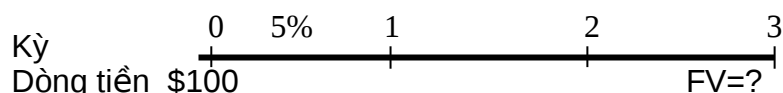
### THỜI GIÁ TIỀN TỆ VÀ MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Mọi người đều dễ thừa nhận: một đồng ngày hôm nay có giá trị lớn hơn một đồng ngày mai. Xét về mặt lượng một đồng ngày hôm nay và một đồng ngày mai không có sự khác nhau, việc lớn hơn này là do thời điểm xuất hiện đồng tiền. Khi đồng tiền xuất hiện sớm hơn, nó sẽ mang lại cơ hội sớm hơn để kiếm lời. Đây là giá trị thời gian của tiền tệ.

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

#### .I Chuỗi thời gian

Bước đầu tiên trong phân tích giá trị thời gian là thiết lập chuỗi thời gian, nó sẽ giúp bạn hình dung được chuyện gì sẽ xảy ra trong một vấn đề cụ thể. Để minh họa, hãy xem xét sơ đồ dưới đây, PV có giá trị 100\$ ở thời điểm hôm nay, và FV là giá trị sẽ đạt được trong tương lai.



Những khoảng thời gian từ 0 đến 1, từ 1 đến 2 và từ 2 đến 3 là những khoảng thời gian như năm hoặc tháng. Mốc 0 là hôm nay, và nó là đầu kỳ 1, và mốc 1 là một kỳ sau ngày hôm nay, và nó cũng vừa là cuối kỳ 1 và cũng là đầu kỳ 2, tiếp tục như thế cho các mốc tiếp theo. Mặc dù khoảng thời gian phổ biến là năm, nhưng nó cũng có thể là quý, tháng hoặc cũng có thể là ngày.

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

Tiền lãi chính là số tiền thu được (đối với người cho vay) hoặc chi ra (đối với người đi vay) do việc sử dụng vốn vay.

Lãi suất là tỷ lệ tính bằng phần trăm (%) giữa tiền lãi so với vốn gốc. Nếu anh (hoặc chị) có một hợp đồng vay với ngân hàng với lãi suất 3%/3tháng, thì điều đó có nghĩa nếu anh (hoặc chị) vay 100 triệu đồng thì cứ sau ba tháng phải trả tiền lãi là 3 triệu đồng.



### .II.1. Lãi đơn (simple interest)

**Lãi đơn** là số tiền lãi chỉ tính trên vốn gốc mà không tính trên số tiền lãi được sinh ra ở các kỳ trước. Công thức tính lãi đơn như sau:

$$I = P_0 * i\% * T$$

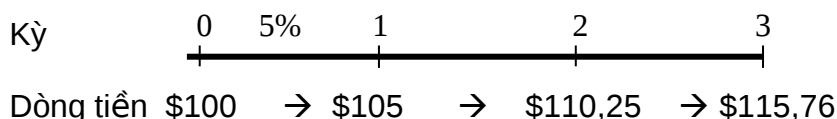
Trong đó: **I** là tiền lãi đơn,  
**P<sub>0</sub>** là số tiền gốc,  
**i%** là lãi suất kỳ hạn  
và **T** là số kỳ hạn tính lãi đơn.

Ví dụ bạn ký gửi \$1000 vào tài khoản, định kỳ tính lãi đơn với lãi suất là 8%/năm. Sau 10 năm số tiền gốc và lãi bạn thu về là:

$$\$1000 + 1000 * 8\% / \text{năm} * 10 \text{năm} = \$1800.$$

### .II.2. Lãi kép

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



### .II.3. Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa

Thực chất lãi kép là ghép lãi vào vốn, vì thế làm cho tiền vốn để tính lãi ở các kỳ sau lớn hơn và nó mang lại tiền lãi cao hơn. Một vấn đề đặt ra là tiền lãi được ghép vào thời điểm nào trong mỗi kỳ hạn ( ví dụ một năm). Thời gian ghép lãi khác nhau sẽ ảnh hưởng đến lãi suất khác nhau. Ví dụ trong một năm ghép lãi từng năm hay từng quý hoặc từng tháng... Nếu ghép lãi theo từng tháng thì tiền lãi của tháng trước đã sinh lãi cho tháng sau.

Lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate) là lãi suất được công bố hoặc niêm yết. Thông thường lãi suất này tính theo % một năm nhưng số lần ghép lãi không phải theo từng năm. Còn lãi suất thực (effective interest rate) chính là lãi suất thực tế có được sau khi đã điều chỉnh lãi suất danh nghĩa theo số lần ghép lãi trong năm. Ví dụ, lãi suất 12%/năm:

- Nếu ghép vào cuối mỗi năm (tức mỗi năm có một lần ghép lãi), lãi suất chính là 12%
- Nếu ghép lãi cứ sáu tháng một lần (2 lần trong năm), thì lãi suất thực cả năm là 12,36%, lãi suất trong hợp đồng vay với ngân hàng 12% là lãi suất danh nghĩa.
- Nếu ghép lãi hàng tháng (12 lần mỗi năm) thì lãi suất thực là 12,68%
- Nếu ghép lãi từng ngày (365 ngày mỗi năm) thì lãi suất thực cả năm là 12,75%

Cách tính lãi suất thực (r%)

$$r\% = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1$$

Trong đó:

- $i\%$  là lãi suất danh nghĩa
- $m$  là số lần ghép lãi

Như ví dụ ở trên, nếu chúng ta ghép lãi một năm là 365 lần ( tức là mỗi ngày ghép lãi một lần). Ta có thể áp dụng công thức trên thì có kết quả như sau :

$$r\% = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1 = \left(1 + \frac{12\%}{365}\right)^{365} - 1 = 12,75\%$$

### Lãi kép liên tục (continuous compound interest)

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

$$\lim_{m \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1 = e^i - 1$$

Với  $e$  là hằng số Nê-pe có giá trị là 2,7182.

### II.4. Giá trị tương lai

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

Để xác định giá trị tương lai, chúng ta đặt:

- $P_0$  - giá trị của một số tiền ở thời điểm hiện tại.
- $i\%$  - lãi suất tính cho một thời kỳ.
- $n$  - số thời kỳ

$FV_n$  = giá trị tương lai của số tiền  $P_0$  ở cuối  $n$  thời kỳ

Giá trị sau một năm  $FV_1 = P_0 + P_0 * i\% = P_0 * (1+i\%)$

Giá trị sau hai năm là

$$FV_2 = FV_1 + FV_1 * i\% = FV_1 * (1+i\%) = P_0 * (1+i\%)^2$$

.....

Tương tự như vậy ta có giá trị khoản tiền sau  $n$  năm

$$FV_n = P_0 * (1+i\%)^n \quad (2.1)$$

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

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

### .II.5. Giá trị hiện tại của một số tiền tương lai

Chúng ta không chỉ quan tâm đến giá trị tương lai của một số tiền mà ngược lại đôi khi chúng ta còn muốn biết để có số tiền nào đó trong tương lai thì tương đương là bao nhiêu tiền ở thời điểm hiện tại. Đây chính là giá trị hiện tại của một số tiền tương lai. Công thức tính giá trị hiện tại hay được gọi tắt là Hiện giá được suy ra từ công thức (2.1) như sau:

$$PV = P_0 = \frac{FV}{(1+i)^n} = FV \times (1+i)^{-n} \quad (2.2)$$

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

$$PV = 1000 \times (1+0,08)^{-3} = 1000 \times 0,794 = 794\$$$

### .II.6. Xác định yếu tố lãi suất

Đôi khi chúng ta đứng trước tình huống là biết trước giá trị tương lai, hiện giá và số kỳ hạn tính lãi nhưng chưa biết lãi suất. Khi ấy chúng ta cần biết lãi kép (i%) là bao nhiêu trong tình huống cụ thể như vậy?

Ví dụ1: bây giờ chúng ta bỏ ra 1000\$ để mua một trái phiếu có thời hạn 8 năm. Sau 8 năm chúng ta sẽ nhận được 3000\$. Như vậy lãi suất của trái phiếu này là bao nhiêu? Chúng ta sử dụng công thức (2.1)

Gọi i% là lãi suất cần tìm Ta có:

$$\begin{aligned} 1000 \times (1+i)^8 &= 3000 \\ \Rightarrow 1+i &= 3^{(1/8)} = 1,1472 \\ \Rightarrow i &= \mathbf{14,72\%} \end{aligned}$$

Ví dụ 2: giả sử bạn vay 400 triệu đồng trong bốn năm cuối năm thứ nhất bạn phải trả 120 triệu đồng, cuối năm thứ hai trả 160 triệu đồng, và cuối năm thứ tư trả hết và trả 240 triệu đồng. Vậy lãi suất là bao nhiêu:

Ví dụ trên chúng ta có thể biểu diễn thành dòng tiền như sau.

	Năm1	Năm2	Năm3	Năm4
	400	-120	-160	0
				-240

Trong đó, tiền nhận được (tiền dương) cho biết bạn nhận được khi vay (vay tiền về), dòng tiền âm là dòng tiền bạn phải trả nợ cho ngân hàng.

Lãi suất cần tìm là tỷ suất thu hồi nội bộ của dòng tiền trên (IRR). Chúng ta sử dụng Excel để dàng tính được IRR= 10,57%

### .II.7. Xác định yếu tố kỳ hạn

Đôi khi chúng ta đứng trước tình huống đã biết giá trị tương lai, hiện giá và lãi suất nhưng chưa biết số kỳ hạn lãi. Khi ấy chúng ta cần biết số kỳ hạn tính lãi, để từ đó suy ra thời gian cần thiết để một số tiền  $P_0$  trở thành FV.

Ví dụ, bây giờ chúng ta bỏ ra 1000\$ để mua một bảo hiểm được trả lãi kép hàng năm là 10%. Sau một khoảng thời gian bao lâu chúng ta sẽ nhận được cả gốc và lãi là 5000\$. Sử dụng công thức (2.1), chúng ta có phương trình sau:

$$FV = 1000(1+0,1)^x = 5000$$
$$\Rightarrow n = \frac{\ln(5)}{\ln(1,1)} = 16,88$$

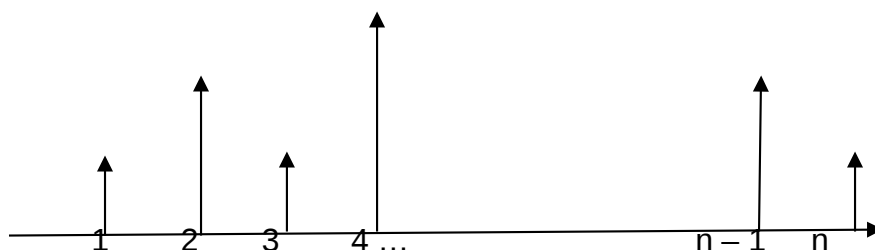
Ta dễ dàng tính được  $n=16,88$  năm.

Trên đây đã xem xét vấn đề thời giá tiền tệ đối với một số tiền nhất định. Tuy nhiên trong tài chính chúng ta thường xuyên gặp tình huống cần xác định thời giá tiền tệ không phải của một số tiền nhất định mà là của một dòng tiền tệ theo thời gian. Phần tiếp theo sẽ xem xét cách xác định thời giá của dòng tiền tệ.

### .II.8. Thời giá dòng niên kim

#### .II.8.1. Khái niệm về dòng tiền tệ và dòng niên kim

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



Hình 2.1 Dòng niên kim

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

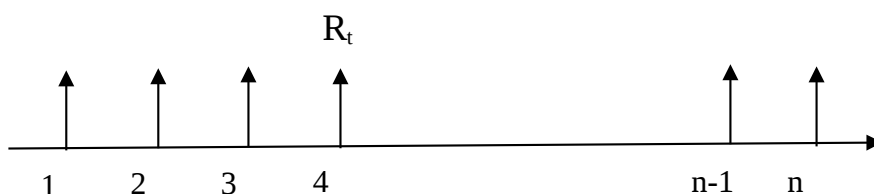
- Dòng niên kim (annuity) – dòng tiền tệ bao gồm các khoản bằng nhau xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Dòng niên kim còn được phân chia thành: (1) dòng niên kim thông thường (ordinary annuity) – xảy ra ở cuối kỳ, (2) dòng niên kim đầu kỳ (annuity due) – xảy ra ở đầu kỳ và (3) dòng niên kim vĩnh cửu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

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

• Dòng tiền tệ hỗn tạp (Mixed cash flows) – dòng tiền tệ không bằng nhau xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Cũng là ví dụ cho thuê xe trên đây nhưng thu nhập thực tế của bạn không phải là 2400\$ mỗi năm vì bạn phải bỏ ra một số chi phí sửa chữa nhỏ và số chi phí này khác nhau qua các năm. Khi ấy thu nhập ròng của bạn sau khi trừ đi chi phí sửa chữa nhỏ sẽ hình thành một dòng tiền tệ không đều nhau qua các năm. Dòng tiền tệ ấy chính là dòng tiền tệ hỗn tạp vì nó bao gồm các khoản tiền không giống nhau. Sau khi bạn đã hiểu và phân biệt được từng loại dòng tiền tệ khác nhau. Bây giờ chúng ta sẽ xem xét cách xác định thời giá của từng loại dòng tiền tệ.

**a. Thời giá của dòng tiền**

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



FV là giá trị tương lai của dòng tiền và  $R_t$  là khoản thu nhập hoặc chi trả xảy ra qua mỗi thời kỳ. Tập hợp các khoản tiền  $R_t$  qua các thời kỳ hình thành nên dòng tiền.

**b. Giá trị tương lai của dòng niên kim**

Giá trị tương lai của dòng tiền chính là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền  $R_t$  xảy ra ở từng thời điểm khác nhau. Công thức (2.1) cho biết giá trị tương lai của khoản tiền R chính là  $R(1+i)^n$ .

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị tương lai ở thời điểm n
$R_1$	$t = 1$	$FV_1 = R_1(1+i)^{n-1}$
$R_2$	$t = 2$	$FV_2 = R_2(1+i)^{n-2}$
$R_3$	$t = 3$	$FV_3 = R_3(1+i)^{n-3}$
...	....	...
$R_{n-1}$	$t = n - 1$	$FV_{n-1} = R_{n-1}(1+i)^{n-(n-1)} = R(1+i)^1$
$R_n$	$t = n$	$FV_{n-n} = R_n(1+i)^{n-n} = R(1+i)^0$

$$FV = R_1(1+i)^{n-1} + R_2(1+i)^{n-2} + \dots + R_{n-1}(1+i)^{n-n+1} + R_n(1+i)^0$$

$$FV = \sum_{t=1}^n R_t \times (1+i)^{n-t} \quad (2.3)$$

Khi dòng tiền trên là đều không đổi ở mỗi thời kỳ, giá trị tương lai sẽ được tính đơn giản hơn. Chúng ta dễ dàng có giá trị tương lai của dòng tiền đều là:

$$FV = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

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

$$FV_5 = 6000 \times \frac{(1+6\%)^5 - 1}{6\%} = 33.822\$$$

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

$$FV = \sum_{t=0}^{n-1} R_t \times (1+i)^{n-t}$$

Khi dòng tiền trên là đều không đổi ở mỗi thời kỳ, giá trị tương lai sẽ được tính đơn giản hơn. Chúng ta dễ dàng có giá trị tương lai của dòng tiền đều là:

$$FV = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

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

$$FV_5 = 6000 \times \frac{(1+6\%)^5 - 1}{6\%} = 33.822\$$$

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

$$FV = \sum_{t=0}^{n-1} R_t \times (1+i)^{n-t}$$

### c. Giá trị hiện tại của dòng tiền

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

Hiện giá của dòng tiền bằng tổng hiện giá của từng khoản tiền ở từng thời điểm khác nhau. Chúng ta có thể xác định như sau:

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị hiện tại
$R_1$	$t = 1$	$PV_1 = \frac{R_1}{(1+i\%)^1}$
$R_2$	$t = 2$	$PV_2 = \frac{R_2}{(1+i\%)^2}$
$R_3$	$t = 3$	$PV_3 = \frac{R_3}{(1+i\%)^3}$
$R_t$	....	...
$R_{n-1}$	$t = n - 1$	$PV_{(n-1)} = \frac{R_{n-1}}{(1+i\%)^{(n-1)}}$
$R_n$	$t = n$	$PV_{(n)} = \frac{R_n}{(1+i\%)^{(n)}}$

PV =

$$R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + R_3(1+i)^{-3} + \dots + R_{n-1}(1+i)^{-(n-1)} + R_n(1+i)^{-n}$$

$$PV = \sum_{t=1}^n R_t \times (1+i)^{-t} \quad (2.5)$$

Trong trường hợp dòng tiền trên là đều tức hàng năm xuất hiện một khoản tiền cố định là R

Ta dễ dàng tính được giá trị hiện tại của dòng tiền đều là

$$PV = (1 - (1+i)^{-n}) \frac{R}{i}$$

Trong ví dụ vừa nêu trên, chúng ta có hiện giá của dòng thu nhập đều từ việc cho thuê nhà là:

$$PV_5 = 6000(1+0,06)^{-1} + 6000(1+0,06)^{-2} + 6000(1+0,06)^{-3} + 6000(1+0,06)^{-4} + 6000 / (1+0,06)^5 = \frac{6000}{6\%} [1 - (1+6\%)^{-5}] = 25.274\$$$

Trong trường hợp dòng tiền đều kỳ, hiện giá được xác định bởi công thức:

$$PV = \sum_{t=0}^{n-1} R_t \times (1+i)^{-t}$$

Và cho dòng tiền đều xuất hiện ở đầu mỗi một năm sẽ có hiện giá là

$$PV^n = (1+i)(1-(1+i)^{-n-1}) \frac{R}{i} \quad (2.6)$$

**d. Giá trị hiện tại của dòng tiền đều vĩnh cửu**

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

$$PV = (1-(1+i)^{-n}) \frac{R}{i} \quad (2.5)$$

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

$$PV_{\infty} = \frac{R}{i}$$

Công thức trên có ý nghĩa quan trọng để xác định giá một cổ phiếu có thu nhập cố định mỗi một năm và giá sử thu nhập này kéo dài vô tận. Giá trị hiện tại của cổ phiếu chính là tỷ số giữa thu nhập hàng năm nhận được chia cho tỷ suất chiết khấu.

**e. Xác định yếu tố lãi suất**

Trong trường hợp đã biết giá trị tương lai hoặc hiện giá của dòng niên kim và số kỳ hạn tính lãi, chúng ta có thể giải phương trình (2.3) hoặc (2.5) để biết yếu tố lãi suất  $i\%$ . Ví dụ, ông A muốn có một số tiền là 32 triệu đồng cho con ông ta học đại học trong 5 năm tới. Ông dùng thu nhập từ tiền cho thuê nhà hàng năm là 5 triệu đồng để gửi vào tài khoản tiền gửi được trả lãi kép hàng năm. Hỏi ông A mong muốn ngân hàng trả lãi bao nhiêu để sau 5 năm ông có được số tiền như dự kiến? Nếu dùng máy tính tài chính hoặc Excel chúng ta có thể xác định chính xác hơn lãi suất là 12,37%. Bằng cách nhập giá trị của dòng tiền vào các ô ta được kết quả như sau:

Chỉ tiêu	Năm1	Năm2	Năm3	Năm4	Năm5
Dòng thu nhập	5	5	5	5	5
Tiền chi ra để đi học					-32
Dòng tiền	5	5	5	5	-27
Lãi suất mong đợi=IRR=	12.37%				

**f. Xác định yếu tố kỳ hạn**

Trong trường hợp đã biết giá trị tương lai hoặc hiện giá của dòng niên kim và lãi suất  $i\%$ , chúng ta có thể giải phương trình (3.3) hoặc (3.5) để biết yếu tố kỳ hạn tính lãi  $n$ . Ví dụ ông B muốn có một số tiền là 32 triệu đồng và ông ta muốn dành số tiền này cho con mình học đại học. Để đạt được mục tiêu này ông dùng thu nhập từ tiền cho thuê nhà hàng năm là 5 triệu đồng để gửi vào tài khoản tiền gửi được hưởng lãi kép hàng năm. Hỏi ông B phải gửi bao nhiêu năm để có được số tiền như dự kiến biết rằng ngân hàng trả lãi 12%/năm?. Nếu sử dụng máy tính tài chính hoặc Excel chúng ta biết chính xác  $n$  là 5,0 năm.



Gợi ý: Bạn hãy dùng hàm Nper trong Excel, sẽ tính được dễ dàng số năm cần gửi khoản thu nhập vào ngân hàng để cuối cùng có được khoản tiền là 32 triệu đồng.

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

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

Giả sử chúng ta đặt  $m$  là số lần ghép lãi hay số kỳ hạn ghép lãi trong năm với lãi suất là  $i$ . Khi ấy, lãi suất của mỗi một kỳ hạn ghép lãi là  $i/m$ . Công thức xác định giá trị tương lai trong trường hợp này suy ra từ (2.1) sẽ như sau:

$$FV_n = CF_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{m \cdot n} \quad (2.8)$$

Hiện giá trong trường hợp này sẽ là  $PV_n = CF_n \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{-mn} \quad (2.9)$

Trong đó:  $CF_0$  và  $CF_n$  là lượng tiền xuất hiện ở thời điểm 0 và thời điểm  $n$ .

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

$$FV_n = \lim_{m \rightarrow \infty} CF_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn} = CF_0 \times e^{i \cdot n}$$

và giá trị hiện tại sẽ là:  $PV = C_f e^{-i \cdot n}$ , với  $e$  là hằng số Nê-pe có giá trị là 2,7182.

Ví dụ bạn ký gửi 1000\$ vào một tài khoản ở ngân hàng với lãi suất 6%/năm trong thời gian 3 năm. Hỏi số tiền bạn có được sau 3 năm ký gửi là bao nhiêu nếu ngân hàng tính lãi kép (a) sáu tháng một lần (bán niên), (b) theo quý, (c) theo tháng và (d) liên tục? Áp dụng công thức (2.8) chúng ta có:

$$(1) FV_3 = 1000 \times \left[1 + \frac{6\%}{2}\right]^{2 \times 3} = 1194,05\$$$

$$(2) FV_3 = 1000 \times \left[1 + \frac{6\%}{4}\right]^{4 \times 3} = 1126,49\$$$

$$(1) FV_3 = 1000 \times \left[1 + \frac{6\%}{12}\right]^{12 \times 3} = 1127,19\$$$

$$(4) FV_3 = 1000 \times \lim_{m \rightarrow \infty} \left[1 + \frac{6\%}{m}\right]^{m \times 3} = 1000 \times e^{6\% \times 3} = 1197,22\$$$

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

### .IV Tính toán tiền trả vốn gốc và trả lãi định kỳ hàng năm

Một trong những ứng dụng quan trọng của thời giá tiền tệ là việc quyết định các khoản tiền hoàn trả định kỳ hàng năm cho những khoản vay, tức là quyết định số tiền, kể cả vốn gốc và lãi, mà người đi vay phải trả từng kỳ hạn.

Ví dụ bạn vay 22.000\$ với lãi suất 12% tính lãi kép hàng năm và phải trả đều hàng năm một lượng bằng nhau (mỗi lần như vậy có cả hoàn trả vốn gốc và tiền lãi) trong vòng 6 năm tới. Sử dụng công thức PMT (tính khoản tiền trả đều của một món tiền vay với lãi suất không đổi) trong Excel, chúng ta có kết quả  $PMT = 5350,97\$$

Chúng ta cũng có thể lập công thức để tính được khoản tiền trả đều bao gồm hoàn trả vốn gốc và trả lãi hàng năm như sau:

Gọi  $R$  và  $P_0$  là lượng tiền phải trả hàng năm và lượng vốn vay ban đầu. Áp dụng công thức (2.5) ta có

$$P_0 = \frac{R}{i\%} [1 - (1 + i\%)^n]$$
$$\Rightarrow R = \frac{P_0 i\%}{1 - (1 + i\%)^{-n}} \quad (2.10)$$

Thay dữ kiện vào ta có  $22000 * 12\% / (1 - (1 + 12\%)^{-6}) = 5350,97\$$

Dựa vào số tiền hàng năm phải trả được xác định như trên, chúng ta tính được tiền trả vốn và trả lãi trong mỗi lần như sau :

Năm	Trả đều	Trả lãi	Trả gốc	Tiền gốc còn lại
0				<b>22000</b>
1	5350.97	2640	2711.0	19289.0
2	5350.97	2314.7	3036.3	16252.7
3	5350.97	1950.3	3400.6	12852.1
4	5350.97	1542.3	3808.7	9043.4
5	5350.97	1085.2	4265.8	4777.6
6	5350.97	573.3	4777.7	0.0

Cộng	32105.82	10105.7 9	22000	
------	----------	--------------	-------	--

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

### .V Tóm tắt chương

#### .V.1. Tóm tắt

- Hầu hết các quyết định tài chính trên cả góc độ cá nhân cũng như tổ chức đều gắn với giá trị thời gian của tiền tệ. Trong đó lãi suất hoặc chi phí cơ hội vốn là một hình thức biểu hiện giá trị thời gian của tiền tệ.
- Lãi đơn là tiền lãi chỉ được tính trên vốn gốc. Lãi kép là tiền lãi được trả tính cả trên tiền lãi thu được ở các thời kỳ trước, sự khác nhau giữa lãi kép và lãi đơn là do lãi mẹ đẻ ra lãi con.
- Lãi suất thực là lãi suất có thời gian ghép lãi bằng thời gian phát biểu lãi suất. Lãi suất danh nghĩa là lãi suất có thời gian ghép lãi khác so với thời gian phát biểu lãi suất. Để so sánh các khoản đầu tư khác nhau có thời kỳ ghép lãi khác nhau cần phải tính được lãi suất thực.
- Hai khái niệm – giá trị tương lai và giá trị hiện tại là sự mở rộng khái niệm, ý nghĩa của lãi kép trong trường hợp có tính đến sinh lời của mỗi đồng vốn bỏ ra trên một đơn vị thời gian. Giá trị tương lai là giá trị vốn ban đầu cộng với giá các khoản tiền lãi được sinh ra trong khoảng thời gian từ hiện tại đến một thời điểm nào đó trong tương lai. Giá trị hiện tại của một khoản tiền xuất hiện ở thời điểm  $t$  trong tương lai  $CF_t$  bằng lượng tiền vốn ở thời điểm hiện tại để có thể tạo ra lượng tiền bằng  $CF_t$  ở thời điểm  $t$  trong tương lai.
- Dòng tiền đều là một loạt tiền tệ bằng nhau xuất hiện ở các thời điểm khác nhau.
- Khoản tiền trả đều của một khoản vay với lãi kép không đổi được tính trong Excel nhờ việc sử dụng hàm PMT. Muốn tính số kỳ hạn tính lãi của một khoản tiền hiện tại và giá trị tương lai FV với lãi kép  $i\%$  hãy sử dụng hàm Nper; Khi tính giá trị tương lai và giá trị hiện tại cần áp dụng các hàm FV và PV trong Excel. Tính lãi suất của một dòng thu nhập được tạo ra từ khoản đầu tư ban đầu có thể áp dụng hàm IRR.

#### .V.2. Câu hỏi ôn tập

1. Tiền lãi và lãi suất của khoản vốn vay là gì ?
2. Vì sao nói một đồng ngày hôm nay có giá trị hơn một đồng ngày mai ?
3. Phân biệt giữa lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực ? Công thức để quy đổi lãi suất danh nghĩa ra lãi suất thực?
4. Giá trị tương lai và giá trị hiện tại khác nhau như thế nào? Vì sao trong các hoạt động tài chính người ta quy đổi các khoản tiền ở các thời điểm khác nhau ra thời điểm hiện tại?
5. Chi phí cơ hội của khoản vốn vay và lãi suất của khoản vay khác nhau như

thế nào?

6. Hãy trình bày cách thức vận dụng hàm PV; FV; Nper ; PMT

### .V.3. Bài tập

1. Nếu bạn gửi 100 triệu đồng vào tài khoản ngân hàng với lãi suất 10%/năm, sau 5 năm bạn sẽ có bao nhiêu trong tài khoản của bạn ? Nếu biết rằng một năm ghép lãi lần lượt là 1 lần; 4 lần và 12 lần
2. Một chứng khoán cam kết trả 50 triệu đồng sau 20 năm, hiện tại người mua chứng khoán đó phải bỏ ra bao nhiêu đồng nếu tỷ suất sinh lời là 7%?
3. Ba mẹ bạn có kế hoạch về hưu sau 18 năm nữa. Hiện tại, họ có 250 triệu đồng và muốn tăng lên một tỷ đồng khi họ về hưu. Họ phải tìm ngân hàng có lãi suất hàng năm bao nhiêu để đạt được mục tiêu như mong đợi, giả sử họ không có khoản tiền tiết kiệm nào khác khi về hưu.
4. Bạn mua một xe hơi và một ngân hàng sẵn sàng cho bạn vay 200 triệu đồng để mua xe. Theo điều khoản vay, bạn phải hoàn trả toàn bộ vốn gốc sau 5 năm, lãi suất danh nghĩa hàng năm là 12%, trả lãi hàng tháng? Khoản trả đều hàng tháng là bao nhiêu ? Lãi suất thực của khoản vay này là bao nhiêu?
5. Giá trị tương lai của một dòng tiền đều kỳ trong 5 năm là bao nhiêu nếu dòng tiền đó đem lại 3 triệu đồng mỗi năm? Giả sử khoản tiền được tái đầu tư ở mức sinh lời là 7%/ năm.
6. Tìm hiện giá của 50 triệu đồng ký gửi đầu kỳ trong 5 năm với những trường hợp sau:
  - a. Lãi suất danh nghĩa 12%, ghép lãi theo 6 tháng một lần ( bán niên)
  - b. Lãi suất danh nghĩa 12%, ghép lãi hàng quý
  - c. Lãi suất danh nghĩa 12%/ năm, ghép lãi hàng tháng.
7. Tìm hiện giá của dòng tiền đều cuối kỳ, của thời hạn 5 năm, trong các trường hợp sau:
  - a. Khoản tiền là 400\$, cứ sáu tháng xuất hiện một lần, lãi suất danh nghĩa 12%/ năm ghép lãi sáu tháng 1 lần.
  - b. Khoản tiền là 200\$, cứ 3 tháng xuất hiện một lần, với lãi suất danh nghĩa 12%/năm, ghép lãi hàng quý.

## CHƯƠNG 3

---

# ĐỊNH GIÁ VÀ QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ TÀI SẢN TÀI CHÍNH

### MỤC TIÊU:

Chương này vận dụng các khái niệm và công thức tính đã trình bày ở các chương 1&2 để thẩm định các tài sản chính dài hạn bao gồm trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường. Đọc chương này bạn không chỉ được làm quen với mô hình định giá tài sản tài chính mà còn biết cách sử dụng mô hình này trong một số tình huống định giá và phân tích tài chính khác.

### .I Tổng quan về định giá tài sản tài chính

Tài sản tài chính, như đã trình bày trong chương 1, là những tài sản mà giá trị của nó thể hiện ở quyền người chủ sở hữu tài sản sẽ nhận được trong tương lai. Cụ thể tài sản tài chính bao gồm các loại chứng khoán ngắn hạn như tín phiếu, chứng chỉ gửi tiền, các ngân phiếu ngắn hạn ở ngân hàng,...và các chứng khoán dài hạn như trái phiếu và cổ phiếu.

Giám đốc tài chính công ty thường quan tâm đến tài sản tài chính dưới hai góc độ:

- Khi thừa vốn công ty quan tâm đến tài sản tài chính dưới góc độ của một nhà đầu tư (investor)
- Khi thiếu hụt vốn công ty quan tâm đến tài sản tài chính dưới góc độ là người phát hành (issuer) thu hút vốn.

Dù dưới góc độ nào, muốn ra quyết định có nên đầu tư hoặc có nên phát hành một loại tài sản tài chính nào đó hay không, thì điều quan trọng trước tiên là phải định giá được tài sản đó. Trong phạm vi chương này chúng ta chỉ xem xét định giá tài sản tài chính dài hạn nhằm mục tiêu ra quyết định đầu tư tài chính dài hạn, một hoạt động thể hiện ở quyết định đầu tư và được tìm thấy ở phần bên phải bảng cân đối tài sản công ty. Trước khi xem xét cách thức định giá tài sản tài chính, có một số khái niệm chúng ta cần làm rõ.

#### .I.1. Giá trị thanh lý và giá trị hoạt động

Cặp khái niệm giá trị thanh lý và giá trị hoạt động dùng để chỉ giá trị của doanh nghiệp dưới hai góc độ khác nhau:

- Giá trị thanh lý (liquidation value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp hay tài sản không còn tiếp tục hoạt động nữa.
- Giá trị hoạt động (going - concern value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp mà doanh nghiệp đó vẫn còn tiếp tục hoạt động. Hai loại giá trị này ít khi nào bằng nhau, thậm trí là giá trị thanh lý đôi khi còn cao hơn cả giá trị hoạt động.

### .I.2. Giá trị sổ sách và giá trị thị trường

Khi nói giá trị sổ sách (book value), người ta có thể đề cập đến giá trị sổ sách của một tài sản hoặc giá trị sổ sách của một doanh nghiệp.

- Giá trị sổ sách của một tài sản tức là giá trị kế toán của tài sản đó, nó bằng chi phí mua sắm của tài sản trừ đi phần khấu hao tích lũy của tài sản đó.
- Giá trị sổ sách của doanh nghiệp hay công ty tức là giá trị của toàn bộ tài sản 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 ở thời điểm tính giá trị sổ sách doanh nghiệp.

Giá trị thị trường (market value) là giá của tài sản của doanh nghiệp được giao dịch trên thị trường. Nhìn chung, giá trị thị trường của doanh nghiệp thường cao hơn giá trị sổ sách, vì giá trị thị trường còn tính đến giá trị thương hiệu của doanh nghiệp.

### .I.3. Giá trị thị trường và giá trị ước lượng

Hai giá trị này thường dùng để chỉ giá trị của chứng khoán, tức là giá trị của các loại tài sản 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 ƯỚC LƯỢNG của một chứng khoán là giá trị mà chứng khoán đó được tính dựa trên những yếu tố có liên quan khi định giá chứng khoán đó, ví dụ khả năng sinh lời của chứng khoán, rủi ro của chứng khoán...

Nói khác đi giá trị ước lượng của một chứng khoán tức là giá trị kinh tế của nó và trong điều kiện thị trường hoàn hảo thì giá cả thị trường của chứng khoán sẽ phản ánh gần đúng giá trị ước lượng của nó.

### .I.4. Quy định giá và quyết định đầu tư tài sản chính

Sau khi phân biệt các cặp khái niệm giá trị, điều chúng ta cần chú ý là định giá chính xác, xác định giá trị ước lượng của tài sản tài chính. Để thực hiện việc định giá, chúng ta có thể thực hiện theo quy trình bao gồm các bước sau:

1. Ước lượng dòng tiền sinh ra từ tài sản tài chính.
2. Ước lượng tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư mong đợi
3. Lựa chọn mô hình định giá chứng khoán thích hợp
4. So sánh giá trị ước lượng vừa định ra với giá trị thị trường.
5. Quyết định đầu tư ( mua hay bán) tài sản tài chính

Phần tiếp theo chúng ta sẽ xem xét cách thức vận dụng quy trình này vào việc định giá các loại tài sản tài chính một cách cụ thể. Nhằm giúp bạn dễ thực hành, chúng tôi sẽ bắt đầu định giá các loại tài sản tài chính từ đơn giản đến phức tạp. Trước tiên là định giá trái phiếu.

### .II Định giá trái phiếu

Trái phiếu (bond) là công cụ nợ dài hạn do chính phủ hoặc công ty phát hành nhằm huy động vốn dài hạn. Trái phiếu do chính phủ phát hành gọi là trái phiếu chính phủ (government bond) hay trái phiếu do 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 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 tài chính này. Thông thường người mua trái phiếu sẽ nhận được khoản tiền trên ở thời điểm hết hạn của trái. Ví dụ, trái phiếu có thời hạn 5 năm, giá trị ghi trên mặt là 1000USD, khi đáo hạn người có trái phiếu này sẽ nhận được khoản tiền 1000USD. Ở Việt Nam mệnh giá của trái phiếu thường được ấn định là 100.000 đồng. Ngoài việc công bố mệnh giá, người ta còn công bố lãi suất của trái phiếu. Lãi suất của trái phiếu (coupon rate) tức là lãi suất mà người mua trái phiếu được hưởng, nó bằng lãi được hưởng nhân với mệnh giá của trái phiếu.

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

#### .II.1. Định giá trái phiếu không có thời hạn

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

$I$  là lãi suất cố định được hưởng mãi mãi.

$V$  là giá trị của trái phiếu

$K_d$  là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư

Giá của trái phiếu không có thời hạn là tổng hiện giá của toàn bộ lợi thu được từ trái phiếu. Trong chương 2 chúng ta đã biết cách xác định hiện giá của dòng tiền vô hạn. Vận dụng công thức xác định hiện giá chúng ta có thể định giá trái phiếu không có thời hạn như sau:

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

Nhân cả hai vế với  $(1+k_d)$  ta có phương trình (2)

$$V \times (1 + k_d) = I + \frac{I}{(1 + k_d)^1} + \dots + \frac{I}{(1 + k_d)^{\infty-1}} \quad (2)$$

Ta lấy phương trình (2) trừ đi phương trình (1) sẽ được kết quả mới như sau:

$$(2) - (1) \Rightarrow V \times K_d = I - \frac{I}{(1 + k_d)^\infty}$$

Giá trị của trái phiếu vô hạn là  $\Rightarrow V = \frac{I}{K_d}$

Giả sử bạn mua một trái phiếu được hưởng lại 50\$ một năm trong khoảng thời gian vô hạn và bạn đòi hỏi tỷ suất sinh lời mong đợi là 12%.

Hiện giá của trái phiếu này sẽ là:  $\Rightarrow V = \frac{I}{K_d} = \frac{50}{0,12} = 416,67USD$

Câu hỏi đặt ra là tại sao nhà đầu tư lại chịu bỏ tiền ra để mua một trái phiếu mà chẳng bao giờ đáo hạn cả, nghĩa là chẳng bao giờ thu hồi lại tiền gốc bỏ ra? Lý do, như đã chỉ ra trong mô hình định giá, là số tiền bỏ ra đó được bù đắp bằng số lãi hàng năm mà nhà đầu tư nhận được mãi mãi.

Ở Việt Nam thời gian qua chưa thấy phát hành loại trái phiếu này, do nhà đầu tư chưa có thói quen với việc bỏ tiền ra mua một công cụ không có đáo hạn mà chỉ để hưởng lãi hàng năm.

Tuy nhiên, đứng trên góc độ huy động vốn cho ngân sách mà không chịu áp lực hoàn trả vốn gốc, và trong khi dân chúng đặc biệt là những người sắp sửa nghỉ hưu có thể bỏ tiền ra mua loại trái phiếu này để hưởng lợi hàng năm. Và khi nhà đầu tư qua đời, loại trái phiếu này có thể chuyển lại cho con cháu họ như một tài sản thừa kế và các thế hệ sau tiếp tục được hưởng lợi mãi mãi. Với ý nghĩa đó, trái phiếu vô thời hạn có thể tính hấp dẫn nhất định đối với một số nhà đầu tư.

### .II.2. Định giá trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi định kỳ

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

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu.
- V là định giá của trái phiếu
- $k_d$  là tỷ suất sinh lời mong đợi của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi đáo hạn

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



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

Áp dụng cách tính trong Excel, ta được hàm tính như sau:

$$V = PV(\text{rate}, \text{nper}, \text{pmt}, \text{fv}, \text{type})$$

Theo các ký hiệu trên ta có kết quả hiện giá của dòng thu nhập từ trái phiếu có kỳ hạn như sau:

$$V = -PV(k_d, n, I, MV, 0)$$

Ví dụ, giả sử bạn cần định giá của một trái phiếu có mệnh giá là 1 triệu đồng hay 1000 nghìn đồng, được hưởng lãi suất 10% trong thời hạn 9 năm, nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất sinh lời mong đợi là 12% năm. Giá của trái phiếu này xác định như sau:

$$V = \frac{100.000}{(1+12\%)} + \frac{100.000}{(1+12\%)^2} + \frac{100.000}{(1+12\%)^3} + \frac{100.000}{(1+12\%)^4} + \frac{100.000}{(1+12\%)^5} + \frac{100.000}{(1+12\%)^6} + \frac{100.000}{(1+12\%)^7} + \frac{100.000}{(1+12\%)^8} + \frac{100.000}{(1+12\%)^9} + \frac{1.000.000}{(1+12\%)^9}$$

$$V = -PV(12\%, 9, 100000, 1000000, 0) = 893.453$$

Đây là giá trị ước lượng của trái phiếu, tức là giá trị mà bạn có được khi áp dụng mô hình định giá trên. Nếu trên thị trường, trái phiếu được giao dịch ở mức trên mức giá này, điều đó có nghĩa trái phiếu đang giao dịch trên mức giá trị ước lượng của nó, khi đó lời khuyên tốt nhất dành cho bạn là nên bán trái phiếu. Ngược lại, nếu thị trường trái phiếu đang giao dịch dưới mức giá bạn định ra, có nghĩa là trái phiếu đang giao dịch dưới mức giá trị ước lượng của nó, thì bạn nên mua trái phiếu này. Nhiều người cũng định giá và quyết định như bạn, kết quả là trái phiếu sẽ lên giá và khi đó bạn lại bán trái phiếu ra và kiếm lợi nhuận như kỳ vọng.

### II.3. Định giá trái phiếu có kỳ hạn, nhưng không được hưởng lãi định kỳ

Trái phiếu kỳ hạn không hưởng lãi định kỳ (zero-coupon bond) là loại trái phiếu không được trả lãi định kỳ mà được bán với giá thấp hơn nhiều so với mệnh giá. Nhà đầu tư lại mua trái phiếu không được hưởng lãi, nhưng do mệnh giá và giá bán trái phiếu có sự chênh lệch lớn. Vì thế họ chấp nhận bỏ ra một khoản tiền đầu tư vào trái phiếu và nhận được khoản tiền lớn bằng mệnh giá khi trái phiếu này đáo hạn.

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

$$\Rightarrow V = \frac{Mv}{(1+k_d)^n} = -PV(\text{rate}, \text{nper}, 0, MV, 0)$$

Giả sử ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam phát hành trái phiếu không trả lãi có thời hạn 10 năm và mệnh giá là 1.000 nghìn đồng. Nếu tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư là 12%, ta định được giá ước lượng của trái phiếu này sẽ là:

$$\Rightarrow V = \frac{1000.000}{(1+12\%)^{10}} = -PV(12\%,10,0,1.000.000,0) = 321.973$$

Như vậy, nhà đầu tư bỏ ra 321.973 đồng để mua trái phiếu này và không được hưởng lãi định kỳ trong suốt 10 năm, nhưng bù lại khi đáo hạn nhà đầu tư thu về được 1.000 nghìn đồng hay 1 triệu đồng.

#### .II.4. Định giá trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm

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

$$V = \frac{\frac{I}{2}}{(1+\frac{k_d}{2})} + \frac{\frac{I}{2}}{(1+\frac{k_d}{2})^2} + \dots + \frac{\frac{I}{2}}{(1+\frac{k_d}{2})^{2n}} + \frac{MV}{(1+\frac{k_d}{2})^{2n}}$$
$$V = -PV(\frac{k_d}{2}, 2n, \frac{I}{2}, MV, 0)$$

Để minh họa mô hình định giá trái phiếu trả lãi theo định kỳ nửa năm, chúng ta xem ví dụ trái phiếu được công ty U.S.B Corporation phát hành có mệnh giá 1000 nghìn đồng, kỳ hạn 12 năm, trả lãi theo định kỳ nửa năm với lãi suất 10% và nhà đầu tư mong đợi có tỷ suất sinh lời 14% khi mua trái phiếu này

Áp dụng công thức trên, ta tính được giá trị trái phiếu:

$$V = -PV(\frac{k_d}{2}, 2n, \frac{I}{2}, MV, 0)$$
$$V = -PV(\frac{14\%}{2}, 2 \times 12, \frac{10\% \times 1000}{2}, 1000, 0) = 770,61$$

#### .II.5. Phân tích sự biến động giá trái phiếu

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

- o I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- o  $k_d$  là tỷ suất sinh lời mong đợi của nhà đầu tư
- o MV là mệnh giá trái phiếu
- o n là số năm cho đến khi trái phiếu đáo hạn.

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

Giả sử công REE phát hành trái phiếu với mệnh giá 1.000USD thời hạn 15 năm với mức lãi suất 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 của trái phiếu sẽ là:

Áp dụng công thức:  $V = -PV(k_d, n, I, Mv, 0)$

Ta có  $V = -PV(10\%, 15, 100, 1000, 0) = 1000 \text{ USD}$

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

$V = -PV(8\%, 15, 100, 1000, 0) = 1171,19 \text{ USD}$

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

$V = -PV(12\%, 15, 100, 1000, 0) = 863,78 \text{ USD}$

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

- Khi tỷ suất sinh lời trên thị trường bằng lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu bằng mệnh giá của nó.
- Khi tỷ suất sinh lời trên thị trường thấp hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ cao hơn mệnh giá của nó.
- Khi tỷ suất sinh lời trên thị trường cao hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá của nó.
- Tỷ suất sinh lời trên thị trường tăng làm cho giá trái phiếu giảm trong khi lãi suất giảm sẽ làm cho giá trái phiếu tăng.
- Giá của trái phiếu tiến dần đến mệnh giá của nó khi thời gian tiến dần đến ngày đáo hạn.

### **.II.6. Tỷ suất sinh lời của đầu tư trái phiếu**

Trong các phần trước chúng ta đã biết cách định giá trái phiếu dựa trên cơ sở biết trước lợi tức được trả hàng năm và tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi dựa trên cơ hội đầu tư trên thị trường, mệnh giá và thời hạn của trái phiếu. Ngược lại, nếu biết trước giá trái phiếu và các yếu tố khác như lợi tức hàng năm được hưởng, mệnh giá hoặc giá thu hồi trái phiếu đúng thời hạn ( trong một số trường hợp có giá thu hồi trái phiếu trước hạn ) chúng ta có thể xác định được tỷ suất sinh lời của đầu tư trái phiếu.

Tính tỷ suất sinh lời của đầu tư trái phiếu (Yield to maturity)

Giả sử, bạn mua một trái phiếu có mệnh giá 1000 USD, thời hạn 14 năm và được hưởng lãi suất hàng năm là 15% với giá bán trái phiếu này là 1368,3\$. Bạn giữ trái

### Chương 3

phiếu này cho đến khi đáo hạn, vậy tỷ suất sinh lời của việc đầu tư trái phiếu này là bao nhiêu? Để xác định tỷ suất sinh lời của việc đầu tư trái phiếu khi đáo hạn, chúng ta có thể giải phương trình sau:

$$1368,3 = \frac{150}{(1+k_d)} + \frac{150}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{150+1000}{(1+k_d)^{14}}$$

Trong đó  $k_d$  là tỷ suất sinh lời của đầu tư trái phiếu cần phải xác định.

Ta cũng có thể biểu diễn theo dòng tiền như sau:

Năm	Năm 0	Năm 1	Năm 2	.....	Năm 12	Năm 13	Năm 14
Dòng tiền	-1368.31	150	150		150	150	1150

$k_d$  được tính là chính tỷ suất thu hồi nội bộ của dòng tiền trên (IRR).

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

#### - Lợi tức trái phiếu vào lúc thu hồi (Yield to call)

Đôi khi công ty phát hành trái phiếu có kèm theo tài khoản thu hồi (mua lại) trái phiếu trước hạn. Điều này thường xảy ra nếu như công ty dự báo tỷ suất sinh lời trên thị trường sẽ giảm trong thời gian sắp đến. Khi đó, công ty sẽ thu hồi lại trái phiếu đã phát hành với lãi suất cao hơn và sau đó định hướng vào việc phát hành các trái phiếu mới có lãi suất thấp hơn để thay thế các trái phiếu hiện tại. Nhà đầu tư trái phiếu sẽ nhận được giá thu hồi trái phiếu cao hơn mệnh giá, vì vậy lợi tức sẽ cao hơn (YTC) thay vì nhận lợi tức thấp như ban đầu, cho đến khi trái phiếu đáo hạn (YTM), và lợi tức này có hiệu lực cho đến khi trái phiếu được thu hồi. Công thức tính lợi tức trái phiếu lúc thu hồi như sau:

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

Trong đó:

V – Giá trái phiếu

N - là số năm cho đến khi thu hồi

I – Tiền lãi trái phiếu hàng năm

$k_d$  - Lợi tức trái phiếu thu hồi

$P_c$  – Giá thu hồi của trái phiếu

Nếu biết giá của trái phiếu (V) và giá khi thu hồi trái phiếu ( $P_c$ ) và lợi tức hàng năm là (I), chúng ta có thể giải phương trình trên để tìm lãi suất khi trái phiếu được thu hồi ( $k_d = YTC$ ) bằng excel thông qua hàm IRR

#### .III Định giá cổ phiếu ưu đãi

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

vĩnh cửu có thể áp dụng để định giá cổ phiếu ưu đãi. Giá cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau:

$$V = \frac{D_p}{K_p}$$

Trong đó:

- $D_p$  là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi
- $k_p$  là tỷ suất chiết khấu thích hợp.

Giả sử công ty REE phát hành cổ phiếu ưu đãi mệnh giá 100\$ trả cổ tức 9% và nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua cổ phiếu này,

Giá cổ phiếu này sẽ là: 
$$V = \frac{9}{14\%} = 64,29\$.$$

Qua mô hình định giá, bạn biết rằng nếu bạn bỏ ra 64,29\$ và không thu hồi lại số tiền này thì hàng năm bạn kỳ vọng nhận được 9\$.

- Bạn sẽ mua cổ phiếu ưu đãi của công ty REE nếu:

- So với những cơ hội đầu tư khác có cùng mức rủi ro, nhưng lợi tức của REE cao hơn
- Hoặc so với những cơ hội đầu tư khác với cùng mức lợi tức nhưng rủi ro đầu tư cổ phiếu REE lại thấp hơn.

## .IV Định giá cổ phiếu thường

### .IV.1. Ý tưởng chung

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

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

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

Trong đó:

- $D_t$  là cổ tức được chia ở thời kỳ  $t$
- $k_e$  là tỷ suất lợi nhuận mong đợi của nhà đầu tư cổ phiếu thường.

Mô hình trên 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 trong n năm hữu hạn nào đó và sau đó bán lại với giá là  $P_n$ , thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_{n-1}}{(1+k_e)^{n-1}} + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

Nhìn chung, định giá cổ phiếu người ta vẫn có thể sử dụng mô hình hiện giá dòng thu nhập. Nhưng trong trường hợp này dòng tiền thu nhập của cổ phiếu thường được ước lượng khó khăn hơn so với ước lượng dòng tiền của trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi. Do vậy, trước khi áp dụng mô hình định giá người ta mô tả và tìm ra quy luật để xác định dòng tiền thu nhập từ cổ phiếu thông qua quy luật chi trả cổ tức. Mô hình như vậy gọi là mô hình chiết khấu cổ tức, một dạng ứng dụng cụ thể của mô hình chiết khấu dòng tiền.

#### .IV.2. Mô hình chiết khấu cổ tức

Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị ước lượng (intrinsic value) của cổ phiếu thường. Mô hình này được Merrill Lynch, CS First Boston và một số ngân hàng đầu tư sử dụng với các giả định sau:

- (1) biết được động thái tăng trưởng của cổ tức,
- (2) biết trước tỷ suất chiết khấu.

Do đặc thù về động thái chi trả cổ tức thường rất phức tạp, nên để có thể mô tả chính xác, người ta thường phải đưa ra các giả định và xem xét động thái chi trả cổ tức qua một số trường hợp đặc biệt. Các trường hợp này được xem xét thông qua việc tăng trưởng cổ tức, chúng ta thử xem xét các trường hợp sau:

*Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi*

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

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

Trong đó:

- $D_0$  là cổ tức hiện tại của cổ phiếu
- $g$  là tốc độ tăng trưởng cổ tức.

Cổ tức kỳ vọng ở cuối kỳ n bằng cổ tức hiện tại nhân với thừa số  $(1+g)^n$ .

Giả sử rằng  $k_e > g$ , chúng ta nhân 2 vế của với  $\frac{(1+k_e)}{(1+g)}$  ta được phương trình (2)

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

Ta lấy phương trình (2) trừ đi phương trình (1), ta được kết quả mới như sau:

$$V \frac{(k_e - g)}{(1 + g)} = D_0 - \frac{D_0(1 + g)^\infty}{(1 + k_e)^\infty}$$

Bởi vì chúng ta giả định  $k_e > g$ , nên:  $\frac{D_0(1 + g)^\infty}{(1 + k_e)^\infty} \rightarrow 0$

$$\rightarrow V = \frac{D_0(1 + g)}{(k_e - g)} \cdot \text{Vì } D_0(1 + g) = D_1$$

Từ đây ta có kết quả cuối cùng như sau:  $V = \frac{D_1}{(k_e - g)}$  (3)

Công thức (3) còn được gọi là Mô hình định giá cổ tức của Gordon. Ông Myron J. Gordon đưa ra công thức này dựa trên việc phát triển công trình nghiên cứu của John Williams.

Từ (3) chúng ta có thể sắp xếp lại để có thể có được công thức tính tỷ suất sinh lời mong đợi của nhà đầu tư:

$$k_e = \frac{D_1}{V} + g \quad (4)$$

Để minh họa công thức (3) chúng ta lấy ví dụ cổ tức kỳ vọng của cổ phiếu công ty LKN ở thời kỳ  $t = 1$  là 4\$. Cổ tức này được kỳ vọng tăng 6% trong tương lai. Hỏi giá cổ phiếu là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 14%?

$$V = \frac{D_1}{(k_e - g)} = \frac{4}{(0,14 - 0,06)} = 50\text{USD}$$

*Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không*

Đây chỉ là một trường hợp đặc biệt của mô hình tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi khi  $g = 0$ . Khi đó công thức (3) có thể viết thành:

$$V = \frac{D_1}{(k_e - g)} \text{ vì } g = 0 \text{ nên } V = \frac{D_1}{k_e} \quad (5)$$

Mặc dù ít khi có cổ phiếu nào có tốc độ tăng trưởng bằng 0 mãi mãi, nhưng với những cổ phiếu nào có cổ tức ổn định và duy trì trong một thời gian dài thì công thức (5) vẫn có ý nghĩa để xác định giá trị gần đúng của cổ phiếu. Cổ phiếu ưu đãi có thể xem như là loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không.

*Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi*

Khi tốc độ tăng trưởng cổ tức  $g$  thay đổi qua từng giai đoạn, thì công thức (3) không còn phù hợp, nó cần được bổ sung.

Ví dụ một cổ phiếu có tốc độ tăng cổ tức  $g = 10\%$  trong 5 năm đầu, sau đó chỉ tăng 6%, công thức (5.3) có thể được viết lại thành:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+10\%)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+6\%)^{t-5}}{(1+k_e)^t}$$

Nếu tách riêng giai đoạn cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng  $g = 6\%$ , chúng ta thấy nó tương đương và phù hợp với mô hình định giá cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng không đổi với  $g = 6\%$ ,  $D_0$  chính là cổ tức ở năm 0, và  $D_5$  là cổ tức ở năm thứ 5 và  $D_6$  chính là cổ tức ở năm thứ 6.

Để xác định giá trị cổ phiếu thường cho một trường hợp cụ thể, ta xây dựng mô hình tổng quát cho hai giai đoạn với các giả định sau:

Trong khoảng thời gian thứ nhất từ  $0 \rightarrow N_1$ , tốc độ tăng cổ tức là  $g_1$

Trong khoảng thời gian từ  $N_1 \rightarrow \infty$ , tốc độ tăng trưởng cổ tức là  $g_2$

$$PV_{1 \rightarrow n_1} = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k_e)^t} \quad (1)$$

$$PV_{n_1 \rightarrow \infty} = \sum_{t=n_1}^{\infty} \frac{D_{N_1}(1+g_2)^{t-N_1}}{(1+k_e)^t} \quad (2)$$

Chúng ta nhân 2 vế của với  $\frac{(1+k_e)}{(1+g_1)}$  ta được phương trình

$$PV_{1 \rightarrow n_1} \times \frac{(1+k_e)}{(1+g_1)} = D_0 + \frac{D_0(1+g_1)}{(1+k_e)} + \frac{D_0(1+g_1)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g_1)^{n_1-1}}{(1+k_e)^{n_1-1}} \cdot 2$$

Lấy phương trình (\*\*\*) ta trừ đi phương trình (\*), ta được phương trình mới:

$$PV_{1 \rightarrow n_1} \times \left[ \frac{1+g_1}{1+k_e} - 1 \right] = D_0 - \frac{D_0(1+g_1)^{n_1}}{(1+k_e)^{n_1}} \quad (***)$$

**Suy ra  $PV_{1 \rightarrow n_1}$  có kết quả như sau.**

$$PV_{1 \rightarrow n_1} = D_0 \left[ \frac{1 - \frac{(1+g_1)^{n_1}}{(1+k_e)^{n_1}}}{\frac{(1+g_1)}{(1+k_e)} - 1} \right] = D_0 \left[ \frac{1 - \frac{(1+g_1)^{n_1}}{(1+k_e)^{n_1}}}{\frac{k_e - g_1}{1+g_1}} \right]$$

Áp dụng mô hình tính toán trên ta cũng được kết quả mới cho

$$PV_{n_1 \rightarrow \infty} = \sum_{t=n_1}^{\infty} \frac{D_{N_1}(1+g_2)^{t-N_1}}{(1+k_e)^t}$$



$$P_{N1 \rightarrow \infty} = \frac{D_{N1}}{(1+k_e)^{N1}} \left[ \frac{1 - \frac{(1+g_2)^\infty}{(1+k_e)^\infty}}{\frac{k_e - g_2}{1+g_2}} \right]$$

Nếu  $k_e > g_2$  thì  $\frac{(1+g_2)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \rightarrow 0$  Nên công thức trên có dạng như sau :

$$P_{N1 \rightarrow \infty} = \frac{D_{N1}}{(1+k_e)^{N1}} \left[ \frac{1+g_2}{k_e - g_2} \right]$$

Vì  $D_{N1+1} = D_{N1}(1+g_2)$ , nên ta có thể viết lại thành công thức mới:

$$P_{N1 \rightarrow \infty} = \frac{D_{N1+1}}{(1+k_e)^{N1}(k_e - g_2)}$$

Tổng hợp lại ta có mô hình tính của hai giai đoạn:

$$PV = PV_{\rightarrow N1} + PV_{N1 \rightarrow \infty} = D_0 \left[ \frac{1 - \frac{(1+g_1)^{n1}}{(1+k_e)^{n1}}}{\frac{k_e - g_1}{1+g_1}} \right] + D_0 \frac{(1+g_1)^{N1}(1+g_2)}{(1+k_e)^{N1}(k_e - g_2)}$$

Để minh họa cho việc áp dụng công thức trên ta áp dụng tính giá cổ phiếu cho trường hợp sau: Giả sử một cổ phiếu thường trả cổ tức hiện tại  $D_0 = 2\$$ , tốc độ tăng trưởng cổ tức trong 5 năm tới là 10% và 6% cho những năm tiếp theo đó, ngoài ra nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất sinh lời đầu tư là 14%. Giá cổ phiếu này được xác định như sau:

$$PV = PV_{\rightarrow 5} + PV_{5 \rightarrow \infty} = 2 \left[ \frac{1 - \frac{(1+10\%)^5}{(1+14\%)^5}}{\frac{14\% - 10\%}{1+10\%}} \right] + 2 \frac{(1+10\%)^5(1+6\%)}{(1+14\%)^5(14\% - 6\%)}$$

$$= 8,995 + 21,165 = 31,16$$

Hạn chế của mô hình chiết khấu cổ tức

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

phiếu. Đôi khi nhà đầu tư vẫn chấp nhận mua cổ phiếu trong trường hợp công ty không trả cổ tức và khi ấy mục tiêu của nhà đầu tư là lợi vốn (capital gain) chứ không phải cổ tức. Trong trường hợp này mô hình định giá cổ phiếu dựa vào chiết khấu cổ tức như vừa tính ở trên đây không áp dụng được.

### .IV.3. Phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE (Price – Earnings ratio)

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

$$\begin{aligned} V &= (\text{Lợi nhuận kỳ vọng trên một cổ phiếu}) \times (\text{Tỷ số PE bình quân ngành}) \\ &= 3\$ \times 15 = 45\$ \end{aligned}$$

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

Ở Việt Nam hiện nay do chưa có hệ số beta nên việc áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức để định giá cổ phiếu còn gặp trở ngại ở chỗ khó quyết định được tỷ suất chiết khấu. Vì thế, thực tế cho thấy phương pháp định giá theo tỷ số PE thường được áp dụng hơn

## .V Tóm tắt chương và ôn tập

### .V.1. Tóm tắt

Định giá trái phiếu và cổ phiếu là một trong những tình huống cụ thể của việc ứng dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và khái niệm thời giá tiền tệ đã được đề cập trong chương 2. Nguyên tắc chung của định giá trái phiếu và cổ phiếu hay của bất kỳ tài sản nào là: trước tiên mô tả dòng tiền kỳ vọng sản sinh do tài sản, kế đến quyết định tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư yêu cầu, cuối cùng tính hiện giá của dòng tiền kỳ vọng có được từ tài sản. Đó chính là giá trị của tài sản được xác định theo mô hình định giá. Cần lưu ý, giá này chỉ là giá ước lượng còn trên thị trường tài sản được giao dịch theo giá thị trường. Khó khăn khi áp dụng mô hình DCF để định giá tài sản là (1) khó mô tả chính xác được dòng tiền, (2) khó quyết định chính xác được dòng tiền. Trong trường hợp đó cần tham khảo thêm kết quả định giá theo một số kỹ thuật khác.

### .V.2. Nghiên cứu tình huống: PETROVIETNAM

*Đây là nghiên cứu tình huống dùng để minh họa cho bài giảng về ứng dụng mô hình DCF để giá định tài sản tài chính, bao gồm trái phiếu và cổ phiếu. Nghiên cứu tình huống này do Nguyễn Minh Kiều và Huỳnh Thế Du biên soạn và đã được sử dụng giảng dạy ở Chương Trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright*

### **.V.2.1. Bối cảnh**

Tổng Công Ty Dầu Khí Việt Nam (petrovietnam) có phạm vi kinh doanh rất đa dạng. Đến nay Tổng công ty đã phát triển kinh doanh mạnh mẽ trên tất cả các lĩnh vực kinh doanh liên quan đến lĩnh vực dầu khí như thăm dò, khai thác, chế biến, kinh doanh các sản phẩm dầu khí, và các hoạt động dịch vụ dầu khí.

Các thành viên của petrovietnam được tổ chức và đầu tư thích đáng phù hợp với các lĩnh vực liên quan đến hoạt động dầu khí. Với khả năng và trình độ hiện nay, petrovietnam không những chiếm phần lớn thị phần ở Việt Nam mà còn phát triển cung cấp thành công các hoạt động dầu khí tại nước ngoài và đóng vai trò quan trọng trong việc tăng nguồn thu cho Ngân sách Nhà nước Việt Nam

Petrovietnam đang triển khai một số dự án phát triển dầu khí quan trọng như: Dự án khí điện đạm Cà Mau, Dự án cảng đạm Phú Mỹ, dự án đường ống dẫn khí Phú Mỹ - TP. Hồ Chí Minh và nhiều dự án quan trọng khác. Để đạt được mục tiêu kế hoạch và chiến lược đề ra, ngành dầu khí cần nguồn vốn đầu tư rất lớn. Một trong những hình thức huy động vốn mà petrovietnam đang xem xét là phát hành trái phiếu công ty.

Phát hành trái phiếu trong nước là một bước tiến quan trọng trong việc khẳng định sự có mặt của Petrovietnam trên thị trường vốn. Trái phiếu dầu khí sẽ được phát hành liên tục nhiều đợt nhằm tạo ra một kênh huy động nhất định, linh hoạt, chủ động, phát huy nội lực của nền kinh tế nhằm phát triển ngành công nghiệp dầu khí thành ngành công nghiệp mũi nhọn của đất nước. Phát hành trái phiếu dầu khí là phục vụ cho lợi ích và sự phát triển của ngành và quá trình tất yếu khách quan khi Petrovietnam trở thành tập đoàn kinh tế mạnh.

### **.V.2.2. Thông tin liên quan đến trái phiếu dầu khí đợt 1 năm 2003**

Trước khi phát hành, Petrovietnam đã xin phép được sự đồng ý của Bộ Tài chính cho phép phát hành trái phiếu dầu khí, với những thông tin liên quan đến đợt phát hành được công bố như sau:

- Tổ chức phát hành : Tổng công ty dầu khí Việt Nam ( Petrovietnam).
- Tên trái phiếu : Trái phiếu dầu khí Việt nam.
- Loại tiền phát hành: Việt Nam đồng ( VNĐ).
- Loại mệnh giá.

Trái phiếu dầu khí phát hành nhiều loại mệnh giá khác nhau, trong đó trái phiếu vô danh và ghi danh có các loại mệnh giá 1 triệu, 2 triệu, 5 triệu, 10 triệu và 50 triệu đồng. Ngoài ra, Công ty còn phát hành trái phiếu ghi sổ có mệnh giá quy tròn đến hàng triệu và có mệnh giá từ 50 triệu đồng trở lên.

- Đối tượng mua trái phiếu : Đối tượng tham gia mua trái dầu khí rất rộng rãi bao gồm người Việt Nam trong nước, kiều bào ở nước ngoài, và người nước ngoài đang sinh sống và làm việc ở Việt Nam. Ngoài các đối tượng cá nhân nêu trên, các pháp nhân như các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực và thành phần kinh tế, các doanh nghiệp thuộc mọi lĩnh vực và thành phần kinh tế, các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài hoạt động theo luật đầu tư nước ngoài của Việt Nam cũng được tham gia mua trái phiếu của dầu khí.

- Thời gian phát hành trái phiếu : Ngày phát hành trái phiếu là ngày 03/09/2003 và thời gian bán trái phiếu kéo dài 60 ngày.
- Ngày thanh toán trái phiếu : Ngày đáo hạn thanh toán trái phiếu là ngày 03/09/2008. Đến ngày đáo hạn, người sở hữu trái phiếu đến thanh toán tại Văn phòng giao dịch của Công ty Tài chính dầu khí. Riêng đối với trái phiếu ghi danh dưới hình thức ghi sổ, khách hàng phải đến nơi phát hành trái phiếu để thanh toán. Trường hợp ngày thanh toán trùng vào ngày nghỉ, ngày lễ thì sẽ được thanh toán vào ngày làm việc tiếp theo.

Trường hợp khách hàng đến thanh toán sau ngày 03/09/2008 thì số tiền gốc chưa hưởng sẽ được hưởng lãi suất theo lãi suất tiền gửi không kỳ hạn của Ngân Hàng Công Thương Việt nam xác định tại thời điểm đáo hạn trái phiếu và áp dụng cho số ngày tính từ thời điểm đáo hạn đến thời điểm khách hàng đến thanh toán.

Sau hai năm, người mua trái phiếu có quyền thanh toán trước hạn theo nguyên tắc đảm bảo lợi ích cho người sở hữu trái phiếu bằng cách trả nguyên gốc ( mệnh giá) và lãi theo quy định sau: Nếu chưa tròn năm thì mức lãi suất khách hàng được hưởng bằng với mức lãi suất tiết kiệm thời hạn tương ứng của Ngân Hàng Công Thương Việt Nam. Cụ thể nếu thời hạn nắm giữ nhỏ hơn một tháng thì áp dụng lãi suất không kỳ hạn, từ 1 đến 3 tháng áp dụng lãi suất tiết kiệm 1 tháng, từ 3 đến 6 tháng áp dụng mức lãi suất tiết kiệm 3 tháng, từ 6 đến dưới 12 tháng áp dụng mức lãi suất tiết kiệm 6 tháng, nếu tròn 12 tháng thì được hưởng nguyên mức lãi suất của trái phiếu được công bố.

Lãi suất trái phiếu dầu khí là suất thả nổi với năm đầu ấn định ở mức 8,7%/ năm những năm sau áp dụng lãi suất thả nổi bằng bình quân lãi suất huy động tiết kiệm 12 tháng của bốn ngân hàng thương mại quốc doanh cộng 0,5%/năm. Phương thức trả lãi áp dụng theo định kỳ hàng năm. Lãi suất trái phiếu dầu khí từng năm sẽ do Công ty Tài Chính Dầu khí công bố vào ngày 25/ 08 hàng năm. Tiền lãi hàng năm nếu khách hàng chưa đến lĩnh sẽ được giữ hộ và được hưởng lãi suất tiết kiệm không kỳ hạn. Mức lãi suất tiết kiệm không kỳ hạn này được xác định bằng lãi suất không kỳ hạn của Ngân Hàng Công Thương Việt Nam lấy tại thời điểm ngày 03/09/2004 và áp dụng cho cả 5 tem lĩnh lãi chưa thanh toán tính từ ngày đến hạn thanh toán đến thời điểm lĩnh.

- *Bảo lãnh thanh toán trái phiếu: Ngân Hàng Đầu Tư Phát Triển Việt Nam.*

### **Câu hỏi thảo luận :**

1. Ở đợt phát hành đầu tiên, chỉ trong vòng một thời gian rất ngắn Petrovietnamdax bán hết trái phiếu và huy động được 300 tỷ đồng. Bạn hãy phân tích những thông tin nào liên quan khiến trái phiếu dầu khí trở nên hấp dẫn đối với nhà đầu tư hơn so với những loại trái phiếu khác.
2. Giả sử bạn mua một trái phiếu dầu khí có mệnh giá 50 triệu đồng, dựa vào thông tin liên quan đến đợt phát hành trái phiếu ô tả trên đây và thông tin giả định thêm, hãy xác định xem lợi suất đầu tư của bạn là bao nhiêu (%) trong các trường hợp sau:
  - a. Bạn giữ trái phiếu được 1 năm.
  - b. Bạn giữ trái phiếu được 1,5 năm.
  - c. Bạn giữ trái phiếu được 2 năm.

- d. Bạn giữ trái phiếu được 2,5 năm.
- e. Bạn giữ trái phiếu cho đến khi đáo hạn.

### .V.3. Bài tập

1. Không cần tính toán, hãy cho biết giá trái phiếu thay đổi như thế nào nếu như lãi suất thị trường, và do đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư (a) lớn hơn, (b) nhỏ hơn, (c) bằng lãi suất danh nghĩa của trái phiếu?

2. Chị Tư và anh Đầu muốn tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhân lúc Chính phủ đang phát hành trái phiếu chính phủ. Cả hai đang xem xét hai trái phiếu, trái phiếu A và trái phiếu B. Cả hai trái phiếu này đều có mệnh giá 100 triệu đồng, được hưởng lãi suất coupon là 10%/năm, trả lãi hàng năm. Trái phiếu A có thời hạn 10 năm, trong khi trái phiếu B có thời hạn 5 năm. Do thiếu am hiểu ước lượng định giá chứng khoán nên chị Tư và anh Đầu cần sự hỗ trợ và tư vấn đầu tư. Biết bạn đang theo học tài chính, chị Tư và anh Đầu nhờ bạn trả lời những câu hỏi dưới đây, với một mức thù lao thoả đáng.

- a. Giá của hai trái phiếu này sẽ là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận bằng lãi suất thị trường là 10% ?
- b. Nếu lãi suất thị trường tăng lên đến 12%, giá của hai trái phiếu này sẽ là bao nhiêu ?
- c. Nếu lãi suất thị trường giảm xuống còn 8%, giá của hai trái phiếu này sẽ là bao nhiêu?
- d. Trái phiếu nào rủi ro hơn? Làm thế nào biết được ? Giải thích vì sao?

3. Công ty ABC dự tính phát trái phiếu mệnh giá 20.000\$ với lãi suất 8%/năm. Lãi vay được trả mỗi năm một lần và vốn gốc được hoàn trả một lần và vốn gốc được hoàn trả một lần sau 10 năm kể từ lúc phát hành.

- a. Anh chị hãy tính giá phát hành của trái phiếu nói trên, biết rằng lợi suất mà các nhà đầu tư đòi hỏi là  $kd = 12\%/năm$ . Giả định thêm rằng chi phí phát hành trái phiếu là 1%, khi đó chi phí huy động vốn bằng trái phiếu của công ty là bao nhiêu?
- b. Không cần tính toán, hãy trả lời xem trái phiếu nói trên được phát hành ngang mệnh giá hay trên mệnh giá? Tại sao?

4. Cổ phiếu SAM đang được mua bán trên thị trường với giá 37.100 đồng/cổ phần. Thu nhập của công ty (earnings) được dự toán sẽ tăng trưởng ở mức 8,5%/năm trong dài hạn. Công ty hiện trả cổ tức 1.600 đồng/ cổ phần.

- a. Giả định rằng tỷ lệ tăng trưởng của cổ tức (g) cũng được duy trì liên tục như ở mức tăng trưởng thu nhập của công ty. Anh chị hãy tính tỷ suất lợi nhuận yêu cầu (ke) của các nhà đầu tư.
- b. Do ảnh hưởng của lạm phát khiến nhà đầu tư đòi hỏi lợi nhuận cao đến 18%, trong khi độ tăng trưởng của cổ tức (g) không đổi. Hỏi giá cổ phiếu sẽ là bao nhiêu?

5. Một nhà đầu tư cá nhân hiện đang nắm giữ ba loại cổ phiếu. Cổ phiếu SAM, AGF và REE hiện đang trả cổ tức lần lượt là 1.600, 2.400 và 1.200 đồng. Theo kỳ vọng chủ quan của nhà đầu tư này thì cổ phiếu SAM sẽ được chi trả cổ tức tối thiểu ở mức này mãi trong dài hạn. Cổ phiếu AGF sẽ chi trả cổ tức với mức tăng trưởng 10% trong vòng 3 năm tới, sau đó sẽ duy trì tỉ lệ tăng trưởng cổ tức ở mức tối thiểu mãi mãi là 6%/ năm trong dài hạn. Cổ phiếu REE sẽ chi trả cổ tức với mức

tăng trưởng 12% vào năm tới, sau đó, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức của cổ phiếu REE sẽ được duy trì ở mức 10%/năm trong vòng 5 năm ( có nghĩa là cho đến hết năm thứ 6). Sau đó tỷ lệ tăng trưởng cổ tức sẽ bằng 0.

- a. Với tỷ suất lợi nhuận yêu cầu  $K_e = 12\%$ , anh chị hãy cho biết giá của mỗi cổ phiếu là bao nhiêu? Giá đó là giá ước lượng hay giá thị trường?
- b. Anh chị hãy tính toán lại giá của ba cổ phiếu nói trên nếu như có lạm phát xảy ra khiến cho tỷ suất lợi nhuận yêu cầu  $K_e$  tăng tăng thêm một mức bằng tỷ lệ lạm phát là 7%.

# PHÂN TÍCH CÁC BÁO CÁO TÀI CHÍNH

## I Báo cáo tài chính và mục tiêu của phân tích các báo cáo tài chính

### I.1. Phân tích tài chính

Phân tích các báo cáo tài chính doanh nghiệp là quá trình sử dụng các báo cáo tài chính của doanh nghiệp để phân tích và đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp. Mục đích của phân tích báo cáo tài chính là nhằm nhận định trạng thái tài chính của doanh nghiệp, và từ đây là cơ sở để ra các quyết định đầu tư và tài trợ nhằm nâng cao giá trị tài sản của chủ doanh nghiệp.

Thực hiện phân tích báo cáo tài chính công ty có thể do các nguyên nhân sau:

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

Tùy theo những lợi ích khác nhau, mà các bên có liên quan thường định hướng phân tích theo những mục đích phân tích khác nhau. Đối với nhà cung cấp hàng hoá và dịch vụ thường chú trọng đến tình hình thanh khoản và khả năng trả các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp, còn đối với các nhà đầu tư lại chú trọng đến khả năng trả nợ dài hạn và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Các nhà đầu tư về cơ bản chú trọng đến lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai của doanh nghiệp cũng như sự ổn định của lợi nhuận theo thời gian. Về mặt nội bộ, công ty cũng tiến hành phân tích tài chính để có thể hoạch định và kiểm soát hiệu quả hơn tình hình tài chính công ty. Để hoạch định cho tương lai, giám đốc tài chính cần phân tích và đánh giá tình hình tài chính hiện tại, là cơ sở dự báo sinh lời, rủi ro tiềm năng trong tương lai, vì vậy phân tích tài chính rất quan trọng cho các nhà điều hành doanh nghiệp. Cuối cùng, phân tích tài chính giúp giám đốc tài chính có biện pháp hữu hiệu nhằm duy trì và cải thiện tình hình tài chính công ty, nhờ đó, có thể gia tăng sức mạnh của công ty trong việc thương lượng với ngân hàng và các nhà cung cấp vốn, hàng hoá và dịch vụ bên ngoài.

Trong phạm vi chương này khi nói đến phân tích các báo cáo tài chính là nói đến phân tích dựa trên góc độ của doanh nghiệp, tức là phân tích để nắm tình hình tài chính doanh nghiệp để từ đó đo lường và đánh giá tình hình tài chính doanh nghiệp nhằm có những quyết định phù hợp cho các quyết định tài chính trong tương lai.

Đối tượng phân tích tài chính là nhằm tìm hiểu các khía cạnh về điều kiện và hiệu suất tài chính của một doanh nghiệp.

- Các điều kiện được thể hiện bởi kết cấu các nguồn tài trợ vốn, khả năng trả nợ của doanh nghiệp và kết cấu các loại tài sản.
- Xem xét các khía cạnh về hiệu suất tài chính của doanh nghiệp được dựa trên việc đánh giá các khía cạnh sinh lời và hiệu suất sử dụng các tài sản trong doanh nghiệp.

Quá trình phân tích tài chính được tiến hành không chỉ xem xét các hoạt động tài chính bên trong doanh nghiệp mà còn được phân tích so sánh với các điều kiện của ngành, các doanh nghiệp cạnh tranh. Điều này giúp cho người phân tích xem xét đối tượng nghiên cứu một cách khách quan và biện chứng hơn.

### .1.2. Mục tiêu của phân tích tài chính

Mục tiêu phân tích tài chính trả lời câu hỏi: “ ai cần phân tích tài chính và họ quan tâm đến vấn đề gì khi tìm hiểu các bảng báo cáo tài chính? “.

Các báo cáo tài chính cung cấp rất nhiều thông tin cần thiết cho nhiều giới hữu quan cả bên trong và bên ngoài có những quan tâm đến công ty, chẳng hạn như: các nhà phân tích bảo hiểm, các nhân viên ngân hàng, các nhà đầu tư và các nhà quản trị xem xét các tài liệu hiện tại và quá khứ để đánh giá ước lượng các rủi ro và tiềm năng của công ty trong tương lai. Tùy theo mỗi đối tượng sử dụng mà báo cáo tài chính sẽ đem lại cho họ các công dụng khác nhau, có thể đi sâu tìm hiểu các nhu cầu của các đối tượng phổ biến sau:

- Đối với các nhà quản trị trong doanh nghiệp, các báo cáo tài chính sẽ cho thấy trạng thái tài chính, các xu hướng phát triển, các điểm lợi và bất lợi trong việc duy trì các hoạt động của công ty. Các nhà quản trị công ty cũng rất cần các phân tích tài chính làm cơ sở cho hoạch định và kiểm soát một cách có hiệu quả. Để phục vụ cho hoạch định các nhà quản trị tài chính cần đánh giá tình thế tài chính hiện tại, ước lượng các cơ hội trong mối liên hệ với tình thế này. Người quản trị tài chính cũng phân tích thu nhập đem lại từ các đầu tư khác nhau để làm cơ sở cho các kiểm soát nội bộ. Cuối cùng, để ước tính trước các luồng vốn đầu tư từ bên ngoài, các nhà quản trị tài chính cần phải điều chỉnh các hoạt động của công ty sao cho các kết quả tương lai phù hợp với yêu cầu của các nhà cấp vốn.
- Đối với các nhà đầu tư vào cổ phiếu của công ty, họ lại chú ý đến thu nhập hiện tại và thu nhập tương lai kỳ vọng, cùng với tính ổn định của các thu nhập trong tương lai. Báo cáo tài chính cung cấp các thông tin cần thiết để tìm hiểu những yếu tố tiềm tàng ảnh hưởng đến rủi ro, khả năng hoàn vốn, khả năng bảo toàn và thanh toán vốn, khả năng sinh lời. Qua đó, các nhà đầu tư có thể ước lượng các quan hệ giữa giá trị hiện tại của khoản đầu tư và giá trị tương lai mà họ có thể nhận thấy khi đầu tư vào công ty. Thêm nữa, họ xem xét thu nhập hoạt động và các chính sách chia lãi cổ phần của công ty có thật sự đáng hấp dẫn hay không. Đặc biệt, họ muốn tìm ra các yếu tố chứa đựng tiềm năng cho sự tăng trưởng như:
  - Công ty có những cơ hội đầu tư nào?
  - Các nguồn này đã được sử dụng như thế nào?
  - Cơ cấu tài chính đang duy trì như thế nào?
  - Những rủi ro và khả năng sinh lời như thế nào?
  - Các đòn bẩy nợ như thế nào?
  - Thời hạn, độ lớn & sự không chắc chắn của các ước đoán....



- Đối với những nhà cấp tín dụng thương mại điều quan tâm chủ yếu là khả năng thanh toán của công ty đang được phân tích vì các khoản nợ của họ là các khoản nợ ngắn hạn, áp lực trả nợ rất lớn.
- Những người cho vay dài hạn sẽ rất quan tâm đến khả năng tạo ra các luồng ngân quỹ để công ty có thể đáp ứng hoàn trả các khoản nợ trong từng thời kỳ. Họ sẽ cố gắng đánh giá khả năng này thông qua cấu trúc vốn và việc sử dụng vốn.

Các báo cáo tài chính thường được sử dụng gồm: bảng tổng kết tài sản (bảng cân đối kế toán), báo cáo kết quả kinh doanh (báo cáo thu nhập), báo cáo nguồn và sử dụng ngân quỹ (báo cáo luân chuyển tiền tệ), báo cáo lợi nhuận để lại... Trong phần này chúng ta sẽ quan tâm nhiều đến bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả kinh doanh, báo cáo nguồn và sử dụng ngân quỹ (báo cáo lưu chuyển tiền tệ).

### .II Các báo cáo tài chính

**Báo cáo thường niên:** là báo cáo quan trọng nhất mà công ty cung cấp cho các cổ đông của công ty. Báo cáo này gồm hai phần: Phần thứ nhất là phần diễn giải, thông thường là giám đốc công ty mô tả các kết quả hoạt động chính trong năm đã qua và bàn luận về xu hướng phát triển mới có tác động lên tương lai của công ty. Phần thứ hai báo cáo sẽ cung cấp bốn báo cáo tài chính cơ bản – bảng cân đối kế toán (balance sheet) báo cáo kết quả kinh doanh hay báo cáo thu nhập (income statement) báo cáo lưu chuyển tiền tệ (statement of cash flow) và báo cáo lợi nhuận giữ lại (statement of retained earning). Tập hợp lại, các báo cáo tài chính này cho ta một bức tranh kế toán về các hoạt động và vị thế tài chính của công ty. Số liệu thông tin chi tiết thường được cung cấp hai hoặc ba năm gần nhất kèm theo các chỉ tiêu so sánh của ngành. Bây giờ chúng ta lần lượt tìm hiểu các bảng báo cáo tài chính trên.

#### .II.1. Bảng cân đối kế toán (balance sheet) (BCĐKT)

BCĐKT là một báo cáo tài chính phản ánh tổng quát tình hình tài sản và nguồn vốn của công ty dưới hình thái tiền tệ tại một thời điểm nhất định. Thời điểm đó thường là ngày cuối tháng, cuối quý hoặc cuối năm. Bảng cân đối kế toán được xây dựng theo dạng bảng cân đối số dư các tài khoản kế toán.

Bảng cân đối kế toán được chia thành hai phần : TÀI SẢN và NGUỒN VỐN. Phần tài sản biểu thị giá trị các tài sản mà công ty có đến thời điểm lập báo cáo. Phần nguồn vốn ghi các khoản nợ và vốn của chủ công ty, hai phần tài sản và nguồn vốn luôn cân bằng nhau.

**Tài sản** được liệt kê ở bên phía trái bảng cân đối kế toán, phản ánh toàn bộ giá trị tài sản của công ty tại thời điểm lập báo cáo theo cơ cấu tài sản và hình thức tồn tại trong quá trình kinh doanh. (Nhìn chung, phần tài sản trả lời câu hỏi tiền vốn công ty được đầu tư vào mục đích gì? Đầu tư dài hạn hay ngắn hạn?) Tài sản được chia thành hai phần Tài sản ngắn hạn (current asset) và tài sản dài hạn (long term asset – fixed asset).

## Chương 4

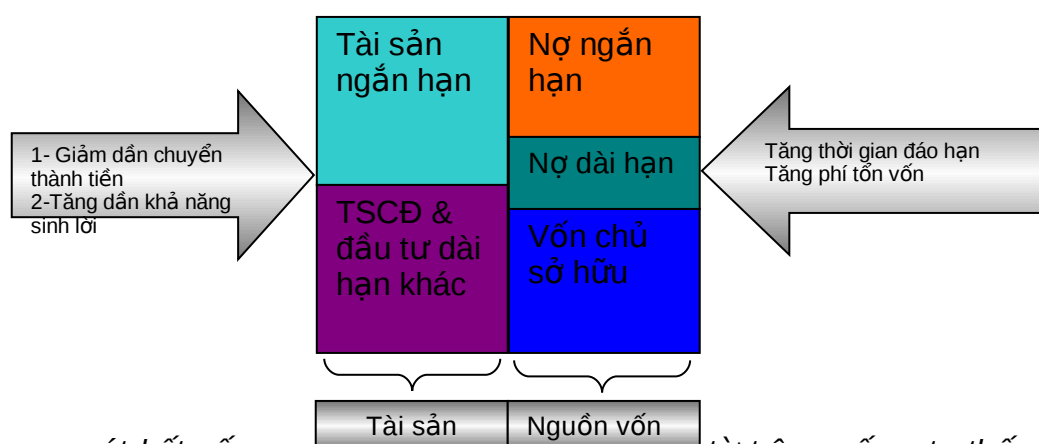
- Tài sản ngắn hạn gồm: tiền mặt, các khoản tương đương, khoản phải thu, tồn kho, chúng là những tài sản có thể chuyển đổi thành tiền trong vòng một năm.
- Tài sản dài hạn là những tài sản có thời gian sử dụng (thời gian chuyển đổi thành tiền) dài hơn một năm, và bao gồm các tài sản hữu hình như nhà xưởng, máy móc, thiết bị và các tài sản vô hình như bản quyền.

Các tài sản trong BCĐKT được sắp xếp theo hai quy tắc:

Thứ nhất: Nếu nhìn từ phía trên xuống, ta thấy khả năng chuyển hoá thành tiền giảm dần. Khả năng chuyển hoá thành tiền của tài sản nằm ở phía dưới thấp hơn so với các tài sản nằm ở phía trên. Khả năng chuyển hoá thành tiền của một tài sản được xem xét trên hai khía cạnh tốc độ và chi phí chuyển đổi. Khi khả năng chuyển hoá thành tiền của toàn bộ tài sản cao sẽ mang lại khả năng tốt hơn cho việc hoàn trả các khoản nợ đến hạn.

Thứ hai: Các tài sản càng nằm phía dưới càng có khả năng sinh lời cao hơn so với các tài sản xếp ở phía trên như tài sản cố định có khả năng sinh lời cao hơn các tài sản ngắn hạn. Thông thường, những tài sản chuyển hoá thành tiền thấp lại có khả năng sinh lời cao hơn những tài sản có khả năng chuyển hoá thành tiền cao, vì các tài sản chuyển hoá thành thấp thường là các khoản đầu tư dài hạn.

**Nguồn vốn** trả lời câu hỏi tiền vốn của công ty được huy động từ những nguồn nào? Hình thức huy động vốn của công ty như thế nào? Các nguồn vốn được sắp xếp theo trách nhiệm sử dụng nguồn vốn của công ty đối với các chủ nợ và chủ doanh nghiệp. Doanh nghiệp phải có trách nhiệm thanh toán các khoản nợ trước khi hoàn trả vốn chủ doanh nghiệp. Thu nhập của chủ nợ dưới dạng tiền trả lãi vay, tiền thuê, nó không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh, vì thế thu nhập của chủ nợ là khoản thu nhập cố định, còn thu nhập của chủ được phân chia sau khi đã thực hiện các nghĩa vụ đối với chủ nợ. Kết cấu phần nguồn vốn được hình thành theo hai nguyên tắc sau:



*Nếu xem xét kết cấu nguồn vốn ở bên trái BCĐKT từ trên xuống, ta thấy thời gian đáo hạn và chi phí huy động của các nguồn vốn tăng dần lên, cụ thể:*

- Các khoản nợ ngắn hạn có thời gian đáo hạn rất gấp, thời gian đáo hạn dưới một năm.

- Các khoản nợ dài hạn thời gian hoàn trả trên một năm. Phần vốn cổ phần được sử dụng lâu dài không bị áp lực hoàn trả, vì thế có thể nói nó là “nguồn vốn vĩnh viễn” trong doanh nghiệp.

Tương xứng với thời gian đáo hạn, nếu xét theo chiều từ trên xuống ta thấy các nguồn vốn được sắp xếp có chi phí vốn tăng dần lên. Khi công ty gặp khó khăn trong việc trả nợ, thì phần vốn chủ như là một tài sản đảm bảo để thanh toán phần nợ còn lại. Vì vậy, phần vốn chủ có chi phí cao nhất vì nó như một khoản tiền dùng để bảo đảm cho những hoạt động rủi ro và dùng vào việc bảo đảm hoàn trả các khoản nợ của doanh nghiệp. Có thể, quan sát kết cấu tài sản và nguồn vốn ở bảng trên.

### PHẦN TÀI SẢN

**+ Tài sản ngắn hạn:** Bao gồm tiền mặt và các tài sản có thể chuyển hoá thành tiền trong một thời gian ngắn, thường nhỏ hơn một năm. Kết cấu tài sản ngắn hạn gồm có:

- Tiền mặt và các khoản tương đương. Tiền mặt dưới hình thức tiền giấy, tiền kim khí có ở trong quỹ công ty hay gửi ở ngân hàng. Các chứng khoán ngắn hạn là những chứng khoán có thể bán bất kỳ lúc nào với giá ít biến động do việc công ty chuyển các khoản tiền nhàn rỗi chưa sử dụng ngay thành các loại chứng khoán ngắn hạn này.
- Các khoản phải thu là giá trị hàng hoá và dịch vụ mà khách hàng đã mua từ công ty, những khoản mà khách hàng phải trả nhưng chưa trả ngay vì thông thường công ty phải chấp nhận cho khách hàng chậm thanh toán một thời hạn nhất định, như có thể khách hàng sẽ thanh toán sau 30 ngày kể từ khi nhận hàng.
- Hàng tồn kho là giá trị tồn kho với ba loại chính: nguyên vật liệu, sản phẩm dở dang, thành phẩm chờ tiêu thụ.
- Các khoản đầu tư ngắn hạn khác như: chi phí quảng cáo trong kỳ chờ phân bổ, các khoản tiền ứng trước cho nhà cung cấp hàng hóa...

**+Tài sản cố định:** Gồm nhà xưởng, máy móc thiết bị ... đó là những tài sản không dự định bán đi và được sử dụng lâu dài, liên tục trong nhiều năm. Phần này thể hiện bằng hai nội dung chính:

- Nguyên giá tài sản cố định được tính theo giá trị ban đầu của tài sản cố định.
- Khấu hao tích lũy (lũy kế) là giá trị khấu hao cộng dồn ở các năm của các tài sản cố định đang sử dụng.
- Giá trị ròng của tài sản cố định ( giá trị còn lại của TSCĐ) = Nguyên giá - Khấu hao tích lũy

**Các khoản đầu tư xây dựng cơ bản** là những tài sản cố định trong tương lai, chúng đang đầu tư, xây dựng và hoặc chuẩn bị đưa vào sử dụng trong tương lai.

**Tài sản cố định vô hình** là những tài sản không thể hiện dưới dạng hữu hình, nhưng có giá trị đáng kể với công ty. Ví dụ, thương hiệu, đặc quyền kinh doanh một sản phẩm nào đó mà công ty mua được từ một công ty khác. Đôi khi còn biểu hiện chênh lệch giá trị ròng tài sản của công ty khi đánh giá lại theo giá trị thị trường so với giá trị sổ sách, thường gọi là thiện chí (goodwill).

**Đầu tư tài sản tài chính dài hạn** được thể hiện bằng phần góp vốn của công ty vào một công ty khác dưới dạng cổ phần hay một khoản cho vay dài hạn của công ty.

### PHẦN NGUỒN VỐN

Phần nguồn vốn phản ánh nguồn hình thành các loại vốn của doanh nghiệp, sắp xếp theo đặc điểm hình thành. Về mặt kinh tế nó biểu hiện khả năng chủ động về tài chính của doanh nghiệp, về mặt pháp lý, phần này thể hiện nghĩa vụ của công ty với các chủ nợ và chủ doanh nghiệp. Nội dung khái quát như sau:

**Nợ ngắn hạn** là những khoản nợ phát sinh thời hạn thanh toán trong vòng 12 tháng, kể từ ngày lập báo cáo bao gồm:

- Các khoản phải trả (phải trả người bán) là số tiền mà công ty nợ của các nhà cung cấp, khi công ty mua sắm các yếu tố đầu vào từ họ và chưa thanh toán cho họ.
- Các khoản nợ mang tính cá nhân (như nợ lương vvv), nợ thuế của nhà nước, công ty cần thanh toán là khoản nợ này với các cơ quan thuế. Tất cả các khoản nợ này được xem là nợ tích lũy chưa hoàn trả đến thời điểm lập báo cáo.
- Nợ ngắn hạn của ngân hàng, bao gồm các khoản nợ từ việc vay ngắn hạn ở ngân hàng.
- Phần nợ dài hạn được hoàn trả trong kỳ. Đây là một phần vốn vay dài hạn cần được hoàn trả trong vòng một năm tới kể từ ngày lập báo cáo.

**Nợ dài hạn** là khoản nợ có thời hạn hoàn trả lớn hơn một năm kể từ ngày lập báo cáo, bao gồm:

- Trái phiếu là khoản nợ dài hạn do công ty phát hành các trái phiếu để tăng vốn hoạt động. Nhiều công ty vay tiền thông qua trái phiếu từ một công ty môi giới. Công ty môi giới bán trái phiếu cho rất nhiều nhà đầu tư. (Tờ trái phiếu in ra có các thông tin như: Giá trị in trên mặt hoặc giá trị thanh toán; Điều khoản thanh toán cho người mua trái phiếu (chủ trái phiếu), ví dụ như 6% năm, trả nửa năm một lần & vào một ngày thanh toán cụ thể)
  - Nợ dài hạn khác gồm những khoản nợ dài hạn do công ty vay dài hạn ở ngân hàng.
- (1) **Vốn cổ phần** Phần vốn cổ phần: trong các công ty cổ phần gồm ba phần phần: Vốn góp của cổ đông (2) Tăng vốn và (3) Thu nhập, lợi nhuận để lại. cổ phiếu thường hay cổ phiếu phổ thông và lợi nhuận giữ lại.

(1) Vốn góp của cổ đông được biểu thị bằng các cổ phiếu do công ty phát hành gồm hai loại:

- Cổ phần ưu đãi là cổ phần có một số ưu điểm so với các cổ phần thường trên phương diện lợi tức và thanh toán tài sản do điều lệ công ty quy định.
- Cổ phần thường (common stock) là các cổ phần không bị hạn chế về lợi tức như cổ phần ưu đãi và người nắm giữ cổ phiếu thường có quyền tham gia kiểm soát và định đoạt công ty.

(2) Tăng vốn. Khi công ty bán cổ phiếu thường có hiện tượng chênh lệch giữa giá trị ghi trên mặt cổ phiếu và giá bán cổ phiếu. Sự chênh lệch này hình thành nên phần tăng vốn. Tăng vốn là số tiền mà doanh nghiệp phát hành cổ phiếu nhận được khoản tiền tăng thêm so với giá trị ghi trên mặt cổ phiếu sau khi trừ đi các chi phí phát hành.

(3) Thu nhập giữ lại (retained earning) là phần lợi nhuận giữ lại qua các năm tích lũy

**Chương 4**

<b>TÀI SẢN</b>	<b>N.02</b>	<b>N.03</b>	<b>N.04</b>	<b>NGUỒN VỐN</b>	<b>N02</b>	<b>N03</b>	<b>N04</b>
<b>A&gt;TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>1690</b>	<b>2062</b>	<b>1740</b>	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>4690</b>	<b>5002</b>	<b>4790</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	50	70	80	<b>Nợ ngắn hạn</b>	270	650	850
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	20	12	15	Vay nợ ngắn hạn	100	200	300
Khoản phải thu	1400	1600	1200	Phải trả người bán	50	300	300
Hàng tồn kho	200	350	400	Người mua trả tiền trước			
Tài sản ngắn hạn khác	20	30	45	Thuế và các khoản phải nộp NN	120	150	200
<b>B&gt;TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>6500</b>	<b>8440</b>	<b>9050</b>	Phải trả người lao động			50
<b>Các khoản phải thu dài hạn</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>100</b>	Chi phí trả trước			
<b>Tài sản cố định</b>	<b>5300</b>	<b>6520</b>	<b>7550</b>	...			
Tài sản cố định hữu hình	4000	4500	5000	<b>Nợ dài hạn</b>	4420	4352	3940
Tài sản cố định thuê tài chính	400	370	350				
Tài sản cố định vô hình	300	450	400	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	3500	5500	6000
Chi phí XDCB dở dang	600	1200	1800	<b>Vốn đầu tư của chủ sở hữu</b>	3000	3000	3000
<b>Bất động sản đầu tư</b>	<b>500</b>	<b>1200</b>	<b>1000</b>	Thặng dư vốn cổ phần	150	2050	1600
<b>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</b>	<b>600</b>	<b>600</b>	<b>400</b>	Lợi nhuận để lại	300	450	800
Đầu tư vào công ty con	600	600	400	<b>Nguồn kinh phí khác</b>	50		600
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh				<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>8190</b>	<b>10502</b>	<b>10790</b>
Đầu tư dài hạn khác							
<b>Tài sản dài hạn khác</b>							
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>8190</b>	<b>10502</b>	<b>10790</b>				

Từ bảng cân đối kế toán trên ta có thể nhận thấy các vấn đề sau:

Phần tài sản trong bảng cân đối tài sản như trên đã được sắp xếp theo nội dung kinh tế và đặc biệt nếu xét trên phương diện khả năng chuyển hoá thành tiền được sắp xếp theo thứ tự giảm dần. Theo cách sắp xếp trên bảng, càng đi xuống phía dưới, bên tài sản ta thấy các tài sản càng khó chuyển hoá thành tiền hơn. Trên phương diện về khả năng sinh lợi thì tiền mặt là tài sản có khả năng sinh lợi thấp nhất vì chúng đang nằm rỗi tạm và càng xuống thấp theo cách sắp xếp trên khả năng sinh lợi của tài sản càng được tăng lên.

Phần nguồn vốn: một mặt các khoản nợ được sắp xếp theo đặc điểm các nguồn tài trợ. Những nguồn vốn được sắp xếp phía trên trong bảng cân đối kế toán có thời hạn hoàn trả ngắn, và tương ứng với điều kiện như vậy nguy cơ rủi ro không hoàn trả nợ đúng hạn càng lớn đối với người sử dụng vốn ( người đi vay ). Vì vậy, chi phí sử dụng vốn với các khoản vốn ngắn hạn được sắp ở trên BCĐKT thường có phí tổn thấp để bù đắp cho phần rủi ro cao cho doanh nghiệp sử dụng vốn phải chịu. Ngược với những nguồn vốn sắp xếp ở trên, những nguồn vốn ở phía dưới có mức độ khẩn cấp hoàn trả giảm dần, và điều này đồng nghĩa với rủi ro dần dần về phía người tài trợ, để bù đắp rủi ro các nhà tài trợ đòi hỏi tăng thu nhập nhận được từ các khoản tài trợ dài hạn cho doanh nghiệp. Vì vậy, nếu nhà quản trị tài chính muốn tránh phải đối phó với các kỳ hạn trả nợ liên tục thì họ có khuynh hướng tài trợ bằng các nguồn có chi phí cao, và điều đó làm giảm khả năng sinh lợi chung của công ty.

Rõ ràng, bảng cân đối kế toán như một bức tranh chung chụp nhanh về tình hình tài chính công ty, thể hiện cách thức mà các nhà quản trị tài chính đang trả lời các câu hỏi :

- Một là, đầu tư bao nhiêu vào tài sản nào?
- Hai là, nguồn tài trợ cho các đầu tư lấy ở đâu?

Điều này sẽ ảnh hưởng đến trạng thái rủi ro và khả năng sinh lợi của công ty. Cũng cần làm rõ hơn các khái niệm liên quan đến bảng cân đối kết toán như: vốn luân chuyển ròng (hay còn gọi là vốn lưu động - Net Working capital) là một phần vốn dài hạn được đầu tư vào tài sản ngắn hạn. Vốn luân chuyển ròng được tính bởi chênh lệch giữa Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn

### **VLCR= Tài sản ngắn hạn – Nợ ngắn hạn**

Cần lưu ý một số điểm sau về bảng cân đối kế toán:

- 1- Tiền và các tài khoản tương đương tiền so với các tài sản khác: mặc dù các tài sản được thể hiện dưới dạng giá trị tính bằng tiền, nhưng chỉ có tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt mới thể hiện thực sự bằng tiền. Các tài sản khác như khoản phải thu, tồn kho, tài sản cố định ...là những tài sản chưa thu được bằng tiền, chúng phải mất một thời gian nhất định mới có thể thu được bằng tiền và số tiền thu được này thực tế có thể nhiều hơn hoặc thấp hơn so với số liệu ghi trong bảng cân đối kế toán.
- 2- Kế toán hàng tồn kho. So với phương pháp tính hàng tồn kho LIFO ( nhập sau xuất trước – last in first out) thì việc sử dụng phương pháp tính hàng tồn kho FIFO ( nhập trước xuất trước – first in first out ) có thể tạo ra sự chênh lệch giá trị của hàng tồn kho và kết quả lợi nhuận trong bảng báo cáo thu nhập. Trong giai đoạn thị trường tăng giá, với giả thiết các hàng hóa cũ, chi phí

thấp được bán đi trước các hàng hóa mới nhập với giá cao hơn, thì phương pháp FIFO sẽ làm cho giá trị hàng hóa tồn kho có giá tương đối cao hơn, và giá vốn hàng bán trên báo cáo thu nhập sẽ thấp hơn và tạo ra lợi nhuận trong báo thu nhập cao hơn. Vì vậy phương pháp FIFO sẽ được ưa thích sử dụng hơn khi có lạm phát.

- 3- Các nguồn vốn khác. Phần lớn các công ty kết hợp nhiều nguồn vốn khác nhau như : nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và cổ phiếu thường. Một số công ty tài trợ vốn dài hạn của mình bằng cả nguồn vốn cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu chuyển đổi và thuê mua dài hạn. Cổ phiếu ưu đãi là sự kết hợp giữa cổ phiếu thường và trái phiếu, còn trái phiếu chuyển đổi là trái phiếu mà người nắm giữ nó có quyền chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi này thành cổ phiếu thường. Trong trường hợp công ty bị phá sản, cổ phiếu ưu đãi được ưu tiên hoàn trả trước cổ phiếu thường và sau trái phiếu.
- 4- Các phương pháp khấu hao. Các công ty có thể chuẩn bị hai bộ báo cáo tài chính, một là dành cho mục đích báo cáo thuế và một dành cho các cổ đông. Thông thường, nếu được cơ quan thuế cho phép các công ty sử dụng khấu hao nhanh cho các báo thuế, còn đối với các báo cáo cho các cổ đông thì lại dùng phương pháp khấu hao đều. Phương pháp khấu hao nhanh cho phép tăng chi phí khấu hao trong kỳ nộp thuế và do vậy có thể giảm thu nhập chịu thuế, còn khấu hao đều lại giảm khấu hao trong kỳ và làm cho thu nhập báo cáo trước cổ đông lại tăng lên.

Giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Các công ty sử dụng các nguyên lý kế toán để xác định giá trị công ty trong sổ sách kế toán (giá trị sổ sách). Ví dụ giá trị các tài sản cố định..., theo nguyên lý kế toán giá trị tài sản này là giá trị lịch sử nghĩa là chỉ ra giá trị thực tế công ty đã bỏ ra để mua các tài sản này trừ đi giá trị hao mòn. Giá trị này có thể khác xa so với giá trị thị trường của các tài sản này, nếu có sự tăng giá các tài sản cố định trong suốt thời gian sử dụng chúng, cũng tương tự như vậy chúng ta thấy có sự chênh lệch giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường của các tài sản khác. Tuy vậy, giá trị thị trường và giá trị sổ sách của các khoản nợ thông thường là khá gần bằng nhau. Khi công ty phát hành trái phiếu dài hạn bằng cân đối kế toán thể hiện mệnh giá của trái phiếu. Cuối cùng giá trị sổ sách của cổ phiếu thường chỉ đơn giản bằng phép trừ của tổng giá trị sổ sách của các tài sản trừ đi tổng giá trị sổ sách của các nghĩa vụ nợ. Ngược lại giá trị thị trường của cổ phiếu thường của công ty là giá hiện hành của cổ phiếu giao dịch trên thị trường nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

### **BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (BÁO CÁO THU NHẬP – INCOME STATEMENT).**

Báo cáo kết quả kinh doanh hay báo cáo thu nhập là báo cáo tổng kết doanh thu và chi phí của công ty trong một kỳ kế toán thông thường là một quý hay một năm tài chính.

Báo cáo thu nhập phản ánh tình hình hoạt động kinh doanh, hoạt động tài chính trong cả năm. Báo cáo kết quả kinh doanh đối chiếu các khoản thu từ bán hàng hoá, dịch vụ, cũng như các khoản thu khác và tất cả các chi phí, chi tiêu phát sinh để vận hành công ty trong năm tài khoá. Nội dung báo cáo kết quả kinh doanh gồm :



**(1) Doanh số ròng (doanh thu thuần):** là nguồn tiền mà công ty nhận từ khách hàng sau khi đã khấu trừ đi hàng hoá bị trả lại, các khoản giảm từ cho khách hàng.

**(2) Chi phí hàng đã bán:** là chi phí mua hàng hoặc sản xuất hàng hoá để bán ra. Chi phí hàng đã bán gồm ba bộ phận :

- Chi phí nguyên vật liệu trực tiếp mà có thể theo dõi cho đến khi hoàn thành sản phẩm
- Chi phí lao động trực tiếp: là chi phí trả công lao động trực tiếp
- Chi phí gián tiếp: là những chi phí gắn với quá trình sản xuất nhưng không thể theo dõi cho mỗi loại sản phẩm như chi phí vận hành máy móc thiết bị.

**(3) Chênh lệch gộp (Lợi nhuận gộp)** là phần chênh lệch giữa doanh thu thuần và chi phí hàng đã bán.

**(4) Chi phí bán hàng và chi phí quản lý** bao gồm: các chi phí cho việc tiêu thụ hàng hoá, chi phí văn phòng và lương nhân viên quản lý công ty.

**(5) Thu nhập hoạt động (Lợi nhuận hoạt động) = Chênh lệch gộp - Khấu hao - Chi phí quản lý bán hàng = Doanh thu ròng - Tổng chi phí**

**(6) Chi phí tiền lãi:** là khoản tiền lãi vay thanh toán cho các khoản nợ vay của công ty.

**(7) Thu nhập bổ sung:** gồm lợi tức và tiền lãi từ các khoản đầu tư cho vay của công ty và các khoản thu chi bất thường khác có liên quan đến bán tài sản cố định

**(8) Thu nhập trước thuế** là tổng thu nhập hoạt động và thu nhập khác.

**(9) Thuế thu nhập:** tính toán khoản thuế phải nộp về các thu nhập của công ty theo luật thuế. Phần này thường căn cứ vào thu nhập chịu thuế và thuế suất quy định.

**(10) Thu nhập sau thuế** là phần còn lại sau khi trả tiền lãi vay và thuế thu nhập doanh nghiệp.

$EBIT = \text{doanh thu} - \text{các chi phí hoạt động (không bao gồm thuế thu nhập và tiền lãi vay)}$

Xem xét kỹ báo cáo thu nhập, ta thấy chi phí khấu hao tài sản cố định hữu hình và vô hình - những khoản chi phí phản ánh giá trị tài sản sử dụng trong quá trình sản xuất, khấu hao không phải là khoản chi bằng tiền. Khấu hao (depreciation) là chi phí trừ ra hàng năm thể hiện giá trị ước lượng chi phí của các tài sản hữu hình được sử dụng trong quá trình sản xuất kinh doanh. Chi phí khấu hao tài sản vô hình (amortization) khoản chi phí không bằng tiền giống như khấu hao nhưng được sử dụng đối với tài sản vô hình. (Các tài sản hữu hình như nhà xưởng, trang thiết bị và các tài sản vô hình như bằng phát minh, sáng chế thương hiệu và danh tiếng).

### BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA CÔNG TY P

<b>A) Bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh</b>	<b>Năm02</b>	<b>Năm03</b>	<b>Năm04</b>
<b>Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>10000</b>	<b>11000</b>	<b>16500</b>
Giá vốn hàng bán	9200	9500	14200
<b>Lợi nhuận gộp từ bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>800</b>	<b>1500</b>	<b>2300</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	200	220	250
Chi phí tài chính	30	120	150
Chi phí bán hàng	100	120	150
Chi phí quản lý doanh nghiệp	300	450	600
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>570</b>	<b>1030</b>	<b>1650</b>
Thu nhập khác	200	230	220
Chi phí khác	160	180	170
Lợi nhuận khác	40	50	50
<b>Lợi nhuận trước thuế (EBT)</b>	<b>610</b>	<b>1080</b>	<b>1700</b>
Thuế thu nhập (28%)	170.8	302.4	476
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập ( EAT)</b>	<b>439.2</b>	<b>777.6</b>	<b>1224</b>

(EBT - Earning before tax & EAT – Earning after tax)

Nhận xét: Báo cáo kết quả kinh doanh đã thể hiện toàn bộ các hoạt động của công ty trên cơ sở biểu diễn các khoản thu và chi trong một khoảng thời gian, thường là một năm. Báo cáo kết quả kinh doanh thể hiện kết quả hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính của công ty. Khác với bảng tổng kết tài sản, báo cáo kết quả kinh doanh như là một bức ảnh phản ánh mọi hoạt động của công ty trong một năm tài khoá.

### **DÒNG TIỀN THUẦN ( NET CASH FLOW)**

Như chúng ta đã bàn ở chương I, mục tiêu của quản trị tài chính công ty là tối đa hóa giá trị của cổ phiếu. Bởi vì giá trị của các tài sản cổ đông, được thể hiện bởi dòng tiền mang lại từ các tài sản dự kiến sẽ được tạo ra, điều này có nghĩa các nhà quản trị tài chính phải tối đa hóa dòng tiền tạo ra cho các đầu tư trong dài hạn. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh hoàn toàn khác với lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp, vì có những khoản doanh thu hay chi phí trong bảng báo cáo thu nhập không được thực hiện bằng tiền trong năm tài chính.

Dòng tiền thuần là dòng tiền thực – **thu nhập thuần cộng với khấu hao** (khấu hao không phải là khoản chi bằng tiền mặt, nên nó phải được cộng thêm vào thu nhập thuần để có được dòng tiền thuần).

### **BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (STATEMENT OF CASH FLOWS)**

Dòng tiền thuần thể hiện số tiền doanh nghiệp làm ra trong năm. Dù vậy, việc doanh nghiệp tạo ra dòng tiền cao ( nhiều) không có nghĩa là tiền mặt báo cáo trong bảng cân đối kế toán cũng cao. Thay vào đó tiền mặt được tạo ra được dùng vào các mục đích khác nhau, bao gồm chi trả cổ tức, tăng hàng tồn kho, tài trợ cho khoản phải thu, đầu tư cho tài sản cố định, trả nợ và mua các cổ phiếu phổ thông

## Chương 4

đang lưu hành trên thị trường. Sau đây là bảng tổng hợp nhanh các yếu tố chủ yếu tác động lên cân đối tiền mặt của công ty.

- 1- Dòng tiền với các yếu tố khác không đổi, dòng tiền dương làm cho tài khoản tiền gửi trong ngân hàng của công ty có nhiều tiền mặt hơn. Dù vậy, trong thực tế các yếu tố khác là thay đổi nên dòng tiền được dùng vào các mục đích khác như trả nợ, tăng tồn kho..
- 2- Các thay đổi tài sản ngắn hạn. Việc tăng các tài sản ngắn hạn ( tăng hàng tồn kho và các khoản phải thu) được thực hiện chi trả bằng tiền mặt do vậy tăng các tài sản ngắn hạn sẽ làm giảm tiền mặt. Ví dụ, nếu hàng tồn kho tăng lên công ty phải dùng tiền để mua thêm hàng vì thế tiền mặt giảm xuống. Còn khi hàng tồn kho giảm xuống nghĩa là công ty bán được hàng và không thay thế bằng các hàng hóa khác vì thế thu được tiền mặt. Tương tự, việc tăng các khoản nợ hiện hành ( nợ ngắn hạn) ví dụ khoản phải trả của nhà cung cấp sẽ làm tăng tiền mặt của công ty, còn ngược lại nếu khoản phải trả giảm xuống sẽ làm giảm tiền mặt. Điều này xảy ra vì nếu tăng khoản phải trả có nghĩa là công ty nhận thêm khoản tín dụng từ các nhà cung cấp làm cho công ty tiết kiệm được tiền mặt. Nếu giảm khoản phải trả nghĩa là công ty đã dùng tiền để thanh toán cho các nhà cung cấp.
- 3- Tài sản cố định. Nếu công ty đầu tư vào tài sản cố định, tiền mặt của công ty sẽ giảm xuống. Còn khi công ty bán tài sản cố định đi thì sẽ làm tăng tiền mặt.
- 4- Các giao dịch chứng khoán và chi trả cổ tức. Nếu công ty phát hành cổ phiếu hay trái phiếu trong năm tài khóa, vốn huy động được sẽ làm tăng tiền mặt của công ty. Mặt khác, nếu công ty dùng tiền để trả nợ hiện hành, hay dùng để mua lại cổ phiếu của công ty đang lưu hành trên thị trường, hay chi trả cổ tức cho cổ đông, thì sẽ làm giảm dòng tiền của công ty.

Bảng báo cáo lưu chuyển tiền tệ phản ánh dòng tiền của các hoạt động kinh doanh của công ty, hoạt động đầu tư và hoạt động tài trợ.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ công ty được chia thành ba loại hoạt động:

- A- Hoạt động sản xuất kinh doanh ( operating activities) bao gồm thu nhập thuần, khấu hao và các thay đổi vốn lưu động ngoại trừ tiền mặt và các khoản vay ngắn hạn.
- B- Hoạt động đầu tư ( investing activities), bao gồm việc mua hay bán các tài sản cố định.
- C- Hoạt động tài trợ ( financing activities), bao gồm việc huy động tạo tiền bằng cách phát hành các chứng chỉ nợ ngắn hạn, vay dài hạn, phát hành cổ phiếu và dùng tiền chi trả cổ tức hay mua lại cổ phiếu và trái phiếu đang lưu hành trên thị trường.

Chúng ta thử tìm hiểu các thông tin trong bảng báo cáo lưu chuyển tiền tệ của công ty Allied:

Các lĩnh vực hoạt động	Năm 2006 (Triệu USD)
<b>A- Hoạt động sản xuất kinh doanh</b>	
Thu nhập thuần chưa chi cổ tức	117,5
Cộng thêm ( nguồn tiền )	
Khấu hao	100,0
Tăng khoản phải trả nhà cung cấp	30,0

Tăng nợ tích lũy	10,0	
Trừ đi ( sử dụng tiền )		
Tăng khoản phải thu		60,0
Tăng tồn kho		200,0
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh		<b>2,5</b>
<b>B- Hoạt động đầu tư</b>		
Tiền dùng để mua TSCĐ		230,0
<b>C- Hoạt động tài trợ</b>		
Tăng các giấy nợ ngắn hạn	50,0	
Tăng trái phiếu	170,0	
Chi trả cổ tức		57,5
Dòng tiền thuần từ hoạt động tài trợ	162,5	
<b>Giảm tiền mặt trong kỳ</b>		70,0
<b>Tiền mặt đầu kỳ</b>	<b>80,0</b>	
<b>Tiền mặt vào cuối năm</b>	<b>10,0</b>	

Nhìn vào bảng ta thấy trong ba hoạt động kinh doanh, đầu tư và tài trợ chỉ có hoạt động tài trợ có dòng tiền dương, còn hoạt động sản xuất kinh doanh quan trọng nhất nhưng có dòng tiền âm 2,5\$. Các công ty thành công thường có dòng tiền lớn và dương từ các hoạt động sản xuất kinh doanh và điều này đem lại giá trị cho họ.

Khoản tiền đầu tư duy nhất ở công ty này là mua tài sản cố định 230 triệu \$. Khi cộng dòng tiền phần A và phần B, ta thấy rằng công ty đã hụt tiền mặt 232,5 triệu \$. Khoản thiếu hụt này được trông chờ từ dòng tiền từ tài trợ. Công ty phát hành các giấy nợ ngắn hạn và phát hành trái phiếu được 220 triệu, nhưng chi trả cổ tức mất 57,5 triệu \$, vì thế dòng tiền thuần từ hoạt động tài trợ chỉ có 162,5 triệu \$. Khoản tiền này tài trợ cho phần thiếu hụt 232,5 triệu \$, nhưng vẫn còn thiếu hụt 70 triệu \$. Vì vậy làm giảm tiền mặt xuống còn 10 triệu \$.

### **.III Phân tích tài chính**

#### **.III.1. Phân tích tài chính bằng các thông số tài chính**

Các điều kiện và hiệu suất tài chính của công ty có thể nhóm gộp bởi bốn nhóm thông số như sau :

- Các thông số đo lường khả năng thanh toán ( khả năng trả nợ ngắn hạn)
- Các thông phản ánh cơ cấu tài trợ
- Các thông số phản ánh hiệu suất sử dụng tài sản
- Các thông số khả năng sinh lợi
- Chỉ số về giá trị thị trường cổ phiếu phổ thông

Cần chú ý khi thực hiện cách thức phân tích bằng thông số, người phân tích cần thu thập các thông số của ngành hoặc của các hãng cạnh tranh. Quá trình phân tích nên tiến hành so sánh giữa giá trị các thông số của công ty với của ngành, hoặc với đối thủ cạnh tranh. Điều này giúp cho người phân tích có thể nhìn nhận công ty một cách khách quan và qua đó nhận thức được điểm mạnh và yếu của công ty.

### .III.1.1. Các thông số phản ánh khả năng thanh toán (khả năng trả nợ ngắn hạn).

Khả năng thanh toán được hiểu như việc công ty có tiền và các tài sản có khả năng chuyển hoá ra tiền mặt để đối phó với các khoản nợ ngắn hạn. Thông số khả năng trả nợ ngắn hạn còn gọi là thông số đo lường khả năng chuyển hoá thành tiền vì nó là tỷ lệ giữa những tài sản ngắn hạn – tài sản có khả năng chuyển đổi thành tiền nhanh và nợ ngắn hạn -nghĩa vụ trả nợ trong kỳ. Ý nghĩa chung của thông số này là biểu hiện khả năng trả nợ bằng cách chỉ ra quy mô các tài sản có thể dùng để trang trải các yêu cầu của chủ nợ mà tài trợ các nguồn vốn ngắn hạn với thời hạn phù hợp.

**Thông số khả năng thanh toán hiện thời : (Current ratio) còn gọi là thông số ngắn hạn.**

**Khả năng thanh toán hiện thời =**

**Tài sản ngắn hạn**

**Nợ ngắn hạn**

Lc - Khả năng thanh toán hiện thời

$$Lc = \frac{1950}{750} = 2,6$$

Công ty C năm thứ nhất cứ 1 đồng nợ ngắn hạn thì có 2,6 đồng tài sản có khả năng để trả nợ (TSNH). Nếu thông số khả năng thanh toán hiện thời trung bình ngành chế biến mà công ty C đang hoạt động có hệ số này là 2, điều này cho thấy công ty C có khả năng thanh toán cao hơn mức trung bình của ngành. Thông số khả năng thanh toán hiện thời lớn hơn 1 và lớn hơn chỉ số này của ngành là dấu hiệu tốt về khả năng trả nợ ngắn hạn tốt hơn. Vì chỉ tiêu này không tính đến kết cấu của tài sản ngắn hạn. Chúng ta dễ nhận thấy, trong cùng độ lớn về thông số khả năng thanh toán hiện thời nhưng một công ty có nhiều tiền mặt và khoản phải thu hơn sẽ được đánh giá là có khả năng cao hơn so với các công ty có nhiều tồn kho hơn. Do đó, ta có thể sử dụng một thông số khác nữa để phân tích sâu hơn về khả năng trả nợ ngắn hạn của công ty. Đó là thông số khả năng thanh toán nhanh.

Thông số khả năng thanh toán nhanh (Acid - test) là một chỉ dẫn chính xác hơn so với khả năng thanh toán hiện thời bằng cách nó loại ra khỏi tài sản ngắn hạn phần giá trị hàng tồn kho để còn lại những tài sản có khả năng chuyển hoá thành tiền cao ở công thức (1) trên.

**Khả năng thanh toán nhanh  
(Acid\_test) =**

**Tài sản ngắn hạn - Tồn kho**

Với Công ty C thông số khả năng thanh toán nhanh năm thứ 1:

$$Acid\_test = \frac{1950 - 750}{750} = 1,6$$

Nếu trong ngành công nghiệp mà công ty đang hoạt động có thông số khả năng thanh toán nhanh bằng 1,1, thì như vậy có thể nhận định rằng công ty C có dấu hiệu rất khả quan về khả năng trả nợ ngắn hạn, công ty cứ một đồng nợ ngắn hạn được bảo đảm bởi 1,6 đồng Tài sản có khả năng chuyển hóa thành tiền nhanh.

Sự khác biệt giữa khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh là do giá trị hàng tồn kho. Khi giá trị hàng tồn kho giảm bớt có thể làm gia tăng thông số khả năng thanh toán nhanh mặc dù tài sản ngắn hạn không tăng hoặc nợ ngắn hạn có sự gia tăng nhẹ.

Hai chỉ tiêu trên là hai kiểm định quan trọng để đánh giá khả năng trả nợ ngắn hạn của công ty, tuy vậy nó chỉ cung cấp những nhận định chung, có tính chất ban đầu vì trong thực tế có nhiều công ty khả năng thanh toán nhanh rất tốt nhưng khi cần phải trả nợ lại không có tiền để chi trả. Vì công ty này có khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn và tốc độ chuyển hoá thành tiền của phần tài sản này lại không phù với yêu cầu trả nợ, và nhất là khi công ty có các khoản phải thu lớn, nhưng thời hạn thu tiền lại quá hạn, vì vậy nếu dùng thông tin hai chỉ tiêu trên có thể làm cường điệu quá mức về khả năng trả nợ ngắn hạn của công ty. Rõ ràng, khoản phải thu được coi là tài sản thanh toán chỉ khi nó có thể thu được tiền trong khoảng thời gian hợp lý, phù hợp với thời gian hoàn trả nợ trong kỳ. Do đó, để phân tích khoản phải thu ta có thể dùng hai thông số :

+ Kỳ thu tiền bình quân: là khoảng thời gian bình quân mà các khoản phải thu của công ty có thể chuyển hoá thành tiền.

$$Kt = \frac{Ct * D}{Sa} \quad (3)$$

Kt = Kỳ thu tiền bình quân (ngày)

Ct = Khoản phải thu

Sa = Doanh số bán tín dụng/năm

D = Số ngày/năm (thường lấy 360)

Với công ty trong năm thứ 1 là

$$Kt = \frac{666.7 * 360}{10000} = 24 \text{ ngày}$$

Từ đây có thể tính được vòng quay khoản phải thu

$$Vt = \frac{D}{Kt} \quad (4)$$

Vt = Vòng quay khoản phải thu (vòng)

Công ty C năm thứ 1 có số vòng quay khoản phải thu là 15 vòng, tương ứng với kỳ thu tiền bình quân là 24 ngày. Khoản phải thu được dùng trong các công thức trên là khoản phải thu tại thời điểm lập bảng cân đối kế toán, vì thế nó không phải là con số bình quân trong kỳ. Do đó, công thức tính trên chỉ phản ánh đúng khả năng thanh toán của khoản phải thu trong trường hợp lượng bán diễn ra đều trong năm. Trong trường hợp, kinh doanh có tính mùa vụ thì khoản phải thu phải lấy bình quân tháng.

Quay về công ty C đang xem xét, ta giả sử rằng số vòng quay khoản phải thu trong ngành là 8, điều này cho chúng ta nhận xét rằng khoản phải thu của công ty C quay vòng nhanh hơn rất nhiều so với ngành. Đây là dấu hỏi lớn đặt ra cho các nhà phân tích. Bởi vì, có thể công ty sử dụng một chính sách bán tín dụng quá chặt chẽ và điều này có thể làm bất lợi cho các khách hàng lớn. Chính sách bán hàng kém hấp dẫn, có thể làm cho công ty giảm khả năng thu hút khách hàng. Nếu công ty áp dụng chính sách bảo thủ, kéo dài các chính sách bán hàng chặt chẽ và không thay đổi có thể làm cho một bộ phận khách hàng rời bỏ công ty và làm cho doanh số bán ra sụt giảm và qua đó giảm khả năng sinh lợi của công ty. Sự phân tích tới đây cần phải đối chiếu với chính sách bán hàng tín dụng mà công ty đang áp dụng. Nếu công ty B (là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với công ty C) đang có thời hạn bán hàng là "2/10 net 45" nghĩa là thời hạn tín dụng chấp nhận với khách hàng là 45 ngày, nếu khách hàng trả trước trong thời hạn 10 ngày đầu tiên thì sẽ giảm giá 2%. Như vậy trong điều kiện các biến số khác của tiếp thị không thay đổi thì việc công ty C thu hẹp thời hạn thanh toán sẽ làm giảm lợi thế cạnh tranh của công ty trước các đối thủ cạnh tranh B.

Khi công ty nói lỏng thời hạn thanh toán cho các khách hàng của mình, sẽ làm tăng doanh số bán ra, tuy vậy điều này cũng đồng nghĩa với việc kỳ thu tiền bình quân tăng hơn, một số khách hàng có thể sử dụng phần vốn chưa đến thời hạn thanh toán vào các mục đích khác, và điều này làm cho công ty ứ đọng vốn ở khách hàng. Vì thế, chúng ta cần có những xác định chính xác về thời hạn bán tín dụng và những khách hàng nào được hưởng điều kiện trả chậm (vấn đề này sẽ được bàn ở chương 5).

Kỳ trả tiền bình quân là thời hạn bình quân đến hạn của các khoản nợ của công ty (Duration of payables)

$$Kp = \frac{Cp * D}{Cms} \quad (5)$$

$Kp$  = Kỳ trả tiền bình quân (ngày)

$Cp$  = Khoản phải trả

$C_{ms}$  = Tổng giá trị mua sắm trong kỳ

Khi thông tin về mua sắm không có sẵn, có thể dùng chi phí hàng đã bán trong báo cáo kết quả kinh doanh để thay thế cho việc tính toán. Chú ý khi công ty tạo ra giá trị tăng thêm lớn, thì việc thay thế này có thể mang lại kết quả không chính xác.

Thời hạn trả tiền bình quân còn có giá trị để đánh giá tính cam kết trong thanh toán của doanh nghiệp (doanh nghiệp với tư cách là người mua) với nhà cung cấp. Nếu kỳ trả tiền của doanh nghiệp là 45 ngày trong khi thời hạn thanh toán bình quân

trong các hợp đồng mua sắm là 30, thì ta có thể biết một phần các khoản nợ đã bị thanh toán chậm và điều này có thể làm suy giảm uy tín của doanh nghiệp trước các nhà cung cấp. Tất nhiên một kết luận chính xác sẽ cần phải có thêm các thông tin khác.

Khả năng thanh toán của công ty còn có thể làm rõ nét bằng việc phân tích khả năng thanh toán hàng tồn kho. Khả năng này có thể đo bằng thông số quay vòng tồn kho hay thời hạn giải toả tồn kho.

$$V_k = \frac{Chb}{T_{kbq}} \quad \text{hay} \quad T_k = \frac{D}{V_k}$$

$V_k$	= Vòng quay tồn kho (vòng)
$T_k$	= Thời gian dự trữ bình quân trong kỳ (ngày)
$C_{hb}$	= Chi phí hàng đã bán
$T_{kbq}$	= Mức tồn kho bình quân trong kỳ

Thông số này giống các thông số khác phải được đánh giá trong liên hệ với quá khứ, tương lai và với số bình quân ngành.

Nói chung quay vòng tồn kho càng cao sẽ càng tốt, song không phải bất cứ khi nào vòng quay tồn kho cao cũng là dấu hiệu đáng mừng, vì khi tồn kho bị thiếu sẽ xuất hiện tình trạng cạn dự trữ và điều này sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh vì có thể làm gián đoạn hoạt động kinh doanh do chờ có nguyên liệu và mất các cơ hội có hàng để bán hàng cho khách, trong một số trường hợp tồn kho thiếu có thể kéo dài thời gian thực hiện đơn hàng cho khách hàng. Tuy vậy, khi tồn kho có tốc độ quay vòng chậm nó chứng tỏ sự lỗi thời của một số hàng hoá hoặc có tình trạng quá hạn ở một số hàng dự trữ. Quá hạn như vậy cần phải được ghi giảm giá trị và đến một lúc nào đó có thể không thừa nhận nó như một tài sản. Vì thông số quay vòng tồn kho chỉ là một thông số thô, cho nên muốn nắm chi tiết hơn thực tế về tính hiệu quả của nó cần phải nghiên cứu trong tình hình quản trị tồn kho và từ đó phát hiện các nguyên nhân.

### **.III.1.2. Các thông số về cấu trúc tài trợ.**

Mở rộng các phân tích sang các thông số về cấu trúc nguồn vốn của công ty, chúng ta có thể sử dụng đến thông số nợ.

Thông số nợ trên giá trị ròng (hoặc trên vốn chủ) được tính bằng cách chia Nợ phải trả (bao gồm Nợ ngắn hạn và Nợ dài hạn) cho giá trị ròng (vốn chủ) của công ty.

$$R_d = \frac{V_d}{E_q}$$

$R_d$	= Thông số nợ
$V_d$	= Nợ phải trả = Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn
$E_q$	= Giá trị ròng = Tổng tài sản - Nợ phải trả

Với Công ty C năm thứ 1 ta có :



$$Rd = \frac{2000}{5000} = 0,40$$

Điều này cho thấy rằng, nếu công ty cứ 1,4 đồng tài sản (1+0,40), thì các khoản nợ đã chiếm hết 0,4 đồng, chiếm khoảng 28,57% tài sản của công ty, còn lại phần giá trị tài sản của cổ đông là 71,4%. Trên thực tế, điều này có đúng hay không tùy thuộc vào giá trị sổ sách liệu phần vốn chủ có phản ánh đúng như giá trị thị trường của tài sản hay không (khi giá trị thực vốn chủ thấp hơn giá trị sổ sách sẽ làm cho việc phán đoán mức độ an toàn về vốn trở nên hình thức vì kết quả tính được cao hơn hẳn so với thực tế).

Nếu thông số bình quân ngành là 0,5 như thế công ty C đã sử dụng nguồn vốn từ chủ tương đối lớn. Lễ thường tình thì nguồn vốn từ chủ có phí tổn cao hơn vốn huy động từ nợ, vì nguồn vốn từ chủ có mức độ mạo hiểm hơn. Khi công ty có ngân quỹ ổn định người ta có thể chấp nhận một thông số nợ khá cao. Ngược lại ngân quỹ biến động, không ổn định, thì việc gia tăng thông số nợ sẽ làm cho công ty có mức độ rủi ro cao hơn, và điều này ảnh hưởng rất xấu lên vốn cổ phần, cũng như các cổ phiếu thường.

Thông số đòn bẩy nợ, nó được xác định trên cơ sở tính tỷ lệ giữa nợ dài hạn so với vốn dài hạn (vốn thường xuyên).

$$Rld = \frac{Dl}{Vl}$$

$Rld$  = Đòn bẩy nợ  
 $Dl$  = Nợ dài hạn  
 $Vl$  = Nguồn vốn dài hạn  
= Nợ dài hạn + Giá trị ròng

Công ty C có

$$Rld = \frac{1250}{1250 + 5000} = 0,2$$

Thông số này nói với chúng ta tầm quan trọng của nợ dài hạn trong cấu trúc vốn và người ta thường dùng nó để đánh giá tác dụng của nợ dài hạn do tác dụng khuyến khích sinh lời hoặc lỗ của nợ dài hạn lên vốn chủ. Khi công ty kinh doanh thuận lợi, một công ty vay nợ dài hạn nhiều (tức tỷ lệ nợ dài hạn trên cao) sẽ làm cho tỷ suất sinh lời vốn chủ cao hơn, tuy vậy khi kinh doanh không thuận lợi (thậm chí công ty bị thua lỗ) thì mức tiền trả lãi do vay nợ dài hạn sẽ trở thành gánh nặng, đặt nặng lên phần vốn chủ. Khi đó công ty nào càng vay nhiều càng bị thua lỗ lớn.

Thông số ngân quỹ/nợ ( $Rlt$ ) là một công cụ đo lường khả năng công ty đáp ứng các khoản nợ hiện tại của mình bằng ngân quỹ hàng năm. Ngân quỹ hàng năm chính bằng lợi nhuận sau thuế cộng với khấu hao.

$$Rlt = \frac{EAT + Kh}{Vd}$$

$Rlt$  - Ngân quỹ trên nợ phải trả

EAT- Lợi nhuận sau thuế  
 $K_h$  - Khấu hao trong kỳ

Trong đó EAT+  $K_h$  là ngân quỹ ròng ( CF)

-  $V_d$  = Nợ phải trả (Nợ ngắn hạn + nợ dài hạn)

Với Công ty C năm thứ 1

$$Rlt = \frac{600 + 400}{2000} = 0,5$$

Thông số này thường cho thấy công ty cứ 1 đồng nợ, thì hàng năm có thể hoàn trả được 0,5 đồng. Đây là một tỷ lệ hoàn trả khá cao và chứa đựng khả năng tương đối an toàn của công ty.

### **Thông số đánh giá khả năng trả nợ dài hạn**

Các thông số đánh giá khả năng trả nợ dài hạn được thiết kế để so sánh các chi phí tài chính với ngân quỹ tạo ra hàng năm của công ty. Một thông số rất phổ biến là số lần trả lãi.

+ Số lần trả lãi là tỷ số giữa thu nhập trước thuế (EBIT) với tiền lãi phải trả trong năm tính toán.

$$Md = \frac{EBIT}{I}$$

Trong đó:

- $M_d$  số lần trả lãi
- EBIT Lợi nhuận trước thuế và chi phí tiền lãi
- Tiền lãi phải trả trong kỳ.

Nếu số lần trả lãi càng lớn hơn 1, càng cho thấy công ty có khả năng trả nợ dài hạn tốt. Tuy vậy, khi thông số này nhỏ hơn 1 thì tiền lãi vẫn phải thực hiện, vì đó là nghĩa vụ bắt buộc, trong trường hợp như vậy công ty vay nợ càng nhiều càng trở nên khốn đốn hơn với việc trả nợ lãi vay và vốn gốc.

+ Thông số khả năng trang trải bằng ngân quỹ (Cf) được tính bằng cách chia ngân quỹ trước thuế của công ty (bao gồm lợi nhuận hoạt động (EBIT) + khấu hao) cho tiền lãi và vốn gốc hoàn trả trong kỳ.

$$Cf = \frac{EBIT + Khauhao}{I + \frac{D_l}{(1-t)}}$$

Trong đó:

- Ngân quỹ trả nợ trong kỳ = Lợi nhuận hoạt động (EBIT) + Khấu hao
- I = Tiền lãi phải trả trong kỳ
- $D_l$  = Hoàn trả vốn vay dài hạn trong kỳ
- t = Thuế suất thuế thu nhập

Đây là thông số rất quan trọng để thuyết phục các nhà tài trợ đồng thuận tài trợ vốn cho các dự án đầu tư. Khi ở một dự án có thông số khả năng trang trải bằng ngân quỹ lớn hơn 1 ở các năm trong lịch trình trả nợ các khoản vay cho dự án, sẽ hứa hẹn một khả năng trả nợ tốt và vì vậy chỉ tiêu này có thể là một căn cứ để

## Chương 4

thuyết phục các nhà tài trợ cung cấp vốn cho dự án. Và ngược lại thống số Cf nhỏ hơn 1 là dấu hiệu xấu về khả năng trả nợ của dự án.

Chúng ta hãy xem xét ví dụ về một dự án đầu tư với tổng số vốn đầu tư là 2500 triệu đồng, Đòn bẩy nợ 70% (tức là nợ dài hạn chiếm 70% vốn đầu tư), lãi suất vay dài hạn 9%. Ngân hàng yêu cầu trả đều vốn gốc cùng với tiền lãi phát sinh hàng năm. Thời gian vay nợ là 4 năm. Ngân quỹ hàng năm của dự án như sau:

Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Lợi nhuận hoạt động	600	650	700	700
Khấu hao	400	400	400	400
<b>Ngân quỹ trả nợ</b>	<b>1000</b>	<b>1050</b>	<b>1100</b>	<b>1100</b>

Dựa trên yêu cầu trả nợ hàng năm của ngân hàng, chúng ta có thể tính được thông số khả năng trang trải bằng ngân quỹ (Cf) như sau:

$$\text{Số tiền vốn gốc trả hàng năm} = \frac{2500 * 70\%}{4} = 437,5$$

Và chúng dễ dàng tính được số tiền trả lại hàng năm là

Chỉ tiêu	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Vay	1750				
Hoàn trả hàng năm					
Trong đó:					
- Trả gốc		437.5	437.5	437.5	437.5
- Trả lãi		157.5	118.125	78.75	39.375

### BẢNG TÍNH CHỈ TIÊU KHẢ NĂNG TRANG TRẢI BẰNG NGÂN QUỸ

Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Ngân quỹ trả nợ	1000	1050	1100	1100
Vốn gốc qui về trước thuế (Thuế suất 40%)	729.17	729.17	729.17	729.17
<b>Khả năng trang trải bằng ngân quỹ</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>

Bảng trên cho thấy khả năng trang trải ngân quỹ ở năm thứ nhất bằng 1,1, còn những năm về sau chỉ số này đều lớn hơn 1. Như vậy dự án với nguồn vốn vay 1750 triệuVNĐ có khả năng trả nợ khoản vay trên là khá tốt. Đây là một căn cứ để thuyết phục các nhà đầu tư và các nhà tài trợ cung cấp vốn cho dự án.

#### .III.1.3. Các thông số về khả năng sinh lợi

Khả năng sinh lời là khía cạnh mà các nhà đầu tư quan tâm đến doanh nghiệp vì suy cho cùng người đầu tư sẽ được hưởng lợi từ việc doanh nghiệp hoạt động có lợi nhuận hay không. Các thông số khả năng sinh lợi bao gồm hai loại:

- Các thông số có quan hệ với doanh thu
- Các thông số có quan hệ với vốn đầu tư

##### a.Thông số sinh lời liên quan đến doanh thu:

- Thông số lợi nhuận gộp biên là tỷ số giữa lợi nhuận gộp với doanh thu thuần

### **Lợi nhuận gộp biên (%) = Lợi nhuận gộp / doanh thu thuần**

Thông số này chỉ ra tương quan giữa lợi nhuận gộp với doanh số thu thuần (doanh số ròng). Nó phản ánh hiệu quả của hệ thống sản xuất, và thường chỉ tiêu này đo lường sự cải thiện hệ thống sản xuất sau khi đầu tư, cải tiến công nghệ. Giả sử, ngành chế biến đang có lợi nhuận sau thuế biên bình quân là 16%, nhưng công ty C trong năm thứ 1 là 22%. Điều này chứng tỏ công ty đang phát huy tốt hiệu quả các khoản đầu tư theo chiều sâu. Chỉ tiêu lợi nhuận gộp biên rất quan trọng để đánh giá hiệu quả của đầu tư và thường sau khi đầu tư, hiện đại hoá máy móc thiết bị sẽ làm thay đổi thông số lợi nhuận gộp biên, do các thiết bị mới được đầu tư có thể mang lại sự tiết kiệm hơn về chi phí trong quá trình sản xuất ra sản phẩm.

- Thông số lợi nhuận sau thuế biên (còn gọi là tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu) là tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế so với doanh thu thuần

### **Lợi nhuận sau thuế biên = Lợi nhuận sau thuế / doanh thu thuần** (EAT = Lợi nhuận sau thuế thu nhập công ty)

Thông số này nói lên hiệu quả tương đối của công ty sau khi thực hiện các khoản chi phí và thuế thu nhập. Trong tình huống công ty C, năm thứ 1 là 6% - đồng nghĩa với việc cứ 100 triệu đồng doanh thu tạo ra sẽ có 6 triệu đồng lợi nhuận sau thuế. Và công ty C đang hoạt động có hiệu quả hơn so với ngành vì thông số này ở ngành là 2,8%.

Nếu chúng ta xem xét hiệu số giữa hai thông số - lợi nhuận gộp biên và lợi nhuận sau thuế biên, sự chênh lệch này phụ thuộc rất nhiều vào tỷ lệ các khoản chi phí cố định (khấu hao, chi phí quản lý), chi phí bán hàng và cả chi phí tiền lãi ... Một số công ty trong nhiều năm lợi nhuận gộp biên không thay đổi, nhưng lợi nhuận sau thuế biên lại có sự thay đổi lớn, vì họ đã đẩy mạnh các nỗ lực tiếp thị. Và điều này làm tăng tỷ trọng chi phí bán hàng, cách làm này có thể làm tăng doanh thu và nhờ vậy làm tăng thu nhập thuần của công ty.

### **b. Các thông số sinh lợi liên quan đến vốn:**

(1) Thu nhập trên tài sản (ROA - Return on Total Asset) là quan hệ tỷ lệ giữa lợi nhuận sau thuế so với tổng tài sản của công ty. ROA phản ánh cứ 100 đồng tài sản thì trong năm tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Đây là chỉ tiêu phản ánh khả năng tạo ra lợi nhuận của tài sản.

### **Thu nhập trên tài sản (ROA) = Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản**

So với bình quân ngành đang là 12% khả năng sinh lợi trên tài sản của Công ty C (năm thứ nhất 9%) là hơi thấp mặc dù tỷ suất lợi nhuận trên doanh số rất cao. Lý do của hiện tượng này là do tốc độ quay vòng tài sản thấp.

(2) Thu nhập của vốn chủ (vốn cổ phần) (ROE) phản ánh cứ một 100 đồng vốn mà chủ DN đầu tư trong năm mang lại cho họ bao nhiêu đồng lợi nhuận.

Trong các công ty cổ phần còn được gọi là thu nhập của vốn cổ phần (ROE: Return on Equity): là sự so sánh tương quan giữa thu nhập thuần dành cho cổ phần thường với giá trị sổ sách vốn cổ phần thường.

$$ROE = \frac{P}{VCP}$$

P = Lợi nhuận ròng  
VCP = Vốn cổ phần

Thông số này nói lên thu nhập trên đầu tư theo sổ sách của vốn cổ phần (vốn chủ), nó cũng cần được đem so sánh với nhiều công ty trong ngành.

Hiện tại ngành này có ROE của ngành = 15%, trong khi công ty C năm thứ nhất chỉ là 12%, bạn thấy một mâu thuẫn là công ty có lợi nhuận sau thuế biên cao hơn so với ngành song lợi nhuận trên giá trị ròng công ty lại thấp hơn, có thể giải thích điều này bằng việc công ty đã sử dụng nhiều vốn chủ hơn để tạo ra doanh số so với hầu hết các công ty khác trong cùng ngành.

(3) Thu nhập trên một cổ phần thường – Earning per share (EPS) Thu nhập trên mỗi một cổ phần là một chỉ tiêu cực phản ánh mức độ hấp dẫn của một cổ phần phổ thông của công ty

~~Thu nhập trên một cổ phần (EPS)~~ =  $\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phiếu thường}}$

Thu nhập ròng của cổ đông thường được tính bằng cách lấy lợi nhuận sau thuế (thu nhập sau thuế thu nhập doanh nghiệp) trừ đi cổ tức ưu đãi.

### Các thông số phản ánh giá trị thị trường – Market value ratios

Các nhà đầu tư cổ phần đặc biệt quan tâm đến vài giá trị có ảnh hưởng mạnh đến giá trị thị trường của cổ phần như:

**Tỷ số giá trị trường trên thu nhập (P/E)**- là tỷ số giữa giá trị thị trường mỗi cổ phiếu thường so với thu nhập của mỗi cổ phần thường (cổ phiếu phổ thông)

~~Tỷ số giá trị trường trên thu nhập~~ =  $\frac{\text{Giá trị thị trường của mỗi cổ phần (P)}}{\text{Thu nhập của mỗi cổ phần (EPS)}}$

Đây là chỉ tiêu mà các nhà đầu tư rất quan tâm vì nó thể hiện giá cổ phần của công ty đắt hay rẻ so với thu nhập mà người đầu tư có thể nhận được. Nếu một công ty có giá trị P/E là 6 điều này cho thấy để có một đồng thu nhập người đầu tư phải trả giá gấp 6 lần. P/E cho thấy tính hấp dẫn của để có được một đồng thu nhập nhà đầu tư phải trả bao nhiêu đồng. Nếu P/E cao quá có thể báo hiệu thời điểm các nhà đầu cơ bán cổ phiếu nắm giữ ra bên ngoài, điều này sẽ làm cho giá cổ phiếu sụt giảm vào thời hạn sau đó.

### Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (M/B- Market/Book value)

Cũng giống như P/E người ta thường bàn đến tính hấp dẫn của vốn cổ phần khi so sánh giữa các cổ phiếu khác nhau trên thị trường chứng khoán. Giá trị thị trường của cổ phiếu là giá cổ phiếu trên thị trường, còn giá sổ sách của mỗi cổ phần thường (thư giá cổ phần thường) được tính bằng cách lấy Vốn cổ phần thường chia cho số cổ phiếu phổ thông đang phát hành.

**Giá trị trường trên giá trị sổ sách**  
**(M/B)=**

**Giá trị thị trường của mỗi cổ phiếu(M)**  
**Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu(B)**

Thông thường đối với những công ty hoạt động bình thường có mức sinh lời cao hơn điều kiện trung bình của ngành sẽ có tỷ số M/B lớn hơn 1. Tỷ số giá trị thị trường so với giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu lớn hơn 1 phản ánh tính hấp dẫn của cổ phiếu trên thị trường, nó đồng nghĩa với việc các nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao hơn so với giá trị sổ sách. M/B lớn hơn 1 còn chưa đựng thông tin - trong giá trị sổ sách chưa phản ánh hết giá trị vô hình như uy tín, thương hiệu của công ty hoặc lợi thế thương mại của doanh nghiệp. Phần chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của mỗi một cổ phiếu được xem như giá trị tài sản vô hình hoặc giá trị thương hiệu của doanh nghiệp tính trên mỗi cổ phần.

### Giá cổ phiếu trên ngân quỹ

Trong một số ngành, giá cổ phiếu có quan hệ chặt chẽ với dòng tiền hơn là thu nhập doanh nghiệp (lợi nhuận ròng). Ví dụ, các nhà đầu tư thường quan tâm **tỷ số giá/dòng tiền**. **Tỷ số giá/dòng tiền** là tỷ lệ giữa giá thị trường mỗi cổ phần chia cho dòng tiền trên mỗi cổ phần, nó cho biết nhà đầu tư phải chi trả bao nhiêu để có được một đồng.

~~**Giá cổ phiếu trên ngân quỹ**~~

**Giá trị thị trường của mỗi cổ phiếu**  
**Ngân quỹ trên mỗi cổ phiếu**

### Phân tích Dupont

Khi ta lấy tích số giữa vòng quay tài sản với lợi nhuận sau thuế biên sẽ có thông số thu nhập trên tài sản. Tích số trên gọi là phương trình Dupont – nó chỉ ra ROA có thể tách ra thành lãi ròng trên doanh thu nhân với vòng quay tài sản.

$$ROA = \frac{\text{lãiròng}}{\text{doanhthu}} \times \frac{\text{Doanhthu}}{\text{Tôngtaisan}} \quad (4.1)$$

$$ROA_C = 8\% \times 2 = 16\%$$

Ta thấy công ty C tỷ lệ lợi nhuận trên doanh thu là 8% và quay vòng tài sản là 2. Do vậy, công ty C có thu nhập trên tài sản là 16%. Nếu công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần thường, thì thu nhập trên tài sản (ROA) và thu nhập vốn cổ phần (ROE) sẽ bằng nhau, vì tổng tài sản bằng vốn cổ phần thường.

$$ROA = \frac{\text{lãiròng}}{\text{Tôngtaisan}} = \frac{\text{Lãiròng}}{\text{Vôncôphan}} = ROE$$

Bây giờ chúng ta sẽ xem xét mối quan hệ giữa ROA và ROE. Như ở trên chúng ta có công thức tính thu nhập của vốn cổ phần là ROE.

$$ROE = \frac{P_r}{E} = \frac{P_r}{A} \times \frac{A}{E}$$

$$ROE = ROA \times \frac{A}{E} = ROA \times \frac{A}{A-D} = \frac{A+D-D}{A-D}$$

$$ROE = ROA \times (1 + \text{Thông số nợ})$$

$$\text{ROE\%} = \text{ROA\%} (1 + \text{thông số nợ}) \quad (4.2)$$

Công thức 4.2 cho thấy mối quan hệ giữa ROE và ROA. Khi công ty có tăng thông số nợ lên sẽ khuếch đại thu nhập của tài sản bằng một hệ số (1+ thông số nợ). Khi công ty gia tăng thông số nợ sẽ khuếch đại lãi hoặc lỗ vốn cổ phần.

### .III.2. Phân tích xu hướng theo thời gian

Chúng ta đã hiểu ý nghĩa các thông số tài chính. Bây giờ chúng ta thử so sánh chúng với các thông số bình quân ngành để phát hiện một số vấn đề trong điều kiện và hiệu suất tài chính của công ty. Nếu chúng ta đem so sánh các thông số của chính công ty ở các thời điểm khác nhau trong quá khứ sẽ làm nổi bật xu hướng phát triển của công ty về hoạt động tài chính. Điều này có thể rất hữu ích trong việc phát hiện các nguyên nhân làm gia tăng hay suy giảm các điều kiện và hiệu suất tài chính của công ty. Việc tìm ra xu hướng có thể sẽ giúp ta có được những ước đoán về tương lai của công ty. Phân tích các xu hướng tài chính bằng cách sắp xếp các thông số theo thời gian để nhận ra những giao động, xu hướng hay tốc độ tăng giảm các thông số tài chính. Nếu đưa các con số lên đồ thị theo thời gian thì vấn đề sẽ đơn giản đi rất nhiều để nhận biết đặc trưng chính của công ty.

Ta thử xem các thông số tài chính của Công ty C qua ba năm.

Có thể thấy thông số khả năng thanh toán hiện thời và khả năng thanh toán nhanh có xu hướng giảm dần. Điều này cho thấy khả năng thanh toán công ty C có chiều hướng xấu đi, tuy vậy mức tăng giảm này chỉ cho biết được xu hướng, và chúng ta còn cần phải xem xét nó trong xu thế của ngành. Đi liền với hai thông số trên ta thấy vòng quay khoản phải thu tăng lên, vòng quay tồn kho lại giảm xuống. Khi vòng quay khoản phải thu tăng nhanh sẽ làm cho kỳ thu tiền bình quân giảm xuống và điều này làm cho tốc độ chuyên hoá thành tiền của khoản phải thu tăng cao. Tuy vậy khi gia tăng nhanh quá có thể xuất phát từ chính sách bán hàng quá thiết chặt làm cho khách hàng bị bất lợi vì thế có thể làm tổn hại đến lợi ích của công ty trong dài hạn.

Thu nhập trên tài sản ROA trong 3 năm có sự thay đổi lớn từ 5,36% lên 11,34%. Với mức thu nhập trên tài sản như hiện nay sẽ hứa hẹn tính hấp dẫn của công ty trước các nhà đầu tư.

Xét về thông số thu nhập trên vốn cổ phần ta thấy công ty C có xu hướng tăng dần trong ba năm. Điều này chứng tỏ việc gia tăng đòn bẩy nợ sẽ có ý nghĩa lớn trong việc khuếch đại mức sinh lời của vốn chủ sở hữu. Rất tiếc điều này trong

## Chương 4

các năm qua công ty lại đang có khuynh hướng giảm dần tỷ lệ nợ phải trả và tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn thường xuyên.

Các thông số tài chính	Năm 02	Năm 03	Năm 04	Nhận xét
Khả năng thanh toán hiện thời	6.26	3.17	2.05	Xấu dần
Khả năng thanh toán nhanh	5.5185	2.63385	1.57647	Xấu dần
Vòng quay khoản phải thu	7.1429	6.875	13.75	Tốt hơn
Vòng quay tồn kho	46	27.1429	35.5	
Vòng quay Tài sản dài hạn	1.5385	1.30332	1.8232	
Vòng quay Tài sản ngắn hạn	5.9172	5.33463	9.48276	
Vòng quay tài sản	1.221	1.04742	1.52919	Nhanh hơn
Thông số nợ	1.34	0.90945	0.79833	Tốt hơn
Tỷ lệ nợ trên tài sản	0.5726	0.47629	0.44393	
Nợ dài hạn trên vốn thường xuyên	0.5581	0.44174	0.39638	
Tỷ lệ lợi nhuận trên doanh thu	4.39%	7.07%	7.42%	Tốt hơn
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	8%	14%	14%	
Thu nhập trên vốn cổ phần	12.55%	14.14%	20.40%	Tốt hơn
Thu nhập trên tài sản	5.36%	7.40%	11.34%	

### .IV Phân tích khối và phân tích chỉ số

#### .IV.1. Phân tích khối

Là xem xét khuynh hướng các tỷ trọng của từng yếu tố trong các báo cáo tài chính ( như tỷ trọng tài sản cố định trong tổng tài sản, hoặc tính tỷ trọng nợ phải trả so với tổng nguồn vốn). Như vậy, trong bảng cân đối kế toán có thể biểu diễn các khoản tính bằng tỷ lệ % khi đem so với tổng tài sản. Còn trong báo cáo kết quả kinh doanh thì lại so sánh từng chỉ phí với doanh thu thuần. Việc phân tích khối có thể giúp ích nhà quản trị nhận thức về kết cấu tài sản và nguồn vốn trong bảng cân đối kế toán, còn trong bảng báo cáo kết quả kinh doanh có thể cho biết sự thay đổi các loại chi phí có ảnh hưởng đến thu nhập ròng của công ty, qua đó có thể xem xét khuynh hướng đầu tư và tài trợ của công ty.



**Chương 4**

<b>Phân tích khối</b>	N.02	N.03	N.04		N02	N03	N04
<b>A&gt;TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	20.63%	19.63%	16.13%	<b>A&gt;NỢ PHẢI TRẢ</b>	57.26%	47.63%	44.39%
Tiền và các khoản tương đương tiền	0.61%	0.67%	0.74%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	3.30%	6.19%	7.88%
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0.24%	0.11%	0.14%				
Khoản phải thu	17.09%	15.24%	11.12%				
Hàng tồn kho	2.44%	3.33%	3.71%				
Tài sản ngắn hạn khác	0.24%	0.29%	0.42%				
<b>B&gt;TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	79.37%	80.37%	83.87%				
<b>Các khoản phải thu dài hạn</b>	1.22%	1.14%	0.93%				
<b>Tài sản cố định</b>	64.71%	62.08%	69.97%				
Tài sản cố định hữu hình	48.84%	42.85%	46.34%	<b>Nợ dài hạn</b>	53.97%	41.44%	36.52%
Tài sản cố định thuê tài chính	4.88%	3.52%	3.24%				
Tài sản cố định vô hình	3.66%	4.28%	3.71%				
Chi phí XDCB dở dang	7.33%	11.43%	16.68%	<b>B&gt;VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	42.74%	52.37%	55.61%
<b>Bất động sản đầu tư</b>	6.11%	11.43%	9.27%				
<b>Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</b>	7.33%	5.71%	3.71%				
Đầu tư vào công ty con	7.33%	5.71%	3.71%				
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	0.00%	0.00%	0.00%				
Đầu tư dài hạn khác	0.00%	0.00%	0.00%				
<b>Tài sản dài hạn khác</b>	0.00%	0.00%	0.00%				
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	100%	100.0%	100.0%	<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	100%	100%	100%

### .IV.2. Phân tích chỉ số

Là việc so sánh các yếu tố trong các bảng báo cáo tài chính với một năm gốc nào đó, ví dụ chỉ số tăng tài sản cố định qua các năm, hoặc chỉ số tăng nguồn vốn. Cách phân tích này giúp cho người phân tích nhận thấy khuynh hướng thay đổi về quy mô từng loại tài sản, hoặc sự thay đổi từng nguồn vốn trong bảng cân đối kế toán, và nhờ vậy thấy được chiều hướng thay đổi trong cơ cấu đầu tư và tài trợ qua các năm.

## .V Tóm tắt chương và ôn tập

### .V.1. Tóm tắt

Các báo cáo tài chính là những tài liệu rất quan trọng đối với những đối tượng khác nhau quan tâm đến công ty. Các phân tích tài chính khai thác chủ yếu thông tin từ bảng cân đối tài sản, và bảng báo cáo thu nhập. Những phân tích này phản ánh các khía cạnh của điều kiện và hiệu suất tài chính của Công ty.

Các thông số tài chính là công cụ hữu ích để phân tích điều kiện và hiệu suất tài chính. Chúng có thể phân chia thành bốn nhóm chính là: các thông số đo lường khả năng trả nợ ngắn hạn, thông số về cấu trúc tài chính, thông số về khả năng sinh lợi & thông số đo lường khả năng trả nợ dài hạn. Mỗi thông số chỉ phản ánh một mặt nào đó, vì thế muốn đánh giá chính xác cần phải kết hợp với một số thông số cần thiết.

Các thông số tài chính không chỉ giúp cho các nhà tài trợ vốn (người cho vay) và người đầu tư đánh giá công ty, mà còn giúp các nhà quản trị hiểu rõ hơn tình thế của mình và thực hiện các hoạt động thích hợp qua đó có thể thương lượng hiệu quả với người cấp vốn từ bên ngoài. Tính hữu ích của thông số tài chính phụ thuộc vào kinh nghiệm của nhà phân tích. Tự nó mỗi thông số có rất ít ý nghĩa, vì thế nó phải được đem đối chiếu so sánh một cách thích hợp để phát hiện vấn đề một cách sâu sắc. Các so sánh này có thể tiến hành theo thời gian để thấy khuynh hướng biến đổi về các điều kiện và hiệu suất tài chính, hoặc đem so sánh với số bình quân ngành để thấy sự tương quan giữa công ty với điều kiện trung bình của ngành về các điều kiện và hiệu suất tài chính.

Cùng với các phân tích thông số, các phân tích khối và phân tích chỉ số như là các phân tích ngang và dọc các bản báo cáo tài chính. Chúng làm rõ hơn quan hệ tương đối giữa các khoản và phản ánh sự phát triển của từng khoản trong bối cảnh chung của công ty.

### .V.2. Câu hỏi ôn tập

1. Mục đích của các báo cáo tài chính là gì? Các bộ phận chính cấu thành các báo cáo tài chính?
2. Tại sao việc phân tích các khuynh hướng trong các thông số tài chính lại rất quan trọng?
3. Một công ty có thông số thanh toán hiện thời là 4/1 nhưng vẫn không thể đối phó được với các khoản nợ của nó .Vì sao?

4. Một Công ty có thu nhập trên tài sản là 25% vẫn rơi vào tình thế không trả nợ được. Vì sao?
5. Hãy nêu các khuyết tật trong công thức tính kỳ thu tiền bình quân và tốc độ quay vòng tồn kho? anh chị hãy chỉ ra cách giải quyết với những gì mà anh chị đã phát hiện?
6. Hãy nêu các thông số mà anh chị sẽ quan tâm nếu anh chị đứng ở vị trí sau :
  - Người tài trợ cho tồn kho mùa vụ
  - Đầu tư cổ phiếu thường
  - Cho vay dài hạn của công ty
  - Là đơn vị tiêu thụ sản phẩm của Công ty
  - Làm thế nào để biết Công ty có quá nhiều nợ? Thông số nào thể hiện điều đó.
7. Tại sao một Công ty đang hoạt động hiệu quả vẫn không trả nợ được? Thông số nào nhận biết điều đó?
8. Tăng tốc độ quay vòng tồn kho có tăng khả năng sinh lợi không?
9. Tại sao người cho vay ngắn hạn (ví dụ ngân hàng) lại chú ý nhiều đến bảng tổng kết tài sản khi xem xét cho vay. Họ có cần phải phân tích dự toán báo cáo kết quả kinh doanh không? Vì sao?

**.V.3. Bài tập**

1. Công ty kim khí P có tài sản ngắn hạn là 800 triệu và nợ ngắn hạn là 500 triệu. Các giao dịch sau đây ảnh hưởng thế nào đến thông số khả năng thanh toán hiện thời?
  - Mua thêm hai xe vận tải để sử dụng với trị giá 100 triệu bằng tiền mặt
  - Vay ngân hàng 100 triệu để tăng khoản phải thu một giá trị tương đương.
  - Phát hành thêm 200 triệu cổ phiếu thường để phát triển thêm một số chi nhánh
  - Tăng khoản phải trả để thanh toán lợi tức bằng tiền là 40 triệu
2. Công ty X đang bán hàng với thời hạn tín dụng là 2/10 net 30. Các báo cáo tài chính của ba năm gần đây cho như sau :

ĐVT : triệu đồng

Chỉ tiêu	2005	2006	2007
Ngân quỹ	30	20	5
Khoản phải thu	200	260	290
Tồn kho	400	480	600
Tài sản cố định ròng	800	800	800
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1430</b>	<b>1560</b>	<b>1695</b>
Khoản phải trả	230	300	380
Nợ tích lũy	200	210	225
Nợ ngắn hạn ngân hàng	100	100	140
Nợ dài hạn	300	300	300
Cổ phần thường	100	100	100
Thu nhập giữ lại	500	550	550
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1430</b>	<b>1560</b>	<b>1695</b>
<b>Doanh số</b>	<b>4000</b>	<b>4300</b>	<b>3800</b>

## Chương 4

---

Chi phí hàng bán	3200	3600	3300
Lợi nhuận ròng	300	200	100

Sử dụng các thông số tài chính để phân tích điều kiện và hiệu suất tài chính của Công ty

3. Sử dụng các thông tin tài chính để hoàn chỉnh bảng tổng kết tài sản :

Nợ dài hạn/giá trị ròng	0.5
Quay vòng tài sản	2.5 lần
Kỳ thu tiền bình quân	18 ngày
Quay vòng tồn kho	9 lần
Lợi nhuận gộp biên	10%
Thông số thanh toán nhanh	1

Giả sử một năm 360 ngày. Hoàn tất các thông tin tài chính còn lại trong bảng cân đối kế toán?

## Chương 4

---

Đơn vị : Triệu đồng

Ngân quỹ	....?...	Phải trả và nợ Ngân hàng ngắn hạn	100
Khoản phải thu	.... ?..		....?.....
Tồn kho	..	Nợ dài hạn	100
Tài sản cố định	....?...	Cổ phần thường	100
	.	Thu nhập giữ lại	
	....?...		
Tổng tài	.		....?.....
	... ?...	Tổng nguồn vốn	
	.		

## CHƯƠNG 5

# RỦI RO VÀ CÁC CÔNG CỤ PHÁI SINH

### .I Phân tích rủi ro của doanh nghiệp

Rủi ro được định nghĩa trong từ điển Webster là “ một mối nguy hại, nguy cơ gây thiệt hại hoặc tổn thương”. Vì vậy, nói đến rủi ro là nói đến khả năng những sự kiện bất lợi xảy ra

Rủi ro là hiện tượng thường xuyên xảy ra trong kinh doanh và trong các hoạt động đầu tư. Đo lường rủi ro người ta thường dùng chỉ tiêu độ lệch chuẩn về tỷ suất sinh lời kỳ vọng:

Ví dụ: Một nhà đầu tư dự kiến đầu tư 200 triệu đồng vào hai loại chứng khoán ABC và BFC, nhà đầu tư nhận thấy khả năng sinh lời của từng chứng khoán như sau:

Điều kiện	Khả năng xảy ra	Chứng khoán đầu tư	
		ABC	BFC
Tốt	0.2	20%	25%
Trung bình	0.6	12%	10%
Xấu	0.2	-14%	-13%

Chúng ta nhận thấy đầu tư vào mỗi loại chứng khoán có mức sinh lời khác nhau. Và mức sinh lời trung bình của chứng khoán ABC là 8,4% và chứng khoán BFC cũng là 8,4%. Tuy vậy, nếu mức sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư là 7% thì mức sinh lời thực tế như vậy là chấp nhận được. Khi phân tích về độ lệch chuẩn của từng chứng khoán chúng ta lại thấy. Chứng khoán ABC là 11,6% còn chứng khoán BFC là 12,2%, độ lệch càng lớn thì khả năng giao động về tỷ suất sinh lời càng cao và vì vậy rủi ro càng lớn.

Rủi ro mà các doanh nghiệp gặp phải thường có hai dạng: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

Bây giờ chúng ta lần lượt tìm hiểu về rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính

#### .I.1. Rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính

Rủi ro kinh doanh gắn liền với hiện tượng không chắc chắn tiềm ẩn về mức lợi nhuận tương lai từ tài sản đầu tư, khi doanh nghiệp không sử dụng nợ để tài trợ. Rủi ro kinh doanh được đo lường bởi tính khả biến hay sự không chắc chắn về EBIT của doanh nghiệp, nó có thể đo lường bởi độ lệch chuẩn hay phương sai của EBIT. Như vậy, rủi ro kinh doanh là rủi ro về hoạt động kinh doanh không liên quan đến cơ cấu nguồn vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh đó. Trong cùng một ngành, các doanh nghiệp thường có cùng mức độ rủi ro kinh doanh, vì chúng hoạt động trong những điều kiện về môi trường kinh doanh tương tự nhau. Ví dụ, các doanh nghiệp trong ngành dệt may cùng hoạt động trên một thị trường, khi đó các doanh nghiệp có cùng điều kiện môi trường như nhau và khả năng xảy ra nguy cơ tiềm ẩn gần như như nhau. Vì thế các doanh nghiệp ngành dệt đó có cùng mức rủi ro kinh

## Chương 5

doanh. Khi các doanh nghiệp có mức đầu tư dài hạn khác nhau sẽ có rủi ro khác nhau. Hãy quan sát hai doanh nghiệp hoạt động cùng một ngành, nhưng lại có mức đầu tư khác nhau sau :

Chỉ tiêu	Công ty A	Công ty B
Đầu tư dài hạn (Trđ)	4000	2000
Biến phí (đồng)	10000	11000
Định phí (Trđ)	800	400
Giá bán sản phẩm (đ)	14000	

Do mức đầu tư dài hạn ở công ty A nhiều hơn công ty B, nên tổng định phí ở công ty A nhiều hơn công ty B, và điều này làm cho biến phí tính cho một đơn vị sản phẩm ở công ty A thấp hơn công ty B. Sự đầu tư dài hạn khác nhau đã làm cho điểm hoà vốn ở công ty A cao hơn ở công ty B. Sản lượng hoà vốn công ty A = 200000, còn công ty B là 133.334. Trong một điều kiện sức mua thị trường như nhau những công ty có điểm hoà vốn cao hơn sẽ có mức rủi ro cao hơn.

Vào mùa thu năm 1990, ba doanh nghiệp sản xuất ô tô lớn nhất của Mỹ (Ford, Chrysler và General Motors) đã ký kết các hợp đồng mới với nghiệp đoàn công nhân ô tô. Một yếu tố chính trong hợp đồng là điều khoản bảo đảm các công nhân bị mất việc được hưởng 95% tiền lương của thời gian làm việc đầy đủ. Vào thời điểm ký kết hợp đồng các công ty sản xuất ô tô tin rằng việc cắt giảm nhân công và tinh giản bộ máy đã đủ sức cho họ vượt qua mọi thách thức của cạnh tranh nước ngoài và ngay cả với những suy thoái của nền kinh tế.

Tác động của cuộc chiến tranh vùng vịnh Ba Tư và suy thoái của Mỹ năm 1991 cho thấy là họ đã sai lầm. Đầu năm 1991, các xí nghiệp Ford chỉ hoạt động 60% công suất và Ford đã báo cáo khoản lỗ 519 triệu đô và General Motors lỗ 1,6 tỷ đô la. Trong năm 1990, Ford đã có một dòng tiền âm tích lũy là 3,1 tỷ đô, lớn hơn dòng tiền âm vào các năm suy thoái 1981 và 1982. Ngoài ra các công ty Mỹ phải đối phó với cạnh tranh từ các công ty của Nhật đặt tại Mỹ. Có 07 công ty của Nhật đã điều hành 08 nhà máy lắp ráp ô tô đặt tại Mỹ và có khả năng sản xuất 2 triệu chiếc ô tô mỗi năm. Sự cạnh tranh trong ngành diễn ra khốc liệt dựa trên xu hướng giảm giá. Tất cả tình hình trên làm cho các công ty của Mỹ trở nên khó khăn do tính linh hoạt thấp bắt nguồn từ đội ngũ công nhân của các công ty được bảo đảm về thu nhập ngay cả khi mất việc. Các bảo đảm thu nhập của người công nhân đã làm cho một bộ phận lớn chi phí trước đây là biến phí đã trở thành định phí và điều này làm tăng thêm mức độ giao động của EBIT. Vì thế, hợp đồng lao động của các công ty ô tô Mỹ là nguyên nhân làm gia tăng mức độ rủi ro trong kinh doanh ô tô của Mỹ.

### Các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro kinh doanh

+ **Sự biến đổi của nhu cầu thị trường.** Khi nhu cầu thị trường ổn định, sẽ mang lại sự thuận lợi việc tiêu thụ hàng hoá của công ty và điều này làm giảm thấp mức độ rủi ro kinh doanh. Tuy vậy, nếu những doanh nghiệp hoạt động trong những thị trường có mức độ giao động lớn về nhu cầu thị trường sẽ làm gia tăng mức độ rủi ro kinh doanh.

+ **Sự giao động giá bán sản phẩm.** Thị trường có những khuynh hướng biến thiên lớn về giá bán sản phẩm đưa đến nguy cơ rủi ro cao hơn. Chúng ta có thể xem xét sự thay đổi giá cafe trên thị trường thế giới. Có những thời điểm giá cafe giảm thấp làm cho rất nhiều chủ trang trại cafe phải chặt phá hàng loạt ha cafe, vì nếu để lại có thể vẫn phải đầu tư trong khi giá bán ra lại rất thấp.

+ **Sự biến đổi về giá cả các yếu tố đầu vào.** Những công ty phải mua những tài nguyên đầu vào với mức độ giao động cao về giá sẽ có nguy cơ bị rủi ro cao hơn, vì sự giao động về giá các tài nguyên đầu vào sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận.

+ **Khả năng theo đuổi chiến lược giá của công ty.** Việc giảm giá không phải doanh nghiệp nào cũng có khả năng như nhau vì lợi thế qui mô và chi phí ở từng doanh nghiệp có sự khác nhau. Tuy vậy do áp lực của chính phủ, hoặc của đối thủ cạnh tranh và nhất là áp lực từ phía khách hàng mà các công ty buộc phải giảm giá. Trong điều kiện như vậy, những công ty có lợi thế về chi phí thấp, có tiềm lực về tài chính sẽ có khả năng giảm thấp về rủi ro kinh doanh. Nhân tố này đặc biệt quan trọng khi công ty hoạt động trong nền kinh tế có mức lạm phát cao.

+ **Mức độ phân bổ giữa chi phí cố định và chi phí biến đổi.** Nhân tố này thể hiện: nếu doanh nghiệp có tỷ trọng chi phí cố định trong tổng chi phí rất cao và tỷ trọng này khó cắt giảm được thì rủi ro kinh doanh càng cao.

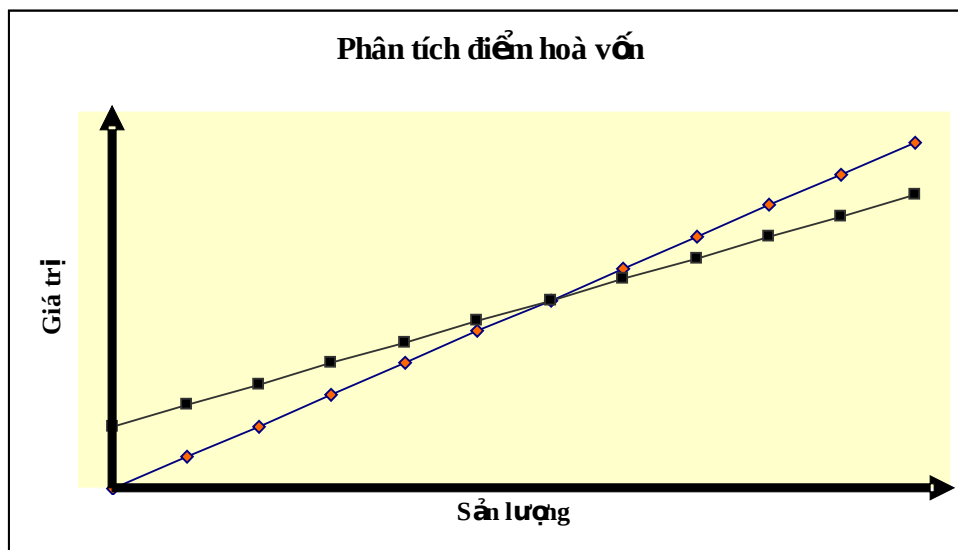
+ **Phạm vi đa dạng hoá sản phẩm:** Nếu các yếu tố khác không đổi, các chủng loại sản phẩm của doanh nghiệp càng được đa dạng hoá thì EBIT của doanh nghiệp càng ít bị giao động và vì vậy rủi ro kinh doanh càng được giảm thấp.

$$S_0 = \frac{F}{P - v}$$

Trong đó:

- o  $S_0$ - sản lượng hòa vốn
- o  $F$  - định phí loại I
- o  $v$  - Biến phí tính cho một đơn vị sản lượng
- o  $P$  - giá bán sản phẩm
- o  $Q$ : số lượng sản phẩm tiêu thụ





Đòn bẩy hoạt động là một thông số phản ánh ảnh hưởng tác động của định phí loại 1 đối với lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp (thu nhập trước thuế và chi phí tiền lãi\_EBIT). Độ lớn của đòn bẩy hoạt động được xác định bởi công thức sau :

$$\text{Và đòn bẩy hoạt động: } Eo = \frac{\%EBIT}{\%Q} = \frac{Q(\text{Pr} - v)}{Q(\text{Pr} - v) - F}$$

Hệ số Eo cho thấy: Tại mức sản lượng Q nào đó, khi tăng hoặc giảm 1% sản lượng thì lợi nhuận hoạt động tương ứng tăng hoặc giảm Eo %. Ở ví dụ trên, tại mức sản lượng 250.000 sản phẩm công ty A có Eo\_A là 5 & Eo\_B là 4 thì cứ 1% thay đổi sản lượng, công ty A có 5% và công ty B có 4% thay đổi EBIT. Rõ ràng, công ty A có nguy cơ rủi ro kinh doanh cao hơn công ty B, vì chỉ cần một giao động nhỏ về sản lượng sẽ ảnh hưởng lớn đến thu nhập hoạt động. Cần chú ý rằng, lợi nhuận để tính độ lớn đòn bẩy hoạt động không tính đến lãi vay để nhằm loại bỏ những ảnh hưởng của cơ cấu tài trợ nguồn vốn khi phân tích rủi ro kinh doanh. Công thức trên cho thấy tác động của định phí có ảnh hưởng lớn đến việc khuyếch đại lợi nhuận hoạt động. Tại một mức kinh doanh nhất định, khi tỷ lệ định phí trong kinh doanh càng lớn thì độ lớn đòn bẩy hoạt động càng cao.

**Tóm lại:**

Rủi ro kinh doanh phụ thuộc vào ba tham số : Doanh thu, chi phí và mức độ hoạt động của công ty. Một công ty có độ lớn đòn bẩy hoạt động cao thì một những thay đổi nhỏ về doanh thu cũng có thể tác động lớn đến lợi nhuận hoạt động. Lợi nhuận tăng rất mạnh khi công ty mở rộng hoạt động bán hàng, nhưng sẽ giảm rất mạnh nếu có sự sụt giảm mức tiêu thụ. Rủi ro kinh doanh phụ thuộc vào tỷ trọng định phí trong tổng chi phí hoạt động công ty. Tuy vậy định phí lại phụ thuộc rất lớn vào mức độ hoạt động đầu tư dài hạn.

Quy mô hoạt động của doanh nghiệp càng gần điểm hoà vốn càng có đòn bẩy hoạt động lớn, và vì vậy rủi ro kinh doanh lại càng cao. (Chúng ta hãy quan sát, tại điểm sản lượng 220000 sản phẩm E0A = 11 còn EoB = 6,796).

### Phân tích rủi ro tài chính

Rủi ro tài chính là rủi ro phát sinh khi doanh nghiệp sử dụng nợ phải trả để tài trợ cho các hoạt động của mình. Như chúng ta đã tìm hiểu, bất kỳ doanh nghiệp nào hoạt động kinh doanh đều tiềm ẩn những rủi ro nhất định. Tuy vậy, khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay thì toàn bộ rủi ro kinh doanh sẽ tập trung vào người chủ sở hữu. Vì thế rủi ro tài chính là loại rủi ro khó chia sẻ. Đo lường về rủi ro tài chính đã được Du-pont phân tích như sau :

$$ROE = Va * Ip * (1 + Id)$$

Chỉ tiêu trên cho thấy, mức thu nhập vốn cổ phần phụ thuộc một phần vào vòng quay tài sản, lợi nhuận sau thuế biên và cơ cấu nguồn vốn tài trợ của doanh nghiệp, tức là tùy thuộc vào việc sử dụng nợ của doanh nghiệp.

Nghiên cứu rủi ro tài chính còn có quan điểm của Elin Coben, theo đó ông cho rằng

$$ROE = BEP + (1 - T) \frac{(BEP - i) D_b}{E_q}$$

Trong đó :

- BEP - Khả năng sinh lời kinh tế của tài sản
- i - Lãi suất trung bình năm tính trên số nợ của doanh nghiệp
- T - Thuế thu nhập doanh nghiệp
- $E_q$  – Vốn cổ phần
- $D_b$  – tỷ lệ nợ

Quan điểm của Elin Coben cho thấy rõ hơn hiệu ứng nợ đối với ROE. Việc đi vay hay tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản và lãi suất vay nợ. Khi vay không mang lại thu nhập vốn cổ phần, nếu mức sinh lời kinh tế của tài sản nhỏ hơn lãi suất vay.

### Đòn bẩy tài chính. (Ed)

Như chúng ta đã nghiên cứu đòn bẩy nợ, đòn bẩy nợ là tỷ số giữa nợ dài hạn so với vốn dài hạn ( còn gọi vốn thường xuyên), khi doanh nghiệp tăng tỷ trọng nợ dài hạn sẽ làm tăng đòn bẩy nợ. Việc thay đổi cấu trúc tài trợ trên có thể làm thay đổi mức chi phí tiền lãi và trạng thái rủi ro của doanh nghiệp. Khi sản lượng hàng hoá bán ra tăng hay giảm thì chi phí trả lãi vay dài hạn vẫn không thay đổi, vì thế chi phí tiền lãi được xem như một loại chi phí cố định. Chính dựa trên đặc tính này của nợ dài hạn, người ta tiến hành phân tích rủi ro tài chính thông qua thông số đòn bẩy tài chính (Ed)

Để làm rõ vấn đề này, chúng ta xem xét ba doanh nghiệp A,B,C có giá trị TSCĐ và đầu tư dài hạn như nhau, nhưng có đòn bẩy nợ khác nhau, cụ thể là:

Chỉ tiêu	Công ty A	Công ty B	Công ty C
Tổng tài sản (Trđ)	1000	1000	1000
Đòn bẩy nợ	0%	50%	75%

## Chương 5

Vốn cổ phần (Trđ)	1000	500	250
Nợ dài hạn (Trđ)	0	500	750

Giả sử :

Tỷ suất sinh lời của tài sản ở các mức: 4%, 12% và 20% theo các tình huống bất lợi, trung bình và thuận lợi trong ngành, xác suất gắn với tình huống bất lợi, trung bình và thuận lợi đều bằng 1/3

Thuế thu nhập doanh nghiệp là 32% và lãi suất vay nợ dài hạn là 12%/ năm.

Như vậy, tác động của đòn bẩy nợ đối với thu nhập vốn cổ phần như thế nào? Chúng ta sẽ tìm hiểu bằng phân tích sau:

### Công ty A

Chỉ tiêu	Điều kiện kinh tế		
	Xấu	TB	Tốt
Tiền lãi (I)	0	0	0
Thu nhập tính thuế	40	120	200
Thuế thu nhập	12.8	38.4	64
Lợi nhuận ròng	27.2	81.6	136
ROE	2.72%	8.16%	13.60%
Giá trị kỳ vọng của ROE		8.16%	
Độ lệch chuẩn ROE		4.44%	
Hệ số biến thiên ROE		0.54	

Tương tự ta có các thông tin ở công ty B & C như sau :

Chỉ tiêu	Cty A	Cty B	Cty C
Giá trị kỳ vọng của ROE	8,16%	7,73%	6,02%
Độ lệch chuẩn ROE	4,44%	9,41%	20,44%
Hệ số biến thiên ROE	0,54	1,22	3,4

Kết quả trên cho thấy:

+ Khi đòn bẩy nợ càng lớn thì rủi ro của doanh nghiệp càng lớn

+ Khi mức sinh lời của tài sản cao hơn lãi suất vay dài hạn thì doanh nghiệp nào có đòn bẩy nợ càng lớn sẽ có thu nhập trên vốn cổ phần càng cao. Và ngược lại khi mức sinh lời của tài sản thấp hơn lãi suất vay dài hạn thì công ty nào có đòn bẩy nợ càng lớn sẽ thua lỗ càng nhiều. Đây được gọi là hiệu ứng đòn bẩy nợ, đòn bẩy nợ đã khuếch đại lãi hoặc lỗ lên .

Trong ví dụ trên, nếu so sánh EBIT và ROE trong điều kiện thuận lợi, thì công ty nào có đòn bẩy nợ càng lớn sẽ có thu nhập vốn cổ phần càng lớn. Cụ thể, quan hệ giữa (% ROE)/ (% EBIT) của công ty A là 1, công ty B là 1.4 và công ty C 2.2 . Những doanh nghiệp có đòn bẩy nợ càng lớn thì hệ số trên càng lớn.

Chỉ tiêu	Cty A	Cty B	Cty C
Đòn bẩy nợ %	0%	50%	75%
Sự thay đổi EBIT%	166.67%	166.67%	166.67%
Sự thay đổi ROE%	166.67%	233.33%	366.67%
%ROE/%EBIT	1	1.4	2.2

Quan hệ giữa (% ROE / % EBIT) là đòn bẩy tài chính

$$Ed = \frac{\%ROE}{\%EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{Q(\text{Pr} - v) - F}{Q(\text{Pr} - v) - F - I}$$

Đối với những công ty có Ed càng lớn, thì chỉ cần một giao động nhỏ EBIT có thể thay đổi lớn ROE tức là ảnh hưởng lớn đến lợi ích của các cổ đông trong công ty. Vì vậy chỉ tiêu Ed là một chỉ tiêu để đo lường rủi ro tài chính .

### **ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH VÀ GIÁ CỔ PHẦN**

Năm 1964 giá cổ phần của hãng Eastern Airlines được bán với giá 60 đô la, trong khi một cổ phần của hãng Delta Airlines chỉ bán được với mức 10 đôla. Đến năm 1988, Delta Airlines đã trở thành một trong những hãng hàng không mạnh nhất, có giá trị một cổ phần ở mức 60 đôla, tăng 500%. Còn hãng Eastern Airlines thì chấm dứt như một hãng tồn tại độc lập- nó bị hãng Texas Air mua lại vào năm 1980 trong một cuộc hợp nhất bắt buộc ở mức giá cổ phần thấp hơn 10 đô la. Thu nhập, cổ tức và giá cổ phần của hãng Delta Airlines đều tăng mạnh trong suốt hai thập niên 70 và 80. Hãng Eastern Airlines trả cổ tức lần cuối vào năm 1969 và chịu khoản lỗ hơn 1 tỷ đô la giữa những năm 1968 và 1969. Có nhiều yếu tố kết hợp với nhau để tạo nên các kết cục khác nhau này, nhưng các quyết định tài chính đã có ảnh hưởng chủ yếu. Theo truyền thống, hãng Eastern Airlines đã sử dụng các khoản nợ rất nhiều và dĩ nhiên rủi ro tài chính cũng rất cao, trong khi đó hãng Delta Airlines lại có chính sách tài trợ bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính vừa phải do đó rủi ro tài chính ở mức có thể chấp nhận được.

Ví dụ, năm 1968 tỷ lệ nợ của hãng Delta Airlines là 44%, so với tỷ suất nợ trên 90% của hãng Eastern Airlines. Sự gia tăng đầy kịch tính về lãi suất\*\* đã làm gia tăng mạnh các chi phí và làm giảm lợi nhuận của hãng Eastern Airlines, nhưng điều đó chỉ có ảnh hưởng nhỏ lên hãng Delta Airlines. Hơn nữa khi giá nhiên liệu tăng hơn 100% buộc các hãng hàng không phải trang bị các máy bay phản lực mới tiết kiệm nhiên liệu hơn, thì hãng Delta Airline đã có thể làm được như vậy còn hãng Eastern Airlines thì không thể. Cuối cùng khi ngành hàng không được điều chỉnh vào cuối thập niên 80, hãng Delta Airline đã trở nên đủ mạnh để mở rộng sang các thị trường phát triển khác và giảm giá khi cần để thu hút giới doanh nghiệp, còn hãng Eastern Airlines thì không thể.

\*\* Lãi suất tại Mỹ đã tăng từ 6% trong những năm 1960 lên đến 21% vào đầu năm 1980

### Hiệu ứng đòn bẩy tổng hợp

Sự thay đổi điều kiện kinh doanh sẽ làm thay đổi sản lượng sản xuất và tiêu thụ, đến lượt có sự thay đổi của sản lượng lại được khuếch đại lên bằng hiệu ứng đòn bẩy hoạt động làm EBIT biến đổi, sau cùng sự biến đổi của EBIT làm thay đổi mạnh thu nhập trên cổ phần thường qua sự khuếch đại của đòn bẩy nợ. Như thế, có một sự thay đổi sản lượng, mỗi khi điều kiện kinh doanh thay đổi.

Hiệu ứng đòn bẩy tổng hợp là tích của hai đòn bẩy trên :

$$E_c = E_o \times E_d$$

Qua đó người ta có thể ước lượng tính được dao động của thu nhập trên cổ phần thường. Hay nói cách khác trạng thái rủi ro của các cổ phiếu thường có thể được ước lượng.

### .I.2. Rủi ro tài sản riêng và rủi ro của danh mục

Như chúng ta đã nghiên cứu rủi ro kinh doanh và đã tìm hiểu cách thức giảm thiểu rủi ro kinh doanh nhờ đến đa dạng hóa. Đa dạng hóa là cách thức đầu tư, phát triển các sản phẩm khác nhau hướng đến những thị trường khác nhau. (Điển hình về dạng đa dạng hóa là tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai). Khi đa dạng hóa sự đầu tư và phát triển của doanh nghiệp sẽ hình thành nên một danh mục đầu tư gồm những tài sản tài chính khác nhau.

Tất cả các tài sản tài chính đều được kỳ vọng sẽ sản sinh ra những dòng tiền (còn được gọi là ngân lưu) và rủi ro của các tài sản dựa vào mức độ biến thiên của các dòng tiền đó.

Rủi ro của tài sản tài chính có thể đánh giá theo 2 cách:

- Rủi ro của tài sản xét riêng mình nó và dòng tiền của tài sản cũng được xét riêng mình nó,
- Rủi ro xét trong mối tương quan với các tài sản khác trong một danh mục tài sản, khi đó dòng tiền của nhiều tài sản được kết hợp với nhau để phân tích một dòng tiền hợp nhất.

Có một sự khác biệt giữa rủi ro xét riêng và rủi ro xét trong danh mục các tài sản tài chính. Nếu xét riêng một tài sản tài chính có thể có rủi ro rất cao, nhưng xét trong danh mục tài sản tài chính rủi ro lại rất thấp.

Khi xét trong danh mục tài sản, rủi ro của nó có thể phân thành hai phần:

(a) Rủi ro có thể đa dạng hóa – rủi ro có thể giảm thấp được nhờ đa dạng hóa đầu tư và

(b) rủi ro thị trường phản ánh nguy cơ giảm giá của toàn bộ thị trường ( trong nhiều trường hợp các cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán đồng loạt giảm giá), rủi ro này không thể giảm thấp được nhờ đa dạng hóa đầu tư.

Các nhà đầu tư thường quan tâm đến rủi ro thị trường vì điều này giúp họ tránh được rủi ro thấy được, và ngược lại ít quan tâm đến rủi ro có thể đa dạng hóa đầu tư.

Nhìn chung các nhà đầu tư để có khuynh hướng né tránh rủi ro vì thế các nhà đầu tư sẽ không mua các tài sản rủi ro trừ phi các tài sản này có tỷ suất lợi nhuận cao. ***Vì thế, một tài sản có mức rủi ro thị trường cao phải hứa hẹn mang lại tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng đủ cao mới hấp dẫn các nhà đầu tư.***

- Nếu các nhà đầu tư nghĩ rằng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán quá thấp so với rủi ro của nó, thì giá của chứng khoán sẽ giảm, từ đó làm tăng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng. Ngược lại tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng quá cao so với mức rủi ro của chứng khoán, giá chứng khoán sẽ tăng làm giảm tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng. Khi đó, chứng khoán đó sẽ đi đến điểm cân bằng giữa tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng đủ để bù đắp rủi ro.

### **Đo lường rủi ro của từng tài sản riêng lẻ**

Rủi ro (risk) là khả năng các sự kiện không mong đợi sẽ xảy ra.

Rủi ro riêng lẻ là rủi ro mà nhà đầu tư phải chịu khi đầu tư một tài sản duy nhất (Thực tế nhà đầu tư thường nắm giữ cùng lúc nhiều tài sản tài chính khác nhau).

*Ví dụ, một nhà đầu tư bỏ ra 100.000\$ để mua cổ phiếu của một công ty mới thành lập để tiến hành khai thác dầu khí ở biển Đại Tây Dương. Tỷ suất lợi nhuận từ khoản đầu tư này rất khó dự đoán. Trong tình huống xấu, công ty này không tìm ra được giếng dầu và bị phá sản, nhà đầu tư bị mất toàn bộ vốn đầu tư, tỷ suất lợi nhuận là -100%. Trong tình huống tốt nhất, công ty phát hiện ra mỏ dầu với trữ lượng lớn và nhà đầu tư có khoản lợi nhuận khổng lồ. Khi đánh giá khoản đầu tư này nhà đầu tư có thể có được khoản lợi nhuận kỳ vọng hay lợi nhuận dự kiến (expected rate of return), là 20% nhưng xét về thống kê, lợi nhuận thực tế (actual rate of return) có thể nằm trong khoảng từ -100% đến 1000%. Do thực tế tỷ suất lợi nhuận nhỏ hơn nhiều tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nên cổ phiếu này tương đối rủi ro. Nhà đầu tư sẽ không đầu tư trừ phi tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng đủ cao để bù đắp cho rủi ro theo đánh giá của nhà đầu tư.*

Tỷ suất lợi nhuận thực tế hiếm khi bằng với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng. Lợi nhuận thực tế thường cao hơn hoặc thấp hơn so với lợi nhuận kỳ vọng, nếu tỷ suất lợi nhuận thực tế bằng với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng thì không còn rủi ro nữa. Rủi ro đầu tư vì thế liên quan đến xác suất xảy ra tỷ suất lợi nhuận thực tế thấp hơn hoặc có giá trị âm.

**Phân phối xác suất ( Probability Distributions)** Xác suất của một sự kiện là khả năng sự kiện đó xảy ra. Nếu chúng ta liệt kê tất cả các sự kiện xảy ra, ta gọi là biến cố (outcomes) và nếu mỗi sự kiện đều tương ứng với một xác suất nhất định thì chúng ta có một bảng phân phối xác suất.

*Ví dụ, bạn là nhà đầu tư đang cân nhắc bỏ ra 1000trđ để mua cổ phiếu một trong hai công ty A,B. Cổ tức nhận được hàng năm cộng với khoản tăng giá cổ phiếu sau một năm ta gọi là thu nhập từ việc đầu tư. Nếu ta đem toàn bộ thu nhập tạo ra chia cho vốn đầu tư ban đầu ta có tỷ suất lợi nhuận.*

## Chương 5

Biến cố xảy ra đối với việc đầu tư theo ba sự kiện chính sau: Tốt; Bình thường và Xấu. Các biến cố này gắn với sự phát triển của nền kinh tế - nơi các công ty đầu tư đang hoạt động.

Bảng phân phối xác suất như sau:

Biến cố (1)	Xác suất (2)	Tỷ suất lợi nhuận dự kiến	
		Ở Cty A	Ở Cty B
- Tốt	0,3	100%	20%
- Bình thường	0,4	15%	15%
- Xấu	0,3	-70%	10%
	1,0		

**Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng hay Tỷ suất lợi nhuận dự kiến ( expected rate of return)**

*Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng – được tính bằng tổng tích xác suất với tỷ suất lợi nhuận gắn với các biến cố cụ thể.*

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng} = \sum_{i=1}^N P_i \times R_i$$

Trong đó:

$P_i$  – Xác suất ứng với biến cố  $i$

$R_i$  – Tỷ suất lợi nhuận ứng với biến cố  $i$

$$R_A = 0,3 \times 100\% + 0,4 \times 15\% + 0,3 \times (-70\%) = 15\%$$

$$R_B = 0,3 \times 20\% + 0,4 \times 15\% + 0,3 \times 10\% = 15\%$$

Từ đây ta có thể tính được độ lệch chuẩn, như sau:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^m (r_i - E(X))^2 \times P_i}$$

$$\sigma_A = \sqrt{0,3 \times (100\% - 15\%)^2 + 0,4 \times (15\% - 15\%)^2 + 0,3 \times (-70\% - 15\%)^2} = 111,51\%$$

$$\sigma_B = \sqrt{0,3 \times (20\% - 15\%)^2 + 0,4 \times (15\% - 15\%)^2 + 0,3 \times (10\% - 15\%)^2} = 3,87\%$$

Rõ ràng ta thấy đầu tư vào công ty A có rủi ro cao hơn đầu tư vào công ty B

### Đo lường rủi ro của danh mục đầu tư:

Khi nhà đầu tư đầu tư không phải là một tài sản riêng lẻ mà đầu tư nhiều tài sản tài chính, tập hợp các tài sản này hình thành nên danh mục đầu tư.

Tỷ suất lợi tức kỳ vọng đối với một danh mục đầu tư đơn giản là giá trị bình quân gia quyền của tỷ suất lợi tức kỳ vọng của các tài sản đầu tư riêng lẻ trong danh mục. Quyền số là tỷ trọng từng tài sản trong tổng giá trị danh mục.

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i \times E(R_i)$$

Trong đó:

- $W_i$  - Tỷ trọng vốn của tài sản i trong danh mục đầu tư, với  $\sum_{i=1}^n W_i = 1$
- $E(R_i)$  – Tỷ suất lợi tức kỳ vọng của tài sản i
- $E(R_p)$ - Tỷ suất lợi tức kỳ vọng của danh mục đầu tư

Ví dụ, Một công ty đầu tư 4 tài sản tài chính, mức lợi tức và tỷ trọng vốn đầu tư của từng loại tài sản được thể hiện ở bảng sau:

Tài sản	$W_i$	$E(R_i)$	$W_i \cdot E(R_i)$
1	20%	10%	2.0%
2	30%	11%	3.3%
3	30%	12%	3.6%
4	20%	13%	2.6%
			<b>11.5%</b>

Với các thông tin trên chúng ta dễ dàng tính được tỷ suất lợi tức trung bình( kỳ vọng) của cả danh mục đầu tư là 11,5%.

Chúng ta sẽ khảo sát rủi ro của danh mục đầu tư trên hai tài sản tài chính- A&B:

Rủi ro của hai tài sản tài chính được đo lường bởi hiệp phương sai  $\sigma_{AB}$  và Hiệp phương sai của hai tài sản tài chính A& B bằng công thức sau

$$\sigma_{AB} = Cov_{AB} = \sum_i^k p_i [R_{A,i} - E(R_A)][R_{B,i} - E(R_B)]$$

Trong đó:

$P_i$ - xác suất ứng với biến cố i, với  $\sum_i^k P_i = 1$

$R_{A,i}$  – Tỷ suất lợi tức của tài sản A trong điều kiện xảy ra biến cố i

$R_{B,i}$  – Tỷ suất lợi tức của tài sản B trong điều kiện xảy ra biến cố i

Hiệp phương sai có thể dương hoặc âm, hoặc bằng không. Chỉ có những danh mục đầu tư có hiệp phương sai nhỏ hơn không thì mới giảm rủi ro, nghĩa là lúc đó đa dạng hóa sẽ làm giảm rủi ro xuống hay rủi ro của các tài sản tài chính nó bù trừ cho nhau. Chúng ta hãy xem xét một ví dụ sau:

Trạng thái của nền kinh tế ( biến cố -i)	Xác suất xảy ra ( $P_i$ )	Tỷ suất lợi tức của chứng khoán A ( $E_{A,i}$ )	Tỷ suất lợi tức của chứng khoán B ( $E_{B,i}$ )
Tăng trưởng mạnh	0,5	25%	1%
Suy thoái	0,2	-25%	35%
Tăng trưởng bình thường	0,3	10%	-5%



## Chương 5

---

Ta dễ dàng tính được tỷ suất lợi tức kỳ vọng của từng chứng khoán A và B lần lượt là  $E(R_A)=10,5\%$  và  $E(R_B)=6\%$ .

Áp dụng công thức trên ta tính được hiệp phương sai của hai chứng khoán A&B là

$$\begin{aligned}\sigma_{AB} = Cov_{AB} &= \sum_i^k p_i [R_{A,i} - E(R_A)][R_{B,i} - E(R_B)] = 0.5(25\% - 10.5\%)(1 - 6\%) + \\ &0.2(-25\% - 10.5\%)(35\% - 6\%) + 0.3(10\% - 10.5\%)(-5\% - 6\%) = -2,45\%\end{aligned}$$

Với hiệp phương sai nhỏ hơn không việc có được một danh mục đầu tư A&B sẽ làm giảm rủi ro.

Với hiệp phương sai của hai tài sản tài chính trên ta có thể, tính được hệ số tương quan của hai chứng khoán A&B:

$$\rho_{AB} = \frac{Cov_{A,B}}{\sigma_A \sigma_B}$$

$\sigma_A, \sigma_B$  là độ lệch chuẩn của hai chứng khoán A và B.

Trong ví dụ trên chúng ta dễ dàng tính được hệ số tương quan của hai chứng khoán A và B là  $\rho_{AB} = \frac{Cov_{A,B}}{\sigma_A \sigma_B} = \frac{240,5\%}{18,9\% \times 14,73\%} = -0,86$

Cần chú ý rằng  $\rho_{AB}$  có giá trị nằm trong khoảng từ (-1,1).

- Nếu  $\rho_{AB}=1$  tương quan thuận hoàn hảo.
- Nếu  $\rho_{AB}= -1$  tương quan nghịch hoàn hảo

Đa dạng hóa chỉ mang lại lợi ích (giảm thiểu rủi ro) khi hệ số tương quan giữa các tài sản  $< 0$ , hoặc khi sự tương quan giữa các tài sản càng nghịch chiều càng tốt.

Rủi ro của n chứng khoán đầu tư sẽ được xác định bằng công thức sau:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_i^n \sum_j^n W_i W_j Cov_{ij}}$$

Trong đó:

- $\sigma_p$  độ lệch về tỷ suất lợi tức của danh mục đầu tư
- $W_i$  tỷ trọng vốn đầu tư của chứng khoán i trong danh mục đầu tư
- $Cov_{ij}$  hiệp phương sai của hai chứng khoán i và j

### .II Các công cụ tài chính phái sinh

Chứng khoán phái sinh (derivative securities) có tên gọi như vậy vì giá trị hợp đồng phụ thuộc vào các tài sản hoặc các biến cố khác (gọi là tài sản cơ sở - underlying asset). Tài sản cơ sở có thể là hàng hoá, ngoại tệ, chứng khoán .... Trong phạm vi môn học, chúng ta chỉ chú trọng đến chứng khoán phái sinh trên thị trường tài chính. Công cụ phái sinh là một hợp đồng tài chính giữa hai bên để giao dịch một tài sản vào thời điểm trong tương lai với một mức giá được ấn định trước. Một trong hai bên là “người bán” (the seller) thường cũng là người ký phát (writer) hợp đồng, còn bên kia là “người mua” (the buyer). Hai bên tham gia một hợp đồng phái sinh được gọi là các *bên đối ứng* (counter-parties). Người mua công cụ phái sinh được gọi là có vị thế dài (long-position), còn người bán là người có vị thế ngắn hạn (short-position). Ngày các bên thực sự tiến hành giao hàng và giao tiền gọi là ngày đáo hạn (expiry date) Tài sản giao dịch gọi là tài sản cơ sở. Giá giao dịch tài sản cơ sở, được ấn định trước ngày khi hình thành hợp đồng gọi là giá thực hiện (strike price hoặc exercise price).

Công cụ phái sinh – một hợp đồng tài chính giữa hai bên để giao dịch một tài sản tại một mức giá cố định vào một thời điểm trong tương lai.

Có một vài công cụ phái sinh phổ biến bao gồm:

- Hợp đồng kỳ hạn ( Forwards)
- Hợp đồng tương lai ( Futures)
- Quyền chọn (options)

Mục tiêu của chúng ta là tìm hiểu những vấn đề căn bản về hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai và quyền chọn.

#### .II.1. Hợp đồng giao dịch có kỳ hạn

Một hợp đồng giao dịch có kỳ hạn ( gọi tắt là hợp đồng kỳ hạn) là một hợp đồng tài chính cho phép người mua mua một tài sản cụ thể với một mức giá ấn định trước tại một thời điểm cụ thể trong tương lai. Người bán phải bán cho người mua tài sản cơ sở với mức giá đã thỏa thuận trước khi đến thời điểm tương lai đã ấn định.

Hợp đồng giao dịch có kỳ hạn: Một hợp đồng tài chính cho phép người mua một tài sản xác định tại một mức giá xác định tại một thời điểm xác định trong tương lai.

Ví dụ, một công ty khai thác vàng sẽ sản xuất 100 tấn vàng vào ngày 1/10/2011. Công ty lo ngại rằng giá vàng có thể sẽ giảm vì thế muốn được chốt giá ngay từ bây giờ để có thể bán vàng với mức giá xác định trước ngày 1/10/2011. Để làm được điều đó công ty ký hợp đồng bán vàng có kỳ hạn. Giả định có một công ty sản xuất đồ trang sức cũng muốn cố định giá mua vàng vào ngày 1/10/2011 để không lo lắng về nguy cơ tăng giá vàng. Công ty nữ trang có thể ký hợp đồng có kỳ hạn. Nếu cả hai bên thỏa thuận với nhau giá giao dịch là 1800\$/ounce, thì hợp đồng có kỳ hạn có thể có nội dung như sau :

- Cam kết : người nắm giữ bản hợp đồng giao dịch có kỳ hạn này có nghĩa vụ phải mua tài sản dưới đây với giá và ngày giao dịch được qui định bởi người ký phát.

## Chương 5

- Tài sản cơ sở : 100 tấn vàng
- Giá thực hiện 1800USD/ounce
- Ngày giao hàng : 1/10/2011

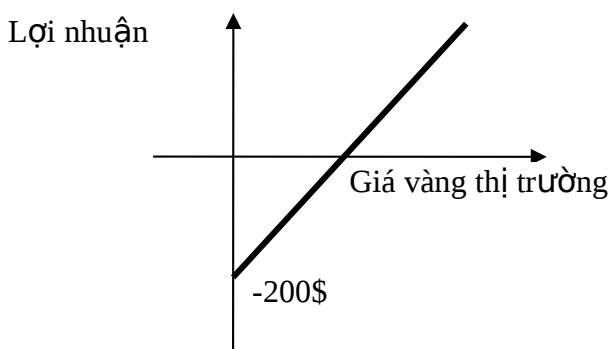
Chú ý: ngày giao hàng trong hợp đồng có ký hạn còn được gọi là ngày giao hàng (delivery date); Giá giao dịch được ấn định ngay trong thời điểm ký hợp đồng, mức giá này không thay đổi cho dù giá vàng trên thị trường lên xuống như thế nào sau đó. Công ty nữ trang ( người mua hợp đồng) sẽ có vị thế dài trong hợp đồng có ký hạn, còn công ty khai thác vàng có vị thế ngắn.

### Lợi nhuận từ hợp đồng ký hạn (pay-offs)

Để hiểu khái niệm lợi nhuận trong hợp đồng ký hạn, chúng ta có thể đặt vấn đề để công ty sản xuất đồ trang sức có thể tiết kiệm được bao nhiêu tiền nhờ hợp đồng ký hạn. Nếu giá vàng trên thị trường là 2000\$ trong khi hợp đồng ký hạn cho phép công ty mua với giá 1800\$/ounce, thì tiết kiệm được 200\$/ounce. Như vậy, lợi nhuận từ hợp đồng ký hạn là 200\$/ounce. Bây giờ, giả định giá vàng trên thị trường là 1800\$/ounce, như vậy hợp đồng ký hạn không giúp công ty tiết kiệm được đồng nào, và lợi nhuận từ hợp đồng ký hạn là bằng 0. Cuối cùng nếu giá vàng trên thị trường là 1600\$/ounce, hợp đồng ký hạn không giúp công ty tiết kiệm được đồng nào mà còn buộc công ty phải trả giá cao hơn thị trường 200\$/ounce. Vì thế lợi nhuận từ hợp đồng này là -200\$/ounce.

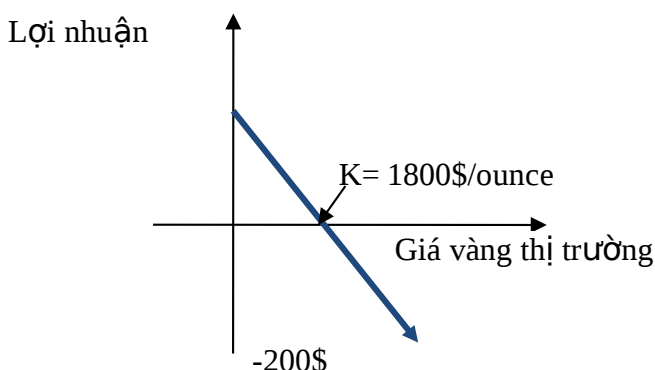
Nếu chúng ta biểu diễn lợi nhuận của người mua theo sự thay đổi của giá vàng trên thị lên đồ thị, chúng ta sẽ có đường thẳng dốc lên như trong Hình 4.2.

Hình 5.2 Lợi nhuận của người mua HĐ ký hạn



Bây giờ để hiểu lợi nhuận của người bán hợp đồng ký hạn, chúng ta có thể đặt vấn đề công ty khai thác vàng có thể kiếm thêm được bao nhiêu tiền nhờ vào HĐ ký hạn. Nếu vàng trên thị trường là 1600\$/ounce trong khi hợp đồng ký hạn cho phép công ty bán với giá 180\$/ounce, và kiếm được 200\$/ounce. Vì thế, lợi nhuận của hợp đồng ký hạn là 200\$/ounce. Bây giờ, giả định giá vàng trên thị trường là 1800\$/ounce, ta thấy trong trường hợp này hợp đồng ký hạn không giúp công ty kiếm được lợi nhuận nào cả. Cuối cùng nếu giá vàng trên thị trường là 2000\$/ounce, ta thấy hợp đồng ký hạn không giúp công ty kiếm được USD nào cả mà còn buộc công ty bán với giá thấp hơn 200\$/ounce. Vì thế, lợi nhuận từ hợp đồng ký hạn là -200\$/ounce. Nếu ta biểu diễn lợi nhuận của người bán theo sự thay

đổi giá vàng trên thị trường lên đồ thị, chúng ta sẽ có đường thẳng dốc xuống như trong hình 5.3 dưới đây.



Tính huống, Barings, một ngân hàng có phong cách bảo thủ ở Anh quốc, có lịch sử rất lâu đời từ khi mua bang Louisiana vào cuối thế kỷ 19, đã sụp đổ vào năm 1995 khi một chuyên viên giao dịch bị thua lỗ \$1,4 tỷ trong các giao dịch công cụ phái sinh. Nicholas Leeson, chuyên viên giao dịch của Barings tại văn phòng Singapore đã đầu cơ vào các chỉ số chứng khoán Nhật bản và các hợp đồng lãi suất tương lai mà không báo cấp trên của mình. Việc kiểm soát lỏng lẻo tại ngân hàng tạo điều kiện cho Leeson tích lũy khoản lỗ khổng lồ mà không bị phát hiện. Sự việc vỡ lở làm mọi người kinh ngạc, và họ ủng hộ cần phải kiểm soát chặt chẽ hơn các hợp đồng phái sinh, nếu không muốn vỡ nợ như Barings. Phần lớn mọi người lập luận không chỉ riêng Leeson phải chịu trách nhiệm – rằng cả ngân hàng và các sở giao dịch chứng khoán cũng đã không giám sát chặt chẽ các giao dịch trên thị trường. Vì không báo cáo các giao dịch của mình, Leeson bị kết án 6 năm rưỡi tù giam ở Singapore. Sau đó, Barings bị bán lại cho một ngân hàng ở Hà Lan.

### Các loại hợp đồng kỳ hạn

Không chỉ có vàng mới có hợp đồng kỳ hạn. Trong thực tế nhiều loại hàng hóa khác cũng được giao dịch trên thị trường kỳ hạn như: kim loại quý, kim loại, năng lượng, ngũ cốc, thực phẩm, tiền tệ và các chứng khoán. Ví dụ, nếu bạn cần đổi đô la Singapore lấy USD sau sáu tháng nữa, thì ngay hôm nay bạn có thể đến một ngân hàng mua đô la theo hợp đồng kỳ hạn 6 tháng. Như thế, bạn cố định giá hối đoái, và không còn phải lo lắng về rủi ro USD tăng giá.

Giao dịch hợp đồng ký hạn có thể được áp dụng cả với trái phiếu, đất đai. Điều này cho phép nhà đầu tư mua một loại trái phiếu, đất đai trong tương lai với giá được chốt giá từ ngày hôm nay. Hợp đồng ký hạn giúp cho cả người mua và người bán hợp đồng phòng vệ sự thay đổi giá bán trái phiếu, cũng như giá đất. Nhờ vậy giảm thiểu rủi ro do thay đổi lãi suất, thay đổi giá đất.

### Hợp đồng tương lai ( futures contract)

Mặc dù các hợp đồng ký hạn tỏ ra khá linh hoạt, nhưng lại có nhược điểm do tính thanh khoản thấp. Có nghĩa là bên bán hoặc bên mua trong hợp đồng ký hạn không thể dễ dàng chuyển nhượng vị trí của mình trong hợp đồng trước ngày đáo hạn. Ví dụ, giả định bạn ký hợp đồng kỳ hạn mua đồng đô la sau 6 tháng nữa. Tuy nhiên,

sau 2 tháng, nghĩa là còn 4 tháng nữa mới đến ngày hợp đồng đáo hạn bạn không có nhu cầu đối với đồng đô la nữa, vậy làm thế nào để bạn thanh lý hợp đồng ký hạn đây ? Bạn có thể đề nghị người bán hủy hợp đồng, nhưng được chấp nhận hay không là do người bán quyết định. Bạn có thể chuyển nhượng cho một người thứ ba nhưng cách này không phải dễ, vì các điều khoản trong hợp đồng rất cụ thể, bạn sẽ rất khó tìm được một người mua (sang tên của mình) với nhu cầu hoàn toàn phù hợp như trong hợp đồng về số lượng, giá cả và ngày giao hàng.

Để cho hợp đồng ký hạn có thể dễ dàng chuyển nhượng hơn, và cũng có nghĩa là tính thanh khoản cao hơn, các điều khoản của hợp đồng cũng cần phải được chuẩn hóa và cần có sản giao dịch tập trung. Các hợp đồng tương lai về cơ bản cũng như hợp đồng ký hạn, chỉ khác là qui cách hàng hóa giao dịch được chuẩn hóa và chúng được giao dịch tại các sàn giao dịch tập trung. Thực vậy, biểu đồ thu nhập của hợp đồng tương lai hoàn toàn như của hợp đồng ký hạn.

Hợp đồng tương lai gần giống với hợp đồng kỳ hạn ngoại trừ hợp đồng tương lai được chuẩn hóa và giao dịch tập trung

Về cơ bản hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai đều là hợp đồng mua hay bán:

- Một số lượng xác định các tài sản cơ sở
- Tại một thời điểm xác định trong tương lai. Thời điểm xác định trong tương lai gọi là ngày thanh toán hợp đồng hay ngày đáo hạn. Thời gian tính từ khi ký hợp đồng đến ngày thanh toán gọi là kỳ hạn của hợp đồng.
- Với một mức giá xác định ngay tại thời điểm thoả thuận hợp đồng. Giá xác định áp dụng trong ngày thanh toán hợp đồng gọi là giá kỳ hạn (nếu là hợp đồng kỳ hạn) hay giá tương lai (nếu là hợp đồng tương lai).

Tại thời điểm ký hợp đồng kỳ hạn, không hề có sự trao đổi tài sản cơ sở hay thanh toán một khoản tiền nào cả. Vào lúc đó, hai bên thoả thuận hợp đồng buộc phải thực hiện, nghĩa vụ mua bán theo mức giá xác định bất chấp giá cả ở thị trường vào thời điểm mua bán có thay đổi bao nhiêu đi nữa.

*Ví dụ: Vào ngày 1/09/2009, A ký hợp đồng kỳ hạn mua của B một 1000 tấn gạo với kỳ hạn 3 tháng ( tức là vào ngày 1/12/2009) và với giá 6000đ/kg. B được gọi là người bán hợp đồng kỳ hạn, A là người mua hợp đồng kỳ hạn. Sau 3 tháng B phải bán cho A 1000 tấn gạo với giá 6000đ và A mua được 1000 tấn gạo của B với mức giá trên, cho dù giá gạo trên thị trường sau ba tháng đó là bao nhiêu đi nữa.*

### **Phân biệt hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai.**

Hợp đồng tương lai là những hợp đồng chuẩn hoá (về loại tài sản cơ sở mua bán, số lượng các đơn vị tài sản cơ sở mua bán, thể thức thanh toán, ký hạn ...). Hợp đồng kỳ hạn không chuẩn hoá, các chi tiết là do hai bên đàm phán và thoả thuận cụ thể.

Một số điểm khác biệt cơ bản giữa hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai có thể liệt kê như sau:

- Hợp đồng tương lai được thoả thuận và mua bán thông qua người môi giới. Hợp đồng ký hạn được thoả thuận trực tiếp giữa hai bên của hợp đồng.

## Chương 5

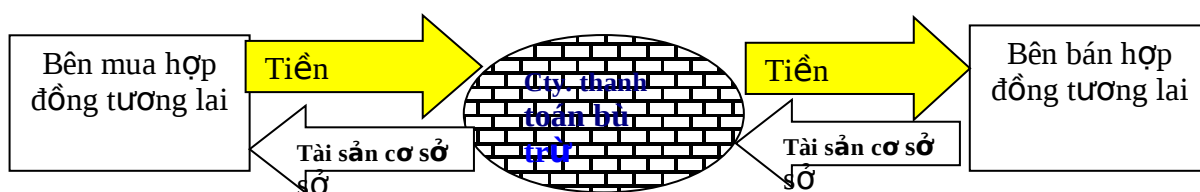
- Hợp đồng tương lai được mua bán trên thị trường tập trung. Hợp đồng kỳ hạn được mua bán trên thị trường phi tập trung.
- Hợp đồng tương lai được tính hàng ngày theo giá thị trường ( marking to market daily). Hợp đồng ký hạn được thanh toán vào ngày đáo hạn.

Một vài ví dụ về các loại hợp đồng tương lai :

- Hợp đồng tương lai về chỉ số chứng khoán ( index futures)
- Hợp đồng tương lai về lãi suất (interest futures).
- Hợp đồng tương lai ngoại hối (currency futures)
- Hợp đồng tương lai nông sản ( agricultural futures)
- Hợp đồng tương lai kim loại và khoáng sản ( metal and mineral futures)

### Cơ chế mua bán hợp đồng tương lai

Như đã trình bày ở trên, hợp đồng ký hạn được thoả thuận trực tiếp giữa hai bên tham gia hợp đồng. Nhà đầu tư muốn mua hay bán hợp đồng tương lai sẽ liên lạc với công ty môi giới. Công ty môi giới sẽ chỉ thị cho người bán hay mua trên sàn giao dịch thực hiện lệnh bán hay mua hợp đồng tương lai. Hoạt động giao dịch được thực hiện thông qua một tổ chức trung gian gọi là công ty thanh toán bù trừ ( clearing house ) theo sơ đồ sau:



Đối với hợp đồng kỳ hạn, mọi khoản lãi hay lỗ của hợp đồng đều được thanh toán vào lúc đáo hạn. Ngược lại, đối với hợp đồng tương lai, các khoản lãi hay lỗ được tính hàng ngày ( cộng vào hay trừ ra từ tài khoản của các bên của hợp đồng) theo sự biến động của giá tương lai. Việc tính toán này là để loại trừ một phần rủi ro cho công ty thanh toán bù trừ trong trường hợp một bên của hợp đồng không có khả năng thanh toán khi đáo hạn.

Ví dụ, vào ngày 28/2/2006, bên A ký một hợp đồng tương lai mua tài sản XYZ vào ngày 10/3/2006 với giá tương lai là  $F_0 = 800000đ$ . Để hạn chế rủi ro khi ký hợp đồng, Bên A phải ký quỹ một khoản tiền trong tài khoản của bên A tại công ty thanh toán bù trừ. Ví dụ mức tiền bảo chứng ( margin) là 40000 đồng. Sau mỗi ngày nếu có lãi thì số khoản lãi sẽ được cộng vào số dư tài khoản bảo chứng; còn nếu bị lỗ thì cũng sẽ bị trừ đi trong số dư của tài khoản này. Nếu giá trị trong tài khoản bảo chứng giảm xuống tới một mức giới hạn, gọi là mức bảo chứng duy trì (maintenance margin) ( ví dụ là 30000đồng), thì nhà đầu tư sẽ được yêu cầu ký quỹ thêm tiền cho đạt mức bảo chứng 40000đ ban đầu, còn nếu không thì công ty thanh toán bù trừ sẽ “đóng” toàn bộ hay một phần giá trị hợp đồng tương lai của nhà đầu tư để bảo đảm mức bảo chứng được thoả mãn.

Ngày	Giá trị theo thời điểm	Lãi (lỗ) từng ngày	Số dư trong tài khoản bảo

			chứng
28/2	800.000		40.000
1/3	794.000	-6000	34.000
2/3	792.200	-1800	32.200
3/3			36.000
4/3			4.200
5/3			3.400
6/3		2000	30.800
7/3	786.600	-4200	<b>26.600</b>
8/2	787.200	600	40.600
9/3	783.600	-3600	37.000
10/3	785.400	1800	38.800
Cộng		-14.600	

Giá trị tiền bảo chứng xuống dưới 30000; ký quỹ thêm 13.400 để đạt 40.000

**HỢP ĐỒNG QUYỀN CHỌN (OPTION CONTRACT)**

Hợp đồng quyền chọn là hợp đồng cho phép người nắm giữ quyền, nhưng không phải là nghĩa vụ, mua hoặc bán một loại tài sản với mức giá xác định trước trong vòng một thời gian xác định trước. Có hai loại quyền chọn mua và quyền chọn bán

Hợp đồng quyền chọn là hợp đồng cho phép người nắm giữ quyền, mà không phải là nghĩa vụ, mua (hoặc bán) một loại tài sản với mức giá xác định trước trong vòng một thời gian xác định trước.

**Quyền chọn mua (The Call Option)**

Quyền chọn mua là quyền được mua một loại tài sản với một mức giá nhất định vào ngày nhất định trong tương lai.

Quyền chọn mua kiểu Châu Âu ( European option) cho phép người mua có quyền nhưng không có nghĩa vụ, mua một tài sản từ bên bán với một mức giá xác định vào thời điểm nhất định. Giá mua được ấn định theo hợp đồng gọi là giá thực hiện ( exercise price hoặc strike price) và thời điểm giao hàng được ấn định theo hợp đồng gọi là ngày đáo hạn ( expiry date)

Quyền chọn mua kiểu Mỹ (American call option) cũng giống như quyền chọn Châu Âu, chỉ khác là bên mua có thể thực hiện quyền mua (tài sản cơ sở) vào hoặc trước ngày đáo hạn.

Ví dụ, giả định rằng hôm nay là ngày 2/9/2011, một nhà đầu tư muốn mua cổ phiếu IBM sau sáu tháng nữa, tức là vào ngày 2/3/2012 . Nhà đầu tư lo rằng giá cổ phiếu IBM sẽ tăng cao vào tháng 2&3/2012 so với bây giờ, vì thế anh ta mua một hợp đồng quyền chọn mua từ sở giao dịch chứng khoán để cố định giá mua theo giá thị trường hiện tại của cổ phiếu IBM. Nhà đầu tư kiểm tra giá thị trường hiện tại của cổ phiếu IBM, thấy bằng \$80,69. Sau đó anh ta kiểm tra các loại quyền chọn mua đang rao bán tại Sở giao dịch chứng khoán như: IBMFLX 21,00\$; IBMFN.X 14,5\$...Và giả sử nhà đầu tư mua một hợp đồng quyền chọn có giá \$80.

Điều chúng ta có thể nhận thấy trước tiên là không giống như hợp đồng ký hạn không qui định mức phí thực hiện hợp đồng vào ngày ký kết, quyền chọn hợp đồng qui định phí mà bên mua phải trả cho bên bán ngay tại thời điểm hiện tại.

Các thông tin trong hợp đồng quyền chọn được thể hiện như sau:

- Người nắm giữ bản hợp đồng quyền chọn mua này có quyền, nhưng không phải có nghĩa vụ, mua tài sản với giá và ngày giao dịch được qui định bởi người ký phát
- Tài sản cơ sở ( trong ví dụ trên là cổ phiếu IBM)
- Giá thực hiện: \$80
- Ngày đáo hạn: 2/3/2012

### Xác định giá của Foward và Futures

Để định giá các hợp đồng kỳ hạn, trước hết chúng ta làm quen một số công thức sau:

#### Tính lãi kép liên tục

Nếu lãi kép  $i\%$ /năm, một năm ghép lãi  $m$  lần (  $m$  là một số hữu hạn), thì lãi suất thực sẽ là:

$$\left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1 \quad (1)$$

Bây giờ, ta thử tìm một lãi suất ( $r$ ) mà nhập lãi liên tục (tức số lần nhập lãi trong kỳ lên đến vô cùng lớn) sao cho  $r$  bằng với giá trị nhận được ở phương trình(1). Từ phương trình trên ta có:

$$\begin{aligned} & \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 \text{ với } m \rightarrow \infty \\ \text{hay } & \lim_{m \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 = e^r - 1 \quad (2) \end{aligned}$$

Đặt phương trình (1) bằng vế phải của phương trình 2 ta có:

Log hoá hai vế ta được :

$$e^r - 1 = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1 \quad r = m \ln\left(1 + \frac{i}{m}\right) \quad (3)$$

Trong đó,  $r$  là lãi suất kép liên tục

Ví dụ: Bạn vay ở ngân hàng với lãi suất  $12\%$ / năm một năm ghép lãi 12 lần. Áp dụng công thức (3) ta có lãi suất kép liên tục sẽ là

$$r = 12 \ln\left(1 + \frac{12\%}{12}\right) = 11,94\%$$

Với cách tính trên giúp chúng ta dễ dàng chuyển đổi ra lãi suất kép liên tục.



### Các giả thiết để định giá futures:

- Không có các chi phí giao dịch khi mua bán.
- Những người tham gia đều có thể tiến hành vay hoặc cho vay theo cùng một lãi suất phi rủi ro
- Những người tham gia thị trường luôn tận dụng cơ hội nếu có

Các ký hiệu:

T - Thời hạn của hợp đồng Futures (tính theo năm)

S - Giá tài sản cơ sở ở thời điểm hiện tại

r - Lãi suất kép liên tục phi rủi ro ( tính theo năm)

### Giá trị tương lai của một tài sản đầu tư:

- ❖ Giá trị tương lai của một tài sản mang lại thu nhập trong thời hạn hợp đồng

Trường hợp tài sản mang lại thu nhập trong thời hạn của hợp đồng Futures

$$I = \sum_{i=1}^m E_i \times e^{-r \times T_i} \quad (3)$$

Giá trị tương lai của hợp đồng có thu nhập:

$$F = (P - I)e^{rT} \quad (4)$$

Trong đó:

- I giá trị hiện tại của dòng thu nhập ( tính về thời điểm cần xác định giá futures),
- e = 2,7182818
- r là lãi suất liên tục phi rủi ro
- E thu nhập mỗi kỳ từ tài sản
- T<sub>i</sub> thời hạn của từng kỳ mang lại thu nhập ( tính bằng năm)
- T thời hạn hợp đồng tương lai
- P giá trị tài sản cơ sở của hợp đồng tương lai

Ví dụ: Một cổ phiếu có giá 50\$. Lãi kép liên tục phi rủi ro là 8%/ năm (tính cho tất cả các kỳ hạn). Cổ tức dự tính là 0,75\$/1cổ phiếu, được trả sau 3 tháng, 6 tháng và 9 tháng. Tính giá của Futures thời hạn 10 tháng ( T=10/12 năm).

Lãi suất liên tục được tính:

$$I = 0,75e^{-8\% \times 3/12} + 0,75e^{-8\% \times 6/12} + 0,75e^{-8\% \times 9/12} = 2,162$$

$$\implies F = [50 - 2,162] \times e^{8\% \times \frac{10}{12}} = 51,14\$$$

Nếu thu nhập có giá trị tương đối với q tỷ lệ thu nhập trên giá trị tài sản cơ sở ta có công thức mới như sau:

$$F = P \times e^{(r-q)T} \quad (5)$$

Công thức (5) có thể được áp dụng cho các loại tài sản như: cổ phiếu; trái phiếu; chỉ số chứng khoán, các đồng tiền và một số tài sản đầu tư khác. Trong các trường hợp trên %q sẽ được thay thế tương ứng.

### ❖ Giá Futures của một hàng hoá:

Đối với các hàng hoá như nông sản; khoáng sản ... việc xác định Futures không thể dựa vào lập luận arbitrage. Việc nắm giữ các hàng hoá này thường liên quan đến chi phí lưu trữ. Tuy nhiên, việc nắm giữ hàng hoá cũng có những lợi ích như đảm bảo quá trình sản xuất liên tục; hoặc đầu cơ chờ cơ hội vào những lúc nguồn hàng khan hiếm..

Giá Futures của hàng hoá được xác định như sau:

$$U = L \times e^{-(r \times T)}$$
$$F = (S + U) \times e^{(r-y)T}$$

Trong đó:

- L chi phí bảo quản tài sản tính cho một đơn vị trong một thời kỳ
- S Giá trị hiện tại của tài sản cơ sở
- U là chi phí lưu giữ tính cho một đơn vị trong một khoảng thời gian nhất định
- Y % sinh lời từ việc nắm giữ hàng hoá

Ví dụ: giá Futures với thời hạn 1 năm của tài sản cơ sở là vàng. Giả định rằng, chi phí để bảo quản vàng là 2\$/ounce /1 năm ( chi phí này chi ra vào cuối năm). Giá giao ngay của vàng là S= \$450, lãi suất phi rủi ro r=7%/ năm, y=0

$$\Rightarrow \begin{aligned} U &= 2e^{-7\% \times 1} = 1,865 \\ F &= (450 + 1,865) e^{7\% \times 1} = 484,63\$ \end{aligned}$$

Trong trường hợp chi phí lưu trữ tính bằng giá trị tương đối là % u, thì công thức trên có dạng sau:

$$F = Se^{(r+u-y) \times T}$$

### .II.2. Quyền chọn ( Option)

Trong hoạt động đầu tư tài chính, sự ra đời của hợp đồng quyền chọn (option contracts) đã cung cấp một công cụ rất hữu ích trong quản trị và phòng chống rủi ro.

*Hợp đồng Quyền chọn cho phép người mua nó có quyền nhưng không bắt buộc được phép hoặc mua (được gọi là hợp đồng quyền chọn mua - call option) hoặc bán (được gọi là hợp đồng quyền chọn bán - put option) một số lượng xác định các đơn vị tài sản cơ sở tại một thời điểm xác định trong tương lai, người mua quyền chọn có thể thực hiện hoặc không thực hiện quyền mua ( hay bán ) tài sản cơ sở.*

- Nếu người mua thực hiện quyền mua (hay bán), thì người bán quyền buộc phải bán (hay mua) tài sản cơ sở.
- Thời điểm xác định trong tương lai gọi là ngày đáo hạn; thời gian từ khi ký hợp đồng quyền chọn đến ngày thanh toán gọi là kỳ hạn của quyền chọn. Mức giá xác định áp dụng trong ngày đáo hạn gọi là giá thực hiện (exercise price hay strike price).

### CÁC LOẠI QUYỀN CHỌN

Quyền chọn cho phép được mua gọi là quyền mua ( call option), quyền chọn cho phép được bán gọi là quyền chọn bán (put option).

- Quyền chọn mua trao cho người mua (người nắm giữ) quyền, nhưng không phải có nghĩa vụ bắt buộc, được mua một tài sản cơ sở vào thời điểm hay trước một thời điểm trong tương lai với một mức giá xác định.
- Quyền chọn bán trao cho người mua quyền (người nắm giữ) quyền, nhưng không phải nghĩa vụ bắt buộc, được bán một tài sản cơ sở vào thời điểm hay trước một thời điểm trong tương lai với một mức giá xác định .

Dĩ nhiên, người nắm giữ quyền sẽ cân nhắc: tại thời điểm thực hiện quyền đó ( thời điểm đáo hạn) giá của tài sản cơ sở cao hay thấp, nếu cao người nắm quyền mua sẽ thực hiện quyền, còn ngược lại nếu giá thấp người nắm quyền mua sẽ không thực hiện quyền chọn mua.

### **Mô hình định giá quyền chọn của Black- Scholes**

Fischer Black, Myrton Scholes và Robert C Merton.

Công thức này được xây dựng vào năm 1973 và hiện nay được rất nhiều người ứng dụng vào thực tế. Các tính toán từ công thức Black- Scholes rất sát với thực tế định giá quyền chọn trên thị trường.

Mô hình của Black- Scholes dựa trên ba giả thiết:

- 1- Cổ phiếu không trả cổ tức trong thời hạn của quyền chọn
- 2- Lãi suất phi rủi ro và độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lời của tài sản cơ sở (thu nhập của cổ phiếu) không thay đổi
- 3- Giá của tài sản cơ sở biến đổi liên tục và ngẫu nhiên theo hàm phân phối logarit chuẩn.

Định giá quyền chọn:

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S}{K} + (r + \frac{\delta^2}{2})T}{\delta\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T}$$

Giá của quyền chọn mua (C) (call option) là:

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$$

Và giá của quyền chọn bán (P) (put option) là :

$$P = C + Ke^{-rT} - S$$

là quyền mua ), quyền chọn cho phép được bán gọi là quyền chọn bán ( ).

Trong đó:

- S- Giá trị tài sản cơ sở ở tại thời điểm xác định giá quyền chọn.
- K- Giá thực hiện

- $N(d)$ - Hàm phân phối xác suất tích lũy theo phân phối chuẩn (NORMSDIST). Nói cách khác,  $N(d)$  là xác suất tích lũy của phân phối chuẩn có giá trị nhỏ hơn  $d$  tức là từ  $0 \rightarrow d$  hay  $N(d) = \int_0^d f(z)dz$ , trong đó  $f(z)$  là mật độ xác suất theo phân phối chuẩn giá trị trung bình là 0 và độ lệch chuẩn bằng 1.
- $r$ - Lãi suất kép phi rủi ro tính gộp liên tục (tính theo năm)
- $\delta$  - Độ lệch chuẩn của tỷ lệ sinh lời của tài sản cơ sở ( nếu là cổ phiếu là thu nhập trên cổ phiếu).
- $\ln$  – Hàm Logarit

### Ví dụ:

Cổ phiếu XYZ hiện có giá  $S = 130$ . Ta muốn tính giá một quyền chọn mua cổ phiếu của công ty XYZ với giá thực hiện là  $K = 120$  và kỳ hạn là 3 tháng (tương đương 0,25 năm). Độ lệch chuẩn suất sinh lời của cổ phiếu là 50% và lãi suất phi rủi ro (tính gộp liên tục trong năm) là 12%.

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S}{K} + (r + \frac{\delta^2}{2})T}{\delta \sqrt{T}} = \frac{\ln \frac{130}{120} + (12\% + \frac{0.50^2}{2})0.25}{0.5\sqrt{0.25}} = 0,5652$$

$$d_2 = d_1 - \delta \sqrt{T} = 0,5652 - 0,5\sqrt{0,25} = 0,3152$$

Normsdist(0,5652) = 0,7140

Và Normsdist(0,3152) = 0,6236

### Giá quyền chọn mua

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2) = 130 * 0,7140 - 120 * e^{-12\% * 0,25} * 0,6236 = 20,200$$

### Giá quyền chọn bán là

$$P = C + Ke^{-rT} - S = 20,200 + 120 * e^{-12\% * 0,25} - 130 = 6,646$$

## CHƯƠNG 6

# QUẢN TRỊ VỐN LUÂN CHUYỂN

Vốn luân chuyển đóng một vai trò quan trọng trong sự phát triển của doanh nghiệp. Nhiều doanh nghiệp không có sự đầu tư thích hợp giữa tài sản cố định và tài sản ngắn hạn đã làm cho các thiết bị mới được đầu tư không có điều kiện cần thiết để phát huy hiệu quả. Không những thế, cấu trúc đầu tư và tài trợ cho tài sản ngắn hạn còn có giá trị trong việc thanh toán, hoàn trả nợ.

Nghiên cứu vấn đề này sẽ giúp chúng ta tìm hiểu chi tiết hơn về vốn luân chuyển. Mục tiêu của chương này cung cấp các kiến thức sau:

- Hiểu biết các đặc tính của vốn luân chuyển
- Tìm hiểu các quyết định về vốn luân chuyển
- Thiết kế các chính sách quản trị khoản phải thu
- Các hình thức tài trợ ngắn hạn

## .I Nội dung quản trị vốn luân chuyển

### .I.1. Tầm quan trọng và nội dung của quản trị vốn luân chuyển.

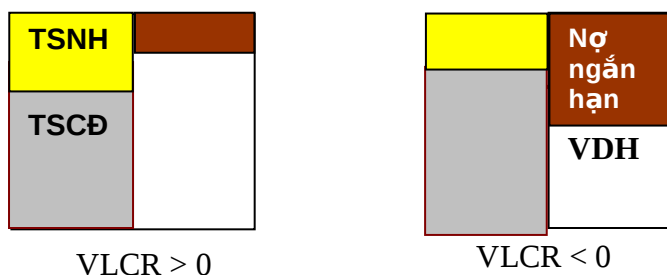
#### .I.1.1. Khái niệm về vốn luân chuyển:

Vốn luân chuyển gộp bao gồm giá trị của toàn bộ các tài sản ngắn hạn (tài sản ngắn hạn), đó là các tài sản có khả năng chuyển hóa tiền mặt trong một chu kỳ kinh doanh, thường quy ước nhỏ hơn hay bằng một năm.

Cấu trúc tài sản vốn luân chuyển gồm có:

- Tiền mặt và chứng khoán khả nhượng
- Giá trị khoản phải thu.
- Giá trị tồn kho

Vốn luân chuyển ròng (VLCR) là **phần giá trị tài sản ngắn hạn được tài trợ bằng các nguồn vốn dài hạn**. Chúng ta hãy quan sát hai trường hợp về vốn luân chuyển ròng dương và âm thông qua sơ đồ sau:



**Vốn luân chuyển ròng = Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn**

Khi công ty có vốn luân chuyển ròng âm ( $VLCR < 0$ ), đồng nghĩa với việc nợ ngắn hạn lớn hơn tài sản ngắn hạn. Thực chất trong trường hợp này là việc công ty đang

sử dụng một phần nợ ngắn hạn tài trợ cho các tài sản dài hạn (như tài sản cố định hữu hình). Đây là tình huống hết sức nguy hiểm vì nợ ngắn hạn có thời gian đáo hạn ngắn, hoàn trả gấp, trong khi khả năng chuyển hoá thành tiền của các tài sản cố định lại rất chậm, thu hồi nó thường được tiến hành trong nhiều năm.

### ***Tầm quan trọng của quản trị vốn luân chuyển:***

*Tài sản ngắn hạn thường chiếm một tỷ trọng lớn trong tổng tài sản. Và chúng có đặc điểm chuyển hoá thành tiền nhanh, vì thế tài sản ngắn hạn có tầm quan trọng đặc biệt trong việc bảo đảm khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn. Đi cùng với khả năng chuyển hoá thành tiền cao, thì so với các tài sản khác tài sản ngắn hạn lại có khả năng sinh lời thấp (đặc biệt là tiền mặt). Vì thế, nếu chúng ta quản trị lỏng lẻo làm cho các khoản phải thu, tồn kho ...tăng lên nhanh chóng sẽ làm giảm khả năng sinh lời chung của toàn bộ tài sản.*

Do đó, muốn nâng cao hiệu quả kinh doanh, công ty phải quan tâm đến việc tính toán và kiểm soát chặt chẽ tiền mặt, khoản phải thu và tồn kho. Người quản trị tài chính phải dành phần lớn thời gian cho các vấn đề quản trị vốn luân chuyển. Hơn nữa, các trách nhiệm này lại yêu cầu sự quan tâm hàng ngày và liên tục.

### ***.1.1.2. Nội dung cơ bản của quản trị vốn luân chuyển***

*Như chúng ta đã tìm hiểu kết cấu tài sản ngắn hạn gồm: tiền mặt, khoản phải thu và tồn kho. Các quyết định vốn luân chuyển cần trả lời hai câu hỏi:*

- *Một là nên đầu tư mỗi loại tài sản trong cấu trúc chung tài sản ngắn hạn là bao nhiêu*
- *Hai là cần huy động nguồn tại trợ nào cho các khoản đầu tư trên*

Các quyết định trên tác động đến việc lựa chọn cơ cấu đầu tư tức là cân nhắc việc đầu tư tiền vốn vào tài sản nào trong tài sản ngắn hạn. Việc đưa ra các quyết định đầu tư trong quản trị vốn luân chuyển có tác động đến khả năng sinh lời của toàn bộ tài sản nói chung và quyết định khả năng chuyển hoá thành tiền của toàn bộ tài sản ngắn hạn.

Cơ cấu thời hạn của các nguồn tài trợ cho tài sản ngắn hạn dựa trên cơ sở cân nhắc giữa chi phí và rủi ro của các nguồn tài trợ cho vốn luân chuyển. Có thể xem xét quyết định về cơ cấu thời hạn nợ của việc tài trợ ở phần sau.

Các quyết định này chịu ảnh hưởng của các cân nhắc rủi ro và sinh lợi. Quyết định quản trị vốn luân chuyển gắn liền với các tài sản trong tài sản ngắn hạn bao gồm :

- Quản trị tiền mặt
- Chính sách tín dụng và thủ tục thu nợ
- Quản trị và kiểm soát tồn kho

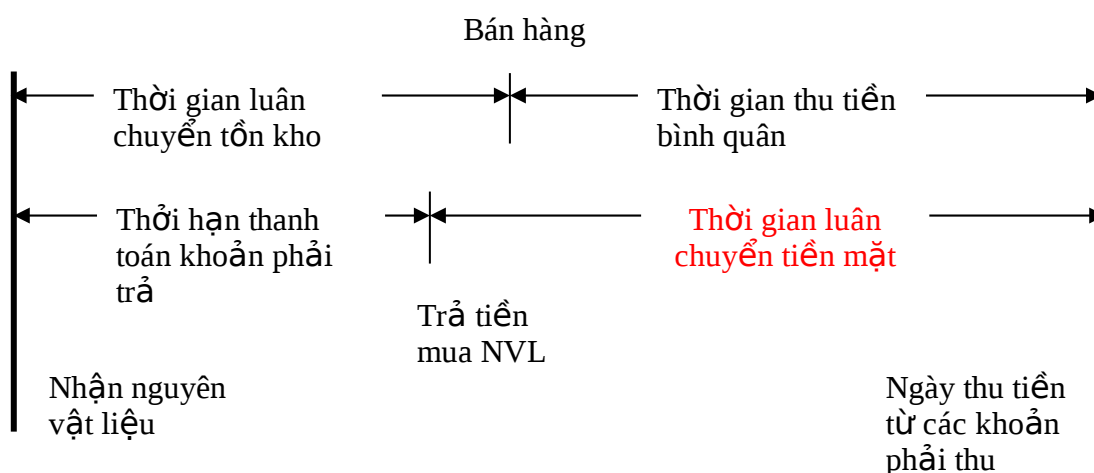
### **Thời gian luân chuyển tiền**

Tất cả các công ty thường tuân theo một chu kỳ: mua hàng hóa, nguyên vật liệu hoặc sản xuất hàng tồn kho, dữ trữ hàng này trong một thời gian, và cuối cùng bán hàng và thu tiền về. Quá trình này lặp đi lặp lại hình thành chu kỳ.

Chu kỳ luân chuyển tiền là khoảng thời gian tiền vốn nằm trong các loại tài sản ngắn hạn, hay khoảng thời gian từ khi chi tiền để mua sắm các tài sản ngắn hạn cho đến khi thu tiền về từ việc bán hàng hóa và thu tiền về từ khoản phải thu.

$$\text{Thời gian luân chuyển tiền} = \text{Thời gian luân chuyển hàng tồn kho} + \text{Thời gian thu tiền bình quân} - \text{Thời hạn thanh toán khoản phải trả}$$

Chu kỳ luân chuyển tiền



Việc rút ngắn thời gian luân chuyển tiền có thể mang lại nhiều kết quả kinh doanh cao hơn với cùng một lượng vốn đầu tư cho tài sản ngắn hạn và tăng khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Chu kỳ luân chuyển tiền phụ thuộc vào thời gian luân chuyển hàng tồn kho và thời gian thu tiền bình quân. Việc cân nhắc các điều kiện thanh toán các khoản mua sắm hàng hóa vật tư ở các nhà cung cấp có thể làm giảm áp lực thời gian cần có tiền mặt.

**.1.2. Cơ cấu thời hạn của việc tài trợ.**

**.1.2.1. Phân loại các loại tài sản ngắn hạn.**

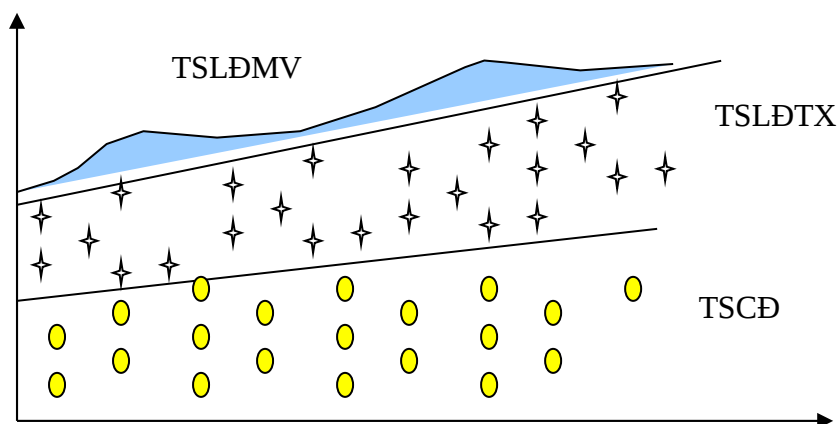
Chúng ta có thể chia tài sản ngắn hạn thành hai nhóm: tài sản ngắn hạn thường xuyên và tài sản ngắn hạn mùa vụ.

Tài sản ngắn hạn thường xuyên (TSLĐTX) là những tài sản ngắn hạn luôn luôn hiện hữu trong doanh nghiệp, xét về mặt lượng chúng khó có thể giảm thiểu được, nếu giảm bớt mức tài sản cần thiết này sẽ đặt doanh nghiệp trong tình trạng suy giảm tính an toàn hoạt động của nó. Ví dụ, doanh nghiệp rất cần duy trì một lượng nhất định về ngân quỹ, tồn kho, nợ phải thu từ khách hàng vvv nhằm bảo đảm sự duy trì sự hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Tài sản ngắn hạn mùa vụ (TSLĐMV). Những tài sản ngắn hạn này có thể là một phần của tài sản ngắn hạn và thay đổi theo chu kỳ.

Để đơn giản quá trình tìm hiểu cơ cấu tài trợ, giả sử doanh nghiệp có ba loại tài sản sau: Tài sản cố định (TSCĐ), tài sản ngắn hạn thường xuyên(TSLĐTX) và tài

sản ngắn hạn mùa vụ (TSLĐMV). Sự biến thiên các loại tài sản này được biểu diễn bởi sơ đồ sau:



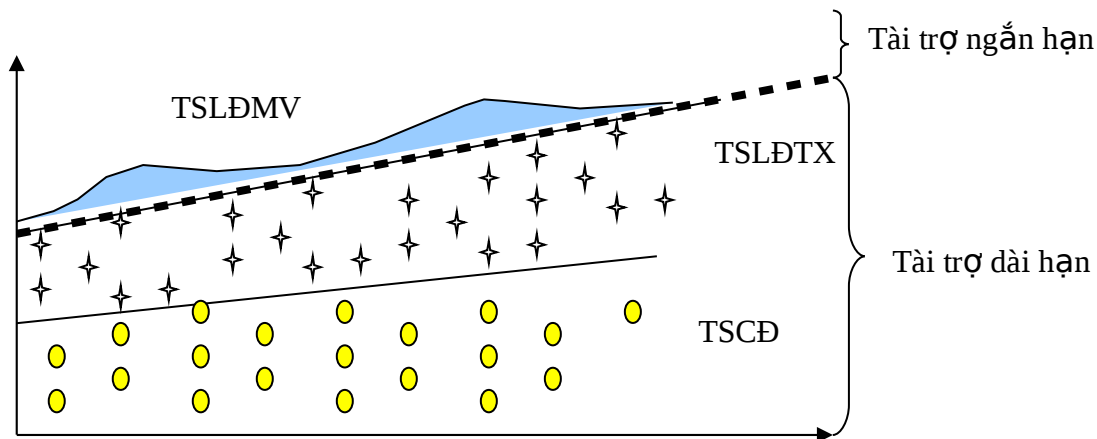
Nhìn vào đồ thị ta dễ nhận thấy TSLĐMV biến đổi có tính định kỳ (loại tài sản này rất phổ biến trong các doanh nghiệp chế biến nông sản). Các tài sản khác như tài sản cố định, tài sản ngắn hạn thường xuyên có khuynh hướng tăng dần, và hiếm khi thấy sự sụt giảm về qui mô của chúng.

Các doanh nghiệp có thể tài trợ cho tài sản ngắn hạn mùa vụ của mình bằng nguồn tài trợ ngắn hạn, dài hạn hoặc hỗn hợp. Mỗi cách thức như vậy có thể mang lại cho doanh nghiệp những trạng thái nhất định về khả năng sinh lời và áp lực trả nợ. Sau đây, chúng ta lần lượt tìm hiểu các cách tiếp cận tài trợ cho tài sản ngắn hạn và tài sản cố định.

**a. Cách tiếp cận hạn chế :**

Theo các tiếp cận này, mỗi tài sản được cung cấp bởi một công cụ tài trợ có thời hạn tương ứng với thời hạn chuyển hóa tiền mặt của nó.

- Các tài sản ngắn hạn biến thiên có tính mùa vụ (TSLĐMV), được tài trợ bằng các nguồn tài trợ ngắn hạn.
- Một phần tài sản ngắn hạn thường xuyên cần thiết trong suốt chu kỳ kinh doanh của công ty (TSLĐTX) được tài trợ bằng nguồn tài trợ dài hạn (tài trợ thường xuyên) bao gồm nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu.



Như vậy, **Cách tiếp cận tài trợ hạn chế** (hoặc thậm chí là toán phần lớn) tài trợ ngắn hạn, như câu với tương tự được tài trợ bằng



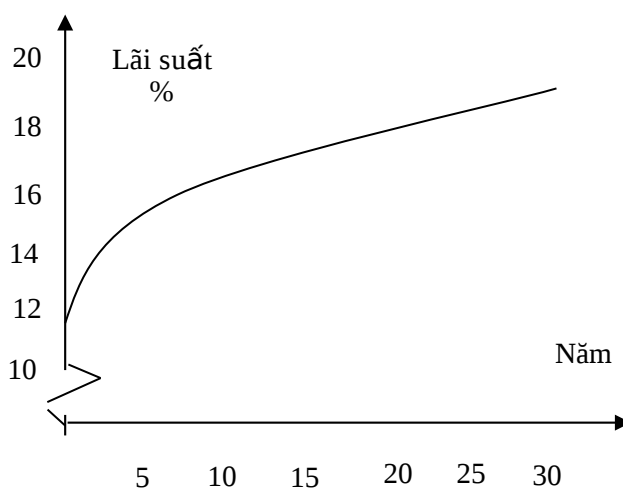
vốn tự có và nợ dài hạn. Khi công ty tăng trưởng mạnh nó cần phải lập tức tăng nhu cầu vốn thường xuyên. Việc tài trợ như vậy trở thành tài trợ theo nguyên tắc tự thanh toán của mỗi tài sản

*b. Cân nhắc giữa tài trợ ngắn hạn và dài hạn :*

*Trong điều kiện chắc chắn chúng ta có thể đồng bộ hóa chính xác giữa thời hạn trả nợ và ngân quỹ tương lai. Thực tế quá trình này lại diễn ra trong điều kiện không chắc chắn dưới sự tác động của rất nhiều các yếu tố liên quan đến rủi ro kinh doanh. Ngân quỹ luôn luôn có khả năng lệch khỏi giá trị kỳ vọng, do đó việc xác định thời hạn nợ phải dựa trên các cân nhắc rủi ro và tính sinh lợi. Vấn đề đặt ra là có thể có một lẽ an toàn nào đó cho các cân nhắc tài trợ. Lẽ an toàn như vậy sẽ xác định trên cơ sở một thời hạn nợ là bao nhiêu để có thể đối phó với các dao động ngân quỹ.*

Để giải quyết các vấn đề nêu trên chúng ta cần phân tích sâu hơn vào đặc tính các nguồn tài trợ, tìm ra các yếu tố gắn với rủi ro và chi phí của mỗi loại :

- Rủi ro gắn với thời hạn nợ: trước hết đó là yêu cầu đáp ứng khoản nợ khi đến hạn. Với rủi ro này thời hạn nợ càng ngắn rủi ro không trả nợ kịp càng cao, rủi ro không hoàn trả đúng hạn tăng lên ở người nhận tài trợ.
- Chi phí gắn liền với thời hạn nợ: Chi phí trong thời hạn nợ có khuynh hướng bù đắp rủi ro gắn với nó. Nói chung, thời hạn nợ càng dài thì rủi ro hướng về phía người tài trợ (ngân hàng, chủ nợ) càng lớn, và để bù đắp rủi ro ở phía mình thì chi phí tài trợ càng cao. Chi phí gắn với tài trợ có hai dạng :
  - Thứ nhất : Thời hạn nợ càng cao lãi suất càng cao
  - Thứ hai : Thời hạn nợ càng cao độ mềm dẻo của biện pháp tài trợ càng thấp, dẫn đến tình trạng công ty phải chi trả cho cả những khoảng thời gian vốn vay nhàn rỗi, không sử dụng hiệu quả.

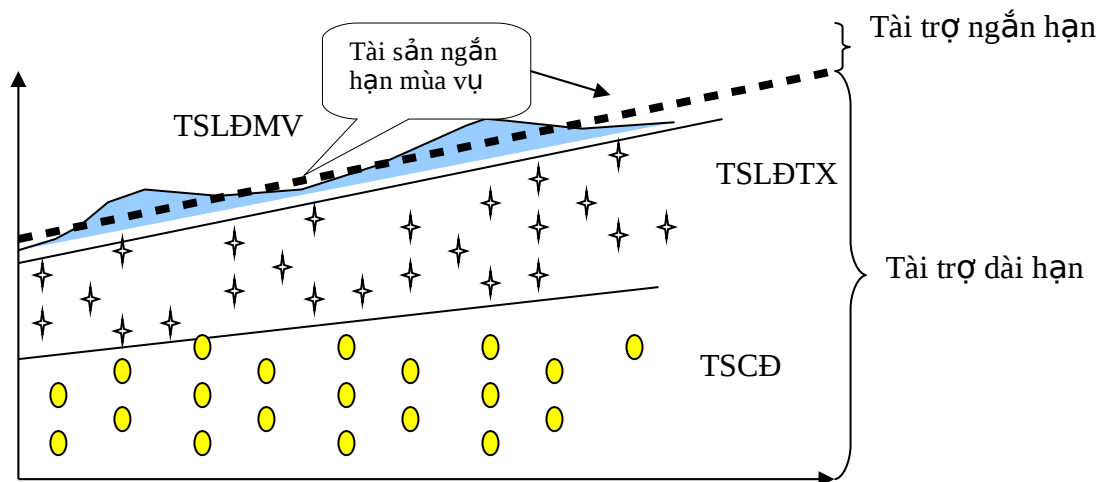


Kết quả là để cân nhắc giữa rủi ro và khả năng sinh lợi trong việc lựa chọn thời hạn tài trợ. Người ta tìm ra một lẽ an toàn chấp nhận được bằng cách kéo dài hơn nữa thời hạn tài trợ để phòng sự giao động của ngân quỹ dùng để trả nợ, và tất nhiên chịu một phí tổn nhất định. Lẽ an toàn biểu hiện như là một sự chậm pha có

thể có giữa ngân quỹ ròng kỳ vọng và các khoản trả bằng kế ước, các khoản nợ kỳ hạn. Giới hạn an toàn phụ thuộc và sự chấp nhận rủi ro của nhà quản trị.

### c. Cách tiếp cận bảo thủ:

Các công ty tài trợ theo cách bảo thủ có thiên hướng sử dụng nhiều nguồn tài trợ dài hạn. Cụ thể, tài trợ dài hạn không chỉ tài trợ cho tài sản cố định, tài sản ngắn hạn thường xuyên, mà cả một phần tài sản lưu động mùa vụ.



### Tiếp cận tài trợ bảo thủ

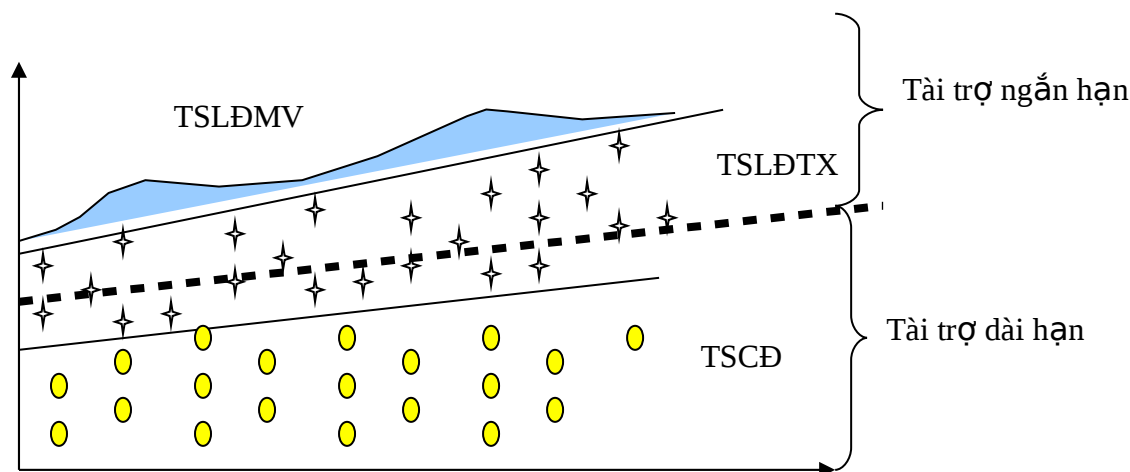
Cách làm này đưa lại sự an toàn ở mức cao cho công ty, vì công ty không bị áp lực trả nợ trong kỳ kinh doanh.

Tuy vậy, cách tiếp cận này tạo ra sự lãng phí về vốn, vào những thời điểm thấp của mùa vụ một phần vốn trở nên nhàn rỗi, trong khi chúng vẫn chịu một phí tổn cao do huy động từ các nguồn vốn dài hạn.

Rõ ràng là cách tiếp cận này làm cho phí tổn trung bình của vốn cao và làm giảm đi tính linh hoạt của cơ cấu vốn trong doanh nghiệp.

### d. Cách tiếp cận tấn công:

Ngược với cách tiếp cận bảo thủ, các công ty tài trợ theo hướng tấn công lại có thiên hướng gia tăng nguồn tài trợ ngắn hạn. Cụ thể, các nguồn vốn ngắn hạn được dùng để tài trợ cho TSLĐMV, TSLĐTX (thậm chí có công ty còn tài trợ cho cả một phần TSCĐ).



### Cách tiếp cận tài trợ tấn công

Do được tài trợ bằng các nguồn vốn có phí tổn thấp, cho nên cách tài trợ này có thể đưa đến phí tổn trung bình của vốn thấp. Tuy vậy, điều này dẫn công ty đến áp lực trả nợ lớn, vì các khoản nợ ngắn hạn có thời gian đáo hạn ngắn. Mặt khác, do sự lệch pha lớn giữa thời gian chuyển hoá thành tiền của các tài sản được tài trợ (tài sản ngắn hạn thường xuyên và đặc biệt tài sản cố định) với thời gian hoàn trả những nguồn vốn ngắn hạn làm cho nguy cơ không trả được nợ trở nên thường trực hơn. Một khuynh hướng nữa phát sinh do tài trợ theo cách tiếp cận tấn công là nguy cơ tăng lãi suất, tăng chi phí vốn do hiện tượng không trả nợ đúng hạn, và rủi ro tài chính cao đã buộc các nhà đầu tư vốn vào công ty tăng chi phí cơ hội vốn để bù đắp rủi ro.

Như vậy cách tài trợ này là hết sức nguy hiểm cho doanh nghiệp và cho các cổ đông. Thực tế, rất nhiều doanh nghiệp tài trợ theo cách tiếp cận này đã rơi vào tình trạng phá sản.

### .I.3. Quyết định về tài sản ngắn hạn và cấu trúc thời hạn nợ :

**Hai khía cạnh của quản trị vốn luân chuyển là :**

- Xác định tỷ lệ các tài sản thanh toán hợp lý
- Tài trợ cho tài sản ngắn hạn như thế nào.

Hai khía cạnh này có quan hệ phụ thuộc lẫn nhau. Nếu giữ cố định các yếu tố khác thì một công ty có tỷ trọng tài sản thanh toán cao sẽ có khả năng rất lớn trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ ngắn hạn chi phí thấp. Nếu công ty tài trợ cho vốn lưu động hoàn toàn bằng vốn tự có thì nó sẽ không cần để ý đến khả năng thanh toán. Sự phụ thuộc này được xem xét trong việc tìm ra một lề an toàn trên cơ sở đánh giá độ chắc chắn của luồng ngân quỹ .

- Nếu ngân quỹ chắc chắn, sẽ tạo điều kiện xác định chính xác thời hạn nợ, có thể cực đại hóa lợi nhuận.
- Nếu ngân quỹ không chắc chắn, các dự toán ít chính xác dễ xuất hiện các sự cố về ngân quỹ và thời hạn trả nợ. Trường hợp này buộc nhà quản trị phải nới rộng lề an toàn.

Lề an toàn được xác định bằng hai cách:

- + Thứ nhất : tăng tỷ lệ tài sản thanh toán trong tổng tài sản

- + Thứ hai: kéo dài thời hạn tài trợ bằng cách tăng tỷ trọng nguồn vốn dài hạn.

Chúng ta cũng sẽ rất dễ dàng nhận thấy cách mà các nhà quản trị thực hiện các cân nhắc rủi ro và tính sinh lợi cho các quyết định về vốn luân chuyển của họ. Tất nhiên, độ lớn của lẽ an toàn còn do ý muốn chấp nhận rủi ro của mỗi nhà quản trị.

### .II Quản trị tiền mặt

**Chúng ta đã biết rằng phải có một mức độ hợp lý cho các tài sản thanh toán.** Điều này được cân nhắc từ tính sinh lợi và rủi ro. Để bảo đảm cho việc thanh toán đúng lúc và hiệu quả vấn đề đặt ra là :

(1) Cần có bao nhiêu tiền mặt có thể có trong công ty

(2) Nếu có thể đầu tư tiền nhàn rỗi vào những chứng khoán nào? bao nhiêu và cách thức đầu tư như thế nào?

#### .II.1. Các hoạt động của quản trị tiền mặt:

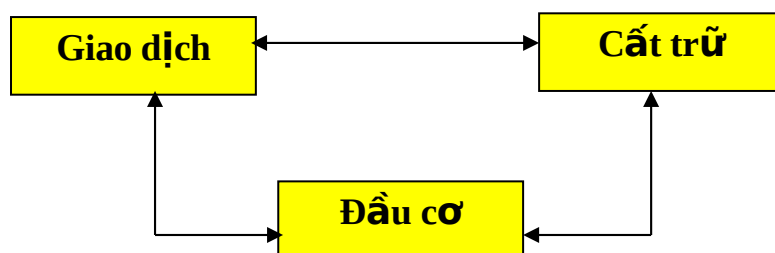
Tiền mặt xuất hiện khi có sự lệch pha giữa dòng tiền vào ( thu) và dòng tiền ra (chi). Khi thu sớm hơn so với thời điểm chi sẽ làm tăng lượng tiền mặt lên, còn khi chi xuất hiện sớm hơn thời điểm dòng tiền vào sẽ cần có một lượng tiền mặt cần thiết để chi trả. Do tiền mặt là tài sản có khả năng sinh lời thấp nhất, nên mục tiêu quản trị tiền mặt là hướng đến việc duy trì mức tiền mặt cần thiết( tối thiểu) để phục vụ các hoạt động của tổ chức. Nhìn chung tiền mặt xuất hiện do các hoạt động sau đây: Giao dịch, cất trữ và đầu cơ.

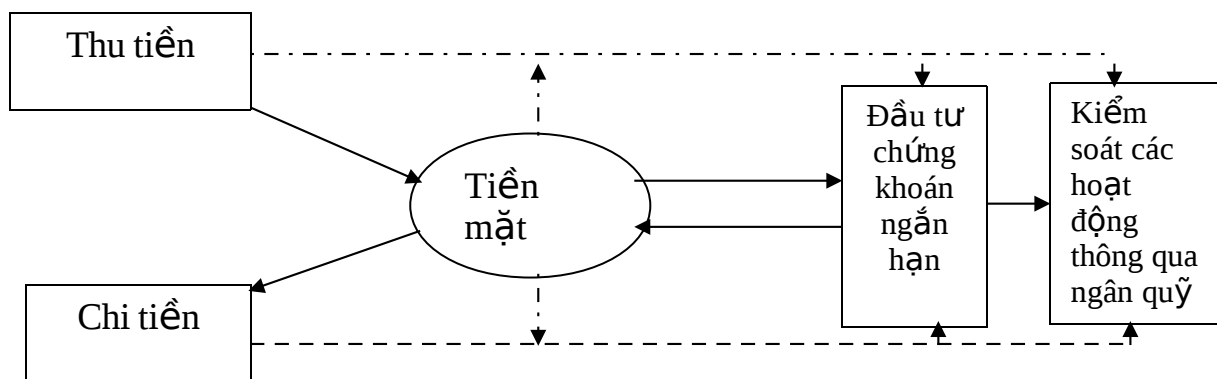
+ Giao dịch: là hoạt động cần thiết làm cho ngân quỹ đối diện được với các khoản trả phát sinh trong hoạt động kinh doanh hàng ngày.

+ Cất trữ: là giữ tiền để duy trì một khoản dư như là một lớp đệm để đối phó với những sự ngẫu nhiên không dự kiến trước được.

+ Đầu cơ: là giữ tiền với hy vọng kiếm lời từ sự biến đổi giá của chứng khoán, các tài sản khác.

Ba hoạt động trên có quan hệ mật thiết với nhau, và nếu chúng ta dự đoán tốt thì các khoản giao dịch sẽ tăng lên, các khoản cất trữ sẽ giảm, phần đầu cơ sẽ mạnh hơn. Nếu khả năng nhượng bán của các chứng khoán nhanh thì phần cất trữ và tiền dành giao dịch ít đi. Sự cân nhắc rủi ro và tính sinh lợi cũng len lỏi trong các hoạt động này. Quan hệ của ba hoạt động này thể hiện qua sơ đồ sau:





### .II.2. Phương pháp thu tiền nhanh :

Các phương pháp thu chi khác nhau làm cho công ty có thể cải thiện được những ảnh hưởng của giá trị ngân quỹ. Quan điểm chung là thu nợ với những khoản thu càng sớm càng tốt và trả các khoản phải trả càng trễ trong mức có thể càng tốt. Tăng tốt độ thu tiền trong phạm vi của quản trị tiền mặt là giảm sự chậm trễ từ khi người mua thanh toán hóa đơn cho đến khi khoản tiền thanh toán trở thành tiền khả dụng cho công ty. Các phương pháp làm tăng tốc độ thu tiền nhằm vào:

- Một là tăng tốc độ thư tín biểu hiện cam kết của khách hàng về những khoản nợ của họ với công ty .
- Hai là giảm thời gian chuyển tiền từ khách hàng đến công ty
- Ba là tăng tốc độ chuyển tiền từ các ngân hàng bao gồm: từ các ngân hàng chi nhánh tới ngân hàng nơi công ty mở tài khoản của mình

Khi tiền chưa về tài khoản của công ty ( tức là trên đường chuyển đến) thì lượng tiền này được gọi là vốn trôi nổi. Mục tiêu quản trị tiền mặt là cực tiểu hóa vốn trôi nổi này, nhằm để tăng tính khả dụng tiền trong hoạt động của công ty.

Tất nhiên, công ty không thể sử dụng tiền đến chừng nào mà séc thanh toán chưa thu được tiền. Các biện pháp thu tiền nhanh có thể áp dụng là :

Một là mở thêm các tài khoản ở các khu vực công ty có khách hàng. Dĩ nhiên điều này cần tính tới các chi phí mở tài khoản và lượng ngân quỹ mà các ngân hàng yêu cầu ký quỹ. Phương pháp này sử dụng nhiều trung tâm thu tiền ở nhiều khu vực khách hàng thay cho một trung tâm ở tại trụ sở của công ty cho đến khi có quyền sử dụng tiền. Lợi ích của phương pháp này thể hiện ở hai phương diện :

- + Thời gian thư tín giảm
- + Thời gian thu séc nhanh vì các ngân hàng nằm trong khu vực của khách hàng

Hai là lập các khoản thu gom (block box). Phương pháp này có mục đích loại bỏ thời gian từ khi ký nhận và gửi séc đến ngân hàng, bằng cách lập tài khoản thu gom ở một ngân hàng vùng chấp nhận các mẫu hóa đơn của công ty. Đơn giản hơn công ty có thể thuê một hộp thư bưu điện ở mỗi thành phố và ủy quyền cho ngân hàng của nó. Ngân hàng sẽ tự động đến nhận hàng ngày, hoặc sớm hơn các séc mà khách hàng gửi đến, đưa vào tài khoản của công ty. Lợi ích của phương pháp là séc được gửi đến và chuyển thành tiền sớm nhất tại ngân hàng.

Ngày nay với những ứng dụng của hình thức thanh toán điện tử, thanh toán bù trừ trong các giao dịch của ngân hàng, điều này cho phép công ty thu tiền nhanh và tiện lợi. Không những thế còn có các dịch vụ giúp cho công ty đầu tư tiền nhàn rỗi vào các chứng khoán có lợi hơn.

**Mục đích của kiểm soát chi tiêu** là làm chậm lại tới mức có thể các khoản chi. Các biện pháp tiến hành gồm :

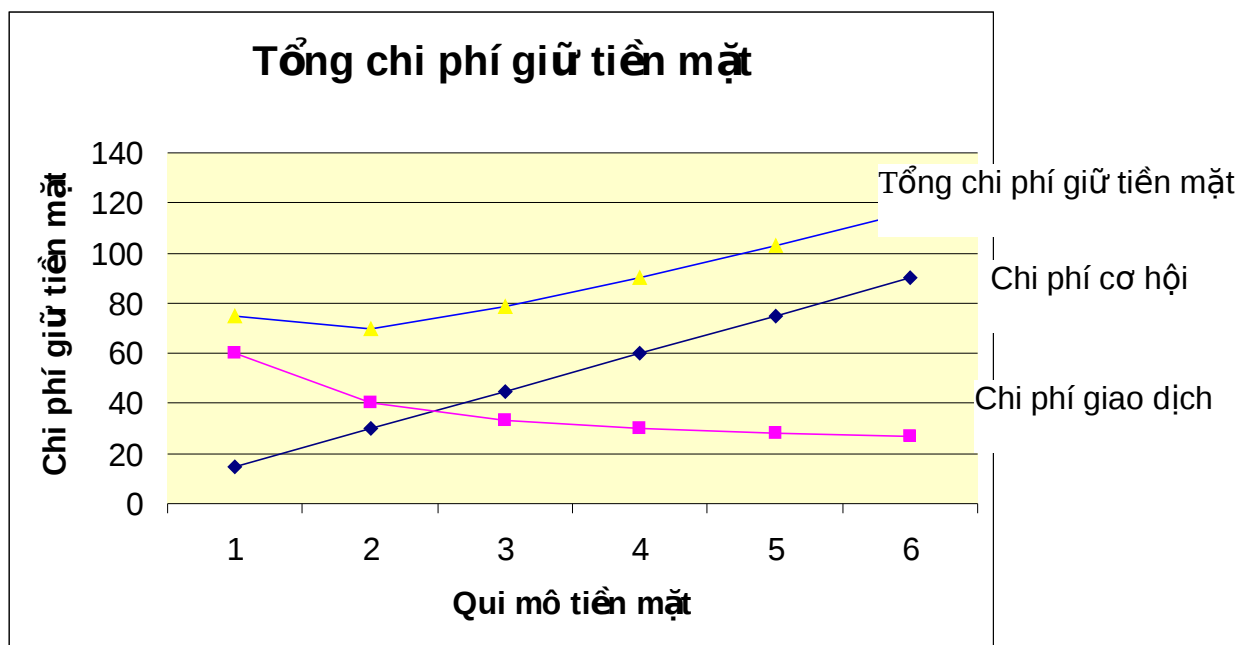
- Cực tiểu hóa vốn trôi nổi: là tìm cách làm giảm vốn trôi nổi chưa chuyển về tài khoản của của công ty.
- Sử dụng nhiều ngân hàng có khả năng dịch chuyển vốn nhanh tới các ngân hàng, có thể ngăn ngừa được sự tích tụ quá mức tiền ở một ngân hàng nào đó.
- Tập trung hóa các khoản phải trả, thường là về trung tâm nhờ đó có thể điều tiết chính xác các khoản trả theo ý muốn.

### Quyết định tồn quỹ mục tiêu

Quyết định tồn quỹ mục tiêu là sự cân nhắc giữa chi phí cơ hội do giữ tiền mặt quá nhiều với chi phí giao dịch quá lớn do giữ tiền mặt quá ít.

- Chi phí cơ hội là chi phí mất đi do giữ tiền mặt, khiến cho tiền mặt không được đầu tư vào mục đích kiếm lời
- Chi phí giao dịch là chi phí liên quan đến việc chuyển từ tài sản khác thành tiền mặt để sẵn sàng cho các khoản chi tiêu.

Nếu công ty giữ quá nhiều tiền mặt sẽ làm cho chi phí giao dịch quá nhỏ, nhưng ngược lại chi phí cơ hội lại quá lớn. Tổng chi phí giữ tiền chính là tổng chi phí cơ hội với chi phí giao dịch.



### Mô hình của Baumol

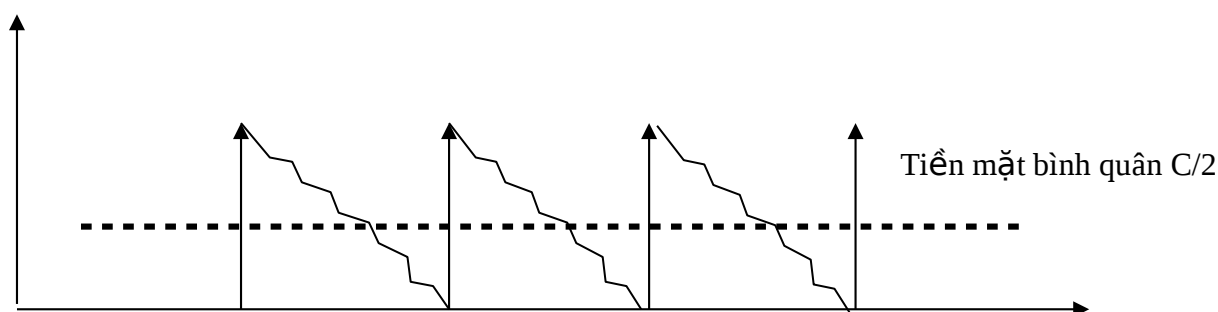
## Chương 6

William Baumol là người đầu tiên đưa ra mô hình quyết định tồn quỹ kết hợp giữa chi phí cơ hội và chi phí giao dịch. Mô hình này được ứng dụng trong thực tế nhằm xác định mức tiền mặt tối ưu.

Gọi :

- T - tổng nhu cầu tiền mặt cần thiết trong một năm
- F - Chi phí cố định phát sinh để có được tiền mặt, chi phí cố định này không thay đổi theo qui mô lượng tiền mặt cần có.
- K – Chi phí cơ hội do giữ tiền mặt trong kỳ
- Nếu ta gọi C mức tiền mặt cần có mỗi lần giao dịch

Lượng tiền mặt về công ty có đặc trưng biến thiên như sau:



Như vậy ta có các hàm sau:

$Y_1$  - Chi phí cơ hội do giữ tiền mặt  
 $Y_2$  - Chi phí giao dịch để có được tiền mặt  
Và Y- Tổng chi phí do lưu giữ tiền mặt

$$\left. \begin{array}{l} Y_1 = k \times \frac{C}{2} \quad (1) \\ Y_2 = \frac{T}{C} \times F \quad (2) \end{array} \right\} Y = k \times \frac{C}{2} + \frac{T}{C} \times F$$

Muốn tìm cực trị hàm Y ta tính đạo hàm bậc nhất và cho đạo hàm bằng không sẽ được kết quả

$$C_{\text{tối ưu}} = \sqrt{\frac{2T \times F}{k}}$$

Ví dụ, công ty có M có nhu cầu tiền mặt trong cả năm là 31.200 triệu đồng; Chi phí giao dịch một lần để có tiền mặt là 1trđ; Chi phí cơ hội vốn một năm là 10% . Ta áp dụng mô hình trên và có kết quả sau:

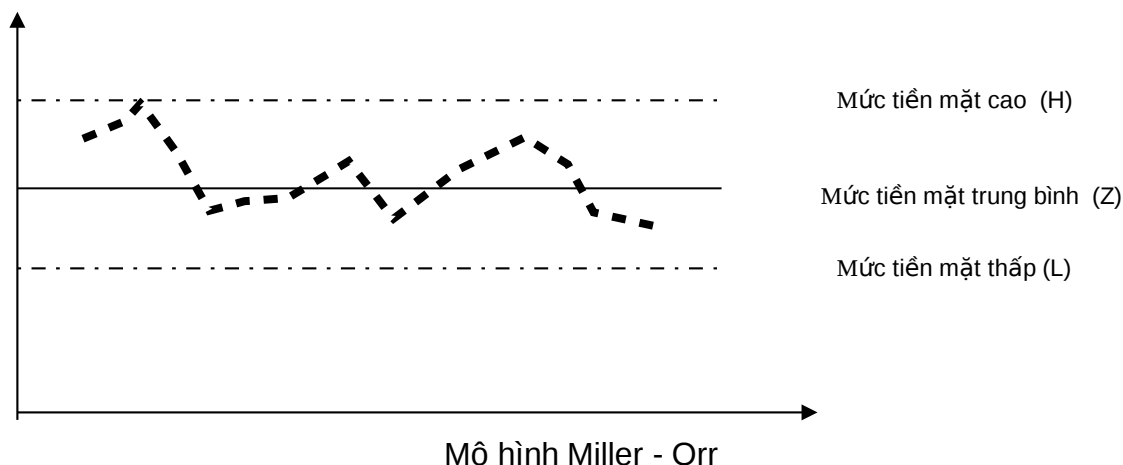
$$C_{\text{tối ưu}} = \sqrt{\frac{2 \times 31200 \times 1}{10\%}} = 789,9 \text{ triệu đồng}$$

Mô hình của Baumol được xây dựng trên cơ sở một số giả định sau:

- 1- Không tính đến dòng thu tiền mặt trong kỳ
- 2- Nhu cầu chi dùng tiền mặt trong kỳ là ổn định, không có hiện tượng đột biến thay đổi.

**Mô hình Miller – Orr**

Merton Miller và Daniel Orr phát triển mô hình tồn quỹ với luồng thu và chi biến động ngẫu nhiên hàng ngày. Mô hình Miller - Orr cân nhắc đến cả luồng thu (inflows) và luồng chi (outflows) tiền mặt và giả định luồng tiền mặt ròng (thu trừ chi) tuân theo luật phân phối chuẩn. Luồng tiền mặt hàng ngày có thể ở mức kỳ vọng, ở mức cao nhất và ở mức thấp nhất. Tuy nhiên, chúng ta giả định lượng tiền mặt ròng bằng 0, tức là thu đủ bù đắp chi tiền mặt.



Giống như mô hình của Baumol, mô hình của Miller – Orr xác định mức tồn quỹ dựa trên việc cân nhắc chi phí giao dịch và chi phí cơ hội do duy trì mức tồn quỹ tiền mặt. Cũng như các thông tin trong mô hình Baumol ta có

- F - Chi phí cố định phát sinh để có được tiền mặt, chi phí cố định này không thay đổi theo qui mô lượng tiền mặt cần có.
- K – Chi phí cơ hội do giữ tiền mặt trong kỳ
- L – mức tồn quỹ tiền mặt thấp nhất
- $\sigma^2$  - Phương sai của dòng tiền mặt ròng hàng ngày ( dòng tiền vào trừ đi dòng tiền ra hàng ngày)
- $H^*$  - mức tiền mặt ở giới hạn trên

Mô hình Miller – Orr về lượng tiền mặt tối ưu là

$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3F \times \sigma^2}{4k}} + L$$

$$H^* = 3Z^* - 2L$$

Mức tiền mặt trung bình theo mô hình Miller – Orr là

$$C_{\text{average}} = \frac{4Z^* - L}{3}$$

Ví dụ: chi phí giao dịch để có được tiền mặt ngắn hạn  $F= 1000\$$ ; Lãi suất  $k= 10\%/năm$ , độ lệch chuẩn của dòng tiền tệ ròng hàng ngày là  $2000\$$ ; giả sử công ty thiết lập mức tiền mặt giới hạn dưới là 0

Ta tính được chi phí cơ hội của tiền mặt hàng ngày là:



$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3 \times 1000 \times 4000000}{4 \times 0,000261}} + 0 = \sqrt[3]{11.493.900.000} = 22.568\$$$

$$H^* = 3Z^* - 2L = 3 \times 22.568 - 2 \times 0 = 67.704\$$$

Tồn quỹ trung bình theo mô hình của Mirler – Orr là

$$C_{\text{average}} = \frac{4Z^* - L}{3} = \frac{4 \times 22.568 - 0}{3} = 30.091\$$$

Lưu ý khi sử dụng mô hình tồn quỹ tối ưu của Mirler – Orr:

- Thiết lập giới hạn dưới cho tồn quỹ. Giới hạn dưới liên quan đến mức tiền mặt cần thiết để bảo đảm an toàn trong chi tiêu
- Ước lượng độ lệch chuẩn dòng tiền ròng hàng ngày
- Xác định mức lãi suất hàng ngày – chi phí cơ hội vốn do duy trì tiền mặt hàng ngày
- Ước lượng chi phí giao dịch để có được tiền mặt

### .III Quản trị các khoản phải thu

#### .III.1. Chính sách tín dụng :

**Khoản phải thu là giá trị hàng hoá và dịch vụ mà khách hàng còn nợ và họ cam kết sẽ thanh toán cho công ty.** Cũng cần chú ý rằng khoản phải thu không phải được hình thành một cách tự phát, nó là kết quả của việc công ty tiến hành một cách chủ động hình thức bán hàng trả chậm cho khách hàng. Hình thức bán hàng này xuất hiện khi khách hàng nhận hàng hoá và dịch vụ trước và sau một thời hạn nhất định mới thanh toán toàn bộ số tiền cho công ty. Bán trả chậm là hình thức bán hàng phổ biến, và mang lại sự thuận lợi cho khách hàng. Do vậy hình thức này có thể thu hút thêm các đơn hàng từ khách hàng đến với công ty.

Nếu căn cứ vào khách hàng thì bán trả chậm có thể được chia thành các hình thức sau:

- Bán hàng trả chậm cho khách hàng tiêu dùng cá nhân, như bán xe máy trả góp, nhà trả góp cho các hộ gia đình.
- Bán trả chậm cho khách hàng tổ chức. Đây là hình thức mà một nhà sản xuất cung cấp tín dụng hàng hoá và dịch vụ của mình cho một tổ chức khác, như nhà sản xuất dành cho một nhà buôn bán hàng vật liệu xây dựng ...

Trong chương này chúng ta sẽ tập trung dành sự chú ý vào hình thức bán trả chậm cho khách hàng tổ chức.

*Quản trị khoản phải thu gắn liền với việc xây dựng và thực thi chính sách bán tín dụng nhằm đạt được mục tiêu công ty trong từng thời kỳ.* Sau đây chúng ta sẽ tìm hiểu những biến số có liên quan đến chính sách bán tín dụng

+ Một là tiêu chuẩn tín dụng của khách hàng. Các tiêu chuẩn này nhằm bảo đảm khả năng công ty thu được nợ từ phía khách hàng. Chỉ có những khách hàng thoả mãn những tiêu chuẩn này công ty mới mở tín dụng cho họ. Những tiêu chuẩn tín dụng của khách hàng được cân nhắc trên các khía cạnh như: uy tín thanh toán

TRONG QUÁ KHỨ, khả năng tài chính, khả năng thế chấp của khách hàng. Các tiêu chuẩn này nhằm bảo đảm khả năng hoàn trả nợ của khách hàng. Khi công ty nới lỏng các tiêu chuẩn này có thể đưa đến việc mở rộng bán hàng trả chậm cho nhiều nhóm khách hàng mới và do đó gia tăng doanh số. Phần sản lượng tăng thêm không làm tăng thêm chi phí cố định. Vì thế có thể mang lại khả năng gia tăng lợi nhuận nhờ tiết kiệm định phí. Tuy vậy, việc nới lỏng quá mức tiêu chuẩn khách hàng có thể gia tăng nguy cơ mở tín dụng cho cả những khách hàng kém chất lượng, vì thế gia tăng mất mát, tăng chi phí đòi nợ.

+ Hai là thời hạn tín dụng (N). Thời hạn tín dụng thường được tính bằng số ngày mà khách hàng cam kết chậm trả. Khi tăng thời hạn bán tín dụng sẽ gia tăng doanh số, giảm một cách tương đối tài sản dự trữ và tăng khoản phải thu. Việc gia tăng doanh số nhờ nới lỏng thời hạn bán tín dụng sẽ dẫn đến tiết kiệm tương đối các khoản chi phí cố định. Tuy vậy, quá trình này thường làm gia tăng các chi phí vốn và tăng các chi phí quản lý và thu hồi nợ ở khách hàng.

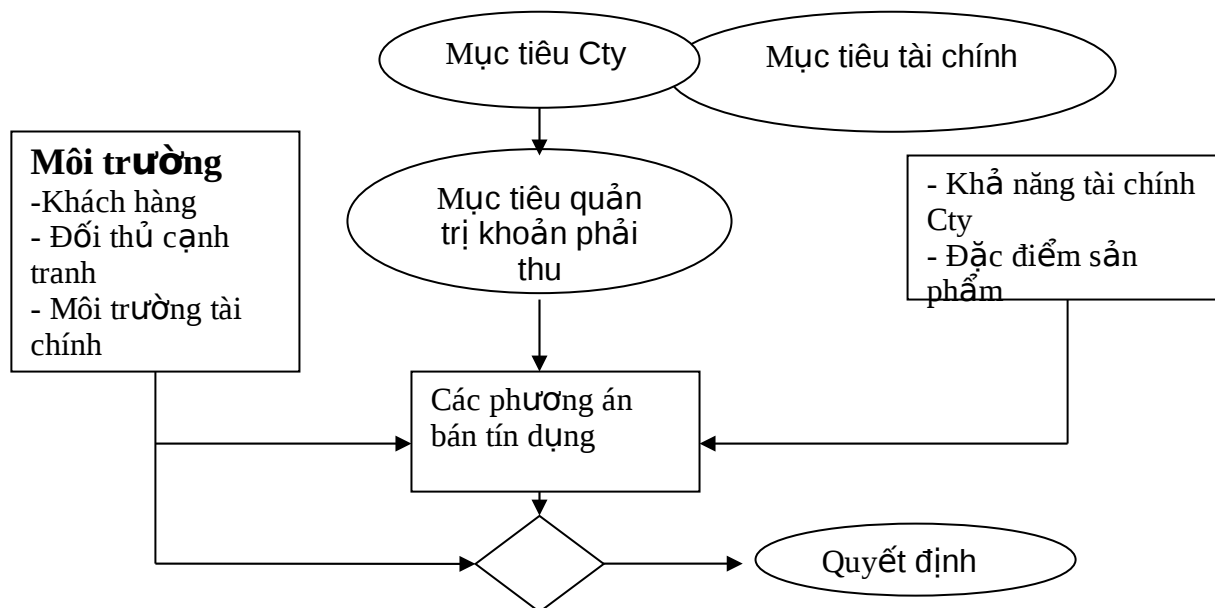
+ Ba là tỷ lệ giảm giá  $k\%$  nếu khách hàng chấp nhận thanh toán trong  $d$  ngày đầu tiên (viết tắt là  $k/d$ ). Việc gia tăng tỷ lệ giảm giá  $k\%$  cho những khách hàng trả tiền trong vòng  $d$  ngày đầu tiên có thể kích thích khách hàng trả tiền sớm. Mở ra khả năng đầu tư mới dành cho phần vốn thu hồi sớm.

+ Bốn là chính sách thu nợ bao gồm thủ tục quản lý và đòi nợ, chi phí liên quan đến bộ phận quản lý nợ khách hàng, trong nhiều trường hợp còn bao gồm cả các chi phí nhờ toà án luật pháp can thiệp.

Sơ đồ sau có thể giúp chúng ta hình dung tiến trình hoạch định chính sách bán tín dụng của công ty.

Qua sơ đồ cho thấy để hình thành chính sách bán tín dụng công ty cần xuất phát từ mục tiêu tài chính cụ thể hoá việc gia tăng giá trị tài sản cổ đông trong từng thời kỳ. Kế đến xây dựng mục tiêu bán tín dụng, trong từng thời kỳ bán tín dụng có thể quan tâm đến các mục tiêu sau: Tăng doanh số, giảm các chi phí tồn kho, hoặc tăng tốc độ chuyển hoá thành tiền của các khoản đầu tư vào khoản phải thu ...

a. Các phân tích về môi trường là những cơ sở hết sức cần thiết khi đề ra các chính sách bán tín dụng. Những hiểu biết nhu cầu khách hàng như mục tiêu và chu kỳ kinh doanh; uy tín trong thanh toán, số năm có quan hệ với công ty; khả năng tài chính; cơ cấu hàng hoá...



### Tiến trình hoạch định chính sách bán tín dụng

Ví dụ : Công ty A đang có doanh số hiện tại là 3000 triệu đồng với thời hạn bán tín dụng là 30 ngày, kỳ thu tiền cũng bằng 30 ngày. Bộ phận marketing cho biết công ty có thể tăng lượng bán lên, nếu mở rộng các tiêu chuẩn tín dụng đối với khách hàng tiềm năng. Công ty có mức chi phí biến đổi biên tế là 80% giá bán, phí tổn cơ hội của vốn đầu tư vào hoàn phải thu là 15%. Các dự tính sau dành cho các nhóm khách hàng tiềm năng như sau:

Chỉ tiêu	Nhóm khách hàng 1	Nhóm khách hàng 2	Nhóm khách hàng 3	Nhóm khách hàng 4
Tỷ lệ gia tăng doanh số	10%	12%	6%	8%
Tỷ lệ thời gian chậm trễ trong thanh toán	5%	10%	15%	30%
Tỷ lệ mất mát	2%	2%	3%	6%

Chi phí cố định biên là 8%. Hãy xác định xem công ty nên mở tín dụng đến nhóm khách hàng nào?

Qua số liệu trên nếu công ty mở đến nhóm 1 thì sản lượng mới sẽ tăng 10% so với hiện nay. Và nếu mở đến khách hàng 2 sản lượng lúc này sẽ tăng 22% (tức là 10% dành cho nhóm 1 và 12% cho nhóm 2) tương đương với 660 triệu đồng. Cứ như vậy, chúng ta có thể tính đến nhóm khách hàng 4. Việc gia tăng sản lượng không làm tăng thêm chi phí cố định, vì thế tỷ lệ chi phí cố định tính trên một đơn vị sản lượng ứng với việc mở rộng nhóm khách hàng giảm xuống.

Chỉ tiêu	Hiện nay	KH1	KH2	KH3	KH4
----------	----------	-----	-----	-----	-----

Doanh số tăng thêm	0	300	360	180	240
Thời gian thu tiền	30	31.5	33	34.5	39
Mất mát	0	4.5	7.2	5.4	14.4
Chi phí cố định	8%	7.27%	6.56%	6.25%	5.88%
Tiết kiệm chi phí cố định		24	26.182	11.803	15
Vốn đầu tư tăng thêm		21	26.4	13.8	20.8
Chi phí vốn		3.15	3.96	2.07	3.12
Lợi nhuận biên		16.35	15.0218	4.33328	-2.52
Lợi nhuận tăng thêm		16.35	31.3718	35.7051	33.1851
Lợi nhuận Max		35.7051			

Như vậy, lợi ích trước hết của việc mở rộng tiêu chuẩn khách hàng là tiết kiệm chi phí cố định. Qua bảng trên ta thấy, nếu công ty mở đến nhóm khách 1 thì mang lại mức tiết kiệm biên về chi phí cố định (CPCĐ) là 24 triệu đồng và nếu mở đến nhóm 4 sẽ là 15 triệu đồng CPCĐ so với phương án mở đến nhóm khách hàng 3. Tuy vậy, việc nới lỏng tiêu chuẩn khách hàng sẽ làm tăng thêm nguy cơ mất mát, tăng nhu cầu vốn đầu tư vào khoản phải thu và do vậy tăng thêm chi phí vốn. Bảng trên cho thấy việc công ty mở đến nhóm khách hàng 4 sẽ làm tăng chi phí vốn hơn so với phương án chỉ mở đến nhóm khách hàng 3 là 3,12 triệu đồng .

Bằng cách phân tích biên chúng ta thấy công ty nên dừng lại ở nhóm khách hàng 3, sẽ đạt được mức lợi nhuận tăng thêm so với chính sách bán hàng hiện nay và đạt cực đại 35,7051 triệu đồng. Tương ứng với điều đó doanh số mới do mở rộng tiêu chuẩn khách hàng là 3840 triệu đồng kỳ thu tiền bình quân là 30,6094 ngày, chi phí cố định biên là 6.25%.

**b. Thời hạn tín dụng :**

Thời hạn tín dụng xác định độ dài thời hạn tín dụng và thời hạn trong đó sẽ chấp nhận một tỷ lệ giảm giá. Ví dụ :

+ "2/10 net 30" được ghi trên hóa đơn nghĩa là:

Thời kỳ tín dụng cho khoản thanh toán là trong phạm vi 30 ngày kể từ ngày ghi hóa đơn. Chiết khấu giảm giá là 2% cho việc thanh toán trước trong phạm vi 10 ngày đầu.

+ "2/10 net 30 E.O.M" nghĩa là thời hạn tín dụng cho phép 30 ngày đối với tất cả các khoản nợ trước cuối tháng, và được giảm giá 2% cho việc thanh toán trong phạm vi 10 ngày đầu.

+ "2/COD net 45" nghĩa là thời hạn tín dụng 45 ngày kể từ khi ghi hóa đơn nếu trả tiền ngay được giảm giá 2%

## Chương 6

Tất nhiên thời hạn tín dụng và chiết khấu giảm giá phải cần được cân nhắc trên cơ sở lợi nhuận tăng ròng thêm.

Cũng ví dụ trên công ty A dự kiến nói lỏng thời hạn bán tín dụng bằng một trong ba phương án sau :

**Thời hạn bán tín dụng bằng: N= 45 ngày; N=50 hoặc N= 60 ngày.**

Doanh số bán tín dụng hiện nay với thời hạn bán tín dụng 30 ngày là 3840 triệu đồng, kỳ thu tiền bình quân 30,6094 ngày, chi phí cố định biên bằng 6.25% . các thông tin về việc nói lỏng thời hạn bán tín dụng theo từng phương án được thể hiện ở bảng số liệu sau:

Chỉ tiêu	N=45	N=50	N=60
Tỷ lệ gia tăng doanh số	15%	20%	22%
Tỷ lệ thời gian chậm trễ trong thanh toán	1%	6%	10%
Tỷ lệ mất mát	0.5%	2.0%	3.0%

Bằng phương pháp phân tích biên chúng ta có thể xác định được thời hạn tín dụng tốt nhất mà công ty A nên mở .

Chỉ tiêu	N=30	N=45	N=50	N=60
Doanh số	3840	4416	4608	4684.8
Kỳ thu tiền bình quân	30.6094	45.45	53	66
% chi phí cố định biên	6.25%	5.43%	5.21%	5.12%
Doanh số tăng thêm	0	576	192	76.8
Tiết kiệm CPCĐ	0	36	10.4348	4
Vốn đầu tư cũ	326.5	484.8	565.333	704
Vốn đầu tư mới		58.176	90.4533	123.904
VDT tăng thêm		216.476	112.811	172.117
Chi phí vốn		32.4714	16.9216	25.8176
Mất mát tăng thêm		2.88	15.36	25.344
Lợi nhuận biên		0.6486	-21.847	-47.162
Lợi nhuận tăng thêm so với hiện nay		0.6486	-21.198	-68.36
Max=			0.6486	

Như vậy, công ty nên áp dụng thời hạn bán tín dụng là 45 ngày. Nếu công ty nói lỏng hơn thời hạn trên 45 ngày thì thu nhập tăng thêm sẽ thấp hơn chi phí tăng thêm. Doanh số và kỳ thu tiền bình quân ứng với thời hạn bán tín dụng mới là:

- ❖ Doanh số = 4416 triệu đồng
- ❖ Kỳ thu tiền bình quân= 45,45 ngày

c. Biến số chiết khấu và số ngày đầu tiên để hưởng chiết khấu (k/d).

Việc đưa ra chiết khấu nhằm kích thích khách hàng trả tiền sớm trong vòng d ngày đầu tiên.

Nhìn vào biểu đồ ở trang sau ta dễ nhận thấy việc đưa ra mức chiết khấu giảm giá đã mang lại cho khách hàng hai cơ hội lựa chọn.

**Thứ nhất là thanh toán sớm trong vòng d ngày đầu tiên để được hưởng chiết khấu.** Điều này đồng nghĩa với việc khách hàng phải sử dụng nguồn vốn sẵn có của mình để thanh toán cho công ty. Như vậy, họ cần cân nhắc chi phí cơ hội vốn của mình với lợi ích thu được từ giảm giá.

**Thứ hai trả chậm hơn, tức là thời hạn họ có thể kéo dài hơn là N-d ngày. Như vậy** khách hàng mất đi cơ hội hưởng chiết khấu.

Chi phí cơ hội vốn của việc từ chối chiết khấu có thể dễ dàng tính được là

$$C = \frac{k * 360}{(100 - k)(N - d)}$$

Chú ý rằng, ở đây C là chi phí cơ hội vốn của việc từ chối chiết khấu được tính cho một năm. Muốn tính C cho một tháng, ta có thể lấy tử số nhân với 30 thay cho 360 ngày.

<b>LỢI ÍCH CHIẾT KHẤU</b>	
<p><b>Lợi ích của khách hàng</b> Giảm chi phí Có được sự lựa chọn Cân nhắc ở khách hàng</p> <p><b>Chi phí cơ hội của việc từ chối chiết khấu lớn hơn chi phí cơ hội vốn của mình</b> Phí cơ hội vốn &lt;</p>	<p><b>Lợi ích của công ty</b> Thu hồi vốn sớm Sử dụng vốn vào các cơ hội kinh doanh khác Giảm chi phí thủ tục thu hồi và quản lý nợ</p> <p><b>Công ty phải trả chiết khấu hấp dẫn cho khách hàng</b></p>

Xét về phía khách hàng, họ chỉ chấp nhận trả trước khi chi phí cơ hội của việc từ chối chiết khấu lớn hơn chi phí cơ hội vốn của mình. Còn trong trường hợp ngược lại, tức là  $C <$  chi phí cơ hội vốn, khách hàng sẽ trả chậm vào ngày thứ N.

Chúng ta lại tiếp tục sự kiện ở công ty A, công ty đang dự kiến đưa ra các mức chiết khấu 1,5/5 hoặc 2/5 (có nghĩa công ty sẽ giảm giá 1,5% hoặc 2% cho các khách hàng của mình thanh toán trong vòng 5 ngày đầu tiên).

Nếu với 1,5/5 thì  $C = 13.71\%$

Còn nếu 2/5 thì  $C = 18.37\%$

Qua tìm hiểu các khách hàng của mình công ty thấy rằng có khoảng 40% khách hàng có chi phí cơ hội vốn nhỏ hơn 16% và 20% khách hàng có chi phí cơ hội vốn nhỏ hơn 21%.

Bằng cách lập luận trên chúng ta dễ nhận thấy, chỉ có mức chiết khấu 2/5 là có khả năng thu hút khách hàng trả tiền sớm và mức sản lượng mà công ty có thể nhận được từ các khách hàng trả tiền sớm là 40%. Tuy vậy việc đưa ra chiết khấu cũng cần tính đến lợi ích của cả hai phía bao gồm: lợi ích khách hàng và lợi ích của công ty - lợi ích nhà sản xuất. Xét về phía công ty việc đưa ra chiết khấu giảm giá cho các khoản thanh toán sớm sẽ giúp họ thu được vốn sớm và do vậy có thể tận dụng các cơ hội kinh doanh mới. Tuy vậy, việc đưa ra mức chiết khấu sẽ làm cho công ty phải chi thêm một khoản chiết khấu giảm giá cho các khách hàng của mình. Vì thế cần nhắc để đưa ra chiết khấu giảm giá dựa trên việc lấy lợi ích tăng thêm do thu hồi vốn sớm trừ đi chi phí chiết khấu nếu mang lại kết quả dương thì công ty nên đưa ra chiết khấu giảm giá tức là k/d. Cách thức đánh giá này dựa trên cơ sở phân tích giữa phương án không có chiết khấu và phương án có chiết khấu.

Chỉ tiêu	0 có K	có K
Doanh thu	1766.4	1766.4
Kỳ thu tiền bình quân	45.45	5
Khoản phải thu	223.008	24.5333
Tiết kiệm vốn đầu tư		198.475
Tiết kiệm chi phí vốn		29.7712
Trả chiết khấu		35.328
Lợi nhuận or (lỗ)		-5.5568

Như vậy công ty không nên đưa ra mức chiết khấu 2% dành cho các khách hàng thanh toán trong vòng 5 ngày đầu tiên]

Kết luận : công ty chỉ nên nói lờng đến nhóm khách hàng 3 và thời hạn bán tín dụng là 45 ngày

#### d. Mức rủi ro mất mát phải chấp nhận

Mở rộng tiêu chuẩn tín dụng có thể bao hàm một sự chấp nhận rủi ro không đòi nợ được. Trong những trường hợp như vậy có thể coi sự mất mát này như là một chi phí được cộng thêm vào trong quá trình tính toán, thông thường mất mát được tính bằng tỷ lệ % so với doanh thu.

### .III.2. Phân tích các yêu cầu tín dụng :

**Để thiết lập các thời hạn bán hàng, từ chối hoặc chấp nhận mở tín dụng đối với mỗi yêu cầu tín dụng của khách hàng tiềm năng, công ty phải xem xét khả năng mất mát hoặc chậm thanh toán thông qua một quá trình phân tích tín dụng. Thủ tục phân tích tín dụng gồm 3 bước :**

- Thu thập thông tin
- Phân tích thông tin để xác định giá trị tín dụng của khách hàng

➤ Ra quyết định

Các quyết định tín dụng chỉ rõ: tín dụng có được mở hay không và giá trị tối đa là bao nhiêu?

a. Thu nhập thông tin :

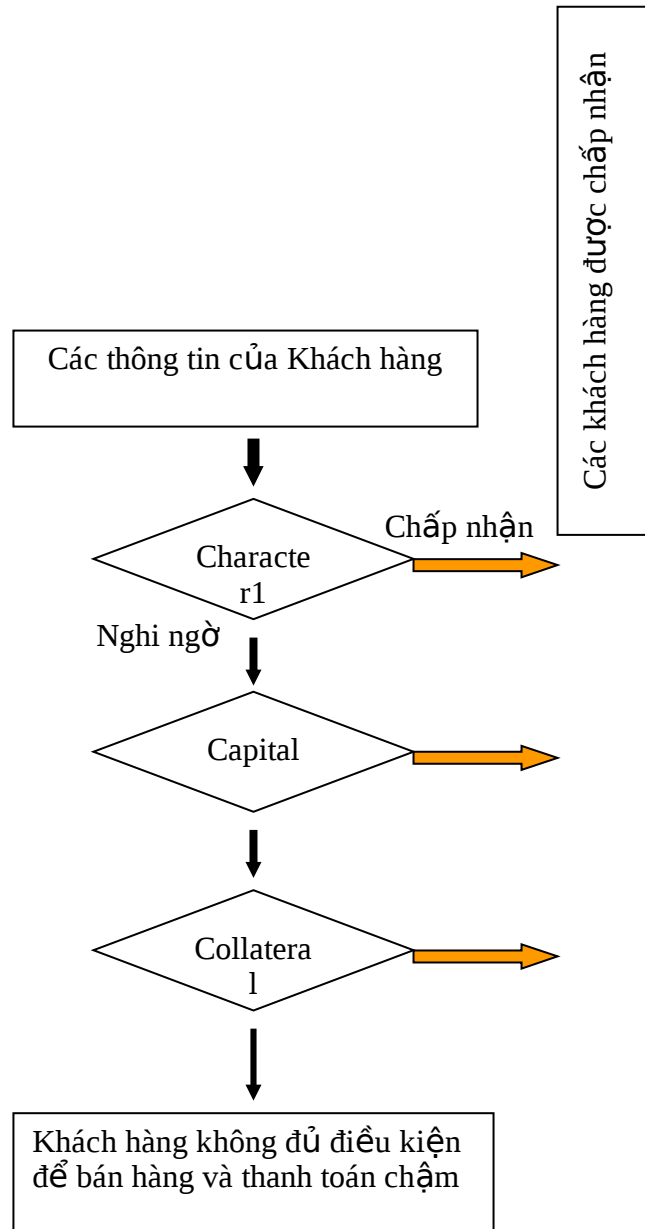
Nguồn thông tin cho công việc phân tích hiệu quả gồm:

- Các báo cáo tài chính
- Tỷ suất tín dụng và kết quả thanh toán trong quá khứ được cung cấp bởi các cơ quan tư vấn tài chính.
- Các dữ liệu từ ngân hàng về tình hình kinh doanh của khách hàng: có thể có các ngân hàng có các tổ chức dịch vụ kiểm soát tín dụng. Họ có lợi thế trong việc tìm kiếm thông tin từ hệ thống ngân hàng.
- Các dữ liệu có sẵn của công ty: Nhiều công ty có thể có một số kinh nghiệm trong việc đánh giá tín dụng từ những nghiên cứu nhanh về các đặc tính văn tắt theo nguyên tắc 4C bao gồm :
  - Character: đặc điểm, bản chất thể hiện trong những xử sự của khách hàng trong quá khứ.
  - Collateral: thế chấp (đồ ký quỹ) hay có một sự bảo đảm của một nguồn tài trợ đủ bảo đảm cho các khoản nợ.
  - Capital: tài sản hoặc khả năng sinh lợi của công ty
  - Conditions: các yếu tố ngoại sinh ngoài tầm kiểm soát của công ty và khách hàng của nó.

Khi tiến hành phân tích khách hàng cần có sự phân tích các yếu tố môi trường như: các chính sách bán tín dụng của các nhãn hiệu cạnh tranh, tình hình về lãi suất và tốc độ lạm phát của nền kinh tế... Sự tìm hiểu này cho phép người thiết kế chính sách bán tín dụng có thêm các quan điểm cần thiết để có thể nới lỏng hay thu hẹp trong việc lựa chọn khách hàng.

Sơ đồ sau cho thấy cách thức đánh giá khách hàng theo sơ đồ tắt mở. Khi một tiêu chuẩn được chấp nhận thì có thể chuyển sang nhóm khách hàng bán tín dụng. Quá trình cứ tiến hành như vậy, chúng ta sẽ có được một tập hợp các khách hàng đủ tiêu chuẩn.





Ngoài những đánh giá trên, người quản trị khoản phải thu cũng cần có những tìm hiểu về các điều kiện khác từ phía khách hàng (conditions) như khả năng chuyển quyền sở hữu, hay sự thay đổi vị trí của người đứng đầu trong tổ chức.. Các khía cạnh này nhằm khẳng định khả năng thu hồi nợ từ phía khách hàng.

b. Phân tích tín dụng:

Từ các báo cáo tài chính các nhà phải thu thực hiện phân tích các thông số cần thiết. Đặc biệt chú ý các thông số :

- Thông số khả năng thanh toán nhanh
- Thông số quay vòng tồn kho và quay vòng khoản phải thu
- Thời hạn trả tiền bình quân

- Thông số nợ trên tổng tài sản
- Đặc biệt là khả năng trang trải của ngân quỹ  
Thêm vào với báo cáo tài chính có thể là :
- Sức mạnh tài chính của người yêu cầu tín dụng
- Đặc điểm của người yêu cầu và khả năng quản trị của họ.

Tất nhiên cần phân tích với một mức độ thích đáng, tránh việc làm rườm rà không cần thiết. Điều quan trọng là tìm ra khả năng thanh toán, khả năng trả nợ đúng hạn từ phía người yêu cầu tín dụng.

c. Quyết định tín dụng :

Sau khi các nhà phải thu đã đưa ra các dấu hiệu cần thiết và đã thực hiện sự phân tích, nhà quản trị cần phải đưa ra các quyết định tín dụng.

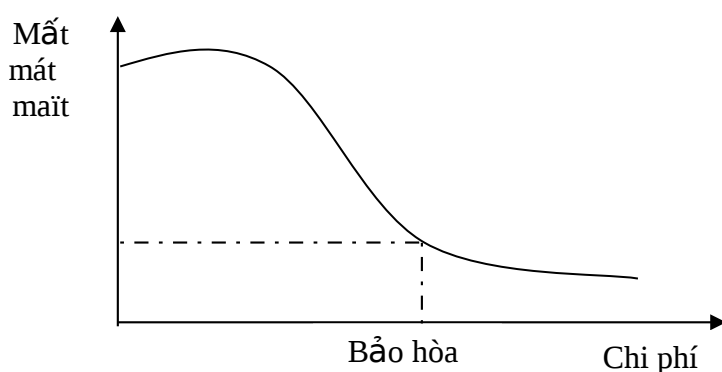
- Trước hết là quyết định có gởi hàng và mở tín dụng hay không.

Nếu lượng bán lặp lại thì phải thiết lập một thủ tục để đánh giá lại mỗi khi nhận được đơn đặt hàng. Trong đó cần xác định mức tín dụng đó là giới hạn giá trị lớn nhất mà công ty có thể với một khách hàng nào đó. Chủ yếu là mức rủi ro tối đa mà công ty tự cho phép để thực hiện với một khoản tín dụng nào đó. Mức tín dụng cần phải định kỳ đánh giá lại để giữ một sự phát triển tương ứng khoản nợ.

### .III.3. Chính sách thu nợ :

**Chính sách thu nợ** có mục đích là sử dụng các nguồn lực của công ty để thực hiện việc thu tiền đối với các hóa đơn quá hạn.

Nó cũng liên quan đến việc định thời hạn cho việc chi tiêu các nguồn lực đó. Dĩ nhiên chi phí của việc thu nợ phải được xem xét toàn diện từ quá trình đánh giá các yêu cầu tín dụng cho đến chi phí cơ hội của việc lưu giữ các khoản phải thu, chi phí kiểm soát và thu nợ, chi phí thu nợ với các món nợ quá hạn.



**Biến số cơ bản của chính sách thu nợ là giá trị kỳ vọng của các thủ tục thu nợ.** Trong một giới hạn nhất định giá trị kỳ vọng của thủ tục thu nợ càng cao càng hạ thấp tỷ lệ thất thoát và rút ngắn thời hạn thu tiền. Song mối quan hệ giữa chi phí thu nợ và mất mát cũng như việc giảm thời hạn thu tiền không theo một đường thẳng. Ban đầu sự gia tăng chi phí thu nợ có thể giảm đáng kể các mất mát và thời hạn thu tiền, càng về sau việc gia tăng chi phí thu nợ sẽ không còn tác dụng tích cực nữa. Thể hiện qua hình vẽ. Để cân nhắc cho chi phí cho các thủ tục thu nợ ta giả sử lượng bán không còn ảnh hưởng đến cố gắng thu nợ. Như vậy, cần cân

nhắc giữa một bên là việc giảm đầu tư vào khoản phải thu và giảm mát mát, còn bên kia là sự tăng chi phí kiểm soát tín dụng, tăng cường việc thu nợ. Một khoản phải thu chỉ tốt như mong muốn khi nó được thanh toán đúng hạn. Công ty không thể chờ quá lâu đối với các hóa đơn quá hạn trước khi khởi sự thủ tục thu tiền. Song nếu khởi sự các thủ tục thu tiền quá sớm, không hợp lý có thể làm mất lòng khách hàng tốt có lý do chính đáng cho sự chậm trễ của họ. Trước khi khởi sự các thủ tục thu nợ cần phải tự đặt hai câu hỏi.

- Khoản nợ quá hạn có giá trị bao nhiêu?
- Thời gian quá hạn bao lâu?

Thủ tục thu nợ thường bao gồm một quá trình tự hợp lý cho các giải pháp mà nó áp dụng một cách tổng hợp như: các cú điện thoại, thư tín, các viếng thăm cá nhân, hoạt động luật pháp. Ví dụ :

<b>Thời hạn</b>	<b>Hành động cần thiết</b>
15 ngày sau khi hóa đơn đến hạn	Gửi thư kèm theo số hóa đơn nhắc thời hạn và giá trị đúng hạn và yêu cầu trả tiền
45 ngày sau khi đến hạn	Gửi thư kèm theo thông tin hóa đơn thúc giục trả tiền và khuyến cáo là có thể làm giảm uy tín trong các yêu cầu tín dụng.
75 ngày sau khi hóa đơn đúng hạn	Gửi thư, gửi thông tin của hóa đơn, thông báo là nếu không trả đủ tiền trong thời hạn 30 ngày sẽ hủy bỏ các giá trị tín dụng đã thiết lập.
80 ngày sau kho hóa đơn đến hạn	Gọi điện thoại khẳng định thông báo cuối cùng.
105 ngày sau khi hóa đơn đến hạn	Gửi thư, thông báo là hủy bỏ giá trị tín dụng của khách hàng ngay cả khi đã trả đủ tiền. Nếu khoản nợ quá lớn thông báo cho khách là có thể đòi nợ bằng con đường luật pháp.
135 ngày sau khi hóa đơn đến hạn	Có thể đưa khoản nợ vào nợ khó đòi. Nếu khoản nợ quá lớn thì khởi sự đòi nợ bằng pháp luật.

Thủ tục thu nợ vừa mềm dẻo vừa cương quyết có thể từ việc gửi thư với những giọng điệu ngày càng nghiêm khắc đến các cú điện thoại, sau nữa là ...

Tất nhiên, thu nợ bằng con đường luật pháp là cuối cùng và bị bắt buộc. Đòi nợ bằng luật pháp ít có giá trị thực tế chỉ nên áp dụng đối với sự phá sản, khi mà khoản nợ không thể thu được. Hợp lý hơn cả vẫn là giải quyết bằng thương lượng, thỏa hiệp.

Trên thực tế các biến số của chính sách tín dụng ở trong một mối liên hệ chặt chẽ và phối hợp tất cả các nỗ lực sau cho nó có lợi nhất.

### .IV Tài trợ ngắn hạn

#### .IV.1. Tài trợ ngắn hạn phát sinh

##### .IV.1.1. Khái niệm

Các quyết định đầu tư hình thành cơ cấu tài sản cần phải tìm được nguồn vốn thích hợp cho nó. Với các tài sản ngắn hạn thì nguồn vốn quan trọng nhất của nó là các nguồn vốn vay ngắn hạn. Nếu xét trên phương diện nguồn vốn ngắn hạn có thể thấy rằng có hai loại :

+ Nguồn vốn không xác định cụ thể do nó phát sinh từ quy mô hoạt động kinh doanh (tài trợ phát sinh)

+ Nguồn vốn xác định được cụ thể .

Tài trợ phát sinh là tài trợ có nguồn cụ thể sinh từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Đó là các khoản trả từ những hoạt động kinh doanh do nhà cung cấp chấp nhận một thời hạn tín dụng nhất định, các khoản nợ tích lũy (như nợ thuế, tiền lương công nhân...) Khi hoạt động kinh doanh càng lớn thì quy mô nguồn này cũng tăng và có kế hoạch nó theo chính sách tín dụng của nhà cung cấp và theo cách thức trả lương, thuế.

Tài trợ phát sinh có thể chia làm hai loại :

+ Tài trợ từ tín dụng thương mại

+ Tài trợ từ nợ tích lũy (thuế, lương ..)

##### .IV.1.2. Tài trợ từ tín dụng thương mại

Trong nền kinh tế phát triển người mua thường được mua hàng mà không trả tiền ngay. Còn người bán thường mở rộng tín dụng hơn cho các khách hàng tổ chức. Tín dụng thương mại trở thành một nguồn vốn rất quan trọng cho các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp nhỏ và doanh nghiệp đang trên đà phát triển mạnh. Như trên chúng ta đã khẳng định đây là nguồn vốn ngắn hạn và có quy mô gắn với quy mô hoạt động kinh doanh. Tuy vậy, trong phần này chúng ta chỉ xem xét nó như là một biện pháp tài trợ, nghĩa là tìm khả năng tăng thêm từ nguồn vốn đã được lập kế hoạch theo quy mô các hoạt động mua sắm và chính sách tín dụng từ nhà cung cấp. Tình huống để có các biện pháp tài trợ này là :

+ Doanh nghiệp không nhận sự giảm giá trong thời hạn tín dụng mà nhà cung cấp đã cho và quyết định trả nợ đúng hạn.

+ Doanh nghiệp quyết định lạm dụng tín dụng thương mại bằng cách trì hoãn thanh toán vượt quá thời hạn tín dụng quy định.

##### a. Quyết định trả đúng hạn:

Quyết định tài trợ này trong trường hợp đầu tiên, đó là doanh nghiệp mua hàng được hưởng một thời hạn tín dụng có chiết khấu giảm giá nếu thanh toán trước thời hạn quy định, song nó quyết định từ chối giảm giá để trả đúng hạn. Quyết định này

đem lại cho doanh nghiệp một khả năng sử dụng lượng vốn bằng tiền mua hàng (100%-k%) thêm một khoảng thời gian là N-d, so với trả trước để hưởng chiết khấu giảm giá. Như thế, biện pháp tài trợ này đã phải chấp nhận một phí tổn cơ hội vì bỏ qua chiết khấu. Nếu xét thời hạn mua hàng "2%/10, net N" thì phí tổn cơ hội của biện pháp tài trợ này là:

$$C_0 = \frac{2 \times 360}{(100 - 2) \times (30 - 10)} = 36,7\%$$

Bạn sẽ nghĩ gì nếu bạn không dùng biện pháp này mà phải tài trợ bằng vay ngân hàng với lãi suất 1,7% tháng? 4% tháng ?

### **b. Lạm dụng khoản phải trả:**

Quyết định tài trợ trong trường hợp này là trì hoãn hơn nữa thời hạn thanh toán vượt quá thời hạn tín dụng mà nhà cung cấp quy định. Chi phí cho biện pháp tài trợ là :

- + Chi phí cơ hội do không chấp nhận chiết khấu giảm giá
- + Sự giảm thấp giá trị tín dụng, giảm thấp uy tín của doanh nghiệp do trì hoãn trong thanh toán.

Sự giảm thấp giá trị tín dụng rất khó đo lường bởi vì những sự trì hoãn này gây ra ảnh hưởng rất xấu, đặc biệt là dưới sự đánh giá của ngân hàng và những người cho vay. Hơn nữa, ngay cả khi không bị giảm giá trị tín dụng doanh nghiệp cũng có thể rơi vào những lệ thuộc nhất định, như buộc phải mua hàng các lần sau với giá cao, vì các quan hệ phức tạp đã gây ra từ trước.

Khi áp dụng quyết định này cần làm cho nhà cung cấp hiểu và thông cảm hơn với hoàn cảnh của công ty. Rằng đây chỉ là một sự trì hoãn tạm thời, có ý nghĩa mùa vụ, khoản nợ chắc chắn sẽ được thanh toán.

### **c. Lợi ích của tài trợ bằng tín dụng thương mại:**

Lợi ích chủ yếu của tài trợ bằng tín dụng thương mại là sự sẵn sàng, mềm dẻo vì :

- + Khoản phải trả là nguồn vốn tồn tại liên tục trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp.
- + Không cần có một nghi thức chính thức nào để thực hiện việc tài trợ
- + Không cần thương lượng với nhà cung cấp mặc dù trong trường hợp lạm dụng quá mức khoản phải trả cần phải có một sự thông cảm nhất định.
- + Không có sự trễ pha thời điểm vay nợ và sử dụng
- + Doanh nghiệp không phải ký nợ, thế chấp hoặc gắn với các cam kết chặt chẽ về thời hạn. Sự quá hạn trong tín dụng thương mại được xem nhẹ nhàng hơn so với sự trễ hạn trong các khoản vay nợ.

Tài trợ bằng tín dụng thương mại có bất lợi là chi phí cao. Do đó, quyết định về tín dụng thương mại trong trường hợp có thể khai thác một nguồn tài trợ khác rẻ hơn thì cần phải cân nhắc giữa chi phí tăng thêm và sự mềm dẻo cũng như tính thuận tiện gắn với biện pháp tài trợ bằng tín dụng thương mại.

### **.IV.1.3. Tài trợ các khoản tích lũy :**

**Các khoản tích lũy có thể cung cấp một nguồn cho tài trợ bao gồm tiền lương trả cho công nhân, tiền thuế và các khoản nộp ngân sách.** Đặc trưng của những khoản này là việc chi tiêu phát sinh hoặc đều đặn nhưng chưa phải trả vì chưa đến kỳ.

Trên một ý nghĩa nào đó thì tài trợ từ khoản nợ tích lũy là khoản tài trợ ít tốn kém nhất nếu như không muốn nói đây là biện pháp tài trợ miễn phí. Vấn đề là ở chỗ xét trên phương diện biện pháp tài trợ thì nó không thể tăng quá được. Bởi vì:

- Với thuế và các khoản nộp ngân sách, việc trì hoãn không trả đúng hạn sẽ rất khó khăn, điều này có thể tiến hành khi doanh nghiệp đang ở trong tình trạng rất khó khăn về mặt tài chính.
- Với lương, doanh nghiệp có thể kéo dài việc trả lương song cũng rất khó. Việc kéo dài quá mức có thể gặp phải các phản ứng của công nhân và công đoàn. Hơn nữa, có thể xuất hiện những phản ứng ngầm gây ra như giảm sút năng suất lao động, tăng phế phẩm, tăng tỷ lệ tai nạn do sự chán nản của công nhân.

### **.IV.2. Vay nợ ngắn hạn**

#### **.IV.2.1. Tín dụng trên thị trường tiền tệ :**

**Các công ty lớn và phát triển ổn định có thể vay mượn ngắn hạn qua thương phiếu, các công cụ khác của thị trường tiền tệ.** Trên thị trường xã hội các công cụ của thị trường tiền tệ được bán trực tiếp cho người đầu tư hoặc gián tiếp qua các trung tâm.

#### **a. Thương phiếu:**

Là một phiếu hứa trả ngắn hạn không bảo chứng được bán trên thị trường tiền tệ. Thương phiếu có thể phát hành độc lập từ các công ty danh tiếng hoặc qua một sự bảo lãnh của ngân hàng. Thương phiếu có thể bán trực tiếp cho người đầu tư hoặc gián tiếp qua trung gian. Thời hạn của thương phiếu có thể từ vài ngày đến 9 tháng với đầu tư trực tiếp và thông thường là từ hai đến 6 tháng .

Lợi ích của thương phiếu là :

- ✓ Lãi suất thấp hơn lãi vay ngân hàng và không có số dư bù trừ
- ✓ Có khả năng phân phối rộng và qua đó có thể kèm theo quảng cáo
- ✓ Được sự đóng góp ý kiến của những người bán buôn thương phiếu của công ty

#### **b. Chấp nhận thanh toán của ngân hàng:**

Với hình thức này ngân hàng chịu trách nhiệm thanh toán các hối phiếu cho công ty nợ, bằng giá trị tín dụng của ngân hàng, hối phiếu trở thành một công cụ có thể

nhượng bán rất tốt. Do đó, người cầm hối phiếu sẽ không phải giữ cho đến hạn thanh toán cuối cùng mà bán trước với giá thấp hơn giá trị trên một chút, khoản chiết khấu này biểu thị tiền lãi cho người đầu tư.

Công ty có khoản nợ trong trường hợp này đã thực hiện một sự tài trợ trong thời hạn thanh toán của hối phiếu.

### **.IV.2.2. Vay nợ ngân hàng không bảo đảm**

**Vay nợ ngân hàng không bảo đảm xem như một hình thức "tự thanh toán"**, trong đó các tài sản có liên tục tạo ra dòng ngân quỹ đủ để trang trải món nợ trong thời hạn nhỏ hơn một năm. Các khoản nợ ngân hàng không bảo đảm được tiến hành bằng các cách như sau:

- + Cho vay theo một hạn mức tín dụng
- + Cho vay theo một tổng mức vay nợ nhất định
- + Cho vay theo một giao dịch

Khoản vay nợ như trên được công nhận chính thức bằng một giấy hẹn ký bởi lãi vay, trong đó chỉ rõ thời gian trả, trị giá khoản trả và tiền lãi.

#### **a. Cho vay theo hạn mức:**

Mức tín dụng là một hợp đồng giữa một bên là ngân hàng với khách hàng xác định giá trị lớn nhất của khoản tín dụng không bảo đảm mà ngân hàng cho phép khách hàng nợ vào bất kỳ thời điểm nào.

Mức tín dụng được lập cho thời hạn một năm và có thể sửa đổi theo mức tiến bộ của doanh nghiệp qua từng năm.

Ngân sách ngân quỹ là một cơ sở tốt để người vay trình bày nhu cầu vốn ngắn hạn. Người vay sẽ đề nghị mức vay lớn nhất trên cơ sở nhu cầu tối đa và về an toàn. Ngân hàng sẽ đánh giá bản chất nhu cầu, giá trị tín dụng của người vay để quyết định hạn mức tín dụng.

Ngân hàng thường yêu cầu người vay phải trả hết nợ vào những thời kỳ nhất định, điều này chứng tỏ khoản vay nợ có tính mùa vụ các khoản vay không bị đầu tư vào vốn dài hạn, và thúc dục người vay có khả năng trả nợ tốt.

Mức tín dụng xác định như trên chỉ là thỏa thuận giữa ngân hàng và người đi vay chứ tuyệt nhiên không có tính chất pháp lý.

#### **b. Hợp đồng tổng mức vay nợ:**

Hợp đồng tổng mức vay nợ là một cam kết có tính pháp lý bởi một ngân hàng đồng ý mở tín dụng tới một giá trị tối đa cho doanh nghiệp. Khi hợp đồng còn hiệu lực, ngân hàng phải mở tín dụng bất cứ lúc nào người vay muốn vay với điều kiện tổng số vay nợ chưa quá giá trị tối đa đã được xác định. Để bù lại lợi điểm này, người vay thường bị yêu cầu trả một khoản chi phí hợp đồng cho phần chưa sử dụng của hợp đồng.

Ví dụ : công ty có một hợp đồng tổng mức vay nợ lên đến 100 triệu đồng với ngân hàng. Công ty đã vay 30 triệu với lãi suất 0,7% tháng. Chi phí hợp đồng 0,1% tháng. Phí tổn tiền lãi một tháng là 0,21 triệu ( $30 \times 0,7\%$ ), phí tổn hợp đồng là 0,07 triệu ( $70 \times 0,1\%$ ).

### c. Vay nợ:

Vay nợ giao dịch áp dụng cho việc tài trợ ngắn hạn theo mục đích xác định hoặc theo công việc. Khoản vay sẽ được thanh toán khi công việc hoàn thành. Cơ sở vay nợ loại này là khả năng tạo ra ngân quỹ của phương án kinh doanh.

### d. Phí tổn tài trợ :

Không giống như lãi suất hình thành trên thị trường vô danh (như thương phiếu, trái phiếu kho bạc ...) Lãi suất của vay không bảo đảm xác định thông qua thương lượng giữa người vay và cho vay. Lãi suất biến đổi theo giá trị tín dụng của người vay và điều kiện hiện tại của thị trường tiền tệ.

Lãi suất thực của các khoản vay nợ thể hiện khác nhau tùy theo cách tính lãi. Hiện nay có ba cách tính lãi như sau :

+ Lãi được trả khi hoàn trả nợ

+ Lãi trả trên cơ sở khấu trừ trước.

+ Tiền lãi trả dần

- Lãi suất thực với tiền lãi được tính vào thời điểm thu nợ được tính như sau:

$$r\% = \frac{I}{P} 100$$

Trong đó:

I : Tiền lãi trả vào thời điểm thu nợ

P : Vốn gốc

Re : Lãi suất thực

- Lãi trả trước : nghĩa là khoản vay nợ sẽ bị khấu trừ đi tiền lãi trên cơ sở lãi suất tiền khi vay. Như vậy, người vay chỉ được sử dụng khoản tiền thực sự ít hơn vẫn phải trả theo quy định. Lãi suất thực tính như sau :

$$r\% = \frac{I}{P - I} 100$$

- Lãi trả dần : theo phương thức này lãi vay được tính ngay từ đầu gộp vào vốn và trả dần qua các thời kỳ trong thời hạn vay. Người đi vay thực tế chỉ sử dụng số vốn bình quân chưa đến phân nửa số vốn vay. Công thức tính lãi trong trường hợp này là:

$$r\% = \frac{I}{P_{bq}} 100$$

$P_{bq}$ : Lượng vốn sử dụng bình quân.

Thêm vào chi phí tiền lãi, ngân hàng thường yêu cầu người vay phải duy trì một số dư tối thiểu tại ngân hàng tương ứng theo một tỷ lệ nhất định với giá trị vốn vay, hay giá trị hợp đồng. Số dư bù trừ cũng thay đổi theo điều kiện thị trường và thương



lượng giữa người vay và cho vay. Ảnh hưởng của việc duy trì số dư bù trừ sẽ làm tăng chi phí vay nợ.

Ví dụ : Công ty có hợp đồng vay nợ 100 triệu đồng, lãi suất 9% năm, ngân hàng yêu cầu một số dư bù trừ bằng 10% vốn vay. Do đó, công ty chỉ có quyền sử dụng thực tế theo hợp đồng này là 90 triệu, tiền lãi phải trả vẫn là 8% năm trên tổng vốn vay và bằng 8 triệu/năm. Lãi suất thực sự sẽ là 8,88% ( $8/(1-10\%)$ ).

### **.IV.2.3. Vay nợ có bảo đảm (thế chấp):**

Có nhiều doanh nghiệp không thể tìm được nguồn tín dụng không bảo đảm, hoặc nếu có thì chi phí sẽ rất cao, bởi vì họ mới thành lập hay bị ngân hàng đánh giá khả năng trả nợ không cao. Trong trường hợp này người vay phải thực hiện vay nợ có thế chấp, tức là phải đưa ra một vật bảo đảm cho khoản nợ.

Khi có sự bảo đảm, người cho vay sẽ có sẵn trong tay hai nguồn trả nợ :

- Khả năng ngân quỹ của doanh nghiệp
- Giá trị thế chấp của vật bảo đảm nếu vì một lý do nào đó nguồn trên không thể bảo đảm được.

Tuy thế, đồng thời với sự bảo đảm, các nhà cho vay không muốn xảy ra trường hợp thứ hai, và họ cũng không muốn cho vay nhiều hơn ngân quỹ kỳ vọng mà doanh nghiệp dùng để trả nợ .

#### **a. Vật bảo đảm và giá trị thế chấp:**

Người cho vay muốn có vật bảo đảm (thế chấp) cho các khoản cho vay của mình về mặt giá trị thị trường của vật bảo đảm phải lớn hơn giá trị cho vay. Khoảng chênh lệch này là lẽ an toàn đối với người cho vay. Mức độ bảo đảm của vật bảo đảm phụ thuộc vào giá trị tín dụng của người vay và giá trị thị trường của vật bảo đảm.

Giá trị thế chấp của vật bảo đảm phụ thuộc vào các yếu tố sau :

- + Thứ nhất : khả năng bán của vật thế chấp
- + Thứ hai : Tuổi thọ của vật thế chấp, tốt nhất là vật thế chấp có tuổi thọ trùng với thời hạn vay nợ, nếu tuổi thọ càng lớn càng ít ý nghĩa.
- + Thứ ba : rủi ro gắn với vật thế chấp như sự dao động của giá trị thị trường và sự thiếu chắc chắn.

#### **b. Tài trợ từ khoản phải thu:**

Khoản phải thu chiếm một tỷ trọng lớn trong tài sản của doanh nghiệp, dưới góc độ người cho vay thì khoản phải thu là một vật bảo đảm tốt. Có thể tìm kiếm một sự tài trợ bằng khoản phải thu thông qua ngân hàng thương mại hoặc các tổ chức tài chính khác, dưới hai hình thức :

- + Ủy nhiệm các khoản phải thu
- + Chuyển nhượng các khoản phải thu

### (1) Ủy nhiệm các khoản phải thu :

Doanh nghiệp có thể có một khoản vay nợ tính bằng tỷ lệ % giá trị của các khoản phải thu đem đi thế chấp và được chấp nhận.

Tỷ lệ % khoản vay so với giá trị trên mặt của khoản phải thu được xác định căn cứ vào chất lượng và quy mô của khoản thu. Chất lượng khoản phải thu thấp quá có thể bị từ chối, còn các khoản phải thu được chấp nhận thì căn cứ theo chất lượng có thể cho vay khoảng 50 -80% giá trị trên mặt của khoản phải thu. Hơn nữa, khi quy mô khoản phải thu càng nhỏ, chi phí thu nợ của khoản phải thu sẽ lớn tương đối so với giá trị của nó, người cho vay có thể từ chối hoặc đánh giá thấp.

Thủ tục ủy nhiệm khoản phải thu như sau :

Sau khi người cho vay đánh giá các khoản phải thu, xác định khoản nào được chấp nhận và giá trị của chúng. Họ xác định tỷ lệ % cho vay so với giá trị trên mặt của các khoản phải thu, doanh nghiệp lập danh mục khoản thu bao gồm tên, ngày ghi hóa đơn thanh toán. Sau đó ký một phiếu hứa trả và hợp đồng thế chấp. Người cho vay sẽ giao cho doanh nghiệp khoản vay theo tỷ lệ % xác định.

Việc thu nợ có thể tiến hành theo hai hình thức :

+ Hình thức không thông báo : khách hàng của doanh nghiệp không được báo trước về việc các khoản nợ của mình đã bị cầm cố. Khi doanh nghiệp nhận khoản thanh toán mà mình đã cầm cố, phải gửi toàn bộ đến người cho vay. Người cho vay kiểm tra bản ghi tương ứng của khoản thu và giảm giá trị vay nợ theo tỷ lệ % đã xác định, phần còn lại gửi trả cho doanh nghiệp. Hình thức này người cho vay thường không muốn áp dụng vì họ sợ các khoản trả bị giấu.

+ Hình thức thông báo: khoản nợ được thông báo ủy nhiệm thu và khách hàng trả trực tiếp đến cho người vay

+ Hình thức thông báo: khoản nợ được thông báo ủy nhiệm thu và khách hàng trả trực tiếp đến người cho vay.

Dù việc thanh toán các khoản như thế nào, song nếu khoản thu không thu được trách nhiệm vẫn thuộc về doanh nghiệp.

### (2) Chuyển nhượng các khoản phải thu :

Doanh nghiệp có thể chuyển nhượng các khoản phải thu cho một người buôn bán hưởng hoa hồng. Người này phải kiểm tra tín dụng đối với các yêu cầu tín dụng của khách hàng, thay vì việc này bộ phận kiểm tra tín dụng của doanh nghiệp thường làm. Họ sẽ từ chối nếu như thấy giá trị tín dụng của người yêu cầu thấp. Dĩ nhiên, nếu doanh nghiệp muốn thì vẫn có thể mở tín dụng, còn người mua khoản phải thu đã không chấp nhận được khoản này ngay từ đầu rồi.

Người mua khoản phải thu của doanh nghiệp đóng vai trò:

+ Thứ nhất là người mua họ chấp nhận rủi ro về khoản phải thu và trong vai trò này họ yêu cầu tỷ lệ hoa hồng tính theo tổng giá trị tiền mặt của các khoản phải thu

vẫn chưa đến hạn. Với vai trò này doanh nghiệp phải trả tiền lãi về khoản tiền nhận trước cho họ.

Lợi ích quan trọng nhất của việc tài trợ bằng khoản phải thu là sự mềm dẻo và liên tục vì các khoản phải thu xuất hiện liên tục. Doanh nghiệp có thể điều chỉnh cách thức tài trợ rất linh hoạt cho các nhu cầu ngắn hạn. Hơn nữa chính sự lên xuống của khoản phải thu lại là một nguyên nhân dẫn đến nhu cầu tại trợ.

Doanh nghiệp có cơ hội để học tập cách đánh giá tín dụng của các nhà chuyên môn. Đặc biệt là trong hình thức chuyển nhượng các khoản phải thu. Mặc dù, chi phí của tài trợ này có thể cao song bù lại ngoài cơ hội học tập, doanh nghiệp còn không phải tiến hành các thủ tục đánh giá tín dụng.

Sự khác nhau cơ bản giữa hình thức chuyển nhượng các khoản phải thu và ủy nhiệm các khoản phải thu là trách nhiệm về khoản phải thu. Với hình thức chuyển nhượng trách nhiệm này thuộc về người mua khoản phải thu, còn với ủy nhiệm khoản thu thì như ta đã biết trách nhiệm về khoản phải thu vẫn phụ thuộc về doanh nghiệp.

### **c. Vay nợ trên cơ sở tồn kho:**

Tồn kho cũng là một loại tài sản thanh toán, nó cũng có thể trở thành một vật bảo đảm cho các vay nợ ngắn hạn. Khoản vay nợ từ tồn kho cũng sẽ được xác định bằng tỷ lệ % giá trị thị trường của tồn kho so với khoản phải thu về an toàn đặt ra từ người cho vay với tồn kho nhỏ hơn.

Chất lượng của thế chấp tồn kho phụ thuộc và khả năng bán trên thị trường, sự dễ hư hỏng, chi phí bán hàng tồn kho, rủi ro gắn với tồn kho.

Các hình thức vay nợ tồn kho gồm :

+ Quyền lưu giữ tạm thời tồn kho :

Người cho vay sẽ lưu giữ tạm thời toàn bộ tồn kho. Tuy vậy quyền lưu giữ này có đặc tính rất lỏng lẻo, vì bản thân người cho vay rất khó kiểm soát tồn kho.

+ Cầm cố động sản :

Các hàng tồn kho bị cầm cố được nhận dạng một cách chi tiết bằng một hình thức hợp lý. Tồn kho không thể bán được nếu không có sự đồng ý của người cho vay.

Do yêu cầu phải nhận dạng chi tiết hàng tồn kho nên áp dụng được với hàng tồn kho có tốc độ quay vòng nhanh hoặc khó xác định quy cách.

+ Thư tín nhiệm :

Thông qua một thư tín nhiệm của một trung gian có thể là một đại lý mà người cho vay tin cậy.

Người cho vay có thể thực hiện các vay nợ bằng cách chuyển hàng tồn kho đến cho đại lý đã chỉ định. Sau khi nhận được hàng người đại lý sẽ gửi thư tín nhiệm về

hàng tồn kho đến người cho vay. Hình thức này có ưu điểm là trong quá trình vay nợ các tồn kho vẫn tiếp tục tiêu thụ.

+ Kho biệt lập :

Người vay giao tồn kho cho một kho công cộng chuyên làm dịch vụ kho. Kho này sẽ cấp một chứng nhận danh mua hàng hóa có ở trong kho. Giấy chứng nhận sẽ đảm bảo quyền lợi của người cho vay về các hàng hóa tồn kho, sau đó thì việc vay mượn có thể tiến hành được. Giấy chứng nhận tồn kho có hai loại :

Chứng nhận không thể thương lượng phát hành cho những bộ phận nhất định của tồn kho và nó chỉ có thể được giải tỏa khi có sự đồng ý của người cho vay.

Chứng nhận có thể thương lượng nghĩa là các bộ phận tồn kho có thể chuyển dịch thay thế khi có sự ký hậu của người cho vay.

+ Tồn kho khu vực :

Khỏan nợ được tiến hành với những hàng tồn kho vẫn để lại trong một khu vực định trước ở trong cơ sở của người vay. Khu vực này sẽ do một tổ chức quản lý kho chuyên nghiệp bảo vệ và kiểm soát. Tổ chức này sẽ phát hành chứng nhận về tồn kho cho quá trình vay mượn có thể tiến hành.

Hình thức này áp dụng trong trường hợp vận chuyển hàng tồn kho khó khăn, tồn kho được sử dụng thường xuyên .

Lợi ích của các vay nợ bằng tồn kho là mềm dẻo thuận tiện nó có thể điều chỉnh tương đối dễ dàng, hơn nữa các nhu cầu vốn ngắn hạn và mùa vụ lại thất thường xuất phát từ việc tích lũy tồn kho.

Chi phí bằng tài trợ của tồn kho có thể lớn do quá trình vận chuyển và bảo quản.

Tuy vậy việc sử dụng các dịch vụ tồn kho của các nhà chuyên nghiệp đặc biệt là tồn kho khu vực cho doanh nghiệp có khả năng học hỏi được nhiều kinh nghiệm.

## **.V Tóm tắt chương và ôn tập**

### **.V.1. Tóm tắt**

Vốn luân chuyển chiếm một tỷ trọng rất lớn trong tài sản của doanh nghiệp, đặc biệt là nó có tốc độ quay vòng nhanh nên nếu quản lý không chặt chẽ có thể làm nó tăng lên rất nhanh, giảm hiệu quả kinh doanh. Vốn luân chuyển làm ảnh hưởng đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Nếu xét rộng ra thì vốn luân chuyển ròng bằng phần vốn luân chuyển gộp trừ đi các khoản nợ lưu động tài trợ bằng nguồn vốn thường xuyên, biểu thị độ an toàn nhất định trên phương diện nhu cầu thanh toán nợ. Bù lại nếu ta tăng vốn luân chuyển ròng thì chi phí tài trợ cũng sẽ giảm hiệu quả kinh doanh. Do đó, các quyết định trong quản trị vốn luân chuyển ảnh hưởng mạnh mẽ lên khả năng sinh lợi và rủi ro của doanh nghiệp.

Các quyết định quản trị vốn luân chuyển tác động lên khả năng thanh toán của doanh nghiệp gồm :

- + Quản trị tiền mặt
- + Quản trị khoản phải thu
- + Quản trị và kiểm soát tồn kho

Các quyết định tác động lên cấp tài sản nợ gồm lựa chọn cơ cấu tài trợ, cơ cấu thời hạn nợ.

Các quyết định trong quản trị vốn luân chuyển trả lời câu hỏi căn bản là :

- + Một là : đầu tư bao nhiêu vào tài sản ngắn hạn ? Cơ cấu cần có của tài sản ngắn hạn là gì ?
- + Hai là : Tài trợ cho tài sản có lưu động như thế nào ?

Để trả lời câu hỏi này các nhà quản trị tài chính phải thực hiện các cân nhắc giữa khả năng sinh lợi và trạng thái rủi ro phải chấp nhận. Kết quả là các nhà quản trị xác định một lễ an toàn được hiểu như là sự sớm pha lệch giữa ngân quỹ kỳ vọng và sự đến hạn của các khoản nợ. Độ lớn của lễ an toàn phụ thuộc vào độ dao động của ngân quỹ và sự chấp nhận rủi ro của nhà quản trị. Để có được lễ an toàn này các nhà quản trị ra các quyết định tác động lên cơ cấu tài sản và cơ cấu nợ trong mối quan hệ rất mật thiết với nhau.

Các quyết định trong lĩnh vực quản trị tiền mặt có mục đích làm cực đại hóa tiền quỹ khả dụng và khả năng sinh lời của tiền nhàn rỗi được đầu tư vào các chứng khoán để bán một cách hợp lý. Nội dung cơ bản nghiên cứu trong lĩnh vực này là các biện pháp kiểm soát chi tiêu với mục đích tăng vốn trôi nổi trong các nghiệp vụ thanh toán, tập trung các khoản thanh toán.

Các quyết định trong lĩnh vực quản trị khoản phải gồm xác định tiêu chuẩn tín dụng, thời hạn tín dụng, thủ tục đánh giá tín dụng, chính sách thu nợ. Mục tiêu cơ bản là tìm các giới hạn hợp lý cho việc mở tín dụng và cách thức huy động nguồn lực cho công tác thu nợ.

Các quyết định quản trị tồn kho là ranh giới giữa quản trị sản xuất và quản trị tài chính trong đó các hoạt động vật chất được nghiên cứu trong quá trình quản trị.

Các biện pháp tài trợ trong khuôn khổ chương trình này chủ yếu đề cập đến tài trợ ngắn hạn. Bao gồm tài trợ phát sinh và vay ngắn hạn.

Tài trợ ngắn hạn phát sinh là các tài trợ thực hiện từ nguồn không xác định cụ thể phát sinh theo quy mô hoạt động kinh doanh. Cụ thể từ các khoản phải trả, các khoản nợ tích lũy. Biện pháp tài trợ từ khoản phải trả xuất hiện trong hai tình huống cơ bản là : thứ nhất, doanh nghiệp được hưởng thời hạn tín dụng có chiết khấu giảm giá nếu trả trước song doanh nghiệp từ chối chiết khấu để trả nợ đúng hạn; thứ hai, doanh nghiệp quyết định lạm dụng khoản trả vượt quá thời hạn tín dụng đã quy định. Ưu điểm cơ bản của biện pháp tài trợ này là mềm dẻo và thuận tiện nhưng có chi phí cao. Biện pháp tài trợ từ các khoản nợ tích lũy như tiền lương, thuế sở dĩ có thể tiến hành được là do các chi phí này phát sinh hoặc tích lũy liên tục, trong khi đó việc thanh toán nó lại tiến hành định kỳ. Chi phí của các khoản tài trợ

này rất thấp hầu như không có song thực tế khả năng sử dụng như một biện pháp tài trợ bình thường rất hạn chế vì khó có thể kéo quá dài thời hạn thanh toán.

Các biện pháp vay nợ ngắn hạn gồm vay nợ bảo đảm và vay nợ không bảo đảm. Chỉ có một số ít các Công ty lớn có uy tín có thể thực hiện vay nợ không bảo đảm trên thị trường tiền tệ thông qua các công cụ của thị trường tiền tệ như thương phiếu, chấp nhận trả của ngân hàng... Còn các công ty có thể thực hiện vay nợ không bảo đảm qua ngân hàng hoặc vay nợ có bảo đảm. Vay nợ không bảo đảm là các vay nợ trên cơ sở khả năng phát sinh ngân quỹ để trả nợ của doanh nghiệp, lãi suất được thỏa thuận giữa ngân hàng và doanh nghiệp trên cơ sở giá trị tín dụng của doanh nghiệp và các điều kiện hình thành trên thị trường tiền tệ. Vay nợ không bảo đảm bao gồm vay nợ theo hạn mức tín dụng, vay nợ theo hợp đồng tổng mức tín dụng, vay nợ giao dịch. Vay nợ theo hạn mức tín dụng là một thỏa thuận giữa ngân hàng và doanh nghiệp không có tính chất pháp lý trong đó ngân hàng đồng ý cho doanh nghiệp mở tín dụng mỗi lần không quá một giá trị xác định. Giá trị này phụ thuộc vào các thành công của doanh nghiệp và duyệt lại hàng năm. Vay nợ theo hợp đồng tổng mức vay nợ là một hợp đồng chính thức có tính chất pháp lý trong đó ngân hàng sẽ cho doanh nghiệp vay bất kỳ lúc nào với điều kiện tổng mức vay nợ chưa vượt quá giá trị xác định khi hợp đồng còn hiệu lực. Vay nợ giao dịch là các vay nợ tiến hành theo từng bước công việc trên cơ sở khả năng ngân quỹ của dự án đó. Lãi suất thực của các vay nợ không bảo đảm trên phụ thuộc vào cách tính lãi.

Vay nợ không bảo đảm chỉ áp dụng cho các doanh nghiệp có giá trị tín dụng và uy tín nhất định. Còn trong nhiều trường hợp, đặc biệt đối với doanh nghiệp mới ra đời, các doanh nghiệp nhỏ rất khó tìm nguồn vốn vay không bảo đảm, hoặc nếu có thì chi phí rất cao, có thể tìm nguồn vốn vay nợ có bảo đảm. Với vay nợ bảo đảm người cho vay yêu cầu người vay đưa ra một vật bảo đảm. Các khoản vay nợ như vậy được bảo đảm bằng hai nguồn là: dòng ngân quỹ doanh nghiệp sinh ra và giá trị thị trường của vật bảo đảm. Người cho vay không bao giờ cho vay giá trị lớn hơn khả năng ngân quỹ, cũng như giá trị thị trường của vật thế chấp. Độ lệch giữa giá trị thị trường của vật thế chấp và giá trị vay nợ là khoảng an toàn đối với người cho vay. Khoản an toàn này phụ thuộc vào giá trị tín dụng của người vay và chất lượng của vật thế chấp. Các thế chấp có thể sử dụng trong vay nợ ngắn hạn là khoản phải thu và tồn kho. Hình thức bảo đảm bằng khoản phải thu gồm chuyển nhượng khoản phải thu và ủy nhiệm khoản thu. Lợi ích của khoản tài trợ này là mềm dẻo và sẵn sàng, sự khác nhau cơ bản giữa hai hình thức này là trách nhiệm với khoản phải thu chỉ với hình thức chuyển nhượng các khoản phải thu doanh nghiệp mới trút được.

Gánh nặng này cho nhà buôn bán khoản phải thu song bù lại phải chấp nhận một chi phí hoa hồng. Tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp và nó cũng có thể là thế chấp rất tốt. Khoản vay từ tồn kho cũng xác định tỷ lệ % so với giá trị thị trường của nó song so với khoản phải thu lẽ an toàn xác định nhỏ hơn. Hình thức vay nợ tồn kho gồm : vay nợ bằng lưu giữ tạm thời tồn kho, cầm cố động sản, thu tín nhiệm hàng hóa, tồn kho biệt lập, tồn kho khu vực. Vay nợ bằng tồn kho có nhiều ưu điểm trong đó tính sẵn sàng và mềm dẻo cũng là một điểm đáng chú ý. Hơn nữa nhu cầu về tài trợ ngắn hạn thường lại phục vụ cho việc tích lũy tồn kho.

### .V.2. Câu hỏi ôn tập

1. Quản trị vốn luân chuyển bao gồm những nội dung gì ? Các quyết định cơ bản của quản trị vốn luân chuyển là gì ? Các nguyên tắc hay cân nhắc nào có ảnh hưởng đến quá trình ra quyết định ?
2. Giá trị tài sản có lưu động mà doanh nghiệp duy trì được xác định bởi cân nhắc rủi ro và tính sinh lợi.
  - a. Có một tổ hợp duy nhất của rủi ro và tính sinh lợi của mỗi mức tài sản có lưu động hay không ?
  - b. Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro liên quan với tài sản có lưu động hiện có.
3. Có một số công ty tài trợ cho phần vốn luân chuyển thường xuyên của mình bằng nợ ngắn hạn. Hãy giải thích tác động của quyết định này lên khả năng sinh lợi và các biến số rủi ro của công ty đó.
4. Giả sử công ty tài trợ cho phần tài sản ngắn hạn mùa vụ bằng nguồn vốn dài hạn. Điều gì sẽ tác động lên khả năng sinh lợi và rủi ro của công ty này .
5. Rủi ro gắn với giá trị của tài sản có lưu động được đánh giá rằng tăng hoặc giảm với mỗi mức của tài sản có lưu động ? Điều này có đúng về mọi mức của tài sản có lưu động hay không ? Giải thích ?
6. Bạn có thể so sánh vị trí của vốn luân chuyển ròng với nhân sách ngân quỹ để đo lường khả năng đáp ứng các khoản nợ kỳ hạn hay không ?
7. Đôi khi lãi suất vay dài hạn thấp hơn vay ngắn hạn. Trong trường hợp lãi vay dài hạn thấp hơn doanh nghiệp có nên tài trợ hoàn toàn bằng vốn dài hạn hay không ?
8. Việc rút ngắn cơ cấu thời hạn nợ của doanh nghiệp làm tăng rủi ro như thế nào? tại sao việc tăng khả năng thanh toán của tài sản có lại giảm rủi ro .
9. Chi phí của việc duy trì quá cao vốn luân chuyển ròng là gì ? chi phí cho việc duy trì quá thấp vốn luân chuyển ròng là gì ?
10. Lẽ an toàn của quản trị vốn luân chuyển xác định như thế nào ?
11. Các hoạt động cơ bản của quản trị tiền mặt là gì ? Mối quan hệ giữa các hoạt động này như thế nào ?
12. Mục đích của quản trị tiền mặt là gì ? Giải thích các biện pháp thu tiền nhanh? Giải thích tác động của biện pháp sử dụng tài khoản thu gom (Lock - box) đến số dư ngân quỹ của công ty ?
13. Vốn trôi nổi là gì ? Công ty có thể chơi trò vốn trôi nổi như thế nào trong kiểm soát chi tiêu ?
14. Giải thích khả năng tác động đến doanh số và lợi nhuận của mỗi chính sách tín dụng sau đây :
  - a. Tỷ lệ mất mát cao nhưng tốc độ quay vòng các khoản phải thu và mức từ chối các yêu cầu tín dụng bình thường ?
  - b. Tỷ lệ các khoản nợ quá hạn cao và mức từ chối các yêu cầu tín dụng thấp ?
  - c. Tỷ lệ các khoản nợ quá thấp nhưng mức từ chối các yêu cầu tín dụng và tốc độ quay vòng các khoản phải thu cao ?

d. Tỷ lệ nợ quá thấp và mức từ chối các yêu cầu tín dụng thấp, nhưng tốc độ quay vòng khoản phải thu cao ?

15. Sự tăng lên của kỳ thu tiền có nhất thiết là một hiện tượng xấu không? Giải thích?
16. Các nguồn thông tin cần thiết cho phân tích yêu cầu tín dụng là gì?
17. Các biến số chủ yếu của chính sách tín dụng là gì ?
18. Nếu thay đổi tiêu chuẩn chất lượng của các khoản phải thu, điều gì sẽ xảy ra ?
19. Mục đích của việc thiết lập tín dụng cho các khoản thu ? Lợi ích của việc này là gì ?
20. Giải thích tại sao tín dụng thương mại là một nguồn tài trợ phát sinh.
21. Tín dụng thương mại thực hiện bằng cách qua chiết khấu là một nguồn vốn đất tại sao nhiều doanh nghiệp lại sử dụng nó trong các tài trợ tạm thời .
22. Lạm dụng các khoản trả là một nguồn vốn miễn phí thời hạn ngắn? Tuy vậy nhà cung cấp sẽ phải gặp khó khăn tài chính nếu tất cả các khách hàng của họ đều làm như vậy với khoản thu của họ. Hãy giải thích hiện tượng lạm dụng khoản trả trừ gốc độ của nhà cung cấp ?
23. Giả sử một doanh nghiệp muốn thắt chặt hơn chính sách tín dụng của nó bằng cách chuyển từ thời hạn bán hàng 2/10, net 90 còn 2/10 net 30, giải thích các tác động lên khả năng thanh toán của doanh nghiệp.
24. Tại sao các doanh nghiệp nhỏ lại thường tài trợ bằng nguồn tín dụng thương mại ? Tại sao các nhà cung cấp lại cho phép mở tín dụng với các doanh nghiệp nhỏ còn ngân hàng thì không ?
25. Phạm vi mà các tài trợ bằng nợ tích lũy có thể có nguồn tài trợ miễn phí là gì? tại sao các công ty lại tránh trì hoãn quá mức việc thanh toán các khoản nợ tích lũy .
26. Tại sao thương phiếu có thường có lãi suất thấp hơn lãi suất ngân hàng ?
27. Ai có thể phát hành thương phiếu với mục đích gì ?
28. Hình thức chấp nhận trả của ngân hàng khác gì so với thương phiếu trên quan điểm một công cụ của tài trợ ?
29. So sánh sự khác nhau giữa tín dụng theo hạn mức và theo tổng mức tín dụng ?
30. Điều gì xác định một hợp đồng cho vay bảo đảm hay không bảo đảm ?
31. Với tư cách người cho vay. Bạn sẽ xác định tỷ lệ % cho vay với giá trị của vật thế chấp như thế nào ?
32. Với tư cách người quản trị tài chính của một công ty, bạn quyết định lựa chọn tài trợ bằng ủy nhiệm thu hay chuyển nhượng khoản thu như thế nào?
33. Tại sao công ty thích nguồn tài trợ không bảo đảm như vay nợ hạn mức tín dụng, hay tổng mức tín dụng hơn so với các tài trợ bảo đảm như khoản phải thu, tồn kho ngay cả trong trường hợp phí tổn các nguồn này rẻ hơn.
34. Tồn kho và khoản phải thu là những tài sản có khả năng thanh toán tốt nhất mà công ty sở hữu, vậy nó có thể trở thành một sự bảo đảm tốt nhất với người cho vay hay không ?



35. Trong việc lựa chọn cơ cấu của tài trợ ngắn hạn, nhân tố nào cần phải xem xét ?

**.V.3. Bài tập**

1. **Công ty D có tổng tài sản là 3,2 tỷ đồng trong đó tiền mặt và chứng khoán khả nhượng là 0,2 tỷ.** Doanh số hàng năm là 10 tỷ, lợi nhuận gộp biên là 12%. Cũng với hoạt động kinh doanh đã cho. Công ty muốn nâng cao mức khả năng thanh toán như một lớp đệm chống lại sự dao động của ngân quỹ. Mức tiền mặt và chứng khoán khả năng đang xem xét là 0,5 tỷ và 0,8 tỷ thay vì 0,2 tỷ như trước. Sự tăng lên so với trước được sự tài trợ bằng vốn tự có mới. Yêu cầu :
  - a. Xác định tốc độ quay vòng tài sản, thu nhập trên tài sản, lợi nhuận gộp biên cho mỗi mức khả năng thanh toán ?
  - b. Nếu mức tăng lên của khả năng thanh toán được tài trợ bằng nợ dài hạn lãi suất 15% năm. Chi phí tiền lãi trước thuế của hai phương án đề ra là bao nhiêu?
2. **Công ty có ước lượng ngân quỹ hàng quý cho trong vòng năm tới như sau :** (đơn vị : triệu đồng)

Năm 1996				Năm 1997			
QI	QII	QIII	QIV	QI	QII	QIII	QIV
120	210	(270)	(190)	170	160	(360)	(100)

- Công ty có số dư ngân quỹ đầu kỳ là 150 triệu đồng. Yêu cầu :
- a. Xác định số dư ngân quỹ tích lũy cuối mỗi quý không kể biện pháp tài trợ .
  - b. Xác định nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời biết rằng công ty muốn duy trì số dư ngân quỹ tối thiểu là 150 triệu. (Giả sử nhu cầu vốn thường xuyên được xác định cuối mỗi năm)
3. **Công ty bán buôn X hiện đang có thời hạn bán hàng tín dụng là 30 ngày,** với doanh số đạt được 60 triệu đồng, kỳ thu tiền bình quân là 45 ngày. Để kích thích nhu cầu, công ty có thể đưa thời hạn bán hàng tín dụng là 60 ngày. Nó tin rằng với thời hạn tín dụng này thì có thể tăng doanh số hiện tại lên khoảng 15%. Kỳ thu tiền bình quân sẽ là 75 ngày, không kể khách hàng cũ hay mới. Chi phí biến đổi hiện tại là 80% doanh số. Chi phí cơ hội của vốn đầu tư vào khoản phải thu là 20%. Công ty có nên mở tín dụng hay không ?
  4. **Công ty M là một công ty chế tạo, các sản phẩm của nó bán cho các nhà bán buôn,** quy mô đặt hàng của họ là 50 triệu đồng. Công ty đang bán chất lượng các nhà bán buôn mà không có thủ tục đánh giá tín dụng. Thời hạn bán hàng đang áp dụng là 45 ngày, kỳ thu tiền bình quân là 60 ngày. Giám đốc tài chính của công ty cho rằng nếu tiếp tục gia tăng các đơn vị hàng mới và không phân tích tín dụng thì có thể tăng tỷ lệ mất mát. Với tổng số tín dụng được cung cấp từ các cơ quan tín dụng của vùng thì có thể sắp xếp các đơn hàng theo tỷ lệ % mất mát, và có cách xử lý chính xác hơn. Kinh nghiệm quá khứ cho thấy

	Loại đơn hàng theo rủi ro		
	Thấp	Trung bình	Cao
Tỷ lệ mất mát	3%	7%	24%
Tỷ lệ loại đơn hàng /tổng số	30%	50%	20%

Chi phí sản xuất gửi hàng và chi phí kiểm soát khoản phải thu là 78% doanh số. Chi phí nhận thông tin về đánh giá tín dụng đối với các yêu cầu là 4%. Giá trị đơn hàng thu tiền bình quân đối với cả ba loại hàng trên 60 ngày, giả sử không có sự liên quan nào giữa loại đơn hàng và kỳ thu tiền. Công ty có nên nhận các thông tin đánh giá tín dụng hay không.

**5. Công ty G cần vốn luân chuyển lên 10 triệu đồng bằng các phương án sau :**

- Từ chối chiết khấu trả tiền trước của thời hạn bán hàng 3/10 net 30
- Vay ngân hàng với lãi suất 15%, nếu phương án này thực hiện cần một số dư bù trừ là 12%.
- Phát hành thương phiếu với lãi suất 12% chi phí phát hành là 100 ngàn đồng cho mỗi lần phát hành thời hạn tháng.

Giả sử rằng để ưu tiên cho tính mềm dẻo của vay ngân hàng có thể chấp nhận tài trợ bằng nguồn này đắt hơn so với nguồn khác 2%.

Hãy chọn phương án tài trợ.

**6. Công ty B có nhu cầu tăng vốn luân chuyển thêm 75 triệu nữa lập tức.**

Người ta đưa ra ba phương án nguồn như sau :

- Tài trợ bằng tín dụng thương mại : công ty hiện đang mua vật liệu mỗi tháng 50 triệu đồng với thời hạn 3/30 net 90. Chấp nhận chiết khấu .
- Vay ngân hàng : ngân hàng có thể cho vay 100 triệu lãi suất 13% và 10% số dư bù trừ .
- Chuyển nhượng các khoản phải thu của Công ty. Công ty hiện đang có 100 triệu khoản phải thu mỗi tháng, kỳ thu tiền 60 ngày. Người mua khoản phải thu chấp nhận cho vay 75% giá trị tiền mặt của khoản phải thu với mức lãi suất 12% năm. Chi phí hoa hồng là 2% giá trị khoản phải thu được mua. Công ty cho rằng nó có thể nhận được dịch vụ kiểm soát tín dụng từ người mua khoản phải thu và giảm chi phí kiểm soát tín dụng và mất mát ước tính 1,5 triệu đồng mỗi tháng .

Hãy lựa chọn phương án tài trợ ?

**7. Một công ty có doanh số 280 triệu đồng với lợi nhuận trước thuế và lãi biên tế là 10%. Để bảo đảm khối lượng bán này công ty duy trì mức tài sản cố định là 100 triệu. Hiện tại công ty có 50 triệu tài sản ngắn hạn.**

- Xác định tốc độ quay vòng tài sản và tỷ suất thu nhập trước thuế trên tổng tài sản ?
- Tính tỷ lệ thu nhập trên tài sản ở các mức tài sản có lưu động khác nhau bắt đầu từ 10 triệu lên đến 100 triệu với bước nhảy là 15 triệu. Vẽ đồ thị quan hệ này ? Có thể lựa chọn một mức tài sản có lưu động để cực đại hóa thu nhập trên tài sản không ?

**8. Công ty M có một dự án đầu tư 3 năm cho bảng sau :**

Ngày	Tài sản cố định	Tài sản ngắn hạn
30/03/95	50	21
30/06/95	51	30
30/09/95	52	25
31/12/95	53	21
31/03/96	54	22
30/06/96	55	31
30/09/96	56	26
31/12/96	57	22

## Chương 6

31/03/97	58	23
30/06/97	59	32
30/09/97	60	27
31/12/97	61	23

Các khoản phải trả và tích lũy công ty dự kiến chiếm vào khoảng 1/3 tài sản lưu động. Hiện tại nó có 500 triệu vốn tự có còn lại vốn vay dài hạn. Mỗi quý có khoảng 10 triệu thu nhập giữ lại.

- Biểu diễn đồ thị theo thời gian tài sản và tài sản cố định của công ty
- Lập một kế hoạch tài trợ, áp dụng cách tiếp cận hạn chế ?
- Nếu tài trợ ngắn hạn lãi suất 10% và dài hạn lãi suất 12%, công ty sẽ tiết kiệm được bằng bao nhiêu nếu toàn bộ tài sản có lưu động được tài trợ bằng nợ ngắn hạn ?

9. **Để tăng doanh số từ mức hiện tại là 24 tỷ đồng một năm lên nữa, một công ty** bách hóa đề ra chính sách mở rộng tiêu chuẩn tín dụng

Hiện tại công ty đang có kỳ thu tiền bình quân là 30 ngày. Nó tin rằng bằng việc mở rộng tiêu chuẩn tín dụng sẽ có kết quả như sau :

Chỉ tiêu	Chính sách tín dụng			
	A	B	C	D
Lượng bán tăng lên so với trước (tỷ)	2,8	1,8	1,2	0,6
Kỳ thu tiền bình quân của lượng bán tăng thêm (ngày)	45	60	90	144

Chi phí biến đổi tính trên một giá bán một đơn vị hàng hóa là 90%. Một năm có 360 ngày.

a. Chi phí cơ hội trước thuế của vốn là 30%. Chính sách tín dụng nào sẽ được áp dụng

b. Giả sử tỷ lệ mất mát như sau :

Chính sách tín dụng	A	B	C	D
Tỷ lệ mất mát tăng lên (%)	3	6	10	15

Hãy tính chính sách tín dụng tốt nhất ?

c. Chọn chính sách tín dụng tốt nhất nếu tỷ lệ mất mát cho ở câu b mỗi chính sách chỉ còn một nửa ?

10. **Một công ty hiện có phí tổn cơ hội vốn đầu tư là 12% năm và đang bán hàng** với thời hạn tín dụng là net/10. EOM (nghĩa là các hàng hóa gửi đi trước cuối tháng phải trả tiền vào ngày 10 của tháng sau). Công ty có doanh số là 10 tỷ trong đó có 80% bán tín dụng. Lượng bán trải đều trong năm. Kỳ thu tiền bình quân là 6 ngày. Nếu công ty dùng thời hạn bán hàng là 2/10 net 30 sẽ có khoảng 90% khách hàng chấp nhận chiết khấu giảm giá kỳ thu tiền bình quân rút xuống còn 40 ngày. Công ty có nên chuyển từ thời hạn bán hàng net /10 EOM sang 2/10 net 30 không ?

11. **Công ty P chi hàng năm 220 triệu cho việc thu tiền, hiện công ty có** doanh số 12 tỷ đồng tín dụng kỳ thu tiền bình quân là 2,5 tháng, tỷ lệ mất mát là 4%. Công ty tin rằng nếu nó tăng gấp đôi nhân viên thu tiền có thể đưa kỳ thu tiền bình quân xuống còn 2 tháng và tỷ lệ mất mát chỉ còn 3%. Chi phí tăng thêm là 180 triệu đồng nâng tổng chi phí thu nợ lên 400 triệu đồng/năm.

Có nên thực hiện phương án hay không nếu chi phí cơ hội vốn đầu tư là : a. 20% ? b. 10%

12. **Xác định phí tổn cơ hội của việc từ chối chiết khấu trong các thời hạn bán hàng tín dụng sau :**
- a. 1/10, net 30
  - b. 3/10 net 60
  - c. 2/10, net 30
  - d. 2/10, net 90
  - e. 10/30, net 60
  - f. 5/10, net 100
13. **Công ty H đang mua vật liệu với thời hạn bán hàng là 2/10 net 30. Họ thường trả tiền sau 15 ngày kể từ ngày nhận hàng. Khi hỏi tại sao công ty không hưởng chiết khấu. Người trả lời rằng nó chỉ đáng 2% số vốn này trong khi vay ngân hàng lãi suất 12%.**
- a. Câu trả lời trên đúng hay sai ? Nếu bạn cho là sai thì sai chỗ nào ?
  - b. Chi phí thực của việc từ chối chiết khấu là bao nhiêu ?
  - c. Nếu doanh nghiệp không thể vay tiền của ngân hàng và phải cố gắng sắp xếp để sử dụng nguồn tín dụng thương mại

Chứng tỏ cho Công ty về sự giảm chi phí tiền lãi hàng năm .

14. **Công ty bảo vệ thực vật hàng năm phải trả 16 triệu đồng vào cuối tháng 7** cho các máy tưới mà nó mua vào đầu tháng năm. Nhà cung cấp của nó đề nghị công ty nhận hàng vào đầu tháng 3 với thời hạn tín dụng là 30 ngày, họ sẽ chấp nhận khoản chiết khấu 10%. Công ty bảo vệ thực vật rằng phải bỏ ra 500 ngàn đồng mỗi tháng về khoản nhỏ và chi phí vay nợ là 1,25% tháng. Công ty bảo vệ thực vật có chấp nhận đề nghị trên hay không?

**.V.4. Bài giải mẫu**

**1. Bài số 1:**

**a. (Đơn vị : tỷ đồng)**

Chỉ tiêu	Hiện tại	Chính sách	
		2	3
Doanh số	10	10	10
Thu nhập trước thuế và lãi	1,2	1,2	1,2
Tổng tài sản	3,2	3,5	3,8
Quay vòng tài sản	3,125	2,857,	2,632%
Thu nhập trên tài sản	37,5%	31,3%	31,6%
Lợi nhuận sau thuế biên	20%	205	20%

Lợi nhuận gộp biên không thay đổi khi doanh số và thu nhập trước thuế và lãi không đổi với mỗi phương án về khả năng thanh toán.

b.

	Phương án 2	Phương án 3
Nợ tăng thêm	0,3	0,6
Tiền lãi tăng thêm	0,045	0,09

Nhận xét :

Khi tăng khả năng ngân quỹ lên thì tiền lãi vay tăng song tiền nhận rồi nhiều hơn có thể đầu tư nhiều vào chứng khoán khả nhượng làm giảm chi phí cho khả năng thanh toán

Ngược lại khi sử dụng vay nợ tăng thêm nhiều làm giảm khả năng vay nợ, do đó công ty nếu muốn tăng vay nợ tiếp tục phải tìm nguồn đất hơn, đây là chi phí ẩn của việc gia tăng khả năng thanh toán bằng vay nợ.

**2. Bài số 2 :**

Đầy kỳ			Năm 1996			Năm 1997		
150	270	480	210	20	190	350	(20)	(110)

a. Số dư ngân quỹ tích lũy (triệu đồng)

b. Nhu cầu vốn thường xuyên của công ty là 150 triệu - 20 triệu cuối năm thứ nhất và 150 triệu - (110) = 260 triệu vào cuối năm thứ hai. Nếu công ty đã tài trợ 130 triệu vốn thường xuyên vào cuối năm thứ nhất và số dư tối thiểu phải duy trì cuối mỗi quý là 150 thì nhu cầu vốn tạm thời xác định như sau:

Chỉ tiêu	Đầu kỳ	Năm 1996				Năm 1997			
		QI	QII	QIII	QIV	QI	QII	QIII	QIV
Ngân quỹ	150	270	480	210	150	320	480	150	150
Thường xuyên						130			260
Tạm thời								30	

**3. Bài số 3 :**

**Nếu áp dụng chính sách tín dụng mở rộng ta có :**

Tốc độ quay vòng khoản phải thu

$$360/75 = 4,8 \text{ vòng}$$

Lợi nhuận tăng thêm do tăng doanh số

$$60 \times 15\% \times 0,2 = 1,8 \text{ triệu}$$

Đầu tư cho khoản phải thu mới :

$$1,875 \times 80\% = 1,5 \text{ triệu}$$

Khoản phải thu tăng từ doanh số cũ nhưng giảm vòng quay

$$[160 \times (45/360)] - [60 \times (75/360)] = 5 \text{ triệu}$$

Tổng đầu tư thêm cho khoản phải thu :

$$5 + 1,5 = 6,5 \text{ triệu}$$

Chi phí cơ hội của đầu tư tăng thêm là :

$$6,5 \times 20\% = 1,3 \text{ triệu}$$

Kết luận : Chi phí cơ hội tăng thêm nhỏ hơn lợi nhuận tăng thêm vậy công ty có thể mở tín dụng đến 60 ngày.

### 4. Bài số 4 :

**Công ty sẽ từ chối các đơn vị hàng mà có rủi ro mất mát vượt quá lợi nhuận** biên của nó hiện là  $100\% - 78\% = 22\%$ . Như vậy nếu có thể phát hiện một cách chính xác khả năng mất mát của các đơn vị hàng thì tất nhiên nó sẽ từ chối các đơn hàng có tỷ lệ mất mát 24%. Loại này chiếm 20% các đơn hàng mới. Để làm được điều này nó phải kiểm tra toàn bộ các đơn hàng bằng cách nhận các thông tin phân tích tín dụng với giá 4% doanh số, ứng với chi phí mất mát là  $24\% \times 20\% = 4,8\%$ . Rõ ràng, chi phí bỏ ra cho các thông tin tín dụng cao hơn lợi ích mà nó đem lại nên tiếp tục bán hàng mà không cần phân tích các yêu cầu tín dụng.

### 5. Bài số 5 :

Phân tích chi phí tài trợ :

a. Tài trợ bằng tín dụng thương mại :

$$(3 \times 360) / (20 \times 97) = 55,6\%$$

b. Tài trợ bằng vay ngân hàng :

$$(10 \times 15\%) (10 \times 88\%) = 17,05\%$$

c. Tài trợ bằng phát hành thương phiếu :

$$(1200 + 100 + 100) / (10.0000) = 14\%$$

So với biện pháp tài trợ rẻ nhất thì vay ngân hàng đắt hơn gần 3% do đó chọn phát hành thương phiếu.

### 6. Bài số 6 :

a. Chi phí tài trợ bằng tín dụng thương mại :

$$(3 \times 360) / (77 \times 69) = 18,56\%$$

b. Chi phí tài trợ bằng vay ngân hàng :

$$13/90 = 14,44\%$$

c. Tài trợ bằng chuyển khoản phải thu :

Chi phí hoa hồng :  $100 \times 12 \text{ tháng} \times 2\% = 24 \text{ triệu}$

Tiết kiệm chi phí kiểm soát tín dụng và giảm mất mát

$$1,5 \times 12 \text{ tháng} = 18 \text{ triệu}$$

Chi phí thực của việc chuyển nhượng khoản phải thu

$$24 - 18 = 6 \text{ triệu}$$

Phí tổn tài trợ :

$$(12\% \times 75 + 6) / 75 = 20\%$$

Chọn vay ngân hàng .

# HOẠCH ĐỊNH TÀI CHÍNH

### Mục tiêu:

Trong chương này chúng ta sẽ biết được các nội dung chủ yếu sau:

- 1- Tiến trình hoạch định tài chính
- 2- Các phương pháp dự báo
- 3- Cách thức lập bảng báo cáo kết quả kinh doanh, bảng cân đối kế toán và bảng luân chuyển tiền tệ trong năm tới

## .I Hoạch định tài chính

Một trong những chức năng quan trọng của hoạt động quản trị là hoạch định. Hoạch định là tiến trình mà nhà quản xác định các mục tiêu cần đạt được của tổ chức và vạch ra cách thức mà tổ chức đạt được các mục tiêu đặt ra. Hoạt động tài chính cũng như mọi hoạt động khác của doanh nghiệp và nó rất cần phải được bắt đầu bằng kế hoạch tài chính.

Hoạch định tài chính là tiến trình mà nhà quản trị tài chính dự báo các dòng tiền xuất hiện trong tương lai của doanh nghiệp, bao gồm những dòng tiền vào làm tăng tiền mặt, tăng vốn chủ doanh nghiệp và những dòng tiền ra liên quan đến hoạt động làm giảm tiền mặt, đầu tư và những hoạt động làm tăng tài sản.

Tùy theo thời hạn xuất hiện dòng tiền mà hoạch định tài chính có các loại kế hoạch sau:

- 1- **Kế hoạch tài chính ngắn hạn** có thời hạn từ một năm trở xuống – nó được xem là tiến trình dự toán hệ thống các ngân sách như: ngân sách bán hàng; ngân sách sản xuất; ngân sách trang bị; ngân sách mua sắm; ngân sách tài chính... Các ngân sách trên có một đặc trưng chung bao gồm các dòng tiền ra tức là giảm tiền mặt và dòng tiền vào làm tăng tiền mặt. Các ngân sách này được tổng hợp thành ngân sách ngân quỹ.
- 2- **Kế hoạch tài chính dài hạn** dự kiến những dòng tiền dài hạn như đầu tư dài hạn: mua sắm máy móc thiết bị, đầu tư vào thương hiệu, đầu tư tài chính; và dĩ nhiên nó phải tính đến các nguồn tài trợ dài hạn như nguồn tài trợ từ trong doanh nghiệp như quỹ khấu hao, lợi nhuận để lại và các nguồn tài trợ bên ngoài như phát hành cổ phiếu mới, huy động thêm nợ dài hạn... Loại kế hoạch này người ta còn gọi là kế hoạch đầu tư và tài trợ.

Giữa hai loại kế hoạch trên có mối quan hệ mật thiết với nhau:

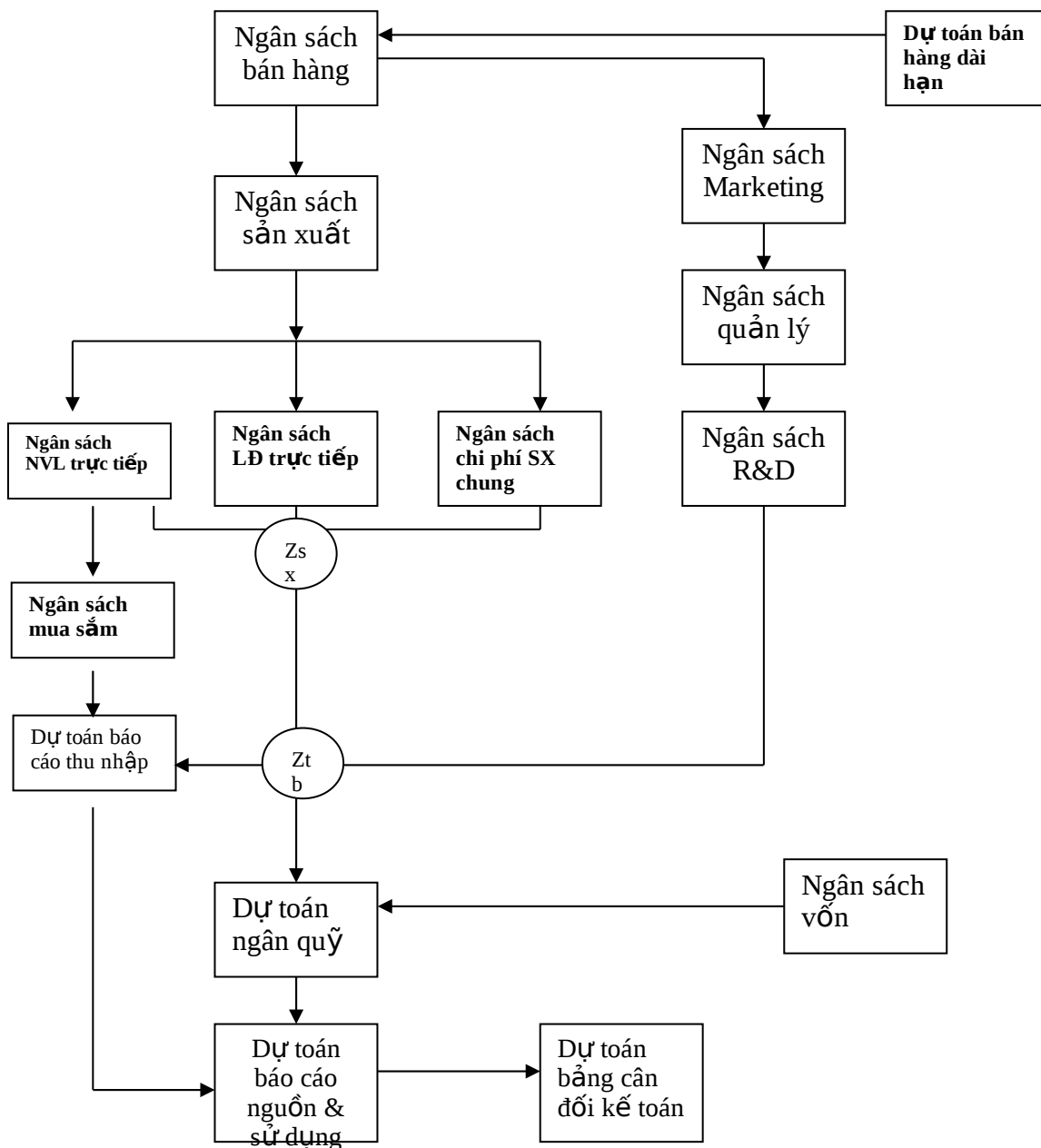
Kế hoạch đầu tư tài trợ nhằm bảo đảm thực hiện các chiến lược của tổ chức, tạo lập các định hướng cho hoạt động tài chính. Trái lại, kế hoạch tài chính ngắn hạn lại mang tính tác nghiệp, cụ thể nó như thể hiện một cách cụ thể các hoạt động tài chính trong một năm tới của doanh nghiệp. Kế hoạch tài chính ngắn hạn nó mô tả một cách chi tiết kế hoạch tài chính dài hạn trong năm tới.

Hoạch định tài chính có vai trò quan trọng trong quản trị doanh nghiệp:



- Thứ nhất nó bảo đảm điều kiện về tài chính một cách chủ động cho các kế hoạch khác tiến hành. Các kế hoạch khác như kế hoạch tiếp thị; kế hoạch sản xuất, các chương trình cải tiến phải được thực thi thông qua việc phân bổ nguồn lực tài chính
- Thứ hai các kế hoạch khác có thể được đánh giá và đo lường mức độ hữu hiệu của nó thông qua kế hoạch tài chính

**Kết cấu  
Các bộ phận cấu thành của kế hoạch tài chính ngắn hạn**



### .II Tiến trình hoạch định tài chính công ty

Kế hoạch tài chính là một loại kế hoạch trong công ty. Ngoài kế hoạch tài chính công ty còn có các kế hoạch khác như: Kế hoạch sản xuất, kế hoạch cung ứng, kế hoạch Marketing, kế hoạch nguồn nhân lực... Trong chương I chúng ta đã biết mục tiêu quản trị tài chính công ty là tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông \_ chủ doanh nghiệp. Hoạch định tài chính sẽ quan tâm đến việc thể hiện các hoạt động tài chính của công ty như thế nào trong việc đạt được mục tiêu này. Tiến trình hoạch định tài chính công ty nói chung gồm sáu bước.

Bước 1: Dự báo các báo cáo tài chính và sử dụng dự báo này để phân tích ảnh hưởng của kế hoạch hoạt động lên lợi nhuận của doanh nghiệp và các tỷ số tài chính trong tương lai. Sự dự báo này còn có tác dụng kiểm soát các hoạt động của doanh nghiệp khi kế hoạch tài chính đã được thông qua.

Bước 2: Quyết định nguồn vốn cần thiết hỗ trợ cho kế hoạch hoạt động trong 5 năm tới, bao gồm nguồn vốn đầu tư vào máy móc thiết bị, tài sản ngắn hạn, các chương trình nghiên cứu phát triển và các chiến dịch quảng cáo.

Bước 3: Dự báo các nguồn vốn có thể huy động được trong 5 năm tới bao gồm nguồn vốn bên trong và nguồn vốn huy động từ bên ngoài công ty.

Bước 4: Thiết lập hệ thống kiểm soát để bảo đảm việc phân bổ và sử dụng nguồn vốn được diễn ra hiệu quả và như dự kiến.

Bước 5: Phát triển các quy trình điều chỉnh kế hoạch cơ bản nếu tình hình kinh tế thay đổi so với lúc dự báo

Bước 6: Thiết lập hệ thống thù lao cho các bộ phận quản lý khi các mục tiêu tài chính đạt được và đạt được mục tiêu cho các cổ đông.

Trong phạm vi bài giảng này chúng ta chỉ quan tâm từ bước 1 đến bước 3.

### .III Kế hoạch đầu tư và tài trợ

#### .III.1. Mục đích

Kế hoạch đầu tư và tài trợ một dự tính về sử dụng vốn và khai thác các nguồn vốn trong phạm vi từ 3-5 năm.

Kế hoạch đầu tư và tài trợ là sự tổng hợp các chương trình, các dự án của Công ty. Thực tế nó thường đi đôi với kế hoạch trung hạn và dài hạn nhằm thực hiện kế hoạch chiến lược.

Mục đích chủ yếu của kế hoạch đầu tư và tài trợ là bảo đảm duy trì sự cân đối tài chính trong nhiều năm. Vì thế, nó thể hiện tính mạch lạc trong sự phối hợp các chương trình kinh doanh của doanh nghiệp.

Kế hoạch đầu tư tài trợ là cơ sở huy động các nguồn vốn dài hạn. Trong trường hợp phải thương lượng với những người cấp vốn về những nguồn vốn dài hạn và trung hạn, doanh nghiệp cần dựa trên cơ sở của kế hoạch này, các ngân hàng sẽ yêu cầu gửi kế hoạch đầu tư và tài trợ để họ xem xét cho vay vốn.

### .III.2. Nội dung của kế hoạch

Kế hoạch đầu tư và tài trợ kết cấu bởi hai phần chính: nhu cầu vốn và nguồn vốn

#### .III.2.1. Nhu cầu vốn

Nhu cầu vốn là tập hợp tất cả các nhu cầu đầu tư vào các tài sản dài hạn để thực hiện các chương trình kinh doanh, phát triển doanh nghiệp. Thể hiện trên cơ sở tăng các tài sản trong bảng cân đối kế toán qua các năm gồm :

- Nhu cầu đầu tư vào tài sản cố định, thể hiện bằng sự tăng gộp tài sản cố định trong bảng cân đối kế toán.
- Tăng vốn luân chuyển ròng: là sự tăng lên phần tài sản ngắn hạn được tài trợ bằng các nguồn vốn thường xuyên
- Tăng các đầu tư vào tài sản chính
- Tăng đầu tư vào tài sản vô hình

#### .III.2.2. Nguồn vốn

Nguồn vốn thường bao gồm các nguồn như sau:

- Nguồn vốn được rút ra từ việc giảm vốn luân chuyển ròng
- Nguồn vốn tự tài trợ, gồm: khấu hao và thu nhập giữ lại để tái đầu tư
- Nhận hoàn vốn vay: các khoản nợ do người vay dài hạn của công ty hoàn trả
- Trợ cấp: Là khoản vốn tăng thêm do nhận được một khuyến khích phát triển của Nhà nước
- Tăng vốn: Là việc phát hành các cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường.
- Vay dài hạn và trung hạn từ ngân hàng đầu tư và các tổ chức tài chính khác

Trong kế hoạch đầu tư và tài trợ cần có một sự cân đối giữa nguồn vốn và nhu cầu vốn. Khi có sự thiếu hụt về nguồn, thứ tự ưu tiên cần đối trước hết là việc rút vốn ra từ vốn luân chuyển ròng, sau đó là các biện pháp tài trợ từ bên ngoài bao gồm tăng vốn và vay nợ phải cân nhắc với năng lực đi vay, năng lực trả nợ và điều kiện tài chính hiện tại của Công ty. Do, các điều kiện và hiệu suất tài chính của công ty ảnh hưởng rất nhiều đến năng lực thương lượng với nhà tài trợ.

Một vấn đề khá quan trọng đặt ra cho nhiệm vụ phối trí của kế hoạch đầu tư và tài trợ là điều tiết nguồn và sử dụng vốn theo thời gian để đảm bảo các cân đối hiệu quả.

Trong trường hợp mất cân đối nghiêm trọng cần xét lại các chương trình dự kiến và cân nhắc lộ trình thực hiện các chương trình cho phù hợp.

Ví dụ :

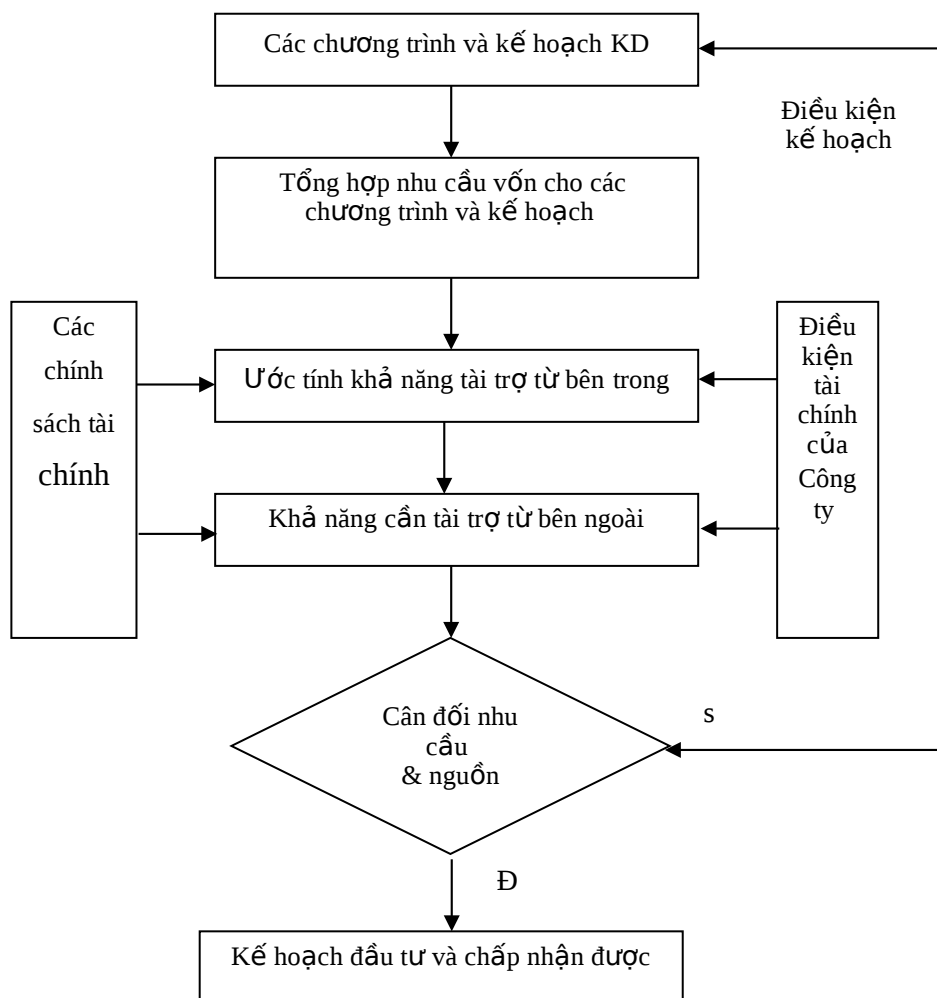
Kế hoạch đầu tư và tài trợ

Chỉ tiêu	Năm				
	X1	X2	X3	X4	Tổng

## Chương 7

A. Đầu tư (nhu cầu vốn)					
Đầu tư TSCĐ	30	20	50	15	115
Đầu tư tài chính	0	10	15	15	40
Tăng vốn luân chuyển	0	0	0	0	0
Đầu tư tài sản vô hình	0	0	0	0	0
<b>Tổng nhu cầu đầu tư</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>65</b>	<b>30</b>	<b>155</b>
B. Tài trợ (nguồn vốn)					
Giảm vốn luân chuyển	0	4	0	0	4
Tự tài trợ	12	15	25	25	77
Chuyển nhượng tài sản	10	10			20
Nhận hoàn vốn vay dài hạn			5		5
Phát hành cổ phiếu, trái phiếu mới	4	4	4	4	16
Vay dài hạn					0
Vay trung hạn					0
<b>Tổng nguồn</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>29</b>	<b>138</b>
Chênh lệch	4	-3	31	1	33
Chênh lệch lũy kế	4	1	32	33	

Nhu cầu vốn tăng cao trong các năm từ X1 và X3, dĩ nhiên công ty có thể tự nghĩ ra cách để tài trợ cho nhu cầu này. Ví dụ, năm X1 công ty có thể huy động từ các ngân hàng đầu tư với tổng mức 4 tr, khoản huy động này có thể là ngắn hạn. Quy trình cho việc xây dựng kế hoạch đầu tư và tài trợ như sau:



Chú ý là tất cả các chương trình kinh doanh và kế hoạch kinh doanh cần phải xây dựng sao cho có thể ước lượng ngân quỹ cần thiết để hoạt động có như vậy việc tổng hợp nhu cầu trong kế hoạch đầu tư và tài trợ mới tiến hành được. Các biện pháp tài trợ sẽ được nghiên cứu kỹ ở những chương sau

#### .IV Lập Kế hoạch tài chính ngắn hạn

Kế hoạch tài chính hàng năm thực chất là dự kiến dòng tiền xuất hiện trong năm, nó được bắt đầu bằng việc dự báo doanh thu. Việc dự báo chính xác doanh số đạt được trong năm là cơ sở để có được các dữ liệu chính xác về tình hình tài chính trong một năm sắp đến.

##### .IV.1. Dự báo doanh thu

Dự báo doanh thu bắt đầu từ việc xem xét lại doanh thu trong từ 5 đến 10 năm trước. Ví dụ sau minh họa chúng ta sẽ xem xét trường hợp của công ty MicroDrive, tình hình doanh thu 5 năm trước, từ năm thứ 1 đến năm thứ 5 với bảng dữ liệu sau. Dự báo doanh thu năm thứ 6 tăng lên 10% so với năm thứ 5, chúng ta có kết quả dự báo doanh thu công ty như sau:

### Dự báo doanh thu của công ty MicroDrive

Năm	Doanh thu (triệu \$)
1	2.058
2	2.534
3	2.472
4	2.850
5	3.000
Năm dự báo	3.300 (dự báo)

Dựa vào số liệu doanh thu trong 5 năm trước ta dự báo được doanh thu của năm tới là 3300. Khi dự báo doanh thu của công ty MicroDrive cần chú ý các lưu ý sau:

- MicroDrive có hai bộ phận sản xuất: đĩa chuẩn và đĩa theo đơn đặt hàng. Bộ phận sản xuất đĩa chuẩn chế tạo các đĩa có dung lượng dưới 20000 gigabytes bán với giá 500\$. Bộ phận sản xuất đĩa đặt chế tạo các đĩa có dung lượng lớn hơn và lớn đến 100000gigabytes với giá 3000\$. Bộ phận này sản xuất với khối lượng nhỏ hơn đĩa chuẩn. Do đặc điểm tiêu dùng hai bộ phận này khác nhau nên các nhà quản trị công ty yêu cầu dự báo riêng từng bộ phận sau đó tổng hợp chung lại
- Tình hình nền kinh tế và nhu cầu thị trường đối với sản phẩm của MicroDrive đã được dự báo. MicroDrive bán đĩa trên hai thị trường khác nhau. Phần lớn là bán trực tiếp cho nhà sản xuất cá nhân như: Dell, Gateway và Compaq, do đó doanh số bán hàng cho những khách hàng này từng đối khá cao và với giá thương lượng. Một bộ phận doanh thu khác từ các đại lý nhỏ mua sản phẩm của công ty MicroDrive.
- Khi dự báo doanh thu cần phải ước lượng thị phần của công ty theo từng sản phẩm.
- Sản phẩm của MicroDrive được bán trên toàn cầu với doanh thu tại thị trường Châu Âu chiếm 20%, Châu Á có tốc độ sụt giảm nhanh và hiện nay chỉ chiếm 5% doanh thu.
- Lạm phát cũng có ảnh hưởng lớn đến doanh thu của hãng. Công ty dự báo tốc độ lạm phát từ 3-4% trong vòng 5 năm tới. Công ty muốn giảm giá bằng với tốc độ tăng lạm phát.
- Các chính về quảng cáo, khuyến mại, và các điều khoản trong bán tín dụng cũng có ảnh hưởng lớn đến doanh thu..
- Dự báo doanh thu cho từng khu vực thị trường và cho từng loại sản phẩm Dự báo doanh thu theo từng khu vực thị trường và dự báo doanh thu theo dòng sản phẩm sẽ được so sánh, tổng hợp lại.

#### **.IV.2. Dự báo các báo cáo tài chính công ty theo phương pháp tỷ lệ doanh thu**

Một khi doanh thu đã được dự báo, bước tiếp theo là chúng ta dự báo bảng cân đối kế toán và bảng báo cáo kết quả kinh doanh. Phương pháp dự báo các bảng báo cáo này phổ biến nhất là dự báo theo tỷ lệ doanh thu.

## Chương 7

Phương pháp này cho rằng các khoản mục trong bảng cân đối kế toán và bảng báo cáo kết quả kinh doanh có sự thay đổi theo tỷ lệ doanh thu. Chẳng hạn tỷ lệ hàng tồn kho so với doanh thu là 20% và khoản phải thu là 15%, tương ứng như vậy ta có các khoản mục còn lại. Khi doanh thu tăng các khoản mục này cũng tăng tương ứng. Một số khoản mục khác của bảng cân đối kế toán được xác định theo các chính sách của công ty.

Quá trình dự báo các báo tài chính được tiến hành theo các bước sau đây.

Bước 1: Phân tích tỷ trọng của từng khoản mục sơ với doanh thu trong quá khứ.

Phương pháp dự báo theo tỷ lệ doanh thu giả định rằng các khoản mục chi phí và tài sản của một năm cụ thể nào đó chiếm tỷ trọng không đổi sơ với doanh thu. Do đó, trước tiên chúng ta tính toán tỷ trọng các loại chi phí và tài sản so với doanh thu. Dựa trên báo cáo kết quả kinh doanh và bảng cân đối kế toán được trình bày trong chương Phân tích tài chính, ta dễ dàng tính được tỷ trọng các khoản mục này so với doanh thu.

Khoản mục	Năm 20X7	Năm 20X8	Trung bình Cty	Trung bình ngành	Tỷ lệ áp dụng
<b>Chi phí so với doanh thu</b> <i>Bao gồm giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý</i>	<b>87,6%</b>	<b>87,2%</b>	<b>87,4%</b>	<b>87,1%</b>	<b>87,21%</b>
Tỷ lệ Khấu hao TSCĐ	10,3 %	10,0 %	10,2%	10,2%	10,0%
<b>Tiền so với doanh thu</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,3%</b>
Khoản phải thu so với doanh thu	11,1 %	12,5 %	11,8%	10,0%	12,5%
Tồn kho so với doanh thu	14,6%	20,5 %	17,5%	11,1%	20,5%
<b>Giá trị máy móc thiết bị so với doanh thu</b>	<b>30,5 %</b>	<b>33,3 %</b>	<b>31,9%</b>	<b>33,3%</b>	<b>33,3%</b>
Phải trả người bán so với doanh thu	1,1%	2,0%	1,5%	1,0%	2,0%
Khoản phải trả khác so với doanh thu	4,6%	4,7%	4,6%	2,0%	4,7%

Bước 2: Dự báo bảng báo cáo kết quả kinh doanh

Ở bước này chúng ta dự báo kết quả kinh doanh cho công ty năm tới bao gồm cả lợi nhuận thuần và lợi nhuận giữ lại. Dựa vào tốc độ doanh thu dự báo ở phần trước, và tỷ lệ chi phí so với doanh thu ở bảng trên ta có thể dễ dàng tính được các thông tin trong bảng báo cáo kết quả kinh doanh cho năm tới 20x9 như sau:

Dự báo

Kết quả kinh doanh năm 20x9

Triệu USD

stt	Khoản mục	Năm 20x8	Cơ sở dự báo	Năm 20x9
-----	-----------	----------	--------------	----------

## Chương 7

1	Doanh thu	3,000.00	Tăng trưởng 10%	3,300.00
2	Chi phí chưa kể khấu	2,616.20	% của Doanh thu 87,21%	2,877.82
3	Khấu hao	100.00	10% của giá trị TSCĐ	110.00
4	Tổng chi phí hoạt động	2,716.20		2,987.82
5	EBIT	283.80		312.18
6	Trừ lãi	88.00	Mang sang	88.00
7	Lợi nhuận trước thuế (EBT)	195.80		224.18
8	Thuế thu nhập 40%	78.30		89.67
9	Lợi nhuận thuần	117.50		134.51
10	Cổ tức ưu đãi	4.00	Mang sang	4.00
11	Cổ tức cho cổ đông thường	57.50	Tăng trưởng 8.00%	62.10
12	Lợi nhuận giữ lại tăng thêm	56.00		68.40

### Bước 3: Dự báo bảng cân đối kế toán

Tài sản trên bảng cân đối kế toán năm 20X9 của công ty MicroDrive phải tăng tương ứng với sự gia tăng doanh thu. Ở đây chúng ta thấy mối liên hệ như sau: tài sản phải tăng để hỗ trợ cho sự gia tăng doanh thu, và tăng tài sản cần phải tăng nguồn vốn để tài trợ cho tài sản tạo ra doanh thu. Dựa trên nguyên tắc này chúng ta sẽ dự báo các khoản mục trong bảng cân đối kế toán. Với các tỷ lệ đã tính toán ở trước ta có thể tính được bảng cân đối kế toán cho năm 20X9 như sau:

### Dự báo

Bảng cân đối kế toán năm 20X9

(Triệu USD)				
stt	Tài sản	Năm 20x8	Cơ sở dự báo	Năm 20X9
1	Tiền	10.00	% của doanh thu 0.33%	11.00
2	Đầu tư ngắn hạn	5.00	Mang sang	5.00
3	Khoản phải thu	375.00	% của doanh thu 12.50%	412.50
4	Tồn kho	615.00	% doanh thu 20.50%	676.50
5	Tài sản	1,000.00		1,100.00
6	Tài sản cố định ròng	1,000.00	% doanh thu 33.33%	1,100.00
7	Tổng tài sản	2,000.00		2,200.00
<b>Nguồn vốn</b>				
8	Phải trả người bán	60.00	% doanh thu 2.00%	66.00
9	Phải trả khác	140.00	% doanh thu 4.67%	154.00
10	Vay ngắn hạn	110.00	Mang sang	110.00
11	Tổng nợ ngắn hạn	310.00		330.00
12	Nợ dài hạn	754.00	Mang sang	754.00
13	Nợ phải trả	1,064.00		1,084.00
14	Vốn cổ phần ưu đãi	40.00	Mang sang	40.00
15	Vốn cổ phần thường	130.00	Mang sang	130.00
16	Lợi nhuận giữ lại	766.00	Mang sang + Lợi nhuận giữ lại thêm	834.40
17	Vốn chủ sở hữu	896.00		964.40



## Chương 7

18	Tổng nguồn vốn	2,000.00		2,088.40
19	Vốn cần tăng thêm			111.60

Bước 4: Huy động nguồn vốn cần tăng thêm ( additional Funds Needed –AFN)

Để có nguồn vốn tài trợ cho hoạt động của công ty theo kế hoạch năm 20X9, MicroDrive phải huy động nguồn vốn tăng thêm. Nguồn vốn tăng thêm cho năm 20X9 là khoảng 112 triệu USD. Việc huy động vốn tăng thêm cần tính đến các nhân tố sau:

- Cơ cấu nguồn vốn theo mục tiêu ( Nợ phải trả trên tổng nguồn vốn)
- Ảnh hưởng của việc gia tăng nợ ngắn hạn đến khả năng thanh toán của công ty
- Tình hình thị trường tiền tệ và thị trường vốn
- Và các quy định áp đặt của các chủ nợ hiện tại

Sau khi xem xét các nhân tố trên ban quản trị công ty quyết định nguồn vốn huy động như sau:

Các nguồn vốn	Nhu cầu vốn cần tăng thêm		
	Tỷ trọng (%)	Số tiền (Tr\$)	Lãi suất
Vay ngắn hạn	25	27.9	8%
Vay dài hạn	25	27.9	10%
Vốn cổ phần thường	50%	55.8	
<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>	<b>111.60</b>	

Tổng số vốn huy động thêm sẽ được phân bổ để tài trợ cho hoạt động của công ty. Khi dự báo bảng cân đối kế toán giai đoạn 1 sẽ được điều chỉnh thành dự báo bảng cân đối kế toán giai đoạn 2

Khoản mục	Năm 20X8	Cơ sở dự báo	Năm 20X9	Năm 20X9
			Thiếu vốn	Có AFN
<b>TÀI SẢN</b>				
Tiền	10.00	0.33% doanh thu	11.00	11.00
Đầu tư ngắn hạn	\$0	Mang sang	0.00	0.00
Khoản phải thu	375.00	12.50% doanh thu	412.50	412.50
Tồn kho	615.00	20.50% doanh thu	676.50	676.50
Tổng tài sản ngắn hạn	1,000.00		1,100.00	1,100.00
Tài sản cố định ròng	1,000.00	33.33% doanh thu	1,100.00	1,100.00
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,000.00</b>		<b>2,200.00</b>	<b>2,200.00</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>				
Khoản phải trả	60.00	2.00% doanh thu	66.00	66.00
Phải trả khác	140.00	4.67% doanh thu	154.00	154.00
Vay ngắn hạn	110.00	Mang sang	110.00	110.00
Tăng vay ngắn hạn				27.90
Nợ ngắn hạn	310.00		330.00	357.90
Vay dài hạn	754.00	Mang sang	754.00	754.00
Tăng vay dài hạn				27.9
Nợ dài hạn				781.90
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,064.00</b>		<b>1,084.00</b>	<b>1,139.80</b>
Vốn cổ phần ưu đãi	40.00	Mang sang	40.00	40.00
Vốn cổ phần thường	130.00	Mang sang	130.00	130.00

## Chương 7

Tăng thêm VCP				55.80
Lợi nhuận giữ lại	766.00	RE <sub>x8</sub> + RE <sub>x9</sub> (68.40)	834.40	834.40
Vốn cổ phần	896.00		964.40	964.40
Tổng nguồn vốn	2,000.00		2,088.40	2,200.00
Vốn cần tăng thêm (AFN)			111.60	0.00

(AFN) Vốn cần tăng thêm

Bước 5: điều chỉnh ảnh hưởng của tài trợ

Các bảng dự báo tài chính đã được hoàn tất, nhưng chúng vẫn chưa phản ánh chi phí các nguồn tài trợ thêm. Các chi phí này được gọi là các khoản điều chỉnh. Nó sẽ làm giảm thu nhập ròng trên bảng báo cáo tài chính dự báo. Do vậy, bước này sẽ cung cấp cho các bạn cách thức điều chỉnh các chi phí phát sinh do tài trợ thêm.

+ Điều chỉnh lãi ảnh hưởng của lãi vay: Theo việc xác định cơ cấu huy động vay ngắn hạn là 28 triệu \$ và vay dài hạn cũng là 28 triệu \$

- Chi phí lãi vay ngắn hạn là  $28 \times 8\% = 2,24$  triệu \$
- Chi phí lãi vay dài hạn là  $28 \times 10\% = 2,8$  triệu \$
- Tổng chi phí lãi vay = 5,04 triệu \$

Như vậy tổng chi phí lãi vay tăng thêm là 5,04 triệu \$. Và điều này làm giảm thu nhập chịu thuế đi 5,04 triệu đồng và thuế thu nhập tiết kiệm hơn là Tiết kiệm thuế =  $5,04 \times 40\% = 2,016$  triệu đồng.

- Điều chỉnh ảnh hưởng cổ tức: Như kế hoạch tài trợ cho nhu cầu vốn tăng thêm, công ty cần huy động thêm 56 triệu\$ từ cổ phiếu thường. Nếu giá mỗi cổ phần hiện nay là 23\$ và giả định giá cổ phần không thay đổi thì công ty MicroDrive phải phát hành ra 2,4 triệu cổ phần thường (  $56/23$ ). Mặt khác số cổ phiếu này cũng cần chi trả cổ tức (mỗi cổ tức 1,25\$/S) vì thế số cổ tức công ty MicroDrive phải chi trả cho số lượng cổ phần thường mới phát hành là 3 triệu \$. Và điều này làm điều chỉnh phần chi trả cổ tức từ 63 triệu \$ lên 66 triệu \$

- Điều chỉnh ảnh hưởng của lợi nhuận giữ lại: Do cổ tức tăng lên như vừa phân tích nên lợi nhuận giữ lại cũng phải giảm xuống còn lại  $68-6 = 62$  triệu \$ khoản điều chỉnh thu nhập giữ lại này không chỉ ảnh hưởng đến bảng báo cáo kết quả kinh doanh mà còn ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán. Trên bảng cân đối kế toán khoản mục thu nhập giữ lại bị giảm xuống 6 triệu \$

- Điều chỉnh bảng cân đối kế toán giai đoạn 3: như vừa phân tích lợi nhuận giữ lại bị giảm xuống 6 triệu. Do đó, cần có điều chỉnh giai đoạn 3 để tài trợ cho 6 triệu \$ thiếu hụt này. Vẫn theo cơ cấu tài trợ như trên là vay ngắn hạn 25%, vay dài hạn 25% và 50% còn lại từ vốn cổ phần thường. Tổng hợp tất cả các khoản điều chỉnh, chúng ta có được dự báo các báo cáo tài chính của MicrDrive qua các giai đoạn, như được trình bày trên bảng sau.

**DỰ BÁO**  
**Kết quả kinh doanh năm 20x9**

Triệu USD

stt	Khoản mục	Năm 20x8	Cơ sở dự báo	Năm 20X9	Phát sinh do tài trợ	Năm 20X9 Cuối cùng
1	Doanh thu	3,000.00	Tăng trưởng 10%	3,300.00		3,300.00
2	Chi phí chưa kể khấu	2,616.20	% của Doanh thu 87,21%	2,877.82		2,877.82
3	Khấu hao	100.00	10% của giá trị TSCĐ	110.00		110.00
4	Tổng chi phí hoạt động	2,716.20		2,987.82		2,987.82
5	EBIT	283.80		312.18		312.18
6	Trừ lãi	88.00	Mang sang	88.00	5.31	93.31
7	Lợi nhuận trước thuế (EBT)	195.80		224.18		218.87
8	Thuế thu nhập 40%	78.30		89.67	-2.00	87.66
9	Lợi nhuận thuần	117.50		134.51		131.32
10	Cổ tức ưu đãi	4.00	Mang sang	4.00		4.00
11	Cổ tức cho cổ đông thường	57.50	Tăng trưởng 8.00%	62.10		65.28
12	Lợi nhuận giữ lại tăng thêm	56.00		68.40		62.04

**DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN NĂM 20X9**

Khoản mục	Năm 20X8	Cơ sở dự báo	Năm 20X9	Năm 20X9	Điều chỉnh tài trợ	20X9 Cuối cùng
			Thiếu vốn	Có AFN		
Tiền	10.00	0.33% doanh thu	11.00	11.00		11.00

**Chương 7**

Đầu tư ngắn hạn	\$0	Mang sang	0.00	0.00		0.00
Khoản phải thu	375.00	12.50% doanh thu	412.50	412.50		412.50
Tồn kho	615.00	20.50% doanh thu	676.50	676.50		676.50
Tổng tài sản ngắn hạn	1,000.00		1,100.00	1,100.00		1,100.00
Tài sản cố định ròng	1,000.00	33.33% doanh thu	1,100.00	1,100.00		1,100.00
Tổng tài sản	2,000.00		2,200.00	2,200.00		2,200.00
Khoản phải trả	60.00	2.00% doanh thu	66.00	66.00		66.00
Phải trả khác	140.00	4.67% doanh thu	154.00	154.00		154.00
Vay ngắn hạn	110.00	Mang sang	110.00	110.00		110.00
Tăng vay ngắn hạn				27.90		27.90
Nợ ngắn hạn	310.00		330.00	357.90		357.90
Vay dài hạn	754.00	Mang sang	754.00	754.00		754.00
Tăng vay dài hạn				27.90		27.90
Nợ dài hạn				781.90		781.90
Tổng nợ	1,064.00		1,084.00	1,139.80		1,139.80
Vốn cổ phần ưu đãi	40.00	Mang sang	40.00	40.00		40.00
Vốn cổ phần thường	130.00	Mang sang	130.00	130.00		130.00
Tăng thêm VCP				55.80		55.80
Lợi nhuận giữ lại	766.00	$RE_{x8} + RE_{x9}$ (68.40)	834.40	834.40	-6.02	828.00
Vốn cổ phần	896.00		964.40	964.40		1,017.00
Tổng nguồn vốn	2,000.00		2,088.40	2,200.00		2,200.00
Vốn cần tăng thêm (AFN)			111.60	0.00	6.00	

Xác định vốn cần tăng thêm (AFN)

Các nội dung ở trên chúng ta đã biết tiến trình lập dự báo báo cáo tài chính của công ty MicroDrive. Lần lượt qua các bước này chúng ta đã xác định nhu cầu vốn tăng thêm là 118 triệu \$ trong đó 112 triệu \$ để hỗ trợ tăng tài sản phục vụ cho việc tăng doanh thu thêm 10%, còn lại 6 triệu \$ bù đắp cho việc tăng chi phí do điều chỉnh thu nhập giữ lại

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Vốn} & & \text{Nhu cầu} & & \text{Gia tăng} & & \text{Gia tăng} \\ \text{tăng} & = & \text{vốn cho} & - & \text{nợ phải} & - & \text{lợi nhuận} \\ \text{thêm} & & \text{gia tăng} & & \text{trả} & & \text{giữ lại} \\ & & \text{Tài sản} & & \text{tương ứng} & & \\ & & & & & & \\ \text{doanh thu} & & \text{ân gia} & & \text{g doanh} & & \text{ân có quan} & & \text{ới} \end{array}$$

$$AFN = \frac{A^*}{S_0} \Delta S - \frac{L}{S_0} \Delta S - M \times S_1 \times RR$$

- $A^*$  Tài sản tăng lên khi doanh thu tăng. Những tài sản có quan hệ chặt chẽ với doanh thu
- $S_0$  Doanh thu năm trước
- $A^*/S_0$  – Tỷ lệ tài sản so với doanh thu Tỷ lệ này của các tài sản tăng theo doanh thu là  $2000/3000=0,6667$
- $L/S_0$  Tỷ lệ nợ phải trả so với doanh thu Tỷ lệ nợ phải trả này tính chung là  $(60+140)/3000=0,0667$
- $S_1$  Doanh thu dự báo cho năm tới  $S_1 = S_0 (1 + \text{tỷ lệ tăng doanh thu})$
- $\Delta S$  Mức thay đổi doanh thu =  $S_1 - S_0$
- $M$  Tỷ lệ lợi nhuận trên doanh thu, trong ví dụ  $M = 114/3000$
- $RR$  Tỷ lệ thu nhập giữ lại,  $RR = 56/114 = 0,491$

## **.V Tóm tắt chương**

Quá trình hoạch định tài chính ngắn hạn của công ty trải qua 6 bước, trong đó có các bước quan trọng liên quan đến dự báo các báo cáo tài chính.

Để dự báo các báo cáo tài chính trước hết chúng ta cần dự báo chính xác doanh thu và dự báo tốc độ tăng doanh thu. Kế đến chúng ta phải dự báo các tỷ lệ của các khoản mục trong báo cáo kết quả kinh doanh, trong bảng cân đối kế toán so với doanh thu. Tính chính xác các tỷ lệ này sẽ quyết định sự chính xác thông tin trong bảng cân đối kế toán cũng như trong bảng kết quả kinh doanh. Vì thế nên có những dữ liệu về tỷ lệ này trong các năm trước đây, tính ra tỷ lệ bình quân, sau khi cân nhắc với tỷ lệ này ở cấp độ ngành để đưa ra tỷ lệ chung cho công ty. Dựa trên các tỷ lệ này chúng ta căn cứ vào tốc độ tăng doanh thu, mức tăng doanh thu năm đến chúng ta sẽ tính được bảng báo cáo kết quả kinh doanh và bảng cân đối kế toán của năm đến. Phương pháp lập kế hoạch tài chính ngắn hạn này được gọi là dự báo theo tỷ lệ doanh thu. Ngoài phương pháp dự báo này người ta còn có thể sử dụng các phương pháp khác như phương pháp hồi qui và phương pháp dòng tiền.

## CHƯƠNG 8

# CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

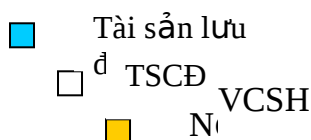
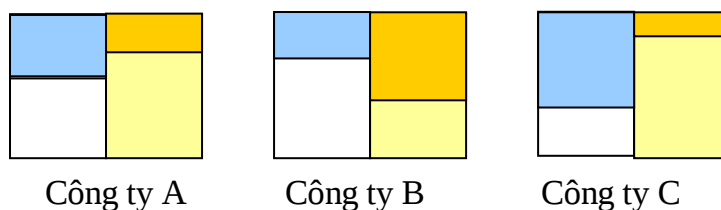
### .I Các khái niệm liên quan đến cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính ám chỉ cơ cấu giữa các khoản nợ và vốn chủ của doanh nghiệp. Cấu trúc vốn chỉ ra cơ cấu các nguồn vốn dài hạn ( cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu dài hạn và các khoản vay nợ trung hạn và dài hạn) .

Cấu trúc tài chính và cấu trúc vốn :



Trong số các hình sau đây công ty nào có cơ cấu vốn hợp lý nhất



- Xét công ty B, nó vay nợ ngắn hạn lớn hơn TSLĐ - tài sản có khả năng thanh toán cao. Điều này đồng nghĩa với việc công ty B sử dụng một phần nợ ngắn hạn để đầu tư vào TSCĐ. Tình huống này làm tăng nguy cơ không trả nợ đúng hạn, vì tài sản cố định có thời gian thu hồi chậm, thời gian chuyển hóa thành tiền chậm (TSCĐ chuyển hóa thành tiền dưới dạng khấu hao) phải mất rất nhiều năm trong khi nợ ngắn hạn lại có thời gian hoàn trả ngắn, dưới 1 năm.

- Công ty C lại ngược lại, công ty có quá nhiều nguồn vốn dài hạn (lấy từ nguồn vốn chủ sở hữu) nhưng phần lớn lại được đầu tư vào TSLĐ - loại tài sản có tính thanh khoản cao, nhưng lại có mức sinh lời thấp, thấp hơn TSCĐ. Nếu chỉ căn cứ vào kết cấu tài sản công ty C ít có hiệu quả hơn công ty A và thậm chí thua cả công ty B.

Cần chú ý rằng, đầu tư vốn dài hạn (tức là đầu tư vào TSCĐ) thường có mức sinh lời cao hơn đầu tư vào TSLĐ, vì thế công ty A là công ty tốt nhất xét cả khía cạnh sinh lời và tính an toàn về cơ cấu vốn.

Khi áp dụng cơ cấu vốn khác nhau có thể làm thay đổi khả năng sinh lời và mức độ rủi ro của doanh nghiệp.

Cấu trúc tài chính<sup>1</sup>: được định nghĩa là quan hệ tỷ lệ giữa các khoản nợ và vốn chủ của doanh nghiệp. Khái niệm này được giới nghiên cứu tài chính quan tâm hơn 40 năm qua vì liên quan với một vấn đề: *cấu trúc tài chính có liên quan đến giá trị doanh nghiệp không?* Trong thị trường hoàn hảo, cấu trúc tài chính không liên quan đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, thị trường hoàn hảo chỉ là một ý niệm rất lý tưởng nên nhiều nhà nghiên cứu đã đặt ra vấn đề có sự liên quan giữa cấu trúc tài chính và giá trị doanh nghiệp. Chính vì mối liên quan này, thuật ngữ *đòn bẩy nợ*<sup>2</sup> (hay *đòn bẩy tài chính*) cũng hàm ý cấu trúc tài chính của doanh nghiệp. Vấn đề này sẽ đề cập ở phần sau của chương này.

Cấu trúc tài chính là một khái niệm trừu tượng, nên khi nghiên cứu về lĩnh vực này, giới tài chính đã cụ thể hóa bằng nhiều cách đo khác trong các công trình của mình. Đây là một vấn đề cần quan tâm vì mỗi cách đo lường khác nhau đều ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu, không giống như các định nghĩa phổ biến trong các giáo trình về quản trị tài chính. Rajan và Zingales (1995) cho rằng định nghĩa về cấu trúc tài chính tùy thuộc vào mục tiêu phân tích. Có hai vấn đề thường quan tâm khi đo lường cấu trúc tài chính.

### **Cấu trúc tài chính đo lường theo giá trị thị trường hay giá trị sổ sách:**

Một là, giá trị thị trường hay giá trị sổ sách sẽ sử dụng để xác định giá trị của tài sản và các khoản nợ phải trả khi xem xét cấu trúc tài chính? Có hai dòng tranh luận đối lập về vấn đề này. Theo trường phái sử dụng giá sổ sách (lấy sổ sách kế toán), chi phí cơ bản của các khoản vay là chi phí kỳ vọng của sự khánh tận về tài chính trong trường hợp phá sản. Sự khánh tận tài chính ảnh hưởng đến chi phí vốn trung bình, tác động kéo theo đến một cấu trúc tài chính tối ưu. Trong trường hợp đó, giá trị của một doanh nghiệp bị khánh tận sẽ gắn với giá trị sổ sách. Nếu việc phá sản xảy ra, việc đo lường trách nhiệm đối với các chủ nợ theo giá trị sổ sách kế toán là chính xác nhất. Ngoài ra, giá trị sổ sách dễ tiếp cận hơn giá trị trường, ghi nhận chính xác hơn và không bị lệch so với sự thay đổi như giá trị thị trường. Giá trị sổ sách còn phù hợp khi xác định cấu trúc tài chính đối với các công ty không yết giá hay các doanh nghiệp nhỏ. Nếu sử dụng giá sổ sách, giá trị nợ và tài sản được sử dụng trên BCĐKT. Kiểu đo lường này được sử dụng trong nhiều nghiên cứu của Graham (2000), Hesmatti (2001), Michealas (1999), Mira (2001).v.v.v.

Theo trường phái giá trị thị trường, người ta cho rằng giá trị thị trường xác định được giá trị thực của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có giá trị vốn chủ sở hữu âm trên sổ kế toán nhưng lại có giá thị trường dương. Điều này có thể xảy ra nếu hoạt động kinh doanh trước đây thua lỗ làm vốn chủ có giá trị âm, nhưng giá thị trường dương phản ánh các dòng tiền kỳ vọng tương lai của doanh nghiệp đó. Vì lẽ đó, nhiều nghiên cứu sử dụng cả giá trị thị trường và giá trị sổ sách để đo lường cấu trúc tài chính (Titman và Wessel, 1988; Pandey, 2001, Huang và Song, 2001. vvv)

Vài số liệu được lấy từ báo cáo tài chính năm 1992 của các công ty ngoại trừ số liệu của công ty Timberland và công ty Wal- Mart là lấy vào năm 1993.

---

<sup>1</sup> Capital structure. Trong chương này, tác giả sử dụng thuật ngữ “cấu trúc tài chính” hàm ý cấu trúc vốn hay cấu trúc tài trợ.

<sup>2</sup> Financial leverage. Thuật ngữ *đòn bẩy nợ* cũng được hiểu là cấu trúc tài chính, nhưng nó hàm ý rõ hơn là sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, cấu trúc tài chính hay *đòn bẩy nợ* có nội dung tương đối như nhau, tùy thuộc vào cách đo trong từng trường hợp cụ thể.

Công ty	Giá trị vốn cổ phần		Tỷ lệ
	Số sách	Thị trường	
Twin Disc	76	53	0.7
Timberland	128	579	4.5
Russell	570	1282	2.2
Coca-cola	3888	54553	14.0
British Steel	4959	2376	0.5
Boise Cascade	1136	802	0.7
Boeing	8093	13616	1.7
Glenfed	704	141	0.2
McCaw Cellular communications	1391	6900	5.0
Mal- Mart Stores	8759	74902	8.6

Hai là, nợ phải trả để xác định cấu trúc tài chính là loại nợ gì? Có cần thiết đo lường cấu trúc tài chính theo từng loại nợ không? Nếu các dự đoán lý thuyết chủ yếu quan tâm ảnh hưởng của các nhân tố đối với cấu trúc tài chính ở góc độ chung thì các nghiên cứu thực nghiệm thường đo lường cấu trúc tài chính theo các khoản nợ vay ngắn hạn và dài hạn. Bennette và Donnelly (1993) lập luận rằng nếu các doanh nghiệp có các chính sách tài trợ riêng biệt với các khoản nợ vay ngắn hạn thì ở các doanh nghiệp đó thực sự có sự tương tác giữa mức nợ vay ngắn hạn và dài hạn. Michaelas và cộng sự (1999) cho rằng nếu các nhân tố ảnh hưởng đến nợ ngắn hạn khác với các nhân tố ảnh hưởng đến nợ dài hạn thì cần thiết sử dụng cả nợ vay ngắn và nợ dài để đo lường cấu trúc tài chính. Đây là hướng tiếp cận đã được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm như Titman và Wessels (1988), Pandey (2001), Huang và Song (2001) v.v.v

Nợ vay hay toàn bộ nợ phải trả cũng là vấn đề quan tâm khi đo lường cấu trúc tài chính. Lý do là trong nợ phải trả còn có các khoản tín dụng thương mại và các nguồn vốn tạm thời khác mà những nguồn vốn này cũng góp phần không nhỏ trong các khoản tài trợ ở doanh nghiệp. Điều này càng thích hợp với các doanh nghiệp nhỏ.

Tóm lại, chúng ta có thể đưa ra các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính của doanh nghiệp, chúng rất đa dạng. Bảng dưới đây tổng hợp các cách đo lường về cấu trúc tài chính:

**Bảng 2.1.** Tóm tắt các cách đo lường cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính	Cách thức xác định (đo lường)
Tỷ lệ giữa nợ phải trả (NPT) và tài sản (TS)	$\frac{NPT}{TS}$
Tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn (NNH) và tài sản (TS)	$\frac{NNH}{TS}$



## Chương 8

---

Tỷ lệ nợ phải trả so với VCSH	$\frac{NPT}{VCSH}$
Tỷ lệ giữa nợ dài hạn (NDH) và vốn thường xuyên (VTX)	$\frac{NDH}{VTX}$

NGUỒN VỐN	Năm 2002	Năm 2003
<b>A- NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>151,368,205,393.00</b>	<b>176,372,634,579.00</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>83,371,072,181.00</b>	<b>87,719,133,447.00</b>
1. Vay ngắn hạn	63,356,074,481.00	69,011,541,938.00
2. Nợ dài hạn đến hạn trả		
3. Phải trả cho người bán	9,893,677,469.00	9,890,030,494.00
4. Người mua trả tiền trước	648,356,465.00	594,662,579.00
5. Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	458,762,759.00	739,047,696.00
6. Phải trả công nhân viên	4,605,603,809.00	2,988,720,508.00
7. Phải trả cho đơn vị nội bộ	1,551,882,966.00	1,196,566,230.00
8. Các khoản phải trả phải nộp khác	2,856,714,232.00	3,298,564,002.00
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>67,084,132,350.00</b>	<b>87,675,192,458.00</b>
1. Vay dài hạn	67,084,132,350.00	87,675,192,458.00
2. Nợ dài hạn khác		
<b>III. Nợ khác</b>	<b>913,000,862.00</b>	<b>978,308,674.00</b>
1. Chi phí phải trả		
2. Tài sản thừa chờ xử lý	913,000,862.00	978,308,674.00
3. Nhận ký quỹ, ký cược dài hạn		
<b>B. NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>14,632,704,683.00</b>	<b>19,626,125,445.00</b>
<b>I. Nguồn vốn, quỹ</b>	<b>14,653,349,284.00</b>	<b>19,713,362,688.00</b>
1. Nguồn vốn kinh doanh	15,145,119,028.00	20,145,119,028.00
2. Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-636,421,075.00	-636,421,075.00
3. Chênh lệch tỷ giá	144,651,331.00	-406,968.00
4. Quỹ đầu tư phát triển		
5. Quỹ dự phòng tài chính		
6. Lợi nhuận chưa phân phối		205,071,703.00
7. Nguồn vốn đầu tư XDCB		
<b>II. Nguồn kinh phí, quỹ khác</b>	<b>-20,644,601.00</b>	<b>-87,237,243.00</b>
1. Quỹ dự phòng về trợ cấp mất việc làm		
2. Quỹ khen thưởng và phúc lợi	-20,644,601.00	-87,237,243.00
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>166,000,910,076.00</b>	<b>195,998,760,024.00</b>

Các thông tin về phần nguồn từ một bảng cân đối kế toán ở một công ty X ta thấy điều gì?

## II Các lý thuyết về cấu trúc tài chính

### II.1. Lý thuyết không liên quan của cấu trúc tài chính

Trước năm 1958, lý thuyết về cấu trúc tài chính chỉ là những quả quyết mơ hồ về hành vi của nhà đầu tư hơn là những mô hình nghiên cứu đơn giản. Lý thuyết hiện đại về cấu trúc tài chính khởi đầu từ năm 1958 khi hai giáo sư Franco Modigliani và Merton Miller<sup>3</sup> chứng minh rằng: giá trị của doanh nghiệp sẽ không bị ảnh hưởng bởi cấu trúc tài chính theo một số giả thuyết. Kết quả nghiên cứu này cho rằng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được tài trợ bằng nguồn vốn gì không là một vấn đề cần quan tâm vì cấu trúc tài chính không liên quan đến giá trị doanh nghiệp.

<sup>3</sup> Hai giáo sư đã viết vấn đề này trong bài báo "Chi phí vốn, tài chính công ty và lý thuyết đầu tư: sự phản ứng" trong American Economics Review, tháng 6 năm 1958. Vì bài báo này và những nghiên cứu sau đó, hai ông đã được tặng thưởng giải Nobel về kinh tế năm 1985 và 1990.

Nghĩa là:  $V_L = V_U = \frac{EBIT}{k_{sU}}$

Trong đó:

$V_L, V_U$  là giá trị của DN sử dụng nợ và không sử dụng nợ.

$K_{sU}$  là tỷ lệ hoàn vốn yêu cầu đối với doanh nghiệp không sử dụng nợ

EBIT là lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

Lý thuyết trên dựa vào các giả thuyết sau:

- Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân
- Cổ phiếu và trái phiếu được kinh doanh trên thị trường hoàn hảo. Nghĩa là không có các chi phí môi giới và nhà đầu tư có thể vay với cùng một lãi suất như các công ty khác
- Nhà đầu tư và nhà quản trị tại doanh nghiệp đều có thông tin như nhau về cơ hội tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp trong tương lai.
- Các khoản nợ là không có rủi ro bất kể mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Lãi suất vay trên các khoản nợ là lãi suất không có rủi ro.
- Tất cả các dòng tiền đều có tính liên tục (perpetuities)

Tuy nhiên, các giả thuyết của mô hình MM đều rất lý tưởng. Trước hết, thuế thu nhập doanh nghiệp và thu nhập cá nhân, cũng như sự bất cân xứng về thông tin đều tồn tại trên thực tế. Hai là, lãi suất vay thường tăng khi sử dụng nợ ngày càng tăng lên. Ba là, lợi nhuận sau thuế và lãi vay giảm với những mức độ sử dụng nợ khác nhau và khả năng phá sản gia tăng khi doanh nghiệp sử dụng tăng các khoản nợ để tài trợ.

Mặc dù các giả thuyết trên đều không tồn tại trên thực tế nhưng đặc tính không liên quan của cấu trúc tài chính từ mô hình MM có ý nghĩa rất lớn. Mô hình đã chỉ ra những đầu mối về tính liên quan của cấu trúc tài chính đối với giá trị một doanh nghiệp. Các lý thuyết về tài chính tiếp theo đã mở rộng mô hình này bằng cách loại bỏ các giả thuyết nghiên cứu.

### .II.2. Mô hình thuế MM và ảnh hưởng của thuế thu nhập công ty

Năm 1963, Modigliani và Miller tiếp tục đưa ra một nghiên cứu tiếp theo với việc tính đến ảnh hưởng của thuế thu nhập công ty. Vì chi phí lãi vay là một khoản chi phí được khấu trừ trước khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp nên khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay để tài trợ sẽ xuất hiện khoản tiết kiệm bằng tiền tăng thêm đối với các nhà đầu tư. Như vậy, với thuế thu nhập công ty, hai ông cho rằng sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị của một doanh nghiệp. Việc tồn tại thuế thu nhập doanh nghiệp dẫn đến luận đề MM thứ 1 rằng, giá trị của một doanh nghiệp sử dụng nợ bằng giá

## Chương 8

trị doanh nghiệp không sử dụng nợ ở cùng một dạng rủi ro cộng với khoản lợi từ việc sử dụng nợ.

Giả sử có hai công ty: công ty U không vay nợ và công ty L vay nợ. Và để xem xét tác động của cấu trúc tài chính đến giá trị doanh nghiệp. Ta cho hai công ty có thu nhập hoạt động (EBIT) đều bằng P; Công ty L vay nợ D với lãi suất nợ dài hạn là rd. Thuế suất thuế thu nhập công ty là T. Ta có bảng đánh giá lợi ích từng công ty khi có tác động của nợ.

Chỉ tiêu	Công ty U, không vay nợ	Công ty L, có vay nợ
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	P	P
Tiền lãi vay	0	D* rd
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	P	P- D*rd
Thuế thu nhập công ty	T*P	T*(P- D*rd)
Lợi nhuận của cổ đông	P*(1-T)	P*(1-T)-D*rd+ T*D*rd
Thu nhập của trái chủ và của cổ đông	P*(1-T)	P*(1-T) + T*D*rd

Khi doanh nghiệp vay nợ dài hạn với số tiền là D và lãi suất của khoản vay nợ là rd, thì chi phí tiết kiệm thuế ( có tài liệu là lá chắn thuế) hàng năm là:

$$\text{Tiết kiệm thuế hàng năm} = D \cdot rd \cdot T$$

Như vậy ta có kết luận sau:

- Lợi ích của công ty không vay nợ =  $P*(1-T)$
- Lợi ích của công ty vay nợ =  $P*(1-T) + T*D*rd$  hay = Lợi ích của doanh nghiệp không vay nợ + Lợi ích từ khoản tiết kiệm thuế.

Để đánh giá được lợi ích trong dài hạn của khoản tiền tiết kiệm thuế chúng ta giả định rằng:

- 1- Khoản vay D là cố định vĩnh viễn và rd lãi suất vay không đổi. Khi đó lợi ích của việc tiết kiệm thuế hàng năm  $T*D*rd$  là khoản tiền cố định và được định giá trong vĩnh viễn bằng:

$$\text{PV( Lá chắn thuế trong vĩnh viễn)} = \frac{D \cdot rd \cdot T}{rd} = T \cdot D$$

$T \cdot D$  là khoản lợi do sử dụng nợ (còn gọi là giá trị của khoản tiết kiệm thuế do doanh nghiệp sử dụng nợ) làm tăng giá trị doanh nghiệp của L .

Nếu giá trị công ty không vay nợ là  $V_U$  và giá trị công ty vay nợ là  $V_L$ , ta có giá trị của công ty vay nợ bằng công thức sau:

$$V_L = V_U + T \cdot D \quad (*)$$

Ví dụ Báo cáo lợi tức của công ty U, không có nợ và công ty L, có vay nợ 1000USD với lãi suất 8%. Các thông tin ở biểu sau cho thấy hoá đơn thuế của

## Chương 8

công ty L ít hơn công ty U 28\$. Đây là lá chắn thuế do khoản nợ vay của L. Điều này giải nghĩa cho việc chính phủ chi trả cho công ty L 35% của lãi vay từ khoản nợ của L Tổng lợi nhuận mà L chi trả cho chủ nợ và các cổ đông tăng hơn công ty U - công ty không nợ một lượng bằng 28\$

Chỉ tiêu	Báo cáo lợi tức của công ty U, không nợ	Báo cáo lợi tức của công ty L, có nợ
Lợi nhuận trước Lãi vay và thuế thu nhập công ty (EBIT).	\$ 1000	\$1000
Lãi trả cho trái chủ (chủ nợ dài hạn).	0	\$80
Thu nhập trước thuế (EBT)	1000	920
Thuế thu nhập công ty _ 35%	350	322
Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông	\$ 650	\$ 598
Tổng lợi nhuận cho trái chủ và cổ đông	\$0+\$650= \$650	\$80+\$598=\$678
Tấm lá chắn thuế ( khoản khấu trừ thuế) Lãi vay x Suất thuế	\$ 0	\$28

Nếu thu nhập từ lá chắn thuế này cố định và kéo dài đến vô hạn thì giá trị tăng thêm của công ty có nợ sẽ bằng

$$PV (\text{lá chắn thuế vĩnh viễn}) = \frac{1000 \cdot 8\% \cdot 35\%}{8\%} = 35\% \cdot 1000 = 350$$

Như vậy,  $V_L$  (giá trị công ty có nợ) =  $V_U + TD$

Phương trình (\*) cho thấy khi tồn tại thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị của doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ cao hơn giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ một giá trị là  $T \times D$ . Khoản lợi ích này sẽ gia tăng khi doanh nghiệp càng tăng nợ, và do vậy giá trị của một doanh nghiệp sẽ tối đa khi doanh nghiệp sử dụng 100% nợ để tài trợ. Như vậy, mô hình thuế MM đã bác bỏ với mô hình MM nguyên thủy khi đã loại trừ giả thuyết thuế thu nhập công ty, theo đó cấu trúc tài chính có liên quan đến giá trị doanh nghiệp. Sử dụng nợ càng tăng sẽ càng làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Cả mô hình thuế MM đã gặp phải nhiều ý kiến phản bác. Một trong các ý kiến này liên quan đến sự tồn tại của chi phí khánh tận tài chính và chi phí đại diện.

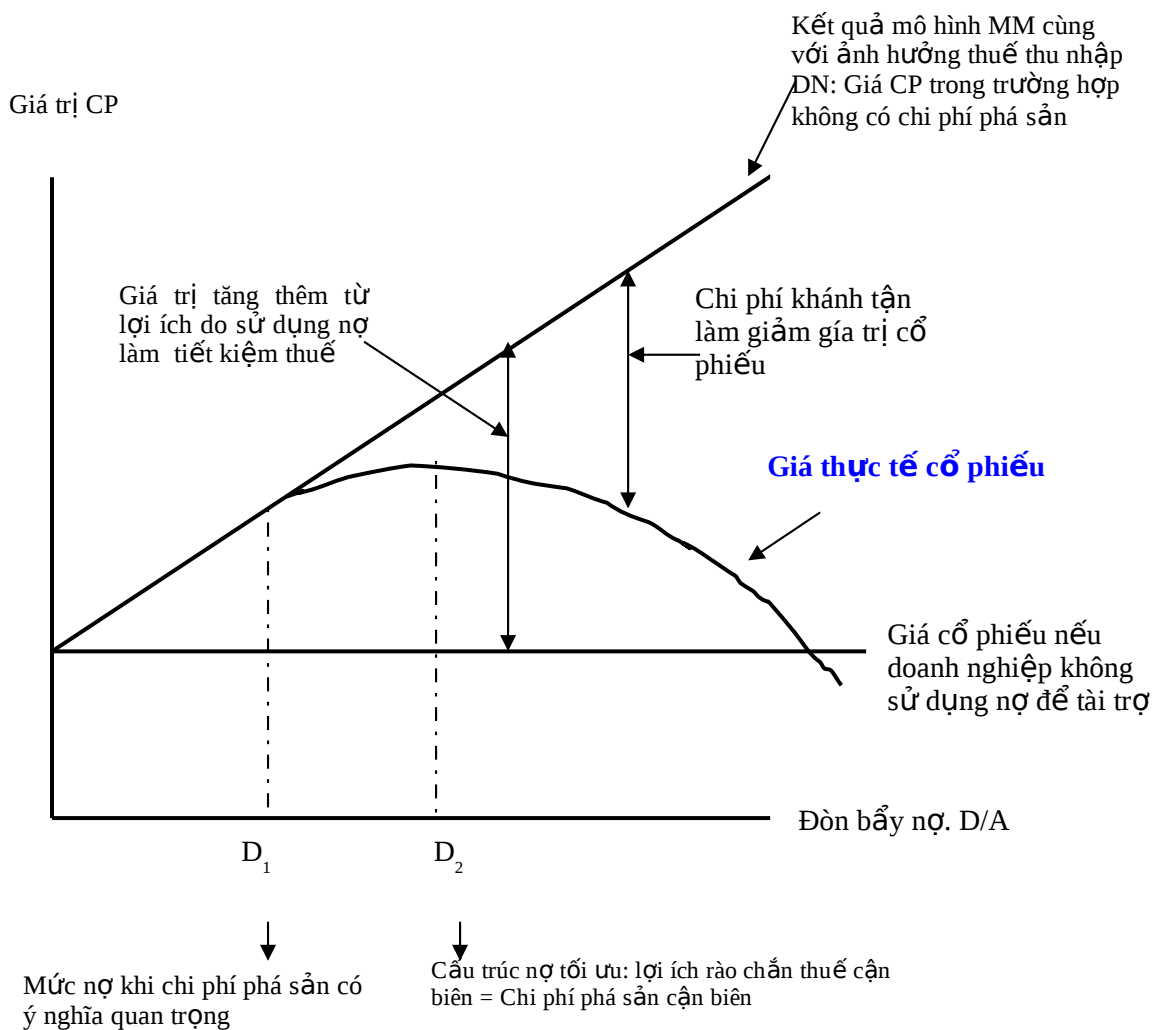
### .II.3. Lý thuyết về chi phí khánh tận tài chính

Sự khánh tận về tài chính bao gồm nguy cơ phá sản và sự phá sản. Một DN rơi vào tình trạng phá sản luôn phát sinh các chi phí kế toán và pháp lý đáng kể (Myers, 1984) và DN đó phải mất nhiều thời gian để duy trì khách hàng, nhà cung cấp và người lao động. Ngoài ra, phá sản thường áp lực các DN phải thanh lý, nhượng bán các tài sản với giá thấp hơn giá trị của nó so với trường hợp hoạt động bình thường.

Chi phí khánh tận tài chính có thể gồm cả các chi phí trực tiếp và gián tiếp. Các chi phí trực tiếp như các chi phí về pháp lý và hành chính trong quá trình phá sản. Chi phí gián tiếp là những khoản thiệt hại với DN khi các bên có liên quan đến lợi ích DN hạn chế những điều kiện ưu đãi cho DN đó. Chi phí khánh tận về tài chính tùy

thuộc vào 3 yếu tố: Khả năng phá sản; chi phí phát sinh khi tình trạng khánh tận về tài chính gia tăng; và ảnh hưởng của nguy cơ phá sản đối với hoạt động của DN ở hiện tại.

Nếu sử dụng nợ để làm gia tăng giá trị DN theo mô hình thuế MM, nhưng việc gia tăng nợ lên sẽ làm gia tăng chi phí khánh tận, gia tăng khả năng phá sản, và sẽ làm giảm giá trị DN. Ý tưởng về chi phí khánh tận tài chính dẫn đến lý thuyết “cân bằng”<sup>4</sup> về cấu trúc tài chính, theo đó cấu trúc tài chính tối ưu là cấu trúc đòi hỏi phải cân bằng giữa lợi ích do sử dụng nợ và chi phí khánh tận tài chính. Nội dung của lý thuyết này có thể tóm lược qua mô hình dưới đây:



Mô hình trên cho thấy một số kết quả sau:

Theo giả thuyết của mô hình MM, khi quan tâm đến thuế thu nhập công ty, giá trị DN sẽ được tối đa nếu sử dụng 100% nợ vay để tài trợ.

Trong thực tế, các DN ít khi sử dụng 100% nợ để tài trợ vì sự gia tăng tỷ lệ nợ/tài sản sẽ làm tăng khả năng khánh tận tài chính và lãi suất vay. Ở đây, có một vài ngưỡng cần quan tâm. Dưới điểm  $D_1$ , khả năng phá sản của DN rất thấp vì thế chi phí khánh tận thấp và lợi ích từ việc tiết kiệm thuế do tăng tỷ lệ nợ/tài sản sẽ có

<sup>4</sup> Trade-off theory of capital structure

ảnh hưởng tốt. Tuy nhiên, khi vượt qua điểm  $D_1$  thì chi phí khánh tận tài chính và lãi suất vay gia tăng. Những khoản này làm giảm lợi ích về thuế khi DN gia tăng nợ và điều này làm giảm thấp giá trị cổ phiếu của công ty.

Từ điểm  $D_1$  sang điểm  $D_2$ , chi phí khánh tận tài chính tăng, nhưng không lớn hơn khoản lợi ích do sử dụng nợ, do vậy giá trị DN vẫn gia tăng khi tỷ suất nợ gia tăng. Tuy nhiên, vượt qua điểm  $D_2$ , chi phí khánh tận tài chính đã lớn hơn lợi ích do sử dụng nợ, do vậy tỷ suất nợ gia tăng sẽ làm giảm giá trị DN. Điểm  $D_2$  được xem là điểm có cấu trúc tài chính tối ưu khi nó cân bằng giữa chi phí khánh tận và lợi ích do sử dụng nợ.

Như vậy, lý thuyết cân bằng đối lập với những lý thuyết trước đây của MM theo mô hình thuế. Petit và Singer (1985) cho rằng khi khả năng phá sản càng gia tăng thì DN sẽ ít sử dụng nợ khi tăng vốn hoạt động.

### **.II.4. Lý thuyết về chi phí đại diện<sup>5</sup>**

Trong quản trị tài chính, vấn đề đại diện luôn chưa đúng mâu thuẫn tiềm tàng về lợi ích giữa người tài trợ với người quản lý DN. Jensen và Meckling (1976) cho rằng có hai dạng mâu thuẫn về đại diện: mâu thuẫn giữa người chủ sở hữu với nhà quản lý doanh nghiệp và mâu thuẫn giữa người chủ sở hữu với người chủ nợ.

Đối với mâu thuẫn giữa người chủ và người quản lý DN, vấn đề đại diện phát sinh khi người quản lý sở hữu ít hơn 100% phần vốn chủ sở hữu. Kết quả là người chủ sở hữu không giành được toàn bộ khoản lợi từ các hoạt động nâng cao lợi nhuận của công ty mình, nhưng họ phải gánh chịu toàn bộ chi phí cho những hoạt động này. Để giảm thấp mâu thuẫn đại diện, người chủ sở hữu chấp nhận bỏ ra chi phí đại diện, như các khoản chi để giám sát hoạt động (hoạt động kiểm toán), chi để cấu trúc lại tổ chức nhằm hạn chế các hành vi không mong muốn, và các chi phí cơ hội khi các cổ đông áp đặt các giới hạn cho ban quản lý.

Mâu thuẫn giữa người chủ nợ và người chủ DN xuất hiện trong các hợp đồng vay nợ, khi cân nhắc các mức vay nợ cho các khoản đầu tư. Cụ thể là, nếu một khoản đầu tư có thu nhập cao hơn giá trị của khoản nợ, người chủ DN sẽ hưởng toàn bộ khoản thu nhập này. Tuy nhiên, nếu khoản đầu tư đó không thành công, người chủ DN sẽ gánh chịu khoản thua lỗ này ở mức nào đó do trách nhiệm hữu hạn của khoản đầu tư. Kết quả là người chủ DN có thể bất lợi từ đầu tư vào những dự án có rủi ro cao. Do vậy, các chủ nợ thường đưa ra cơ chế tự bảo vệ mình thông qua xây dựng các điều khoản hạn chế trong các hợp đồng vay. Những điều khoản này cản trở hoạt động của các DN ở một vài khía cạnh nào đó. Các DN còn bị giám sát để đảm bảo rằng các điều khoản phải được tuân thủ. Các chi phí trong trường hợp này được chuyển sang người chủ dưới hình thức các khoản chi phí nợ vay cao hơn.

Đối với các DN có qui mô nhỏ, vấn đề đại diện trở nên nghiêm trọng hơn so với các DN lớn vì các DN nhỏ không được yêu cầu công khai thông tin, do vậy dẫn đến những chi phí đáng kể khi cung cấp thông tin cho người bên ngoài.

Những nghiên cứu về chi phí đại diện cho thấy, tương tự như trường hợp chi phí khánh tận về tài chính, chi phí đại diện làm giảm lợi ích do sử dụng nợ để tài trợ.

---

<sup>5</sup> Theory of agency costs

Trong mô hình này, Jensen và Meckling (1976) cho rằng một cấu trúc vốn tối ưu có thể đạt được bằng việc cân đối giữa chi phí đại diện với lợi ích do sử dụng nợ. Lý thuyết về chi phí đại diện là một quan tâm đối với các doanh nghiệp nhỏ vì chi phí đại diện phát sinh lớn hơn từ những mâu thuẫn cơ bản về lợi ích giữa người chủ sở hữu và các chủ nợ.

Vấn đề đại diện cũng liên quan đến uy tín của doanh nghiệp và đến lượt nó cũng ảnh hưởng đến lựa chọn cấu trúc tài chính. Diamond (1989) cho rằng nếu doanh nghiệp có lịch sử thanh toán nợ tốt, uy tín của doanh nghiệp sẽ tăng lên, và chi phí lãi vay sẽ thấp hơn. Do vậy, các doanh nghiệp lâu năm thường tìm các dự án an toàn để tránh mất uy tín của mình. Các doanh nghiệp mới, non trẻ với ít uy tín có thể chọn các dự án mang nhiều rủi ro. Nếu các doanh nghiệp non trẻ tồn tại mà không có những thất bại nào, họ dần dần chuyển sang các dự án an toàn. Kết quả là các doanh nghiệp lâu năm sẽ có tỷ lệ thất bại ít hơn và chi phí vay cũng thấp hơn các doanh nghiệp non trẻ. Việc mở rộng mô hình này là các doanh nghiệp trẻ sử dụng ít nợ hơn các doanh nghiệp lâu năm, giả sử các nhân tố khác không xem xét đến.

Nhìn chung, việc đưa chi phí khánh tận tài chính và chi phí đại diện vào mô hình thuế MM và mô hình Miller dẫn đến lý thuyết cân bằng về cấu trúc tài chính. Những mô hình này đều thừa nhận tồn tại một cấu trúc tài chính tối ưu. Cấu trúc vốn tối ưu của một doanh nghiệp liên quan đến cân bằng giữa ảnh hưởng thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân với chi phí đại diện và chi phí khánh tận tài chính.

### **II.5. Lý thuyết thông tin bất cân xứng.**

Một trong các giả thuyết của mô hình MM là các nhà đầu tư và nhà quản trị có cùng thông tin về triển vọng tương lai của doanh nghiệp. Tuy nhiên, so với các nhà đầu tư bên ngoài các nhà quản trị thường có thông tin đầy đủ hơn về triển vọng tương lai. Hiện tượng này gọi là sự bất cân xứng về thông tin.

Thông tin bất cân xứng có ảnh hưởng quan trọng đối với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Theo đó, lý thuyết về cấu trúc vốn hình thành thêm hai trường phái: lý thuyết tín hiệu<sup>6</sup> và lý thuyết trật tự phân hạng<sup>7</sup>.

Theo lý thuyết tín hiệu, việc lựa chọn cấu trúc vốn của một doanh nghiệp có thể truyền những dấu hiệu cho người đầu tư bên ngoài về thông tin của người bên trong ở doanh nghiệp. Lý thuyết này bắt đầu từ công trình của Ross (1977) và Lyland, Pyle (1977). Theo đó, nhà quản trị biết rõ hơn nhà đầu tư bên ngoài về triển vọng của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp được dự báo sẽ có triển vọng hoạt động tốt, nhà quản trị không muốn chia sẻ lợi nhuận với những người chủ sở hữu mới. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp dự báo có triển vọng không sáng sủa, nhà quản trị mong muốn chia sẻ những rủi ro này với những người chủ mới của doanh nghiệp. Do vậy, khi một doanh nghiệp công bố phát hành thêm cổ phiếu cũng đồng nghĩa triển vọng của doanh nghiệp không được tốt, hoặc tương đương với suy nghĩ của các nhà quản trị là các cổ phiếu của công ty hiện tại được đánh giá quá cao.

Lý thuyết trật tự phân hạng khởi đầu từ những công trình nghiên cứu của Myers và Majluf (1984). Các ông cho rằng có một trật tự ưu tiên khi tài trợ các khoản đầu

---

<sup>6</sup> Signaling theory

<sup>7</sup> Pecking order theory



tư: đầu tiên là việc sử dụng các nguồn vốn hiện có bên trong doanh nghiệp, tiếp theo là các khoản vay nợ, và cuối cùng là huy động vốn chủ sở hữu mới. Do thông tin bất cân xứng giữa người bên trong và người bên ngoài, các doanh nghiệp sẽ thích tài trợ bởi các nguồn vốn bên trong hơn là nguồn vốn bên ngoài để tránh bán các chứng khoán dưới mệnh giá. Nếu các khoản tài trợ bên ngoài là không thể tránh khỏi thì các khoản nợ ít rủi ro sẽ được ưu tiên sử dụng và cuối cùng là khoản tăng vốn góp thông qua việc huy động các cổ đông mới. Trật tự phân hạng trên phản ánh chi phí tương đối của các nguồn lực tài trợ là có sự khác nhau. **Do vậy, Myers và Majluf (1984) cho rằng sẽ không có một cấu trúc tài chính tối ưu đối với các doanh nghiệp.** Lý thuyết này về sau được mở rộng bởi nhiều nhà nghiên cứu khác như Krasker (1986), Brennan và Kraus (1987), Noe (1988).

Lý thuyết tín hiệu ít sử dụng cho các doanh nghiệp nhỏ do các doanh nghiệp này thường không yết giá trên thị trường chứng khoán. Do vậy, các nhà quản trị thường không dự định thể hiện các tín hiệu đối với thị trường và nhà đầu tư khi thực hiện một quyết định tài trợ nào đó (Mira, 2001). Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng có thể có ích đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Do thông tin bất cân xứng, chi phí đối với các nguồn tài trợ bên ngoài đối với các doanh nghiệp nhỏ thường cao hơn đối với các doanh nghiệp lớn. Thêm vào đó, người chủ - người quản lý các doanh nghiệp này không thích mất tài sản và quyền kiểm soát toàn bộ hoạt động của doanh nghiệp về tay những người chủ mới. Do vậy, trong các doanh nghiệp nhỏ việc chấp nhận người chủ mới sẽ không có ý nghĩa lớn, khoản tài trợ bên trong sẽ được quan tâm hơn so với tài trợ từ bên ngoài.

### .III Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn trong các doanh nghiệp

Các lý thuyết về cấu trúc tài chính có nhiều ứng dụng trong thực tiễn, trong đó có việc xác định các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Mối quan hệ giữa các nhân tố này với cấu trúc vốn dựa trên những dự đoán từ các mô hình lý thuyết.

#### .III.1. Thuế thu nhập DN

Cấu trúc tài chính được xem có quan hệ cùng chiều với nhân tố thuế. Ảnh hưởng của nhân tố thuế đối với cấu trúc vốn được giải thích theo mô hình thuế MM. Các DN với thuế suất cao hơn sẽ sử dụng nhiều nợ để đạt lợi ích từ thuế. Hầu hết, các nhà nghiên cứu cho rằng thuế thu nhập DN có ảnh hưởng rất quan trọng trong cấu trúc vốn.

#### .III.2. Rào chắn về thuế đối với các chi phí không liên quan đến sử dụng nợ

Khoản giảm trừ về thuế từ chi phí khấu hao TSCĐ được gọi là rào chắn thuế đối với các chi phí không liên quan sử dụng nợ. Khi rào chắn thuế này càng cao, dòng tiền ròng về từ lợi nhuận kinh doanh đối với người chủ DN càng lớn. DeAngelo và Masulis (1980) cho rằng rào chắn về thuế là khoản thay thế cho lợi ích về thuế khi sử dụng nợ vay. Kết quả là những DN với mức rào chắn về thuế cao so với dòng tiền dự toán sẽ sử dụng ít nợ trong cấu trúc vốn. Do vậy, rào chắn về thuế được kỳ vọng có mối quan hệ nghịch chiều với đòn bẩy nợ.

### .III.3. Rủi ro kinh doanh

Rủi ro kinh doanh là rủi ro tiềm ẩn trong hoạt động kinh doanh của DN khi không quan tâm đến sử dụng nợ. Rủi ro kinh doanh gắn liền với những thay đổi về thu nhập mà sự thay đổi này có nguồn gốc từ những thay đổi của doanh thu và giá cả các yếu tố đầu vào của doanh nghiệp như giá nguyên vật liệu, chi phí năng lượng và chi phí tiền lương.

Theo lý thuyết chi phí khánh tận tài chính, DN có rủi ro kinh doanh cao sẽ có khả năng khánh tận tài chính cao hơn, vì sự giao động cao thu nhập hoạt động, do vậy các DN phải cân nhắc giữa lợi ích về thuế với chi phí phá sản. Do vậy, rủi ro được xem có quan hệ nghịch chiều với cấu trúc nợ.

### .III.4. Cơ hội tăng trưởng

Lý thuyết trật tự phân hạng hay lý thuyết phát tín hiệu cho rằng cơ hội tăng trưởng có quan hệ nghịch chiều với đòn bẩy nợ. Theo Myers và Majluf (1984), sự bất cân xứng về thông tin yêu cầu một khoản tiền thưởng bổ sung đối với các DN để tăng các nguồn vốn bên ngoài bất chấp chất lượng của dự án đầu tư của DN. Trong trường hợp tăng nợ, khoản tiền thưởng bổ sung phản ánh ở một tỷ suất lợi nhuận yêu cầu cao hơn. Các DN với nhiều cơ hội tăng trưởng có thể phát hiện là sẽ là quá đắt khi sử dụng nợ để tài trợ sự tăng trưởng đó.

Vấn đề đại diện “dưới mức đầu tư” cũng cho rằng tồn tại một quan hệ nghịch chiều giữa cấu trúc nợ và cơ hội tăng trưởng. Myers (1977) cho rằng các doanh nghiệp tăng trưởng cao có nhiều lựa chọn hơn để đầu tư trong tương lai hơn là các doanh nghiệp tăng trưởng thấp. Do vậy, các doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều thật sự mong muốn bỏ qua các cơ hội đầu tư có khả năng sinh lời vì những khoản đầu tư như vậy sẽ chuyển lợi ích từ người chủ sở hữu sang các chủ nợ. Kết quả là các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao sẽ ít sử dụng nợ.

### .III.5. Cấu trúc tài sản/Tài sản thế chấp/Tính hữu hình của tài sản

Tính hữu hình là một thuộc tính của tài sản. Trong thực tiễn, tính hữu hình của tài sản được thể hiện dưới những hình thức như: nhà xưởng, thiết bị, máy móc và các phương tiện hữu hình khác. Những tài sản đó có thể sử dụng như là những tài sản thế chấp theo yêu cầu của ngân hàng. Cấu trúc tài sản là cơ cấu các loại tài sản ở doanh nghiệp.

Về quan hệ giữa tính hữu hình và cấu trúc vốn, các lý thuyết nói chung đều cho rằng tính hữu hình có quan hệ cùng chiều với đòn bẩy nợ. Điều này có thể giải thích từ lý thuyết chi phí khánh tận tài chính. Nếu một doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản hữu hình lớn, doanh nghiệp sẽ sử dụng nợ nhiều hơn các doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản vô hình cao vì các doanh nghiệp trong trường hợp đầu có chi phí khánh tận tài chính thấp hơn trong trường hợp phá sản. Các tài sản vô hình thực sự bị mất giá trị khi việc phá sản xảy ra.

Lý thuyết đại diện cũng giải thích mối quan hệ này. Jensen và Meckling (1976) cho rằng chi phí đại diện của các khoản nợ tồn tại khi một DN chuyển khoản đầu tư có rủi ro sau khi tăng nợ, và chuyển lợi ích từ người chủ nợ sang người chủ để tận dụng những lợi thế của vốn chủ. Nếu tài sản hữu hình của một doanh nghiệp càng

cao, những tài sản này có thể sử dụng làm tài sản thế chấp, giảm rủi ro gánh chịu các chi phí đại diện của khoản nợ của người cho vay.

Như vậy, tính hữu hình hay tài sản thế chấp sẽ làm giảm sự bất cân xứng về thông tin và vấn đề đại diện vì những tài sản này sẽ đảm bảo lợi ích của người cho vay trong trường hợp thiếu thông tin hoặc mâu thuẫn về lợi ích với người chủ DN. Các DN không có tài sản thế chấp sẽ có chi phí cao khi sử dụng nợ để tài trợ và kết quả là họ sẽ sử dụng vốn chủ để tài trợ. Do vậy, một tỷ lệ tài sản hữu hình cao sẽ có tỷ số nợ cao.

Một thuộc tính của cấu trúc tài sản cũng liên quan đến giải pháp nhằm làm giảm vấn đề đại diện khi sử dụng nợ ngắn và nợ dài hạn. Theo nguyên tắc phù hợp, các khoản tài sản dài hạn được sử dụng làm tài sản thế chấp cho các khoản nợ dài hạn, còn các tài sản ngắn hạn được dùng để thế chấp các tài sản ngắn hạn. Nguyên tắc phù hợp này đặt ra vấn đề dự đoán về cấu trúc nợ theo thời gian.

Nói chung, những thuộc tính như tính hữu hình, cấu trúc tài sản, và tài sản thế chấp có cùng ý nghĩa khi giải thích việc lựa chọn cấu trúc tài chính. Những thuộc tính đó không được quan sát và đòi hỏi phải có cách thức đo lường. Vấn đề này sẽ được đề cập ở các nội dung sau.

### .III.6. Qui mô

Nhân tố qui mô có nhiều điểm đối nghịch khi xem xét ảnh hưởng của nó đối với cấu trúc vốn. Doanh nghiệp với qui mô nhỏ thường có vấn đề bất cân xứng thông tin đáng kể giữa người chủ - Người quản lý doanh nghiệp với người cho vay tiềm tàng. Lý do cơ bản là các DN nhỏ thường không có các báo cáo tài chính tin cậy. Vấn đề đại diện cũng thật sự lớn đối với các doanh nghiệp nhỏ vì các doanh nghiệp này có động lực chấp nhận rủi ro để tăng trưởng, đặc biệt nếu các doanh nghiệp có có đặc tính trách nhiệm hữu hạn về vốn.

Nhiều nghiên cứu cho rằng giữa qui mô và đòn bẩy nợ có mối quan hệ thuận chiều. Marsh (1982) cho rằng các DN lớn thường sử dụng nợ dài hạn nhiều hơn trong khi các DN nhỏ sử dụng chủ yếu nợ ngắn hạn. Các DN lớn có thể tận dụng lợi thế qui mô số lớn trong việc tăng nợ vay dài hạn, và có thể có sức đàm phán cao hơn so với các định chế tài chính. Do vậy, chi phí để tăng nợ và vốn chủ có quan hệ nghịch chiều với qui mô. Ngoài ra, các DN lớn thường đa dạng hóa lĩnh vực hoạt động và có dòng tiền ổn định hơn, khả năng phá sản cũng bé hơn so với các DN nhỏ. Những đặc điểm trên dẫn đến qui mô có quan hệ cùng chiều với cấu trúc nợ.

Mối quan hệ này cũng được giải thích bởi lý thuyết bất cân xứng về thông tin. Theo đó, khi DN có qui mô càng nhỏ, sự bất cân xứng về thông tin càng lớn. Do vậy, các DN nhỏ khó có điều kiện để tiếp cận các khoản tín dụng.

Tuy nhiên, qui mô cũng được xem là một dấu hiệu cho các nhà đầu tư bên ngoài. Fama và Jensen (1983), Rajan và Zingales (1995) cho rằng các DN lớn có khuynh hướng công bố thông tin cho người bên ngoài nhiều hơn các DN nhỏ. Sự bất cân xứng thông tin ít hơn với các DN lớn làm các DN này có khuynh hướng sử dụng vốn chủ nhiều hơn các khoản nợ và do vậy đòn bẩy nợ sẽ thấp. Các DN lớn có khả năng tiếp cận thị trường cổ phiếu dễ dàng hơn vì định phí thấp, do vậy quan hệ giữa cấu trúc tài chính và qui mô doanh nghiệp là ngược chiều.

### .III.7. Khả năng sinh lời

Mặc dù nhiều công trình lý thuyết đã được thực hiện từ khi MM đưa ra lý thuyết không liên quan của cấu trúc vốn năm 1958, giới khoa học tài chính vẫn chưa có một sự thống nhất về quan hệ giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy nợ. Vấn đề này xuất phát từ những đối lập của hai mô hình: lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết cân bằng.

Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng các doanh nghiệp sẽ sử dụng lợi nhuận để lại như là nguồn vốn tái đầu tư, sau đó mới sử dụng nợ và phát hành vốn chủ khi cần thiết. Khi đó, giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy nợ có mối quan hệ nghịch chiều. Tuy nhiên, mô hình thuế MM lại cho rằng các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao nên đi vay nhiều hơn khi các DN đó có nhu cầu lớn hơn để tận dụng rào chắn về thuế thu nhập công ty. Do vậy, khả năng sinh lời có mối quan hệ thuận chiều với cấu trúc nợ.

Mô hình đại diện cũng cho một dự đoán ngược lại. Jensen và Williams (1988) cho rằng nợ là phương thức có tính nguyên tắc để đảm bảo các nhà quản trị thanh toán lợi nhuận hơn là xây dựng dinh cơ cho họ. Đối với các DN có dòng tiền tự do hay khả năng sinh lời cao, nợ nhiều sẽ hạn chế tính tùy tiện của ban quản lý. Ở một khía cạnh khác, Chang (1999) cho rằng hợp đồng tối ưu giữa người bên trong doanh nghiệp và nhà đầu tư bên ngoài có thể giải thích là sự kết hợp của nợ và vốn chủ. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường sử dụng ít nợ hơn.

### .III.8. Ngành

Myers (1984) cho rằng do rủi ro tài sản, dạng tài sản, và yêu cầu các nguồn vốn bên ngoài thay đổi giữa các ngành nên tỷ suất nợ kỳ vọng thay đổi giữa các ngành kinh tế. Haris và Raviv (1991) chỉ ra rằng các DN trong cùng một ngành thường có những đặc tính như nhau so với các DN thuộc các ngành khác, và do vậy các ngành thường có xu hướng duy trì cấu trúc nợ tương đối qua thời gian.

Tuy nhiên, Balakrishnan và Fox (1993) cho rằng ngành không giữ vai trò quan trọng trong ảnh hưởng cấu trúc nợ các doanh nghiệp. Jordan và cộng sự (1998) lập luận rằng do các DNVVN hoạt động trong các thị trường nhỏ nên ảnh hưởng của ngành đối với cấu trúc tài chính bị giảm nhẹ.

Trên đây chỉ là một số nhân tố được xem xét có ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính. Lý thuyết về vấn đề này còn xem xét đến tính độc đáo sản phẩm, thời gian hoạt động của DN...Do nhiều nhân tố không liên quan đến nghiên cứu này nên đề tài không đề cập đến.

# NGÂN SÁCH ĐẦU TƯ

## I. Quyết định đầu tư

Đầu tư cho phép nâng cao năng lực sản xuất và góp phần thực hiện các chiến lược phát triển của doanh nghiệp, bởi vậy đầu tư có ý nghĩa cực kỳ quan trọng đối với mọi doanh nghiệp. Đầu tư liên quan đến những khoản chi tiêu lớn và phần lớn các khoản đầu tư này phải được huy động vốn từ bên ngoài. Vì vậy, việc đầu tư cần có những dự đoán hết sức chính xác về khả năng thị trường trong tương lai, các khả năng đáp ứng các tài nguyên đầu vào như: nguyên vật liệu, máy móc thiết bị ... những căn cứ đó là cơ sở để đầu tư hiệu quả. Nếu một dự đoán thiếu cơ sở có thể làm dư thừa công suất thiết bị, tăng tồn kho hàng hoá... Suy cho cùng, đầu tư thiếu cơ sở có thể làm giảm thấp hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong nhiều thời kỳ, làm giảm thấp vị thế của doanh nghiệp trên thị trường.

Mục tiêu của chương này nhằm cung cấp các vấn đề sau:

- Hiểu biết dòng ngân quỹ & nguyên lý xác định ngân quỹ ròng của một dự án.
- Các tiêu chuẩn để lựa chọn một dự án đầu tư.
- Một số phương pháp thẩm định dự án trong điều kiện không chắc chắn.
- Phí tổn tài trợ dài hạn

### I.1. Khái niệm:

Đầu tư được quan niệm theo những khía cạnh khác nhau:

- Theo quan điểm kinh doanh: Đầu tư là tạo ra vốn cố định tham gia vào nhiều chu kỳ kinh doanh liên tiếp. Hoạt động đầu tư nhằm tích lũy các yếu tố vật chất kỹ thuật của doanh nghiệp.

- Theo quan điểm tài chính: đầu tư là làm bất động hóa một số vốn, tài sản trong nhiều năm nhằm thu được lợi ích trong nhiều thời kỳ. Theo quan điểm này, đầu tư sẽ cần có một khoản tiền, nguồn lực lớn trong nhiều thời kỳ và dĩ nhiên mất đi khả năng để sử dụng nguồn lực này vào các hoạt động kinh doanh khác. Đầu tư bao gồm việc tạo ra các tài sản hữu hình (như nhà xưởng, công trình kiến trúc, máy móc thiết bị ...) và các tài sản vô hình như: đầu tư vào quảng cáo, đầu tư vào chất lượng, đầu tư vào nghiên cứu, đầu tư vào đào tạo nguồn nhân lực.

Ngoài ra trong quá trình hoạt động của mình doanh nghiệp còn có thể tham gia đầu tư cả vào tài sản tài chính thông việc đầu tư vốn vào một công ty khác, hay đầu tư vào các cổ phiếu, trái phiếu...

- Theo quan điểm kế toán: Đầu tư gắn với các nghiệp vụ phân bổ một khoản chi tiêu lớn vào các loại tài sản cố định, tài sản vô hình và tài sản tài chính.

Đầu tư bao gồm các hoạt động tạo ra những tài sản và nó có các tính chất sau:

- + Bất động một nguồn vốn trong nhiều năm, vì vậy mất đi khả năng tìm kiếm lợi nhuận của phần vốn đầu này từ các cơ hội kinh doanh khác.
- + Gắn với nhiều chu kỳ kinh doanh trong một khoảng thời gian dài. Vì vậy đầu tư là một loại quyết định dài hạn.
- + Đầu tư hướng đến sinh lời trong tương lai. Đầu tư là hy sinh lợi ích trước mắt nhằm đạt được lợi ích trong lâu dài.
- + Đầu tư gắn liền với rủi ro, những dự kiến ban đầu trong các dự án đầu tư luôn gắn liền với những khả năng không chắc chắn trong tương lai khi dự án triển khai, vì thế các dự án cần có những phân tích đánh giá mức độ chấp nhận rủi ro.

### .1.2. Tìm kiếm ý tưởng đầu tư.

Tăng trưởng và duy trì khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào việc doanh nghiệp có được một cách đều đặn các ý tưởng liên quan đến sản phẩm mới, các hoạt động cải tiến để hoàn thiện các sản phẩm hiện có và cách thức điều hành doanh nghiệp hiệu quả hơn. Do đó, những doanh nghiệp thành công đều luôn luôn dành nhiều thời gian để xây dựng cơ chế phát triển các ý tưởng. Các ý tưởng là điểm xuất phát để ra đời các dự án đầu tư. Ví dụ sau của một vị phó chủ tịch tập đoàn nói rằng công ty của ông ta đã thực hiện những bước sau để đưa ra ý tưởng và phát triển các ý tưởng này thông qua các dự án.

Bộ phận nghiên cứu phát triển của công ty tìm kiếm sản phẩm mới và cách thức để cải tiến những sản phẩm hiện hữu. Ngoài ra, ban điều hành bao gồm: những nhà quản lý cấp cao trong lĩnh vực tiếp thị, sản xuất và tài chính – nhận dạng các sản phẩm và thị trường mà công ty nên tập trung và ban điều hành này cũng cần xác định mục tiêu dài hạn cho mỗi bộ phận. Những mục tiêu này được giải thích khá rõ ràng trong chiến lược kinh doanh của công ty. Chúng cung cấp định hướng chung cho các nhà quản lý nhằm đạt được mục tiêu chung của tổ chức. Trên cơ sở đó, những nhà quản lý sẽ tìm kiếm các sản phẩm mới, thiết lập những kế hoạch để giảm chi phí mở rộng sản xuất, tìm kiếm cách thức để giảm chi phí sản xuất và phân phối. Những khuyến khích về mặt vật chất sẽ thúc đẩy những nhà quản lý tìm kiếm những cơ hội đầu tư. Các nhân viên cấp thấp hơn cũng nhận được phần thưởng thông qua các chính sách, như sở hữu cổ phiếu (Employees Stock ownership plan) Mục đích các chính sách này nhằm khuyến khích nhân viên luôn để mắt tới những ý tưởng cái có thể khởi đầu cho các dự án mới.

### .1.3. Phân loại dự án đầu tư:

Trong thực tế có nhiều dự án khác nhau được các doanh nghiệp đưa ra xem xét, đánh giá. Mặc dù, để quyết định một dự án đầu tư, người ta cần đánh giá một cách toàn diện trên nhiều khía cạnh như kỹ thuật, thị trường, tài chính và môi trường..... Tuy vậy, việc đánh giá này nhiều khi hết sức phức tạp và khá tốn kém, chính vì vậy người ta tiến hành phân loại các dự án đầu tư, làm cơ sở để phân cấp trong quản lý và xét duyệt các dự án.

Tùy thuộc mục đích nghiên cứu khác nhau người ta có thể phân loại đầu tư theo các tiêu thức khác nhau. Dự án đầu tư có thể được phân loại theo một số cách thức sau:

➤ **Phân loại theo mục đích đầu tư:**

**Dự án thay thế: cần thiết cho các hoạt động hiện hữu.** Loại dự án này bao gồm những khoản chi tiêu vốn để thay thế các thiết bị cũ hoặc hư hỏng cần thiết trong quá sản xuất. Câu hỏi ở đây là việc vận hành còn cần thiết hay không, và nếu cần thiết thì công ty có nên tiếp tục sử dụng qui trình cũ hay không? Nếu trả lời là có thì mọi quá trình phân tích dự án thay thế sẽ không cần thiết nữa.

**Dự án thay thế để giảm chi phí.** Loại dự án này bao gồm những khoản chi tiêu vốn để thay thế thiết bị cũ đã lỗi thời nhưng vẫn có ích và đang hoạt động. Nếu không thay thế có thể tiết kiệm chi phí đầu tư ban đầu và giảm bớt thời gian đình trệ trong sản xuất do phải thay thế máy mới. Quyết định đầu tư cần có sự phân tích chặt chẽ.

**Dự án Mở rộng qui mô sản phẩm và thị trường hiện hữu.** đây là chi tiêu vốn nhằm gia tăng sản lượng hoặc mở rộng hệ thống đại lý phân phối phục vụ thị trường hiện tại. Quyết định mở rộng qui mô thị trường cần có sự dự báo chính xác về sự gia tăng nhu cầu thị trường. Quyết định này thường do các nhà quản trị cấp cao thực hiện.

**Dự án mở rộng sản phẩm và thị trường mới.** Những dự án này liên quan đến các sản phẩm mới hoặc các vùng thị trường mới, hoạt động đầu tư này liên quan đến các quyết định chiến lược và có thể thay đổi đặc điểm kinh doanh ban đầu. Nó rất cần sự phân tích chặt chẽ và quyết định cuối cùng được thực hiện bởi nhà quản trị cấp cao trong công ty.

**Dự án môi trường và an toàn.** Là những chi tiêu cần thiết để đáp ứng những yêu cầu của chính phủ, thỏa ước lao động, các qui định về bảo hiểm và an toàn lao động. Việc quyết định những dự án này phụ thuộc nhiều vào qui mô ảnh hưởng và mức chi phí đầu tư để tiến hành dự án. Nếu dự án có chi phí thấp việc tiến hành nó gần như là việc cần làm ngay

**Các dự án đầu tư tài sản vô hình:** thủ tục mở doanh nghiệp, mua bằng sáng chế, chi tiêu về nghiên cứu phát triển, đào tạo.

- **Đầu tư tài chính:** tham gia góp vốn vào tổ chức khác, như: mua cổ phiếu của một công ty khác. Một hình thức khá phổ biến hiện nay ở các tập đoàn kinh doanh là việc các công ty mẹ đầu tư vào các công ty con nhằm chi phối và kiểm soát các công ty này hướng hoạt động nó vào mục tiêu của công ty mẹ .

➤ **Phân loại theo mối quan hệ giữa các dự án:**

**Dự án độc lập:** Những dự án độc lập có đặc điểm khi chấp nhận hay từ chối đều không ảnh hưởng đến dòng ngân quỹ của các dự án khác .

**Dự án phụ thuộc:** Dự án phụ thuộc là dự án có dòng ngân quỹ chịu tác động của một quyết định chấp thuận hay từ chối dự án đầu tư khác. Ví dụ, dự án xây dựng nhà máy chế biến đường và các dự án quy hoạch vùng nguyên liệu, dự án sử dụng các sản phẩm sau đường. Trong trường hợp có các dự án phụ thuộc việc đánh giá chúng, người ta thường xem xét trong tổ hợp của các dự án.

**Dự án loại trừ nhau:** Dự án loại trừ nhau là loại dự án khi nó được chấp thuận sẽ làm triệt tiêu khả năng thu lợi nhuận của các dự án khác. Nếu A, B và C là ba dự án loại trừ nhau điều đó có nghĩa khi ta chọn dự án A thì các dự án khác B&C bị loại bỏ. Chúng ta thử tưởng tượng để đáp ứng nhu cầu đưa người và hàng hóa qua sông người lập dự án có thể cùng một lúc đưa ra hai dự án loại trừ nhau một là dự án làm cầu qua sông và thứ hai làm phà qua sông. Nếu ta chọn dự án làm cầu qua sông thì dự án làm phà bị loại bỏ.

### .II Các phương pháp đánh giá dự án

Khi đã có đủ các thông tin cần thiết chúng ta có thể đánh giá mức độ hấp dẫn của dự án dưới những điều kiện nhất định. Quá trình đánh giá sẽ trả lời câu hỏi: “Có chấp nhận dự án hay không?”

Các phương án đánh giá cơ bản sau bao gồm:

- + Thứ nhất, phương pháp tỷ suất sinh lợi bình quân
- + Thứ hai, phương pháp hoàn vốn
- + Thứ ba, phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ
- + Thứ tư, phương pháp giá trị hiện tại ròng
- + Thứ năm, tỷ suất lợi ích so với chi phí của dự án

#### .II.1. Tỷ suất sinh lợi bình quân (Average Rate of Return)

Tỷ suất sinh lợi bình quân được biểu thị bởi tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế bình quân hàng năm so với tổng số vốn đầu tư cho dự án

Sơ đồ dòng ngân quỹ

$$R = \frac{A_N}{P}$$

R: Tỷ suất sinh lợi bình quân của dự án

$A_N$ : Lợi nhuận sau thuế bình quân hàng năm

P: Vốn đầu tư của dự án

Trong ví dụ (6.1), lợi nhuận bình quân hàng năm là **51** triệu đồng và tỷ suất lợi nhuận bình quân là 5,37%. Điều này có nghĩa cứ một USD vốn đầu tư vào dự án thì trung bình hàng năm mang lại thu nhập 5,37 cent tiền lời.

$$T = 3 + \frac{|-214|}{284} = 3.75 \text{ năm}$$

**Dự án có thể chấp nhận được khi tỷ suất sinh lợi bình quân của nó lớn hơn tỷ suất sinh lợi cần thiết ( $R_q$ ). Nếu các dự án loại trừ nhau thì dự án có tỷ suất sinh lợi bình quân lớn nhất và lớn hơn  $R_q$  sẽ được chấp nhận.**



Ưu điểm của phương pháp này thể hiện lợi ích trực tiếp của người đầu tư, hơn nữa cách tính thông số này đơn giản, sử dụng dễ dàng từ các thông tin tài chính sẵn có của dự án.

Nhược điểm của phương pháp này là không tính đến thời điểm phát sinh các dòng ngân quỹ. Ví thế, trong một số trường hợp chúng ta dễ chấp nhận những dự án tồi vì có tỷ suất lợi nhuận bình quân cao, nhưng có lợi nhuận lớn ở những năm về cuối.

### .II.2. Phương pháp hoàn vốn (Payback Method)

Phương pháp hoàn vốn - sử dụng thời gian hoàn vốn làm tiêu chuẩn lựa chọn dự án.

*Thời gian hoàn vốn là số năm cần thiết để thu hồi vốn đầu tư của dự án (T)*

Nếu ngân quỹ ròng hàng năm đều thì thời gian hoàn vốn là tỷ số giữa vốn đầu tư và ngân quỹ ròng hàng năm

$$T = \frac{P}{X}$$

X = Ngân quỹ ròng hàng năm

T = Thời gian hoàn vốn

Ví dụ: Dự án đầu tư có vốn đầu tư ban đầu là 50 triệu. Ngân quỹ ròng hàng năm là 8 triệu. Thời gian hoàn vốn của dự án sẽ là:

$$T = 50/8 = 6,25 \text{ năm}$$

Nếu ngân quỹ ròng của dự án không đều thời hạn hoàn vốn là thời hạn cần thiết để ngân quỹ ròng tích lũy bằng với vốn đầu tư ban đầu.

Giả sử,  $C_{(i)}$  là ngân quỹ ròng tích lũy đến thời điểm  $i$  của dự án, và tại thời điểm  $k$  ta tính được  $C_{(k)}$  thỏa mãn điều kiện:

$$C_{(k)} < 0 \text{ và } C_{(k+1)} > 0$$

$$\text{Ta có: } T = k + \frac{-C_{(k)}}{C_{(k+1)}}$$

Ví dụ (\*\*) Dự án có vốn đầu tư ban đầu là 950 triệu đồng. Ngân quỹ ròng dự kiến của dự án qua các năm như sau:

Chỉ tiêu	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Vốn đầu tư	-950				
Ngân quỹ ròng		200	252	284	<b>284</b>
Ngân quỹ ròng tích lũy $C_i$	-950	-750	-498	<b>-214</b>	70

Ở năm thứ ba ta thấy ngân quỹ ròng tích lũy là  $C_{(3)} = -214$  nhỏ hơn không, nhưng ở năm thứ 4,  $C_{(4)} = 70$  và  $> 0$ . Như vậy, thời gian hoàn vốn nằm trong khoảng từ ba đến bốn năm

$$\text{Ta có } T = 3 + \frac{214}{284} = 3,75$$

Về mặt cơ cấu kinh tế, một dự án có thể chấp nhận được nếu nó có thời gian thu hồi vốn nhỏ hơn thời gian quy định. Khi xét chọn các dự án loại trừ nhau theo tiêu chuẩn thời hạn hoàn vốn, người ta thường ưu tiên lựa chọn dự án nào có thời hạn thu hồi vốn nhỏ nhất và nhỏ hơn thời gian thu hồi vốn quy định. Thời gian hoàn vốn rất được quan tâm khi thẩm định các dự án có độ mạo hiểm lớn, rủi ro cao.

Điều dễ nhận thấy đối với các dự án có độ mạo hiểm lớn là thu hồi càng sớm phần vốn đầu tư ban đầu sẽ tránh bớt nguy cơ tiềm ẩn trong tương lai vào những năm còn lại.

Hạn chế của phương pháp thời gian hoàn vốn là không tính đến ngân quỹ ở tất cả các năm của dự án. Nó chỉ tính đến ngân quỹ ròng ở những năm trước khi thu hồi vốn. Hơn nữa, phương pháp này không tính đến độ lớn và thời hạn xuất hiện ngân quỹ trong toàn bộ chu kỳ dự án.

Người ta cũng đã đề nghị sửa đổi cách tính thời gian hoàn vốn này bằng cách dùng hiện giá của ngân quỹ ròng để loại trừ ảnh hưởng của thời gian xuất hiện ngân quỹ. Song dù sao thì thiếu sót lớn nhất của nó vẫn tồn tại, vì nó chỉ đề cập đến ngân quỹ vào những năm ở trước thời điểm hoàn vốn.

### .II.3. Phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate of Return Method)

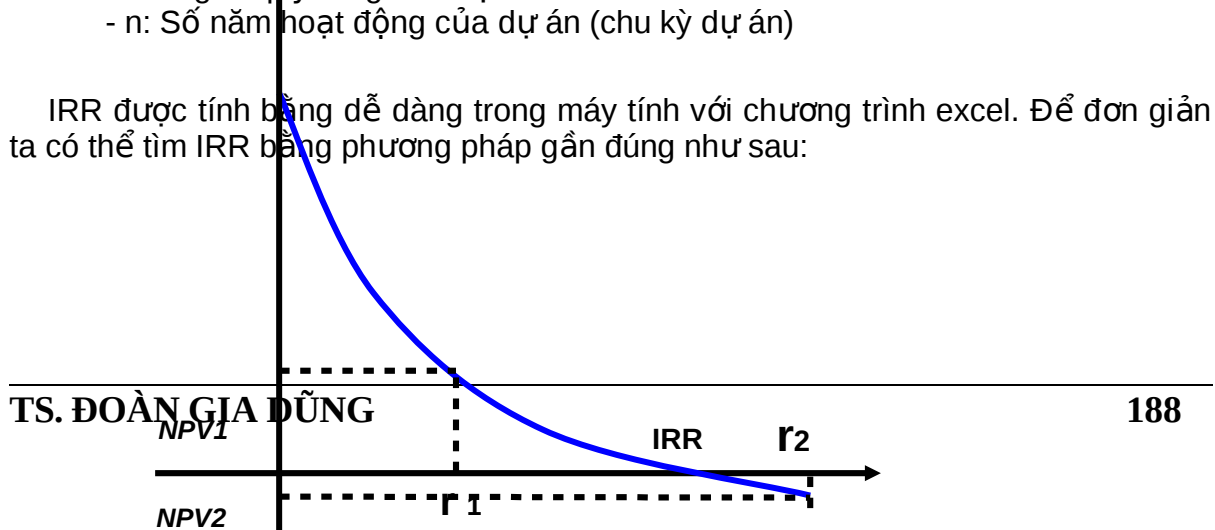
Tỷ suất sinh lợi nội bộ dự án là một mức tỷ suất chiết khấu làm cân bằng giá trị hiện tại các xuất quỹ và nhập quỹ của nó.

$$X_0 = \sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1 + IRR)^i}$$

Trong đó:

- $X_0$ : Đầu tư quỹ ròng ở thời điểm ban đầu (đầu năm thứ nhất)
- $X_i$ : Ngân quỹ ròng của dự án ở năm  $i$
- $n$ : Số năm hoạt động của dự án (chu kỳ dự án)

IRR được tính bằng dễ dàng trong máy tính với chương trình excel. Để đơn giản ta có thể tìm IRR bằng phương pháp gần đúng như sau:



$$IRR = \frac{|NPV1| * R2 + |NPV2| * R1}{|NPV1| + |NPV2|}$$

Chọn mức chiết khấu  $r_1$  và tương ứng tính được giá trị hiện tại ròng ở mức chiết khấu  $r_1$  là (NPV1) với điều kiện  $NPV_1 > 0$ . Và tương tự chọn một  $r_2$  với  $NPV_2 < 0$ . Như vậy trong khoảng  $r_1$  đến  $r_2$  NPV đổi dấu. Vì thế IRR nằm trong khoảng  $(r_1; r_2)$  với  $r_1 < IRR < r_2$ . Như vậy phương pháp này tính cả độ lớn và thời hạn của ngân quỹ phát sinh trong toàn bộ chu kỳ dự án.

*Tiêu chuẩn chấp nhận về mặt kinh tế là tỷ suất sinh lợi nội bộ của dự án phải lớn hơn tỷ suất sinh lợi cần thiết  $R_q$  cho trước. Khi  $IRR > R_q$  thì một phần thu nhập tăng thêm của dự án sẽ góp phần đẩy thu nhập của chủ đầu tư, vì thế dự án cần có  $IRR > R_q$ .*

*Nếu nhiều dự án loại trừ nhau thì dự án có IRR lớn nhất và lớn hơn  $K$  sẽ được chấp nhận. Việc  $IRR > K$  là cần thiết vì sự tăng thêm này ( $IRR - K$ ) sẽ góp phần làm tăng thu nhập của vốn cổ phần.*

**.II.4. Phương pháp giá trị hiện tại ròng (NVP - Net Present Value)**

Giá trị hiện tại ròng của dự án đầu tư là toàn bộ ngân quỹ ròng của nó ở các thời điểm được đưa về thời điểm hiện tại.

$$NPV = -X_0 + \sum_{i=1}^n \frac{X_i}{(1+rq)^i}$$

Trong đó:

$r_q$ : là tỷ suất sinh lợi cần thiết, hay là chi phí cơ hội vốn  
 N: số năm hoạt động của dự án

Tiêu chuẩn kinh tế của dự án là  $NPV > 0$ . Dự án có NPV lớn hơn không sẽ làm cho phần giá trị hiện tại tài sản của chủ đầu tư tăng thêm một lượng bằng chính NPV. Trong trường hợp  $NPV < 0$  dự án đầu tư bị lỗ, đưa lại thiệt hại cho các chủ đầu tư- người chủ dự án.

Ví dụ: Dự án có vốn đầu tư ban đầu là 40 triệu đồng, ngân quỹ ròng các năm như sau:

Chỉ tiêu	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Ngân quỹ ròng (triệu)	-40	10	10	15	15	15
-----------------------	-----	----	----	----	----	----

Tỷ suất sinh lợi cần thiết là  $r_q = 12\%$

$$NPV = \frac{10}{1,12} + \frac{10}{1,12^2} + \frac{15}{1,12^3} + \frac{15}{1,12^4} + \frac{15}{1,12^5} - 40 = 5,62$$

**.II.5. Các dự án loại trừ nhau và các dự án phụ thuộc:**

Các dự án phụ thuộc khi sự chấp nhận của nó phụ thuộc vào sự chấp nhận của một hay nhiều dự án khác. Vì thế, một dự án phụ thuộc được xem là một bộ phận trong quá trình đánh giá tổ hợp các dự án có liên quan.

Khi sử dụng tiêu chuẩn NPV để xét các dự án loại trừ nhau, thì dự án được chọn là dự án NPV lớn nhất và lớn hơn hoặc bằng không

**.II.6. Phương pháp chỉ số khả năng sinh lợi:**

Chỉ số khả năng sinh lợi của dự án là tỷ số giữa giá trị hiện tại của dòng nhập quỹ với giá trị hiện tại của dòng xuất quỹ của dự án .

$$P_e = \frac{\sum_{i=1}^n X_i (1+k)^i}{X_0}$$

Đây còn được xem là tỷ lệ giữa tổng hiện giá lợi ích mà dự án mang lại so với chi phí đầu tư của dự án

$$P_e = \frac{B}{C_0}$$

Trong đó: B - Tổng lợi ích của dự án (Benefit)

C - Tổng chi phí đầu tư của dự án (Cost)

Dự án chấp nhận được khi có  $Pe > 1$ . Trong ví dụ ở trên ta có  $Pe$  như sau:

$$Pe = \frac{\frac{10}{1,12} + \frac{10}{1,12^2} + \frac{15}{1,12^3} + \frac{15}{1,12^4} + \frac{15}{1,12^5}}{40}$$

So với NPV ả lời về sự chấp nhận hay từ chối dự án độc lập về mặt kinh tế. Nhưng khi đánh giá các dự án loại trừ, và đặc biệt có qui mô vốn đầu tư khác nhau thì tiêu chuẩn NPV dễ được chấp nhận hơn so với  $Pe$  vì nó diễn tả đóng góp kinh tế tuyệt đối của dự án. Trong khi đó chỉ số khả năng sinh lời lại diễn tả một cách tương đối. Vì thế, khi xem xét các dự án loại trừ nhau có vốn đầu tư ban đầu khác nhau, ta sử dụng phương pháp chỉ số khả năng sinh lời sẽ có kết luận tốt hơn.

Ví dụ: Có hai dự án A và B loại trừ nhau với các số liệu tính được như sau:

Chỉ tiêu	Dự án A	Dự án B
Giá trị đầu tư ban đầu	15	5
Giá trị hiện tại dòng nhập quỹ	20	8
Giá trị hiện tại ròng (NPV)	5	3
Chỉ số khả năng sinh lời (%)	1,33	1,60

Nếu căn cứ vào tiêu chuẩn khả năng sinh lợi, ta chọn dự án B, trong khi theo tiêu chuẩn NPV thì chọn A. Rõ ràng rằng, dự án A có qui mô vốn đầu tư nhiều hơn nên dễ có đóng góp kinh tế lớn hơn, vì thế nếu kết luận chọn dự án A sẽ không chính xác.

**.II.7. So sánh phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) và phương pháp NPV:**

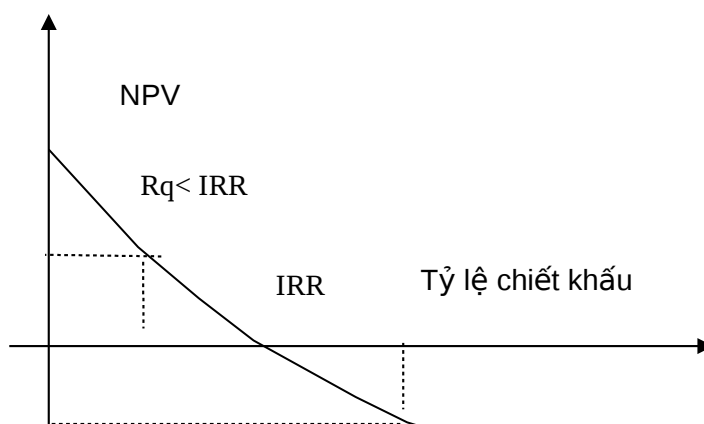
Hai phương pháp mà chúng ta đề cập ở trên là những tiêu chuẩn rất thông dụng trong việc xem xét, đánh giá các dự án đầu tư. Giữa chúng được tính dựa trên những cơ sở khác nhau, nhưng chúng lại có mối quan hệ với nhau.

**.II.7.1. Giống nhau:**

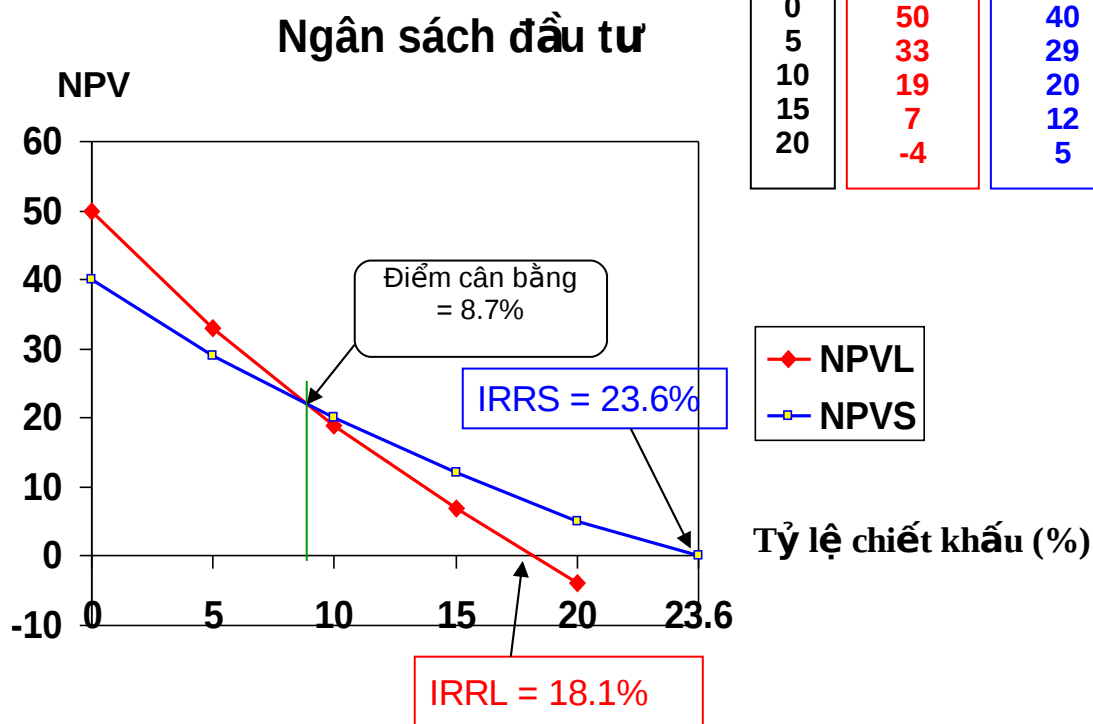
Trong quyết định từ chối hay chấp nhận một dự án độc lập câu trả lời từ hai phương pháp là như nhau.

Khi chiết khấu bằng không, NPV bằng tổng nhập quỹ trừ tổng xuất quỹ, đây chính là lúc NPV lớn nhất.

Khi chiết khấu tăng, NPV giảm dần và bằng không khi chiết khấu bằng IRR. Khi tỷ suất sinh lợi cần thiết nhỏ hơn tỷ suất sinh lợi nội bộ, ta dễ thấy NPV lớn hơn không. Và trong trường hợp như vậy dự án được chấp nhận nếu xét cả hai tiêu chuẩn NPV & IRR.



Khi chiết khấu tăng,  $R_q > IRR$  thì tỷ suất sinh lợi nội bộ, dự án bị từ chối bởi tiêu chuẩn IRR nhỏ hơn  $R_q$ , và lúc này NPV cũng nhỏ hơn không, bởi vậy làm cho dự án bị từ chối bởi tiêu chuẩn NPV.



Nhìn vào đồ thị chúng ta thấy khi  $R_q < 8,7\%$  dự án L có  $NPV_L$  lớn hơn  $NPV_S$  và cả hai dự án đều có  $NPV > 0$ , khi đó chúng ta có thiên hướng chọn dự án L. Khi  $8,7\% < R_q < IRR_S$ , ta thấy  $NPV_S > NPV_L$  chọn dự án S. Khi  $R_q > IRR_S$  cả hai dự án đều có  $NPV < 0$ , vì vậy không chọn được dự án nào. Như vậy ứng với mỗi khoảng  $R_q$  khác nhau ta có những kết luận khác nhau về lựa chọn phương án theo từng phương pháp IRR & NPV.

**.II.7.2. Quy mô dự án đầu tư:**

Phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ diễn tả kết quả bằng tỷ lệ % bỏ qua quy mô của dự án. Nếu các dự án có quy mô khác nhau có thể tạo ra NPV khác nhau, mặc dù có chung một tỷ suất sinh lợi nội bộ

Ví dụ: Dự án C và D có mức đầu tư ban đầu khác nhau. Ngân quỹ ròng của chúng ước lượng như sau:

Dự án	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3
C	-100	51,23	51,23	51,23
D	-400	190	190	190

$IRR_c = 25\%$     $NPV_c = 27,4$    với  $R_q = 10\%$   
 $IRR_d = 20,1\%$     $NPV_d = 72,5$    với  $R_q = 10\%$

Bạn rút ra kết luận gì trong trường hợp này?

### .III Ước lượng dòng tiền của dự án

#### .III.1. Nội dung của ước lượng dòng tiền của dự án đầu tư:

Nội dung dự thảo ngân sách đầu tư tùy thuộc vào đối tượng và quy mô đầu tư. Về cơ bản tiến trình dự thảo ngân sách đầu tư gồm các bước sau:



#### .III.2. Phát triển các dự án đầu tư:

Các dự án đầu tư có trình tự phát triển khác nhau tùy theo đặc trưng của chúng. Để nghiên cứu cách thức phát triển một dự án đầu tư cụ thể, ta có thể chia các dự án đầu tư thành các loại sau:

- Dự án phát triển sản phẩm mới hay thay thế sản phẩm hiện có
- Thay thế máy móc thiết bị, nhà cửa.
- Dự án nghiên cứu & phát triển
- Dự án thăm dò
- Các loại khác

Mỗi một dự án có đặc thù riêng, vì vậy quá trình hình thành nó cần có các bộ phận thiết kế và thẩm định khác nhau phù hợp với mỗi loại. Ví dụ, dự án phát triển sản phẩm mới thường bắt đầu từ đề xuất của bộ phận marketing, còn dự án thay thế máy móc thiết bị lại xuất phát từ bộ phận sản xuất. Sau đó dự án sẽ thực hiện sự dịch chuyển một cách tuần tự. Tùy theo mức độ ảnh hưởng và quy mô của dự án mà số bước dịch chuyển có sự khác nhau. Tuyến dịch chuyển có thể là:

- Thủ trưởng các bộ phận phát sinh dự án, hay nơi đề nghị
- Các nhóm quản trị viên mà dự án ảnh hưởng đến
- Giám đốc phụ trách trực tiếp bộ phận có dự án phát sinh
- Ủy ban phụ trách chi tiêu vốn đứng đầu thường là giám đốc tài chính
- Chủ tịch hay giám đốc điều hành

Tất nhiên, cơ cấu tổ chức tuyến dịch chuyển cũng khác nhau ở mỗi công ty.

### III.3. Ước lượng dòng ngân quỹ:

Trong phần trước, chúng ta thấy rằng phương pháp NPV, thường được bổ sung với chỉ tiêu IRR và chỉ tiêu khác để xem xét các dự án tiềm năng. Một dự án tiềm năng tạo ra giá trị cho cổ đông của doanh nghiệp khi và chỉ khi NPV của dự án là dương. Do đó, doanh nghiệp sẽ thực hiện dự án có NPV dương và bỏ qua những dự án có NPV âm. Dòng tiền được ước lượng có ý nghĩa rất lớn đến việc xác định NPV.

Ví dụ sau minh họa các thông tin liên quan đến ước lượng dòng tiền của một dự án. Một công ty về công nghệ ở Atlanta. Phòng nghiên cứu và phát triển của BQC (Brandt- Quigley Corporation ) đã sử dụng một nhóm chuyên gia trong lĩnh vực công nghệ vi xử lý để phát triển loại máy tính nhỏ gọn, được thiết kế để điều khiển các thiết bị điện gia dụng. Thiết bị này sẽ tự động điều khiển hệ thống lò sưởi và điều hòa không khí cũng như hệ thống an ninh, máy đun nước nóng, lò vi sóng và thậm chí các thiết bị nhỏ như máy pha cafe. Do thiết bị này làm tăng hiệu quả, tiết kiệm năng lượng trong gia đình, nên chủ gia đình có được sự tiết kiệm đủ bù đắp chi phí để mua máy mới nếu sử dụng nó trong ba năm. Hiện tại, BQC đang trong giai đoạn phải quyết định có nên sản xuất đại trà sản phẩm này hay không. BQC có một bộ phận kinh doanh có lời đang sản xuất các thiết bị điều khiển cơ khí ( ngược với bộ phận điều khiển bằng máy tính hóa) có thể thực hiện một số chức năng mà hệ thống vi tính mới có thể làm được. Tuy nhiên, hệ thống mới ưu việt hơn nhiều so với sản phẩm hiện hành và do đó có thể cho phép BQC tăng thị phần trên thị trường thiết bị điều khiển gia dụng.

Hơn nữa, ý tưởng về loại máy tính mới này ban đầu xuất hiện chỉ với mục đích là sản phẩm phụ khi công ty đang làm những dự án khác. Giám đốc nghiên cứu và phát triển (R&D) đã nhận ra tiềm năng của sản phẩm này và quyết định chi \$ 500.000 để nghiên cứu tính khả thi của loại máy tính điều khiển mới. Khoản chi phí đã được chi năm 2005, và được hạch toán vào chi phí công ty năm 2005.

Phó chủ tịch phụ trách Marketing của BQC tin rằng 20000 sản phẩm này có thể bán hết trong một năm nếu được giá ở mức \$3000/máy, do đó doanh thu hàng năm sẽ ở mức \$60 triệu. Công ty sẽ cần tăng công suất sản xuất, và BQC có một lựa chọn là mua toàn nhà với giá \$12 triệu để đáp ứng yêu cầu này. Tòa nhà này phải được thanh toán vào ngày 31/12/2006, và được tính khấu hao theo phương pháp MACRS với thời hạn 39 năm( theo phương pháp này tỷ lệ khấu hao: Năm1:1,30% Năm2: 2,60% Năm3:2,60% Năm4: 2,60%. BQC có một toàn nhà chưa sử dụng có thể dùng cho dự án mới này, song giám đốc dự án quyết định rằng toàn nhà mua mới có thể mang lại hiệu quả tốt hơn.

Cty mua các thiết bị cần thiết và lắp đặt vào cuối năm 2006 và thanh toán vào ngày 31/12/2006. Những thiết bị này tiêu tốn khoảng \$8triệu, bao gồm cả chi phí vận chuyển và lắp đặt, sẽ được tính khấu hao theo phương pháp MACRS với thời hạn 5 năm tỷ lệ khấu hao: Năm1:20%; năm2:32%; năm3:19%; năm4:12%.

Dự án cũng cần một khoản tiền \$6triệu vốn luân chuyển vào 31/12/2006 Khoản tiền này có thể thu hồi khi thực hiện xong dự án.



Dự án sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 1/2007 và thời hạn kinh tế dự kiến của dự án là 4 năm, từ năm 2007 đến 2010. Vào cuối năm 2010 tòa nhà có thể có mức giá thị trường là \$7,5 triệu; còn thiết bị này có giá thị trường là \$2triệu.

Chi phí sản xuất biến đổi ước tính khoảng \$2.100/máy; chi phí cố định không bao gồm khấu hao, là \$8 triệu/năm.

Mức thuế thu nhập cả liên bang và tiểu bang mà BQC phải nộp là 40% chi phí sử dụng vốn bình quân WACC là 12%; và nhằm mục đích hoạch định ngân sách, công ty giả định rằng dòng tiền xuất hiện vào cuối mỗi năm.

Một số điểm lưu ý: BQC tương đối lớn với qui mô doanh thu hàng năm 4 tỉ đô la và mỗi năm thực hiện rất nhiều dự án. Do đó dự án máy tính điều khiển không thành công cũng không ảnh hưởng đáng kể đến công ty ( ví dụ như là công ty phá sản) vì đây không phải là một dự án một mất một còn đối với công ty.

**Nếu dự án bị ràng buộc (với nhà cung cấp thiết bị) phải thực hiện đủ 4 năm.** Tuy nhiên, công ty có thể thương lượng để giảm bớt ràng buộc này.

Lợi nhuận của dự án sẽ tỷ lệ thuận với với lợi nhuận của các dự án khác của BQC và thị trường chứng khoán. Dự án này sẽ hoạt động tốt nếu các bộ phận khác của công ty hoạt động tốt. và điều này có thể xảy ra nếu nền kinh tế phát triển tốt.

Giả sử bạn là chuyên gia tài chính của BQC hãy phân tích việc hoạch định ngân sách đầu tư của dự án, và tính các thông số tài chính của dự án. Bạn hãy nhận định xem dự án có thể chấp nhận không?

### .IV Phân tích dự án

Khi phân tích cần đáp ứng nội dung các phần sau:

1. Dữ liệu đầu vào (Input data)
2. Lịch khấu hao ( Depreciation Schedule)
3. Tính toán các giá trị tài sản thanh lý ( Salvage value calculations)
4. Dòng tiền dự tính ( Projected cash flows)
5. Thẩm định dự án ( Appraisal of the Proposed project )

Các thông tin này có thể lập bảng tính và sử dụng máy tính Excel để tính toán.

#### .IV.1. Dữ liệu đầu vào

Phần dữ liệu đầu vào là những dữ liệu cơ bản sử dụng cho việc phân tích. Dữ liệu đầu vào hoàn toàn là những giả định. Trong những dữ liệu đầu vào có một số thông tin là khá chính xác như thuế suất thuế thu nhập, một số dữ liệu khác có tính suy đoán ví dụ như doanh số bán và chi phí biến đổi... Rõ ràng nếu doanh số, chi phí biến đổi không đúng như giả định sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận, dòng tiền và cả NPV và các kết quả đầu ra khác và sẽ khác so với mức tính toán được.

**.IV.2. Lịch trình khấu hao**

Ở đây chúng ta tính khấu hao trong khoảng thời gian thực hiện dự án là 4 năm. Bảng sau cho biết cách tính khấu hao các tài sản của dự án.

<b>Phần I Dữ liệu đầu vào (ĐVT:1000USD)</b>			
Giá trị nhà xưởng (=giá trị khấu hao)	12000	Giá trị nhà xưởng năm 2010	7500
Giá trị máy móc thiết bị (=giá trị khấu hao)	8000	Giá trị máy móc thiết bị năm 2010	2000
Vốn lưu động ròng	6000		
Sản lượng năm đầu tiên (sp)	20000	Suất thuế thu nhập	40%
Tốc độ tăng sản lượng bán	0.00%	WACC	12%
Giá bán một đơn vị sản phẩm	3	Lạm phát tăng giá bán	0.00%
Biến phí một đơn vị sản phẩm	2.1	Lạm phát tăng biến phí mỗi sản phẩm	0.00%
Định phí	8000	Lạm phát tăng định phí	0.00%

Lịch trình khấu hao

st t	Chỉ tiêu	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010
1	Tỷ lệ khấu hao nhà xưởng MACRS	1.30%	2.60%	2.60%	2.60%
2	Chi phí khấu hao	156	312	312	312
3	Khấu hao lũy kế	156	468	780	1092
4	Giá trị ròng nhà xưởng	11844	11532	11220	10908
5	Tỷ lệ khấu hao máy móc thiết bị MACRS	20%	32%	19%	12%
6	Chi phí khấu hao	1600	2560	1520	960
7	Khấu hao lũy kế	1600	4160	5680	6640
8	Giá trị ròng Máy móc thiết bị	6400	3840	2320	1360

**.IV.3. Tính toán giá trị thanh lý**

Ở đây chúng ta ước lượng dòng tiền công ty sẽ thu được khi công ty bán hết nhà xưởng và thiết bị. Khi bán thiết bị có thể nhiều hơn hay ít hơn so với giá trị sổ sách của thiết bị chúng ta có khoản lãi và lỗ. Chúng được coi là khoản thu nhập thông thường, và nếu có lãi doanh nghiệp phải nộp thuế thu nhập và ngược lại nếu lỗ nó được khấu trừ thuế.

Tính toán giá trị thanh lý	Nhà xưởng	Máy móc tbị
Giá trị thị trường ước tính năm 2010	7500	2000
Giá trị sổ sách năm 2010	10908	1360
Lãi lỗ kỳ vọng	-3408	640

## Chương 9

Thuế	-1363.2	256
Dòng tiền ròng từ giá trị thu hồi	8863.2	1744

### .IV.4. Dòng tiền dự kiến

Chúng ta sử dụng thông tin trong các phần trước để xác định dòng tiền của dự án.

DÒNG TIỀN DỰ KIẾN	NĂM				
	0 N-2006	1 N-2007	2 N-2008	3 N-2009	4 N-2010
<b><u>A. Đầu tư ban đầu tại thời điểm 0</u></b>					
Nhà xưởng	-12000				
Máy móc, thiết bị	-8000				
Vốn lưu động ròng tăng thêm	-6000				
<b><u>B. Dòng tiền hoạt động của dự án</u></b>					
Sản lượng bán ra		20000	20000	20000	20000
Giá bán		3	3	3	3
Doanh thu		60,000	60,000	60,000	60,000
Biến phí		42,000	42,000	42,000	42,000
Chi phí hoạt động cố định		8,000	8,000	8,000	8,000
Khấu hao nhà xưởng		156	312	312	312
Khấu hao thiết bị		1600	2560	1520	960
EBIT		8,244	7,128	8,168	8,728
Thuế trên thu nhập hoạt động (40%)		3,298	2,851	3,267	3,491
Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế		4,946	4,277	4,901	5,237
Cộng khấu hao		1756	2872	1832	1272
Dòng tiền hoạt động		<b>6,702</b>	<b>7,149</b>	<b>6,733</b>	<b>6,509</b>
<b><u>C. Dòng tiền vào năm cuối dự án</u></b>					
Thu hồi vốn lưu động ròng					6000
Giá trị thu hồi ròng					10607
Tổng dòng tiền năm cuối của dự án					<b>16607</b>
DÒNG TIỀN DỰ KIẾN	<b>-26000</b>	<b>6,702</b>	<b>7,149</b>	<b>6,733</b>	<b>23,116</b>

#### .IV.5. Thẩm định dự án

Chúng ta tính toán các thông số tài chính chủ yếu của dự án, như NPV; IRR, MIRR và thời gian hoàn vốn đầu tư. Cách tính các thông số này dựa trên giả định rủi ro của dự án ở mức trung bình, nếu rủi ro thay đổi có thể làm cho các chỉ tiêu trên cũng thay đổi, và kết luận của chúng ta về việc chọn lựa dự án cũng thay đổi.

Bằng cách áp dụng Excel trong máy tính ta tính được:

- NPV = 5166.199,91USD
- IRR = 19,33%
- Thời gian hoàn vốn giản đơn T= 3,23 năm

Với các thông tin trên dự án được chấp nhận đầu tư

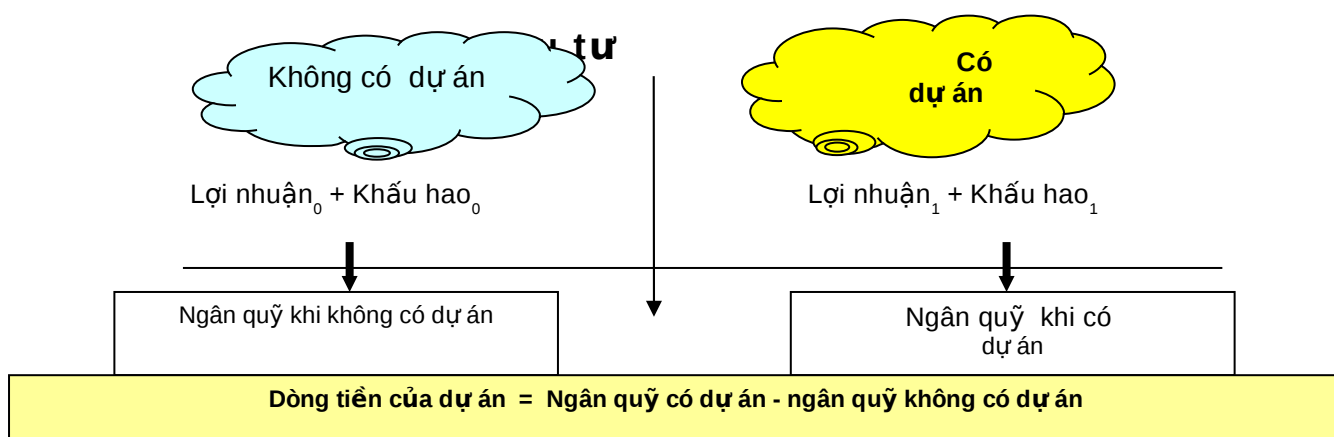
#### Một số điểm lưu ý khác khi phân tích dòng tiền:

- Thời điểm tính dòng tiền.

Do giá trị của đồng tiền phụ thuộc vào thời gian, những phân tích ngân sách đầu tư, về mặt lý thuyết phải phân tích chính xác thời điểm xuất hiện dòng tiền. Trên lý thuyết, phân tích biến động hàng ngày dòng tiền là tốt nhất, song như vậy rất tốn kém và có thể không mang lại kết quả chính xác hơn so với những ước lượng hàng năm, vì đơn giản là chúng ta không thể dự đoán chính xác tới từng ngày. Do đó trong hầu hết các trường hợp, để đơn giản chúng ta giả định rằng mọi dòng tiền xảy ra vào thời điểm cuối năm. Tuy nhiên, đối với một số dự án việc giả định dòng tiền biến động vào giữa năm hoặc theo quý, hoặc thậm chí theo tháng, có thể là cần thiết.

- Dòng tiền tăng thêm ( Incremental cash flows)

Dòng tiền tăng thêm của một dự án được định nghĩa là dòng tiền thu được nếu và chỉ nếu công ty thực hiện dự án. Mọi dòng tiền trong việc phân tích ngân sách đầu tư là dòng tiền tăng thêm. Cách thức này nhằm xác định chính xác tác động do đầu tư mang lại.



lý nhằm thu hồi giá trị đầu tư ban đầu của TSCĐ. Khấu hao là một chi phí hợp pháp trên phương diện tính thuế thu nhập, vì thế trong việc tính thuế thu nhập người ta cộng nó vào chi phí để tính thuế thu nhập. Mức khấu hao hàng năm căn cứ vào thời hạn tính khấu hao, giá trị thanh lý và phương pháp tính khấu hao. Song vì nó không phải là khoản chi bằng tiền nên việc tính ngân quỹ ròng lại phải cộng giá trị khấu hao vào lợi nhuận sau thuế.

### Các dự án thay thế

Các phân tích của công ty BQC liên quan đến một dự án hoàn toàn mới để sản xuất sản phẩm mới. Tuy vậy, phân tích các dự án thay thế các máy móc đã và đang sử dụng để sản xuất ra các sản phẩm hiện có sẽ khác nhiều so với dự án hoàn toàn mới. Ở đây lợi nhuận nhìn chung sẽ thu được từ việc tiết kiệm chi phí mặc dù máy móc mới cũng có thể mang lại năng suất cao hơn hiện tại. Các dữ liệu phân tích thay thế thường dễ thu thập hơn các dữ liệu phân tích các dự án sản xuất sản phẩm mới, song bản thân việc phân tích sẽ phức tạp hơn vì hầu hết mọi dòng tiền là tăng thêm, được tính bằng hiệu số của chi phí khi sử dụng máy cũ và các chi phí khi có máy mới sử dụng.

Một khía cạnh khác nữa, các máy móc cũ khi thay thế sẽ phải thanh lý bán đi, phần thu được do bán đi các thiết bị cũ không sử dụng có thể giảm bớt nhu cầu vốn đầu tư. Mặt khác chúng ta cũng cần phân tích các tác động của thuế thu nhập do bán được ít hơn hoặc nhiều hơn giá trị còn lại của các thiết bị cũ. Phần tiết kiệm thuế được tính vào thời điểm chậm hơn so với thời điểm bán một năm (điều này có liên quan đến việc quyết toán thuế). Phần tiết kiệm thuế hoặc nộp thuế được thể hiện bằng công thức sau:

$$\text{Tiết kiệm (hoặc nộp thêm) thuế} = (GC_L - GB) * T$$

GB - Số tiền thu được do bán thiết bị cũ

GC<sub>L</sub> - Giá trị còn lại của thiết bị cũ

T - Thuế suất thuế thu nhập công ty

Công thức trên cho thấy, khi công ty bán thiết bị có số tiền thu được nhiều hơn giá trị còn lại, thì công ty cần phải nộp thêm thuế thu nhập, còn ngược lại, khi GB < GC<sub>L</sub>, công ty được giảm thuế thu nhập (tức là tiết kiệm thuế) phải nộp ở cuối năm bán thiết bị. Phần tiết kiệm thuế được xem là một nguồn nhập quỹ.

Ví dụ (6.1): Một công ty dự kiến thay thế một thiết bị cũ bằng một thiết bị mới. Thiết bị mới có giá trị 1000 triệu đồng, chi phí lắp đặt là 100 triệu đồng. Công ty bán thiết bị cũ có giá trị còn lại là 200 triệu đồng, bán được 150 triệu. Thiết bị cũ và mới khấu hao đều thời gian khấu hao thiết bị cũ 2 năm còn thiết bị mới 4 năm. Việc thay thế thiết bị cũ mang lại doanh số tăng và chi phí tăng thêm hàng năm như sau:

Chi tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Doanh thu tăng thêm	400	600	600	400
Chi phí tăng thêm (chưa kể khấu hao)	200	300	300	100
Mức thu nhập tăng thêm	200	300	300	300

Nếu suất thuế thu nhập công ty là 32%, và mức tiết kiệm thuế được tính ở năm thứ nhất của dự án ( vì quyết toán thuế được thực hiện vào cuối năm). Ta có ngân quỹ ròng của dự án như sau:

### Bảng tính ngân quỹ ròng của dự án

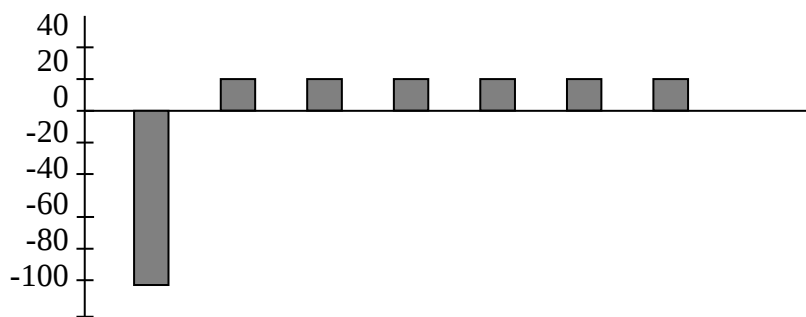
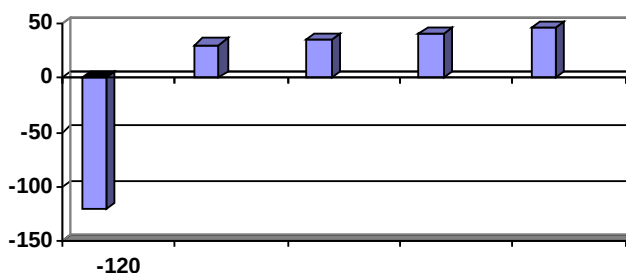
Chỉ tiêu	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Giá trị thiết bị mới	-1000				
Chi phí lắp đặt	-100				
Tiền thu bán thiết bị cũ	150				

Đầu tư ròng	-950				
Thu nhập tăng thêm		200	300	300	300
Khấu hao thiết bị mới		275	275	275	275
Khấu hao thiết bị cũ		100	100		
<b>Khấu hao ròng</b>		<b>175</b>	<b>175</b>	<b>275</b>	<b>275</b>
Thu nhập tăng thêm trước thuế		25	125	25	25
Thuế thu nhập (32%)		8	40	8	8
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>		<b>17</b>	<b>85</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>Tiết kiệm thuế</b>		<b>16</b>			
<b>Ngân quỹ ròng</b>	<b>-950</b>	<b>208</b>	<b>260</b>	<b>292</b>	<b>292</b>

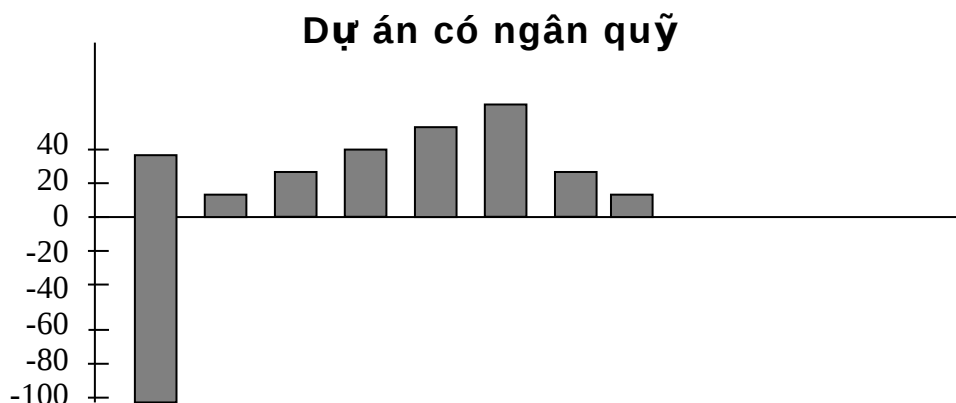
Trong ví dụ trên cho thấy, công ty do bán thiết bị thấp hơn giá trị còn lại là 50 triệu, vì thế nhận được khoản tiền tiết kiệm thuế là 16 triệu đồng ở năm thứ nhất. Khoản tiền tiết kiệm thuế này làm tăng ngân quỹ ở năm đầu tiên khi dự án đi vào hoạt động.

**.V Mô hình dòng ngân quỹ:**

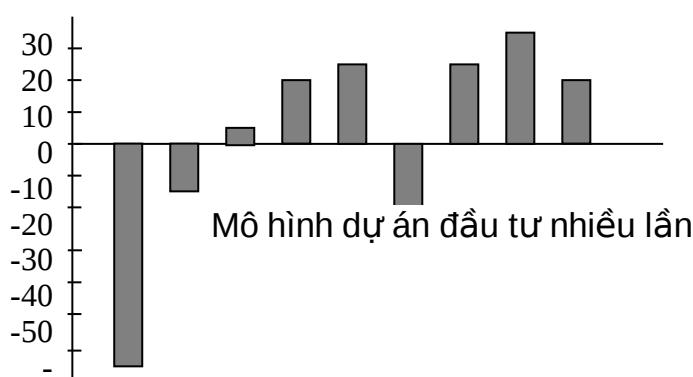
Các mô hình sau đây mô tả dòng ngân quỹ của dự án. Những năm dự án tạo ra thu nhập ta có thể biểu diễn lên phía trên, còn trái lại những năm đầu tư (xuất quỹ là chủ yếu) ta biểu diễn xuống phía dưới. Chúng ta có thể biểu diễn dòng ngân quỹ với khoản đầu tư, ngân quỹ ròng được đặt tại các thời kỳ phát sinh. Trong mô hình trên ta thấy ngân quỹ ròng tăng đều ở các năm dự án hoạt động, đây là loại dự án có dòng ngân quỹ bình thường (DABT).



Còn mô hình trên cho thấy ngân quỹ ròng rất đều ở các năm. Đây là trường hợp hiếm khi xuất hiện.



Dự án có ngân quỹ những năm đầu thấp và sau đó tăng dần vào những năm sau và giảm xuống một cách rõ rệt vào các năm về cuối. Đây là mô hình rất phổ biến ở các dự án đầu tư mới.



Đây là trường hợp dự án có dòng tiền không bình thường (**DAKBT**), ngân quỹ của dự án có nhiều lần đổi dấu (trong trường hợp trên dự án có 3 lần đổi dấu). Việc đánh giá dự án theo các tiêu chí tài chính thường phức tạp hơn so với các dự án bình thường (**DABT**)

**Các chi phí chìm (sunk costs)**

- **Chi phí chìm** là khoản chi tiêu bằng tiền mặt trong quá khứ và không thể thu hồi được dù dự án đang xem xét có được thông qua hay không. Khi phân tích kế hoạch ngân sách vốn đầu tư, chúng ta quan tâm đến dòng tiền tăng thêm tương lai - chúng ta muốn biết liệu các khoản đầu tư mới có mang lại đủ dòng tiền tăng thêm để bù đắp cho các khoản đầu tư tăng thêm sau đó hay không. Do đó chi phí chìm đã chi ra trong quá khứ và không thay đổi được dù dự án có được chấp nhận hay không, nên chi phí này không ảnh hưởng tới phân tích ngân sách vốn. Với ví dụ trên khoản tiền chi ra 500.000\$ của BQC là chi phí chìm, chi phí này đã chi ra và được hạch toán vào thời điểm trước khi dự án tiến hành.

**Chi phí cơ hội**

Một vấn đề khác là chi phí cơ hội, đó là các khoản tiền mặt có thể tạo ra từ một tài sản mà công ty đang sở hữu nếu tài sản đó không được dùng cho dự án đang được phân tích.

Chi phí cơ hội là lợi nhuận thu được từ việc sử dụng tài sản vào mục đích khác một cách tốt nhất hay là lợi nhuận cao nhất mà sẽ không thu được nếu nguồn ngân quỹ được đầu tư vào dự án khác.

Trong ví dụ cho thấy công ty BQC đang sở hữu một ngôi nhà có trị giá \$12 triệu, do đó công ty không phải bỏ tiền ra mua tòa nhà mới. Và liệu điều này có phải chăng khi phân tích chúng ta bỏ qua khoản chi bằng tiền \$12 triệu, nên thực tế NPV phải cao hơn \$5,166 triệu.

Câu trả lời là chúng nên loại khoản tiền mặt chi cho việc mua ngôi nhà mới, song chung ta phải tính chi phí cơ hội của tòa nhà này như một khoản chi bằng tiền. Ví dụ, nếu tòa nhà đó có giá trị thị trường tương đương là \$13 triệu, thì \$13 triệu này phải được tính như một chi phí cơ hội của dự án.

### **Ngoại tác**

Một vấn đề tiềm tàng khác là ngoại tác. Đó là những ảnh hưởng mà dự án gây ra đối với công ty hoặc đối với môi trường xung quanh. Nhiều trường hợp dự án mới gây ra **hiệu ứng triệt tiêu** ở các ngành hàng đang hoạt động của công ty, vì nếu tiến hành dự án mới sẽ làm tổn hại đến ngành kinh doanh đang hoạt động, chẳng hạn như dự án làm thu hẹp lại thị trường tiêu thụ các sản phẩm hiện có của công ty.

Hiệu ứng triệt tiêu là tình huống khi một dự án mới làm giảm dòng tiền mà công ty đã có.

Ví dụ, ở BQC ngành cơ khí chính xác cung cấp các sản phẩm tương tự như sản phẩm dự án, và ngành này đang hoạt động có lợi nhuận, nếu BQC chấp thuận dự án mới với việc tạo ra các sản phẩm gắn hệ thống vi tính hóa sẽ làm thu hẹp ngành cơ khí đang hoạt động. Cũng cần chú ý trường hợp nếu công ty BQC không tiến hành dự án mới thì các hãng khác cũng sẽ làm các sản phẩm tương tự như dự án mới, vì thế đáng nào đối với ngành cơ khí cũng suy giảm dòng tiền. Nhìn chung hiệu ứng triệt tiêu có thể làm tăng ngành này về doanh thu và có thể làm giảm doanh thu và tăng chi phí ở ngành khác. Hiệu ứng triệt tiêu cần được cân nhắc cẩn thận khi phân tích ngân sách đầu tư.

### **Phương pháp khấu hao**

Trong các phân tích trên chúng ta giả định phương pháp khấu hao là đường thẳng. Nếu dự án được chấp nhận khấu hao nhanh có thể làm cho nó có ngân quỹ ròng ở những năm đầu rất lớn. Xét trên phương pháp NPV dự án sẽ rất có lợi.

### **Giá trị thanh lý**

Ngân quỹ cũng sẽ bị thay đổi bởi giá trị thanh lý của tài sản. Nếu giá trị thanh lý lớn, giá trị khấu hao ở các năm sẽ thấp, có thể làm giảm ngân quỹ. Song giá trị thanh lý sẽ cộng vào thu nhập năm cuối cùng của dự án, hoặc cộng phần giá trị thanh lý sau khi đã trừ thuế thu nhập vào ngân quỹ ròng năm cuối.

### **Vốn luân chuyển ròng (vốn lưu động)**

Vốn luân chuyển ròng là một phần vốn đầu tư được dùng vào mục đích tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Vốn lưu động được tính bằng nhu cầu thường xuyên các tài



sản ngắn hạn trừ đi phần được tài trợ bằng khoản phải trả. Ví dụ, để phục vụ cho dự án người ta dự kiến tăng nhu cầu hàng tồn kho và khoản phải thu lên 600 triệu đồng, một phần nhu cầu này được tài trợ bằng khoản phải trả 200 triệu, như vậy vốn luân chuyển ròng thực tế chỉ cần 400 triệu đồng.

Thường thường một phần vốn đầu tư ban đầu được dùng vào mục đích đầu tư vào tài sản ngắn hạn (tuy vậy, cũng có những dự án người ta tăng vốn lưu động dần lên khi dự án tăng dần công suất hoạt động). Trong quá trình dự án hoạt động vốn lưu động quay vòng liên tục. Cuối cùng khi dự án bắt đầu thu hẹp qui mô hoạt động, thì vốn lưu động được thu về, khoản thu từ vốn lưu động ở những năm cuối cùng của dự án được xem như một khoản nhập quỹ. Vậy năm cuối cùng của dự án phải thu hồi vốn luân chuyển ròng và cộng vào ngân quỹ ròng.

### **.VI Ước lượng rủi ro của dự án**

Mặc dù rõ ràng là các dự án có độ rủi ro cao hơn sẽ yêu cầu chi phí vốn lớn hơn, nhưng thông thường khó có thể dự đoán hết được rủi ro của dự án. Trước hết cần lưu ý ba dạng rủi ro hoàn toàn độc lập:

- 1- *Rủi ro riêng lẻ* là rủi ro của dự án liên quan đến những sự kiện như (a) chỉ có một tài sản trong danh mục tài sản của công ty và (b) công ty chỉ có duy nhất đầu tư một loại cổ phiếu. Rủi ro riêng lẻ được đánh giá bằng sự biến động của lợi nhuận kỳ vọng của dự án.
- 2- *Rủi ro doanh nghiệp* là rủi ro của dự án khi dự án đại diện cho chỉ một tài sản trong danh mục tài sản của doanh nghiệp, do đó một phần rủi ro sẽ bị loại bỏ bằng việc đa dạng hóa trong nội bộ doanh nghiệp. Rủi ro doanh nghiệp được đo lường bằng tác động của dự án vào sự không chắc chắn trong việc thu lời trong tương lai của doanh nghiệp.
- 3- *Rủi ro thị trường ( hoặc rủi ro Beta)* là rủi ro không thể giảm thiểu được nhờ đa dạng hóa, rủi ro thị trường được đo lường bằng tác động của dự án lên hệ số Beta.

#### **.VI.1. Đo lường rủi ro đơn lẻ**

Rủi ro đơn lẻ của một dự án được xác định bằng sự không chắc chắn của lợi nhuận tự dự án. Có ba kỹ thuật cơ bản được sử dụng để đo lường rủi ro riêng lẻ của dự án.

- 1- Phân tích độ nhạy
- 2- Phân tích kịch bản
- 3- Phân tích Monte Carlo

##### **.VI.1.1. Phân tích độ nhạy**

Chúng ta cũng biết rằng một sự thay đổi ở các biến đầu vào như sản lượng, giá bán sản phẩm ..có thể làm thay đổi giá trị NPV. Phân tích độ nhạy đo lường phần trăm thay đổi NPV do 1% thay đổi ở một biến đầu vào với các điều kiện khác không đổi .

*Phân tích độ nhạy là một kỹ thuật phân tích rủi ro của dự án, phương pháp này đo lường sự thay đổi từng nhân tố đến NPV của dự án, trong điều kiện các nhân tố khác không thay đổi.*

Phân tích độ nhạy bắt đầu với các biến cơ sở, đó là giá trị kỳ vọng của các biến đầu vào trong ví dụ trên với các giá trị kỳ vọng của các biến đầu vào ở công ty BQC ta tính được  $NPV = \$5,166$  triệu. NPV cơ sở là NPV được tính bằng giá trị các biến đầu vào ở điều kiện trung bình (kỳ vọng) của dự án

Khi các nhà quản lý rà soát các nghiên cứu kế hoạch ngân sách đầu tư, họ rất quan tâm tới giá trị NPV cơ sở, và họ thường đặt ra các câu hỏi như: liệu NPV có thay đổi gì không nếu sản lượng bán ra thấp hơn 15%? Hoặc nếu giá bán là \$2500, chứ không phải \$3000 thì NPV sẽ như thế nào?. Lần lượt mỗi một biến số đầu vào được tăng hoặc giảm một vài phần trăm so với dự kiến ban đầu, trong khi các biến số khác không đổi, ta được tập các NPV ứng với từng trường hợp trên. Cuối cùng, tập hợp các kết quả NPV được vẽ lên đồ thị để minh họa độ nhạy cảm của NPV so với những thay đổi trong từng biến đầu vào. Ở một biến nào đó có mức độ biến đổi NPV càng lớn, và đường đồ thị càng dốc, thì NPV càng nhạy cảm với những thay đổi của biến đầu vào này. Nếu ta so sánh hai dự án với các điều kiện khác không đổi thì dự án có đường độ nhạy dốc hơn sẽ có rủi ro lớn hơn.

### **.VI.1.2. Phân tích kịch bản**

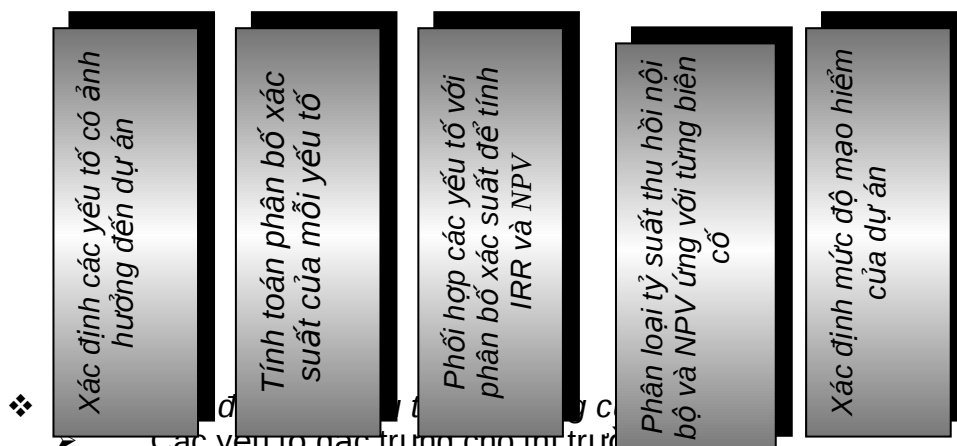
Trong phân tích độ nhạy, chúng ta thay đổi giá trị một biến số đầu vào nào đó tại một mức nào. Tuy nhiên, sẽ rất hữu ích nếu chúng ta biết được liệu NPV sẽ thay đổi ra sao nếu tất cả các biến đầu vào đều tốt hơn, hoặc kém đi so với dự kiến. Cũng như vậy, nếu chúng ta có thể ước tính xác suất đối với các trường hợp tốt, xấu và trường hợp có khả năng xảy ra cao nhất, thì chúng ta có thể tìm được giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn của NPV.

Phân tích kịch bản là kỹ thuật cho phép tính toán được với những yêu cầu này: kỹ thuật này cho phép tính xác suất thay đổi trong các biến số đầu vào. Và cho phép chúng ta thay đổi nhiều hơn một biến tại một thời điểm. Trong kỹ thuật này, nhà phân tích tài chính bắt đầu từ trường hợp cơ sở trong đó sử dụng một tập hợp giá trị đầu vào có khả năng xảy ra cao nhất. Sau đó nhà phân tích sẽ yêu cầu các nhà quản trị khác như: quản trị Marketing, quản trị sản xuất và nhà quản trị điều hành khác đưa ra **trường hợp tối nhất** (hàng bán ít được, giá bán thấp, chi phí biến đổi cao ...) và **trường hợp tốt nhất**. Thông thường, các trường hợp tốt nhất và tối nhất được định nghĩa là các trường hợp có xác suất xảy ra tốt và xấu là 25% và xác suất xảy ra điều kiện cơ sở là 50%. Rõ ràng là các biến số trên thực tế có thể có các giá trị khác, song việc lập ra các trường hợp như vậy sẽ hữu ích nhằm giúp nhà phân tích tập trung vào các vấn đề trọng tâm khi phân tích rủi ro.

### **.VI.1.3. Phương pháp mô phỏng Monte Carlo**

Phân tích độ nhạy giới thiệu các nghiên cứu tác động có tính riêng biệt tác động vào giá trị hiện tại ròng của dự án. Nhưng trong thực tế, các biến số này có mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau. Phương pháp kịch bản được nhiều tác giả nghiên cứu như Monte Carlo, D Hertz ...

D. Hertz đã giới thiệu một tập hợp các nhân tố có ảnh hưởng đến dự án đầu tư. Ông nghiên cứu riêng biệt các yếu tố xác định tỷ suất thu hồi nội bộ của dự án và xem xét độ lệch theo từng yếu tố. Quá trình nghiên cứu có thể chia làm các giai đoạn sau:



- Các yếu tố đặc trưng cho thị trường
  - Quy mô thị trường
  - Giá bán
  - Tốc độ tăng trưởng thị trường
  - Thị phần của công ty
- Các yếu tố đặc trưng về đầu tư:
  - Vốn đầu tư
  - Giá trị còn lại của thiết bị
- Các yếu tố đặc trưng cho quá trình vận hành
  - Chi phí biến đổi
  - Chi phí cố định
  - Tuổi thọ hữu ích của thiết bị
- ❖ **Bước hai** xác định phân bố xác suất của các yếu tố. Phân bố xác suất được lập theo từng yếu tố quan trọng trên.
- ❖ **Bước thứ ba** sử dụng máy tính để tính toán IRR và NPV theo các biến số trên và có tính đến khả năng xảy ra ứng với các biến số đó.

Để đơn giản quá trình nghiên cứu chúng tôi giới thiệu một ví dụ sau:

Công ty P dự kiến đầu tư mới 50 triệu USD thời gian vận hành thiết bị là 4 năm. Các biến số sau đây có ảnh hưởng đến dự án đầu tư:

1. Qui mô thị trường
2. Thị phần của công ty
3. Giá bán sản phẩm

Khả năng thay đổi các biến số trên và xác suất ứng với từng biến cố được thể hiện bởi bảng sau:

Các biến số ảnh hưởng	Giả thiết thấp		Giả thiết trung bình		Giả thiết cao	
	Biến cố	Xác suất	Biến cố	Xác suất	Biến cố	Xác suất
Qui mô thị trường	100000	20%	200000	60%	300000	20%
Thị phần của	20%	30%	30%	40%	40%	30%

## Chương 9

công ty						
Giá bán đơn vị	800	20%	1000	60%	1200	20%

Nếu ta gọi 1, 2 và 3 là các biến số có ảnh hưởng đến dự án, và X, T và C là các giá thiết thấp, trung bình, cao ứng với từng biến số. Như vậy, dự án có thể xảy ra một trong 27 biến cố sau:

NPVi và xác suất ứng với từng biến cố đó như sau:

STT	Biến cố	Xác suất Pi	NQR	NPVi	NPVi*Pi
1	1T2T3T	1.200%	1	-46.395	-0.5567
2	1T2Tb3T	3.600%	5	-31.976	-1.1511
3	1T2C3T	1.200%	9	-17.557	-0.2107
4	1T2T3Tb	1.600%	4	-35.581	-0.5693
5	1T2T3t	4.800%	10	-13.952	-0.6697
6	1T2T3c	1.600%	13.6	-0.975	-0.0156
7	1T2C3T	1.200%	7	-24.767	-0.2972
8	1T2C3T	3.600%	13	-3.1379	-0.113
9	1T2C3C	1.200%	17.8	14.165	0.16998
10	1Tb2T3T	3.600%	17.8	14.165	0.50994
11	1Tb2T3Tb	10.800%	13	-3.1379	-0.3389
12	.....	3.600%	17.8	14.165	0.50994
13	.....	4.800%	11.8	-7.4636	-0.3583
14	.....	14.400%	19	18.4907	2.66267
15	....	4.800%	26.2	44.4451	2.13337
16	.....	3.600%	15.4	5.51355	0.19849
17	....	10.800%	25	40.1194	4.3329
18	.....	3.600%	34.6	74.7253	2.69011
19	....	1.20%	7	-24.767	-0.2972
20	1Tb2T3Tb	3.60%	13	-3.1379	-0.113
21	1Tb2T3C	1.20%	17.8	14.165	0.16998
22	1Tb2Tb3T	1.60%	11.8	-7.4636	-0.1194
23	1Tb2Tb3Tb	4.80%	19	18.4907	0.88756
24	1Tb2Tb3C	1.60%	26.2	44.4451	0.71112
25	.....	1.20%	15.4	5.51355	0.06616
26	1Tb2C3Tb	3.60%	25	40.1194	1.4443
27	1T2C3C	1.20%	34.6	74.73	0.8967
100%				NPVe=	12.5731

Nhìn vào kết quả tính toán ở trên có thể nhận thấy, mặc dù NPVe= 12,5731 nhưng trong tổng số 27 biến cố kết cục thì có đến 13 trường hợp mang lại kết quả xấu (vì NPVi<0). Rõ ràng, đây là một dự án có tính mạo hiểm rất lớn.

**.VI.1.4. Đo lường rủi ro của dự án**

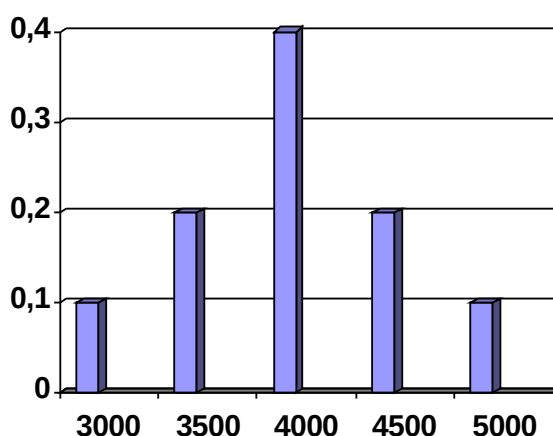
Trong mỗi điều kiện khác nhau, một dự án đầu tư có thể cho một dòng ngân quỹ tương lai nhất định. Ví dụ, hai dự án A và B có các dự toán ngân quỹ của nó phụ thuộc vào tình trạng của nền kinh tế. Tuy vậy, mỗi dự án sẽ có phản ứng khác nhau nếu như nền kinh tế ở trong các trạng thái:

Điều kiện kinh tế	Ngân quỹ hàng năm	
	Dự án A	Dự án B
Giảm sút mạnh	3.000	2.000
Giảm sút nhẹ	3.500	3.000
Bình thường	4.000	4.000
Tăng nhẹ	4.500	5.000
Tăng mạnh	5.000	6.000

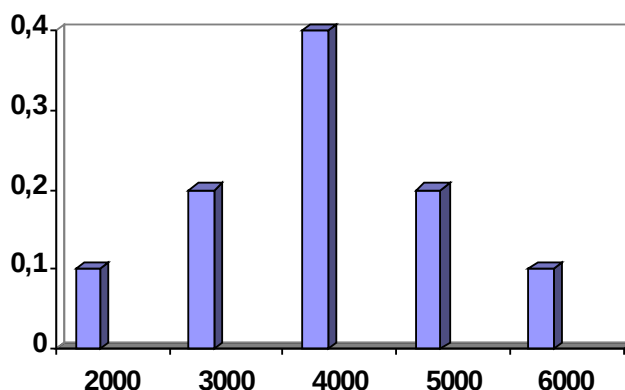
Trong điều kiện bình thường hai dự án có ngân quỹ 4.000. Song dự án B rủi ro hơn dự án A. Để tìm hiểu chính xác hơn rủi ro của dự án, chúng ta cần biết xác suất xảy ra ứng với các điều kiện kinh tế trên.

Điều kiện kinh tế	Xác suất	Ngân quỹ hàng năm	
		Dự án A	Dự án B
Giảm mạnh	0,1	3.000	2.000
Giảm sút nhẹ	0,2	3.500	3.00
Bình thường	0,4	4.000	4.000
Tăng nhẹ	0,2	4.500	5.000
Tăng mạnh	0,1	5.000	6.000

Biểu diễn đồ thị phân bố xác suất của hai dự án sau:



*Biểu đồ phân bố xác suất của dự án A*



Biểu đồ phân bố xác suất của dự án B

Trên đồ thị phân bố xác suất ngân quỹ ta thấy dự án B có độ phân tán cao hơn, do đó dự án B rủi ro hơn dự án A.

Để đo lường độ phân tán ngân quỹ của từng dự án, ta có thể dùng thước đo: Độ lệch chuẩn. Công thức tính độ lệch chuẩn như sau:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - E(X))^2 P_i}$$

Trong đó: X<sub>i</sub>: ngân quỹ của dự án trong điều kiện i

P<sub>i</sub>: Xác suất ra điều kiện i

E(X): Giá trị kỳ vọng của ngân quỹ các dự án

Với ví dụ trên giá trị kỳ vọng của ngân quỹ các dự án:

$$E(X)_a = 3000 \cdot 0,1 + 3500 \cdot 0,2 + 4000 \cdot 0,4 + 4500 \cdot 0,2 + 5000 \cdot 0,1 = 4000$$

$$E(X)_b = 2000 \cdot 0,1 + 3000 \cdot 0,2 + 4000 \cdot 0,4 + 5000 \cdot 0,2 + 6000 \cdot 0,1 = 4000$$

Cả hai dự án đều có giá trị kỳ vọng ngang nhau. Ta tính tiếp độ lệch chuẩn:

$$\delta_a = \sqrt{0,1(3000 - 4000)^2 + 0,2(3500 - 4000)^2 + 0,4(4000 - 4000)^2 + 0,2(4500 - 4000)^2 + 0,1(5000 - 4000)^2}$$

$$\delta_a = \sqrt{3000} = 548$$

$$\delta_b = \sqrt{0,1(2000 - 4000)^2 + 0,2(3000 - 4000)^2 + 0,4(4000 - 4000)^2 + 0,2(5000 - 4000)^2 + 0,1(6000 - 4000)^2}$$

$$\delta_b = 1095$$

Dự án B có độ lệch chuẩn cao hơn, chứng tỏ ngân quỹ của nó phân tán hơn. Độ lệch chuẩn biểu diễn độ phân tán của ngân quỹ quanh giá trị kỳ vọng.

Trong điều kiện cả hai dự án có cùng giá trị kỳ vọng thì dự án nào có độ lệch lớn hơn sẽ có rủi ro cao hơn. Khi các dự án có giá trị kỳ vọng khác nhau, độ lớn của độ lệch chuẩn sẽ không thể hiện rõ dự án nào phân tán nhiều hơn dự án nào. Trong trường hợp như vậy, người ta dùng thước đo rủi ro tương đối là: Hệ số sai phân.

**Hệ số sai phân của dòng ngân quỹ là tỷ số giữa độ lệch chuẩn và giá trị kỳ vọng của nó.**

$$He = \frac{\delta}{E(X)}$$

He: Hệ số sai phân của dự án

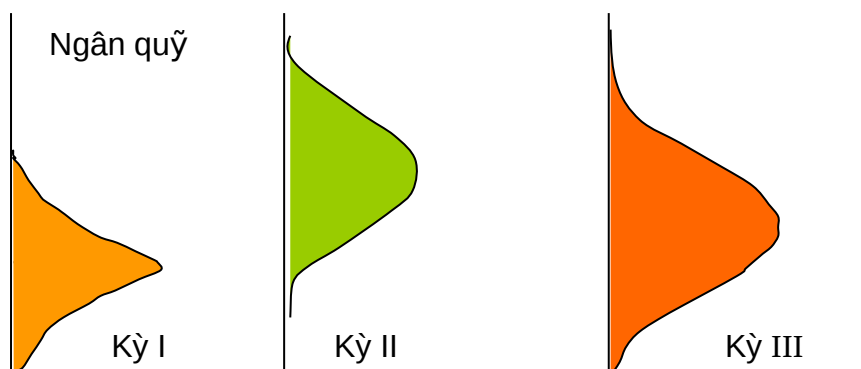
Trong ví dụ trên hệ số sai phân của hai dự án tính được như sau:

$$HeA = \frac{548}{4000} = 0,14; HeB = \frac{1095}{4000} = 0,27$$

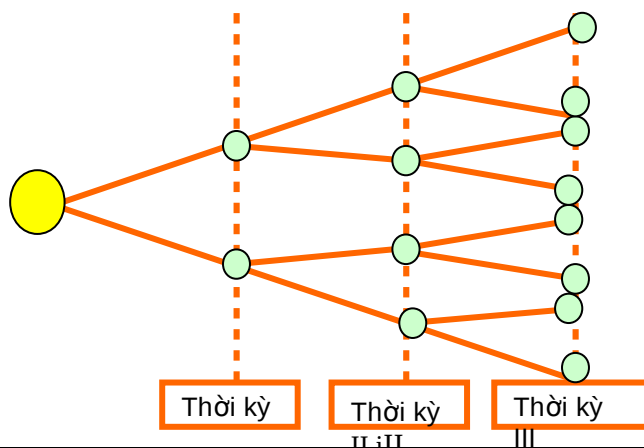
Như vậy, mức độ rủi ro của dự án B lớn hơn dự án A

**.VI.1.5. Rủi ro trong nhiều kỳ của một dự án riêng biệt.**

Với một dự án đầu tư giá trị kỳ vọng của ngân quỹ và mức độ rủi ro ở mỗi thời điểm trong chu kỳ sống của nó cũng không giống nhau. Thông thường, các dự toán ngân quỹ của các thời kỳ sau sẽ có mức độ rủi ro cao hơn, do những ước lượng xa hiện tại thường độ sai lệch lớn hơn. Có thể biểu diễn mức độ thay đổi ngân quỹ của một dự án ở các thời kỳ trên đồ thị như sau:



Hơn nữa các **Đồ thị phân bố ngân quỹ theo thời gian** theo các ảnh hưởng đến giai đoạn sau. Xác suất xảy ra ngân quỹ ở giai đoạn sau sẽ là xác suất có điều kiện, phụ thuộc vào các trường hợp đã xảy ra ở giai đoạn trước. Trong trường hợp này có thể sử dụng cây xác suất để đánh giá rủi ro cho dự án đầu tư. Cây xác suất có dạng như sau:



## Chương 9

Để xác định rủi ro của dự án theo thời gian chúng ta xác định giá trị hiện tại ròng kỳ vọng (NPVe) và độ lệch chuẩn của nó bằng công thức:

$$NPVe = \sum_{i=1}^n NPV_i \times P_i$$

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (NPV_i - NPVe)^2 P_i}$$

Trong đó:

N - các khả năng có thể xảy ra NPV của dự án

NPVe - giá trị hiện tại ròng kỳ vọng của dự án

Ví dụ: Đánh giá rủi ro cho dự án biết tỷ suất sinh lời cần thiết của dự án là 8% và vốn đầu tư ban đầu là 240 triệu đồng. Các thông tin cho như sau:

Giai đoạn I		Giai đoạn II		Kết quả		NPVi*Pi
Ngân quỹ	Xác suất	Ngân quỹ	Xác suất	NPVi	Xác suất	
-100	0.25	-400	0.4	-676	0.1	-68
		-100	0.4	-418	0.1	-42
		200	0.2	-161	0.05	-8
200	0.5	-100	0.2	-141	0.1	-14
		200	0.6	117	0.3	35
		500	0.2	374	0.1	37
500	0.25	200	0.2	394	0.05	20
		500	0.4	652	0.1	65
		800	0.4	909	0.1	91
					<b>NPVe=</b>	<b>117</b>

Độ lệch chuẩn:

$$\sigma^2 = [0,1(-676-117)^2 + 0,1(-418-117)^2 + 0,05(-161-117)^2 + 0,3(117-117)^2 + 0,1(374-117)^2 + 0,05(394-117)^2 + 0,1(652-117)^2 + 0,1(909-117)^2]$$

$$\sigma = \sqrt{197277} = 444$$

$$\text{Hệ số sai phân: } H_v = \frac{444}{117} = 3,83$$

Ví dụ, công ty P dự kiến đầu tư mới 50 triệu USD, thời gian hoạt động của dự án là 5 năm. Những dự đoán liên quan tới việc đầu tư này được thể hiện bởi bảng sau:

Các giả thiết về các biến số có ảnh hưởng đến dự án

Các biến số	Giả thiết thấp	Giả thiết trung bình	Giả thiết cao
Quy mô thị trường	100000	200000	300000
Thị phần công ty	20%	30%	40%
Giá bán đơn vị \$	800	1000	1200
Chi phí cố định Triệu \$	6	5	4
Thuế thu nhập công ty	40%		
Tỷ suất sinh lời cần thiết	12%		



Khấu hao đều thời gian khấu hao 5 năm

Quá trình phân tích độ nhạy của dự án được bắt đầu bằng việc tính giá trị hiện tại ròng (NPV) trong điều kiện trung bình, sau đó tìm hiểu sự nhạy cảm của NPV theo các biến số có ảnh hưởng đến dự án.

**Bước 1** tính ngân quỹ ròng hàng năm của dự án trong điều kiện trung bình:

Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Kết quả
Sản lượng	sản phẩm	60000
Doanh thu	Tr USD	60
Chi phí biến đổi	Tr USD	30
Khấu hao	Tr USD	10
Chí cố định khác	Tr USD	5
Thu nhập tính thuế		15
Thuế ( 40%)	Tr USD	6
Lợi nhuận sau thuế	Tr USD	9
Ngân quỹ ròng hàng năm	Tr USD	<b>19</b>

Giá trị hiện tại ròng của dự án là 18,49 triệu USD

**BẢNG XEM XÉT SỰ THAY ĐỔI CÁC BIẾN SỐ VỚI NPV**

Các biến số ảnh hưởng	Ngân quỹ ròng theo các:		NPV theo các giả thiết	
	Giả thiết thấp	Giả thiết cao	Thấp	Cao
<b>Quy mô thị trường</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>-13.95</b>	<b>50.93</b>
Thị phần công ty	13	25	-3.14	40.12
Giá bán đơn vị	11.8	26.2	-7.46	44.45
Biến phí đơn vị	11.8	22.6	-7.46	31.47
Chi phí cố định Tr USD	18.4	19.6	16.33	20.65

*Chú ý: khi tính toán sự thay đổi ngân quỹ ròng của dự án theo từng yếu tố ta cố định các yếu tố khác lại ở mức trung bình và chỉ xem xét sự biến thiên của ngân quỹ theo yếu tố mình quan sát.*

Rõ ràng, các hưởng về quy mô thị trường có tác động lớn nhất đến giá trị hiện tại ròng của dự án, vì khoảng cách giao động NPV lớn nhất, thậm chí còn có thể làm cho NPV của dự án bằng -13,95. Vì thế mọi nỗ lực khi đánh giá dự án cần làm rõ các dự báo về quy mô thị trường.

**.VI.1.6. Ước lượng ngân quỹ của dự án:**

Giả sử chúng ta xác định được giá trị kỳ vọng của NPV và độ lệch chuẩn của phân bố xác suất đã có tuân theo quy luật phân phối chuẩn ta có thể ước lượng xác suất để dự án có NPV lớn hơn hay nhỏ hơn một giá trị xác định.

## Chương 9

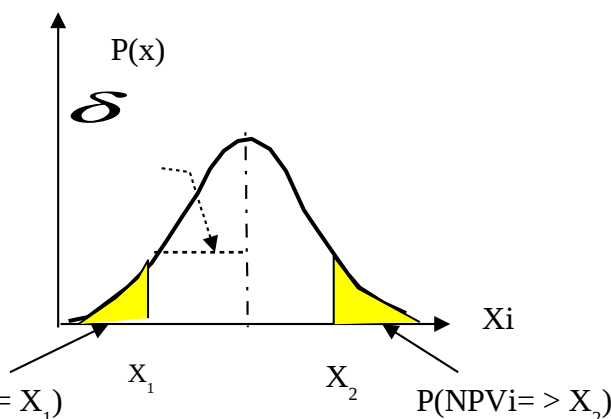
Xác suất để ngân quỹ ròng của dự án nhận giá trị nhỏ hơn một số  $X_0$  là  $P(NPV < X_0) = P(S < Z)$  với:

$$Z = \frac{X_0 - NPV_e}{\delta}$$

Xác suất này bằng phần diện tích đánh dấu bên trái. Nó ngược với xác suất để dự án có ngân quỹ lớn hơn  $X_0$ , xác suất để NPV ở trong khoảng  $[X_1, X_2]$  là:

$$P(X_1 < NPV_i < X_2) = 1 - [P(NPV_i < X_1) + P(NPV_i > X_2)]$$

Mỗi điểm biểu thị một dự án có khả năng sinh lợi và rủi ro đã xác định. Nhóm các điểm sẽ nghiêng về phía phải, bởi vì thông thường các dự án có rủi ro cao thể hiện bằng độ lệch chuẩn lớn hơn, sẽ có giá trị hiện tại ròng kỳ vọng lớn hơn.



$P(NPV_i > X_2)$  là phần diện tích bên phải, còn  $P(NPV_i < X_1)$  là phần diện tích bên trái. Bằng phép biến đổi tương đương ta có thể chuyển sang hàm phân phối chuẩn với  $EX=0$  và  $\delta=1$  (hàm Laplaxt) như sau:

$$P(X_1 \leq NPV_i \leq X_2) = 1 - (P(X_i \leq \frac{X_1 - NPV_e}{\delta}) + P(X_i \geq \frac{X_2 - NPV_e}{\delta}))$$

Các ước lượng xác suất có thể tra bảng tích phân Laplaxt. Hoặc sử dụng bảng tra diện tích cận trái ứng với độ lệch chuẩn:

Độ lệch tính từ X	Xác suất tích lũy trái (phải)	Độ lệch tính từ X	Xác suất tích lũy trái (phải)
0.00	0.500	1.55	0.0606
0.05	0.4810	1.60	0.0548
0.10	0.4602	1.65	0.0495
0.15	0.444	1.70	0.0446
0.20	0.4207	1.75	0.0401
0.25	0.4013	1.80	0.0359
0.30	0.3821	1.85	0.0322
0.35	0.3632	1.90	0.0287
0.40	0.3446	1.95	0.0256
0.45	0.3264	2.00	0.0228
0.50	0.3085	2.05	0.0202
0.55	0.2912	2.10	0.0179
0.60	0.2743	2.15	0.0158
0.65	0.2578	2.2	0.0139
0.70	0.2420	2.25	0.0122

0.75	0.2264	2.30	0.0107
0.80	0.2119	2.35	0.0094
0.85	0.1977	2.40	0.0082
0.90	0.1841	2.45	0.0071
0.95	0.1711	2.50	0.0062
1.00	0.1577	2.55	0.0054
1.05	0.1469	2.60	0.0047
1.10	0.1357	2.65	0.0040
1.15	0.1251	2.70	0.0035
1.20	0.1151	2.75	0.0030
1.25	0.1056	2.80	0.0026
1.30	0.0968	2.85	0.0022
1.35	0.0885	2.90	0.0019
1.40	0.0808	2.95	0.0016
1.45	0.0735	3.00	0.0013
1.50	0.0668		

**.VI.1.7. Rủi ro bù trừ**

Trong phần trước, chúng ta biết rằng các dự án có thể có những phản ứng khác nhau trước mỗi điều kiện nhất định. Do đó có khi một doanh nghiệp cùng lúc thực hiện nhiều dự án đầu tư có thể có một rủi ro hỗn hợp mà thủ tục đo lường sẽ khác so với chỉ có một dự án đầu tư.

Nếu thêm một dự án đầu tư có ngân quỹ tương lai tương quan chặt với tài sản hiện có thì trạng thái rủi ro sẽ tăng lên và ngược lại nếu thêm một dự án đầu tư có mức tương quan thấp sẽ làm giảm trạng thái rủi ro chung.

Cụ thể có các trường hợp:

- Các dự án có phản ứng cùng chiều với một sự kiện nhất định rủi ro hỗn hợp sẽ tăng.
- Các dự án có phản ứng ngược chiều với một sự kiện nhất định rủi ro hỗn hợp sẽ giảm.
- Các dự án không quan hệ chặt chẽ với nhau khi các sự kiện xảy ra không làm thay đổi trạng thái rủi ro chung.

Để đánh giá rủi ro bù trừ người ta sử dụng công thức tính độ lệch chuẩn cho tối hợp dự án:

J, k: Chỉ số dự án.

$$\delta_{jk} = r_{jk} * \delta_j * \delta_k$$

$r_{jk}$  : Hệ số tương quan giữa j, k.

$$r_{jk} \in [-1,1]$$

+  $r_{jk}=1$  - nếu hai dự án ảnh hưởng trực tiếp với cùng một điều kiện.

+  $r_{jk}=-1$  - nếu hai dự án có ảnh hưởng ngược chiều nhau với cùng một điều kiện.

+ Nếu hai dự án độc lập  $r_{jk} = 0$

Hoặc:

$$\delta_{jk} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{j=1}^n (X_{jk} - \bar{X}_j)(X_{jk} - \bar{X}_k)}$$

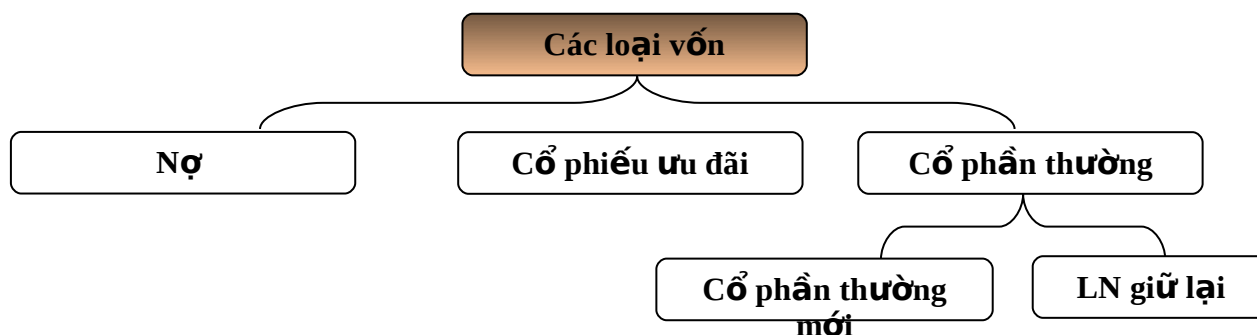
$X_j$  ,  $X_k$ : Ngân quỹ của dự án j, k trong điều kiện i.

## VII Tỷ suất sinh lợi cần thiết cho vốn đầu tư (Rq)

Trong các phần trước tỷ suất sinh lợi cần thiết được sử dụng như một cơ sở cho các phương pháp tuyến chọn dự án đầu tư. Vì thế cần phải tìm ra cách tính toán tỷ suất sinh lợi cần thiết thì các phương pháp mới thật sự hữu ích.

### VII.1. Chi phí toàn bộ vốn của doanh nghiệp

Hình sau cho thấy các loại vốn mà công ty sử dụng. Nợ thường được huy động bằng cách phát hành trái phiếu hay vay từ các định chế tài chính như ngân hàng. Một vài công ty cũng được tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi. Loại vốn thứ ba, vốn cổ phiếu thường của công ty và được huy động bằng hai cách (1) phát hành cổ phiếu mới và (2) giữ lại lợi nhuận (nghĩa là không chia toàn bộ lợi nhuận tạo ra). Phần vốn huy động từ việc phát hành cổ phiếu mới được gọi là nguồn vốn bên ngoài (ngoại sinh), còn vốn từ việc giữ lại một phần lợi nhuận được gọi là vốn bên trong (nội sinh).



Thành phần vốn là một trong các loại vốn được công ty sử dụng để tăng nguồn ngân quỹ cho mình. Các mục bên phải bảng cân đối kế toán bao gồm các loại nợ, cổ phần ưu đãi, cổ phần thường – được gọi là thành phần vốn. Bất cứ sự tăng lên nào trong tổng nguồn tài sản phải được tài trợ bởi sự tăng lên nào đó trong một hoặc nhiều thành phần vốn này.

Tất cả các nguồn vốn đều có phí tổn, cho dù nó huy động từ bên trong hay bên ngoài. Chi phí sử dụng vốn của công ty là chi phí trung bình của nhiều loại nguồn vốn mà công ty sử dụng để đầu tư.

Chi phí vốn được tính theo nguyên tắc trung bình phí tổn các nguồn vốn (WACC) – trung bình trọng số của các chi phí vốn thành phần: Nợ, Cổ phần ưu đãi và cổ phiếu thường.

$WACC = (\text{Tỷ lệ \% Nợ})(\text{Chi phí nợ sau thuế}) + (\text{Tỷ lệ \% cổ phần ưu đãi})(\text{Chi phí cổ phần ưu đãi}) + (\text{Tỷ lệ \% cổ phần thường})(\text{Chi phí cổ phần thường})$

$$WACC = \sum_{i=1}^m W_i \times r_i = W_d r_d (1-T) + W_p r_p + W_s r_s$$

Trong một công ty việc đầu tư luôn gắn liền với trạng thái tài chính chung của cả doanh nghiệp, vì vậy các cân nhắc nguồn vốn tài trợ cho dự án được xem xét trong mối quan hệ với trạng thái tài chính chung của cả doanh nghiệp. Có thể sử dụng phí tổn toàn bộ vốn doanh nghiệp như là một tiêu chuẩn để chấp nhận dự án đầu tư. Song điều này chỉ xảy ra trong điều kiện chắc chắn, khi đó rủi ro của các tài sản hiện có sẽ cùng đặc tính rủi ro với dự án đầu tư. Tất nhiên, khi dự án rủi ro quá lớn việc sử dụng phí tổn toàn bộ làm tỷ lệ sinh lời cần thiết sẽ không hợp lý.

Giả sử, có thể dùng chi phí toàn bộ vốn của doanh nghiệp làm tỷ lệ sinh lời cần thiết thì chi phí này sẽ được tính từ chi phí của các bộ phận tài trợ cấu thành với các nguyên tắc sau đây:

- ✓ Sử dụng chi phí biên tế của các nguồn tài trợ, nghĩa là chỉ tính chi phí của phần tài trợ tăng thêm, không tính chi phí của cơ cấu tài trợ quá khứ.
- ✓ Tính chi phí cơ hội vốn trên cơ sở sau thuế, điều này sẽ phù hợp với sự diễn tả ngân sách đầu tư cũng trên cơ sở sau thuế.

### .VII.1.1. Chi phí của các khoản vay nợ

Các khoản vay nợ mà chúng ta sẽ đề cập ở phần này không bao gồm các khoản nợ mùa vụ và các khoản không có chi phí tiền lãi rõ ràng như: khoản phải trả, nợ tích lũy...

Các khoản vay nợ cần quan tâm là khoản nợ không mùa vụ, có chi phí tiền lãi rõ ràng, có lẽ chủ yếu là nợ dài hạn.

Giả sử doanh nghiệp tài trợ cho dự án sẽ sinh lời trong một số năm và việc tài trợ cho nó cũng có thời hạn tương tự.

Chi phí của khoản vay nợ là tỷ suất chiết khấu làm cân bằng giá trị ròng của khoản nợ phát sinh với giá trị hiện tại ròng của tiền lãi và vốn gốc phải trả sau khi điều chỉnh ảnh hưởng thuế thu nhập.

$$r_d = k(1 - t)$$

Trong đó: k là tỷ suất chiết khấu được tính từ phương trình:

$$P_0 = \sum_{i=1}^N \frac{I_i + P_i}{(1+k)^i}$$

$P_0$ : Là giá trị ròng các khoản vay nhận được (bằng vốn vay các chi phí cho thủ tục vay nợ).

$P_i$ : Là vốn gốc phải trả ở thời kỳ thứ i.

n: Số năm trả nợ.

t : Tỷ suất thuế.

Ví dụ: Doanh nghiệp vay 100 triệu đồng trong 10 năm với lãi suất 12% năm. Chi phí cho các thủ tục để có khoản vay này là 5 triệu đồng. Dự kiến mỗi năm trả 10 triệu đồng vốn gốc và tiền lãi. Thuế thu nhập 50%. Ta có bảng sau:

Năm	Vốn vay	Vốn gốc	Trả tiền lãi	Tổng số *
0	100	0	0	0
1	90	10	12	22
2	80	10	10.8	20.8
3	70	10	9.6	19.6
4	60	10	8.4	18.4
5	50	10	7.2	17.2
6	40	10	6.0	16.0
7	30	10	4.8	14.8
8	20	10	3.6	13.6
9	10	10	2.4	12.4
10	0	10	1.2	11.2
	T	<b>100</b>	<b>71.4</b>	<b>166</b>

Giá trị ròng khoản vay  $P_0 = 100 - 5 = 95$

Bằng phương trình sau:

$$95 = \sum_{i=1}^{10} \frac{10 + I_i}{(1+k)^i}$$

Ta có thể tìm ra giá trị của  $k=13,52$  ( $k$  chính là tỷ suất thu hồi nội bộ của dòng tiền trả (\*)) và với lượng tiền nhận ròng được là 95 triệu đồng)

Chi phí vay nợ:  $rd = 13.52(1 - 0.5) = 6.72$

### **.VII.1.2. Chi phí cho cổ phiếu ưu đãi:**

Cổ phiếu ưu đãi là cổ phiếu nhận lợi tức cố định ít phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty và thanh toán lợi tức của cổ phiếu ưu đãi trước thu nhập cho cổ phiếu thường. Chi phí của việc tài trợ bằng phát hành cổ phiếu ưu đãi:

$$rd = \frac{D}{P_0}$$

- ✓  $P_0$  - Giá trị ròng nhận được từ phát hành cổ phiếu ưu đãi.  $P_0$  bằng giá bán cổ phiếu ưu đãi trừ đi chi phí phát hành.
- ✓  $D$  - cổ tức ưu đãi phải trả hằng năm.

### **.VII.1.3. Chi phí vốn tự có**

Về mặt lý luận, chi phí vốn tự có là tỷ suất sinh lời tối thiểu phải đạt được trên phần vốn tự có tài trợ cho dự án nhằm không làm thay đổi giá trị thị trường của các cổ phần thường. Nếu doanh nghiệp đầu tư vào dự án có tỷ suất sinh lời kỳ vọng

nhỏ hơn tỷ suất sinh lợi cần thiết này về lâu dài sẽ làm giảm khả năng sinh lợi của công ty và qua đó làm giảm giá trị thị trường của các cổ phần thường.

Vậy chi phí vốn tự có là tỷ suất chiết khấu làm cân bằng giá trị thị trường hiện tại của cổ phần thường với giá trị hiện tại của các lợi tức thu được trong tương lai:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r_e)^i}$$

$P_0$ : Giá trị thị trường hiện tại của cổ phần thường.

$D_i$ : Lợi tức trả trong năm thứ  $i$ .

$r_e$ : Chi phí vốn tự có.

Trong thời gian sử dụng vốn tự có không những phải trả lợi tức mà còn có thể xảy ra các tình trạng thay đổi giá trị thị trường của cổ phần thường. Vì thế chúng ta cần tính phí tổn cho vốn tự có tăng thêm do thay đổi lợi tức và có tính đến sự thay đổi giá trị cổ phần thường. Với  $n$  hữu hạn thì phương trình tính chi phí vốn tự có là:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r_e)^i} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}$$

Theo cách tiếp cận định giá tài sản - vốn:

Chi phí vốn tự có xác định như trên là thông qua dòng lợi tức các năm, theo cách tính tiếp cận định giá tài sản thì chi phí vốn tự có có thể xác định trực tiếp bằng tỷ suất sinh lợi cần thiết và rủi ro hệ thống. Hệ số được sử dụng để đo lường mức đáp ứng bằng thu nhập bình quân của chúng khoán với rủi ro hệ thống:

$$r_e = r_0 + (r_m - r_0) \beta_e$$

$r_e$  = Chi phí vốn tự có.

$r_m$  = Tỷ suất sinh lợi bình quân trên thị trường.

$r_0$  = Tỷ suất sinh lợi không có rủi ro.

$\beta_e$  = Hệ số đo lường mức thu nhập bình quân cần thiết của vốn tự có với rủi ro hệ thống.

Một số tác giả còn đề nghị tính chi phí vốn tự có trên cơ sở chi phí vay nợ:

$$r_e = r_d + \Delta r_{ed}$$

$\Delta r_{ed}$ : Phần thưởng rủi ro của cổ phiếu thường so với dài hạn

### **.VII.1.4. Chi phí vốn bình quân**

Sau khi được tính chi phí cho từng bộ phận cấu thành tài trợ. Chi phí toàn bộ vốn tài trợ sẽ tính được bằng bình quân gia quyền các chi phí bộ phận.

$r_j$  = Phí tổn loại tài trợ  $j$ .

$W_j$  = Tỷ trọng tài trợ  $j$  trong tổng số tài trợ.

Ví dụ: Doanh nghiệp hiện có cấu trúc vốn vào ngày lập báo cáo như sau:

Loại vốn	Giá trị (triệu)	Tỷ trọng (%)	Chi phí (%)
Vốn vay	20	20	8
Cổ phiếu ưu đãi	10	10	18
Cổ phần thường	70	70	22

Chi phí toàn bộ của vốn:

$$r_q = \frac{20 \times 8 + 10 \times 18 + 70 \times 22}{100} = 18,8\%$$

### **.VII.1.5. Hạn chế của phương pháp**

Vấn đề lựa chọn quyền số: trong ví dụ trên ta thấy rằng quyền số được lấy từ cấu trúc tài trợ quá khứ không phải cấu trúc các tài trợ mới. Trong khi việc tìm kiếm biện pháp tài trợ lại nhằm vào đáp ứng cho phần vốn tăng thêm. Do đó, cách tính trên chỉ có thể chấp nhận khi các biện pháp tài trợ tăng thêm giữ nguyên cơ cấu tài trợ cũ. Hơn nữa, chi phí cho mỗi biện pháp tài trợ cũng duy trì như cũ. Vấn đề đặt ra là liệu khi tăng vốn đầu tư lên có nhất thiết phải giữ nguyên cơ cấu tài trợ như quá khứ hay không? Chi phí cho các biện pháp tài trợ có giữ như cũ hay không? Rõ ràng, câu trả lời sẽ phụ thuộc vào tình thế tài chính, tổng nhu cầu vốn tăng thêm và chính sách tài chính của doanh nghiệp.

Chi phí vốn toàn bộ của doanh nghiệp chỉ có thể dùng làm tỷ suất sinh lợi cần thiết cho dự án đầu tư khi tỷ lệ các tài trợ mới phù hợp với cơ cấu tài trợ quá khứ, và tổng nhu cầu vốn tăng thêm trong một thời hạn nhất định. Nếu không, việc xác định tỷ lệ sinh lợi cần thiết sẽ rất phức tạp, sẽ được giải quyết kỹ ở chương sau.

Vấn đề về chi phí khởi sự các biện pháp tài trợ:

Các chi phí khởi sự các biện pháp tài trợ như: bán trái phiếu, bán cổ phiếu, chi phí thực hiện các vay nợ... trong mỗi điều kiện khác nhau sẽ khác nhau. Để khắc phục được tình trạng này khi tính giá trị hiện tại ròng từ các công thức tính phí tổn vốn phải trừ đi phần chi phí khởi sự.

### **.VII.1.6. Tỷ suất sinh lợi cần thiết cho nhóm dự án đầu tư**

Các công ty có thể cùng lúc có nhiều dự án đầu tư, do có nhiều nhóm sản phẩm khác nhau và có các chi nhánh khác nhau. Để đơn giản cho việc đánh giá dự án người ta có thể phân các dự án đầu tư thành các nhóm đồng dạng và trong mỗi nhóm sẽ có một tỷ suất sinh lợi cần thiết. Tỷ suất sinh lợi cần thiết cho mỗi nhóm như vậy sẽ tính trên cơ sở rủi ro chung của các nhóm.

## **.VIII Tóm tắt chương và ôn tập**

### **.VIII.1. Tóm tắt**

Các dự án đầu tư liên quan đến việc bất động hóa một số vốn và thu lợi trong nhiều năm bao gồm các đầu tư tài chính, đầu tư vào tài sản vật chất, tài sản



vô hình. Nói chung, chúng đều liên quan đến thời gian dài và rủi ro. Người ta có thể sử dụng các tiêu chuẩn tài chính để đánh giá lựa chọn các dự án đầu tư độc lập. Có 4 phương pháp cơ bản để lựa chọn dự án đó là: phương pháp tỷ suất sinh lợi bình quân, phương pháp thời gian hoàn vốn, phương pháp tỷ suất sinh lợi nội bộ, phương pháp giá trị hiện tại ròng. Cả 4 phương pháp đều có những ưu điểm nhất định, tùy thuộc vào các điều kiện cụ thể người ta sẽ lựa chọn sử dụng phương pháp thích hợp để đảm bảo chính xác và sự đơn giản đến mức cần thiết.

Các dự án đầu tư diễn ra trong thời gian dài bao giờ cũng phải chấp nhận rủi ro nhất định được hiểu như là sự phân tán giá trị ngân quỹ. Do đó, một dự án cần phải cân nhắc không chỉ dựa trên giá trị ròng ngân quỹ mà nó đem lại, mà còn phải tính đến rủi ro của nó nữa. Cả hai tham số này của dự án sẽ tác động đến toàn bộ khả năng sinh lợi và trạng thái rủi ro của doanh nghiệp.

Để đơn giản cho quá trình đánh giá dự án và thống nhất cách đánh giá theo thời gian các nhà quản trị có thể đưa ra một dự kiến về rủi ro tối đa có thể chấp nhận được với mỗi mức sinh lợi cho trước. Các dự án sẽ được đánh giá bằng cách chuyển từ phân bố xác suất NPV sang phân bố chỉ số khả năng sinh lợi, và đem so sánh với dự kiến rủi ro tối đa.

Tỷ suất sinh lợi cần thiết luôn là cơ sở cho các tính toán đánh giá dự án, tỷ suất này phụ thuộc vào cơ cấu tài trợ, phí tổn bộ phận của các biện pháp tài trợ, tổng số vốn cần tăng thêm. Người ta có thể sử dụng phương pháp phí tổn vốn toàn bộ để tính tỷ suất sinh lợi cần thiết với giả thiết là cơ cấu tài trợ cho vốn tăng thêm không đổi so với cơ cấu tài trợ quá khứ, và tổng số vốn tăng thêm ở trong một giới hạn nhất định. Nếu giả thuyết này không đạt được thì việc tính toán sẽ rất phức tạp.

### .VIII.2. Câu hỏi ôn tập

1. Giải thích ý nghĩa giá trị thời gian của tiền tệ? Vì sao một đồng tiền hiện tại lại có giá trị lớn hơn một đồng tiền ngày mai? Hãy chỉ ra các cách dự thảo ngân sách đầu tư bỏ qua quan niệm này, xác định chúng có hợp lý hay không?
2. Tại sao trong việc đánh giá dự án đầu tư, khấu hao lại được tính vào ngân quỹ trong khi các chi phí khác như tiền lương hay thuế lại không được kể đến?
3. Trong việc dự thảo ngân sách đầu tư cho một máy mới các khoản nào phải cộng thêm hoặc trừ khỏi giá mua máy mới?
  - a. Giá trị thị trường của máy cũ là 500.
  - b. Khoản đầu tư cho tồn kho là 200.
  - c. Giá trị sổ sách của máy cũ là 1.000.
  - d. Cần 200 để vận chuyển máy mới đến vị trí Nhà máy.
  - e. Xây bệ đặt máy mới 250.
  - f. Chi phí huấn luyện để vận hành máy mới 300.
  - g. Tín dụng đầu tư cho máy mới.
  - k. Thuế thu nhập doanh nghiệp 32%
4. Tại sao phương pháp hoàn vốn lại hướng quá trình lựa chọn tài sản vào các tài sản ngắn hạn? Ý nghĩa của phương pháp này?
5. So sánh phương pháp IRR và NPV? Tại sao hai cách tiếp cận này có thể cho các quyết định trái ngược?

6. Trong việc xác định dòng ngân quỹ kỳ vọng từ một dự án đầu tư mới tại sao các chi phí ẩn quá khứ có thể được bỏ qua trong các dự toán?
7. Thời gian hoàn vốn mặc dù là một quan niệm không phổ biến, song nó lại thường sử dụng như là một tiêu chuẩn lựa chọn dự án đầu tư trong các doanh nghiệp, tại sao?
8. Tại sao các thủ tục hoạch định ngân sách đầu tư không được áp dụng cho quyết định vốn luân chuyển?
9. Dự án đầu tư loại trừ lẫn nhau là gì? Dự án đầu tư phụ thuộc là gì?
10. Mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản của chủ đầu tư có thể tăng lên bởi việc sử dụng các kỹ thuật hoạch định ngân sách đầu tư trong chương trình học hay không? Tại sao?
11. Mục đích của việc đề ra nhiều cấp hoạch định ngân sách đầu tư? Cần thông tin cần thiết nào để hỗ trợ cho quá trình này?
12. Tại sao sự hạn chế về ngân sách cho đầu tư sẽ dẫn đến không tối ưu mà các công ty vẫn thường sử dụng nó?
13. Phương pháp IRR có bao hàm ý nghĩa dòng ngân quỹ được tái đầu tư với mức thu hồi nội tại hay không?. Vì sao hãy cho biết một ví dụ?
14. Sự khác nhau giữa đầu tư mở rộng sản xuất và đầu tư thay thế trang thiết bị?
15. Hãy cho biết tác dụng của phương pháp khấu hao tối ngân quỹ ròng của dự án?
16. Tại sao chúng ta phải quan tâm đến rủi ro trong việc hoạch định ngân sách đầu tư? Tại sao không chỉ tính toán với ngân quỹ kỳ vọng?
17. Có phải độ lệch chuẩn là một cách đo lường rủi ro thích hợp hay không? Bạn có thể tìm một cách đo lường khác tốt hơn không?
18. Bạn quan niệm như thế nào về độ phân tán của phân bố xác suất để có một sự diễn tả chung nhất về rủi ro của dự án?
19. Rủi ro trong hoạch định ngân sách có thể được đánh giá bằng phân bố xác suất xảy ra của thu nhập hay không? Và vì sao?
20. Nếu dự án A có giá trị kỳ vọng của NPV là 200 và độ lệch chuẩn là 400 thì nó có thể rủi ro hơn dự án B chỉ giá trị kỳ vọng 140 và độ lệch chuẩn là 300 hay không?
21. Trong cây xác suất, xác suất ban đầu và tích các xác suất là gì?
22. Tương quan giữa các NPV đóng vai trò gì trong rủi ro bù trừ của các dự án?
23. Điều gì quyết định từ chối hay chấp nhận dự án theo cách tiếp cận bù trừ?
24. Có hoạt động kinh doanh nào không rủi ro hay không?
25. Tại sao việc sử dụng quyền số biên tế trong việc tính toán phí tổn vốn bình quân gia quyền lại rất quan trọng?
26. Trong điều kiện nào có thể sử dụng phí tổn bình quân toàn bộ vốn như một tiêu chuẩn chấp nhận dự án đầu tư?
27. Các nguồn tài trợ từ nợ tích lũy, các khoản phải trả có phí tổn vốn hay không? Giải thích?
28. Làm thế nào để phân nhóm các dự án theo thu nhập cần thiết?
29. Điều gì phân biệt giữa dự án đầu tư cá biệt và nhóm hay tổ hợp các dự án đầu tư?

30. Các công ty trong cùng một ngành có cùng một tỷ suất sinh lợi cần thiết hay không? Tại sao có? Tại sao không?

### .VIII.3. Bài tập

#### Bài số 1:

Công ty B xem xét lắp đặt một dây chuyền sản xuất với chi phí đầu tư là 70.000 vào thời điểm 0 và 1.000.000 trong năm thứ nhất. Thu nhập sau thuế năm thứ hai là 250.000, năm thứ ba là 300.000, năm thứ tư 350.000, từ năm thứ năm đến năm thứ mười là 400.000đ mỗi năm. Mặc dầu dây chuyền mới còn có thể được sử dụng đến những năm sau năm thứ mười nhưng công ty muốn chấm dứt việc tính toán vào năm thứ 10.

- Nếu suất thu nhập cần thiết là 15% thì NPV là bao nhiêu.
- IRR là bao nhiêu?
- Nếu thu nhập cần thiết là 10% thì NPV và IRR là bao nhiêu?
- Thời gian hoàn vốn của dự án là bao nhiêu?

#### Bài số 2:

Công ty C xem xét thay thế 2 máy cũ bằng 2 máy mới hiện đại hơn. Các máy cũ có thể bán lại với giá \$70.000. Giá trị còn lại theo sổ sách là \$120.000. thời gian sử dụng và khấu hao còn lại là 8 năm. Sử dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng. Máy mới mua và lắp đặt hết \$480.000. thời gian sử dụng là 8 năm giá trị thanh lý là \$40.000 máy móc này thuộc loại tài sản 5 năm. Sử dụng phương pháp khấu hao nhanh khấu hao theo phương tổng cộng thứ tự các năm (SYD). Mức tiết kiệm tăng thêm hằng năm là \$120.000. Mức thuế thu nhập của công ty là 40%.

- Nhập quỹ tăng thêm trong 8 năm là bao nhiêu và xuất quỹ tăng thêm vào thời điểm 0 là bao nhiêu?
- NPV bằng bao nhiêu nếu tỷ lệ thu nhập cần thiết là 14%?

#### Bài số 3:

Công ty R xem xét dự án đầu tư:

- Lắp đặt một dây chuyền mới sản xuất nhôm.
- Mở rộng dây chuyền sản xuất bếp lò.
- Lắp đặt một dây chuyền sản xuất bếp lò có chất lượng cao.

Dự án	Giá trị đầu tư	PV
1	200.000	290.000
2	115.000	185.000
3	270.000	400.000

Nếu dự án 1 và dự án 2 được phối hợp thực hiện thì sẽ không hiệu quả, giá đầu tư và hiện giá chỉ bằng tổng giá trị đầu tư của các dự án. Nếu phối hợp dự án 1 và dự án 3 sẽ hiệu quả hơn vì có thể dùng chung máy móc. Tổng giá trị đầu tư của phương án này là 440.000. Nếu kết hợp dự án 2 và dự án 3 sẽ có lợi trong lĩnh vực marketing và sản xuất sản phẩm nhưng không có lợi về giá trị đầu tư. Hiện giá đầu tư của phương án này là 620.000. Nếu phối hợp đồng thời cả 3 dự án thì các lợi thế

## Chương 9

trên đều tận dụng nhưng phải tốn thêm 125.000 để mở rộng hệ thống nhà xưởng. Nên chọn dự án tổ hợp các dự án nào?

### Bài số 4:

Công ty H có hai dự án đầu tư như sau:

Thời kỳ	DỰ ÁN A			DỰ ÁN B		
	Chi phí	L.n sau thuế	N.quỹ ròn	Chi phí	L.n sau thuế	N.quỹ ròn
0	9000	-	-	1200	-	-
1	-	1000	5000	-	1000	5000
2	-	1000	4000	-	1000	5000
3	-	1000	3000	-	4000	8000

a) Với mỗi dự án hãy tính tỷ lệ thu nhập bình quân, thời gian hoàn vốn, NPV sử dụng mức chiết khấu 15%?

b) Tính IRR cho mỗi dự án?

c) Phê phán việc sử dụng tỷ lệ thu nhập bình quân như là một phương pháp hoạch định ngân sách?

### Bài số 5:

Hai dự án loại trừ lẫn nhau có ngân quỹ dự kiến như sau:

Thời kỳ	0	1	2	3	4
A	- 2000	1000	1000	1000	1000
B	- 2000	0	0	0	6000

a) Hãy xác định IRR cho mỗi dự án?

b) Xác định NPV cho mỗi dự án với suất chiết khấu 0; 5%; 10%; 20%; 30%; 35%?

c) Vẽ đồ thị NPV của mỗi dự án với các suất chiết khấu trên.

d) Chọn dự án nào? Tại sao? Cần có những giả định nào?

### Bài số 6:

Công ty xẻ gỗ K đang xem xét một giàn máy cưa mới có vòng đời hai năm. Chi phí đầu tư cho máy cưa là 3.000, ngân quỹ sau thuế phụ thuộc vào nhu cầu sản xuất của công ty. Cây xác suất của ngân quỹ tương lai như sau:

Năm 1		Năm 2		Nhánh
Xác suất ban đầu	Ngân quỹ	Xác suất có điều kiện	Ngân quỹ	
0.4	1.500	0.3	1000	1
		0.4	1500	2
		0.3	2000	3
0.6	2.500	0.4	2000	4
		0.4	2500	5
		0.2	3000	6

- a) Tính các xác suất xảy ra ở các nhánh khác nhau là bao nhiêu?
- b) Nếu tỷ lệ thu nhập không rủi ro là 10% thì giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn của phân bố xác suất của NPV là bao nhiêu?
- c) Giả sử phân bố xác suất của NPV là phân phối chuẩn thì xác suất để NPV lớn hơn 0 là bao nhiêu?

**Bài số 7:**

Công ty thực phẩm muốn lắp đặt một dây chuyền sản xuất mới D. Giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn của phân bố xác suất NPV cho dây chuyền này là 12.000 và 9.000. Công ty đã có 3 dây chuyền sản xuất A, B, C, giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn như sau:

	NPV	Độ lệch chuẩn
A	16000	8000
B	20000	7000
C	10000	4000

Hệ số tương quan giữa các dây chuyền như sau:

	A	B	C	D
A	1.00			
B	0.90	1.00		
C	0.8	0.84	1.00	
D	0.4	0.2	0.3	1.00

- a) Tính giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn của phân phối xác suất NPV cho các tổ hợp của các dây chuyền hiện có?
- b) Tính giá trị kỳ vọng và độ lệch chuẩn của một tổ hợp các dây chuyền hiện có với dây chuyền D? So sánh kết quả câu a và b? Bạn có ý kiến gì về dây chuyền D?

**Bài số 9:**

Công ty S xem xét các dự án đầu tư như sau:

Dự án	Chi phí đầu tư	PV	Độ lệch chuẩn
A	100.000	10.000	20.000

B	50.000	10.000	30.000
C	200.000	25.000	10.000
D	10.000	5.000	10.000
E	500.000	75.000	75.000

Tất cả các dự án đều được chiết khấu với mức thu nhập không rủi ro và phân bố xác suất là phân bố chuẩn.

a) Bỏ qua quy mô của dự án, có dự án nào thể hiện lợi thế rõ rệt so với các dự án khác nếu xét trên khía cạnh hệ số sai phân?

b) Có thể bỏ qua qui mô của dự án hay không?

c) Xác suất để mỗi dự án có NPV lớn hơn hoặc bằng không là bao nhiêu?

### ĐỀ THI ÔN TẬP

#### 1. Bài

Một công ty đang xem xét đầu tư mở rộng qui mô sản xuất hiện tại bằng cách mua thiết bị mới với giá 1500trđ. Chi phí lắp đặt 200trđ. Thiết bị mới có thời hạn khấu hao là 4 năm, khấu hao trên tổng cộng thứ tự các năm (SYD), thanh lý bằng 20%. Tuy vậy, vào thời điểm cuối cùng của dự án người ta dự kiến bán được 425. Đầu tư vào vốn luân chuyển ròng là 200 trđ

Giả sử nhu cầu đầu tư cần huy động một phần từ vốn vay ngân hàng với lãi suất 9%/năm. Vốn vay trong phạm vi kiểm soát và không làm thay đổi tỷ lệ vốn vay trên vốn chủ là 1/3. Ngân hàng yêu cầu thanh toán khoản vay đều vào cuối mỗi năm, trong vòng 4 năm.

Doanh thu và chi phí hoạt động của dự án dự kiến như sau:

Năm hoạt động	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	(trđ)
Doanh thu	1000	1200	1200	1400	
Chi phí hoạt động	330	550	660	660	

Biết rằng chi phí vốn chủ là 12% và thuế thu nhập công ty là 40%

#### YÊU CẦU

- 1- Hãy xác định tỷ suất sinh lời nội bộ IRR của dự án ?
- 2- Hãy lập kế hoạch trả nợ hàng năm ( trả lãi vay và vốn gốc) nhận xét ?
- 3- Hãy đánh giá dự án theo tiêu chuẩn NPV?
- 4- Hãy phân tích độ nhạy của dự án nếu biết khả năng thay đổi NPV phụ thuộc vào các biến số: Doanh thu hàng năm; chi phí hoạt động và giá mua thiết bị mới

#### 2. Bài

Một công ty đang xem xét đầu tư mở rộng qui mô sản xuất hiện tại bằng cách mua thiết bị mới với giá 2500trđ . Chi phí lắp đặt 200 trđ. Thiết bị mới có thời hạn khấu hao là 4 năm, khấu hao trên tổng cộng thứ tự các năm (SYD, thanh lý bằng 20%. Nhu cầu vốn luân chuyển ròng là 200 trđ

Giả sử nhu cầu đầu tư cần huy động một phần từ vốn vay ngân hàng với lãi suất 9%/năm. Vốn vay trong phạm vi kiểm soát và không làm thay đổi tỷ lệ vốn vay trên vốn dài hạn là 1/4. Ngân hàng yêu cầu thanh toán khoản vay đều vào cuối mỗi năm, trong vòng 4 năm.

Doanh thu và chi phí hoạt động( không kể khấu hao) của dự án dự kiến như sau:

(trđ)	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Năm hoạt động				
Doanh thu	1000	1200	1200	1400

## Chương 9

---

Chi phí hoạt động                    330    550    660                    660

Biết rằng chi phí vốn chủ là 12% và thuế thu nhập công ty là 40%

### YÊU CẦU

- 1- Hãy xác định tỷ suất sinh lời nội bộ IRR của dự án ?
- 2- Hãy lập kế hoạch trả nợ ( trả lãi vay và trả vốn gốc) và đưa ra nhận xét ?
- 3- Hãy đánh giá dự án theo tiêu chuẩn NPV?

### 3. Bài

Một công ty đang xem xét đầu tư mở rộng qui mô sản xuất hiện tại bằng cách mua thiết bị mới với giá 1600trđ . Chi phí lắp đặt 200 trđ. Thiết bị mới có thời hạn khấu hao là 4 năm, khấu hao trên tổng cộng thứ tự các năm (SYD). Giá trị Thanh lý TSCĐ dự kiến bằng 20%, tuy vậy, vào thời điểm cuối cùng của dự án người ta dự kiến bán được 425 trđ. Vốn đầu tư vào vốn luân chuyển ròng là 200 trđ

Giả sử nhu cầu đầu tư cần huy động một phần từ vốn vay ngân hàng với lãi suất 9%/năm. Vốn vay trong phạm vi kiểm soát và không làm thay đổi tỷ lệ vốn vay trên vốn chủ là 2/3. Ngân hàng yêu cầu thanh toán khoản vay đều vào cuối mỗi năm, trong vòng 4 năm.

Doanh thu và chi phí hoạt động của dự án dự kiến như sau:

Năm hoạt động	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	(trđ)
Doanh thu	1000	1200	1200	1400	
Chi phí hoạt động	330	550	660	660	

Biết rằng chi phí vốn chủ là 12% và thuế thu nhập công ty là 40%

### YÊU CẦU

- 1- Hãy xác định tỷ suất sinh lời nội bộ IRR của dự án ?
- 2- Hãy lập kế hoạch trả nợ ( trả lãi vay và trả vốn gốc ) và đưa ra nhận xét ?
- 3- Hãy đánh giá dự án theo tiêu chuẩn NPV?
- 4- Hãy phân tích khả năng trả nợ của dự án

### 4. Bài

Một công ty dự kiến thay thế thiết bị cũ bằng một thiết bị mới với các thông tin như sau:



## Chương 9

- 1- Giá mua thiết bị mới 2500trđ, lắp đặt 300 trđ, Khấu hao theo phương pháp khấu hao đều với thời hạn khấu hao 6 năm giá trị thanh lý TSCĐ là 10%.
- 2- Thiết bị cũ ( dự kiến thay thế) có giá trị còn lại là 800 trđ, khấu hao đều với thời hạn 4 năm, nếu thay thế có thể bán đi và bán được 75% giá trị còn lại.
- 3- Việc thay thiết bị mới làm tăng nhu cầu vốn lưu động với nhu cầu tăng thêm là 500 trđ.
- 4- Thiết bị mới thay thế có thể làm tăng doanh thu và chi phí hoạt động ( Không kể khấu hao TSCĐ) như sau:

Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5
Doanh thu tăng thêm	1200	1600	2000	2200	2500
	400	600	800	850	900

Để đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư, công ty dự kiến huy động từ vốn vay dài hạn bằng  $\frac{3}{4}$  trong tổng vốn đầu tư với chi phí thủ tục vay là 1% và lãi suất vay hàng năm 9%/năm, Ngân hàng yêu cầu trả nợ đều vào cuối mỗi năm trong thời hạn 4 năm. Sinh lời vốn chủ là 15%. Thuế suất thuế TN 25%.

Yêu cầu:

- a. Tính ngân quỹ ròng hàng năm của dự án?
- b. Tính phí tổn trung bình của vốn đầu tư (rq)?
- c. Tính NPV; IRR, Pe; Tỷ suất lợi nhuận bình quân và thời gian hoàn vốn có chiết khấu của dự án ?
- d. Phân tích khả năng trả nợ của dự án?

### 5. Bài

Công ty Tia Sáng có 60.000 cổ phiếu giao dịch. Giá cổ phiếu là 40.000 đồng/cổ phiếu. Lợi nhuận sau thuế là 231 triệu đồng. Thông tin từ bảng cân đối kế toán như sau:

Tài sản (triệu đồng)	2008	2009	Nợ và vốn chủ	2008	2009
Tài sản ngắn hạn	3236	1891	Nợ ngắn hạn	1257	1173
Tài sản cố định	149	1689	Nợ dài hạn	1097	1184
			Cổ phần thường	190	240
			Vốn bổ sung	400	480
			Thu nhập giữ lại	441	503
Tổng tài sản	3385	3580	Tổng nguồn vốn	3385	3580

- a. Xác định thông số Giá/Thu nhập (P/E) và thông số Giá trị thị trường/Giá trị sổ sách (M/B).
- b. Lập bảng báo cáo nguồn sử dụng ngân quỹ
- c. Viết nhận xét về các thông tin dựa trên các thông tin tính toán trên biết rằng khấu hao năm 2009 là 40.tr

### 6. Bài

Công ty G dự kiến nhu cầu tài trợ vốn luân chuyển hàng tháng trong năm 200X như sau:

Tháng	Số tiền	Tháng	Số tiền
Tháng 1	7.500.000	Tháng 7	6.000.000
Tháng 2	6.000.000	Tháng 8	7.500.000
Tháng 3	3.000.000	Tháng 9	8.500.000
Tháng 4	2.500.000	Tháng 10	9.000.000
Tháng 5	3.500.000	Tháng 11	9.500.000
Tháng 6	4.500.000	Tháng 12	9.000.000

Lãi suất vay ngắn hạn (theo hạn mức tín dụng ngân hàng) và vay dài hạn tương ứng là 10% và 12%. Các khoản dư thừa hàng tháng có thể được đầu tư vào chứng khoán ngắn hạn với lãi suất 6%/năm.

- Giả sử công ty theo đuổi chính sách bảo thủ, họ sẽ tài trợ toàn bộ nhu cầu vốn luân chuyển trong năm đến bằng nợ dài hạn và đầu tư các khoản vốn dư thừa vào chứng khoán ngắn hạn ngắn hạn. Hãy xác định tổng chi phí tiền lãi của G trong năm 200X.
- Giả sử công ty theo đuổi chính sách tấn công, tài trợ toàn bộ nhu cầu vốn luân chuyển trong năm đến bằng vay ngắn hạn. Hãy xác định chi phí lãi của công ty trong năm 200X.

### 7. Bài

Công ty ABC có doanh thu bán tín dụng hàng năm là 1,6 tỷ đồng và lợi nhuận gộp biên là 35 phần trăm.

- Nếu công ty muốn duy trì kỳ thu tiền bình quân là 50 ngày, khoản phải thu của công ty là bao nhiêu? ( giả sử một năm lấy 360 ngày).
- Vòng quay tồn kho bình quân của ngành này là 6 vòng. Nếu toàn bộ doanh thu của công ty là doanh thu tín dụng, mức tồn kho mà công ty nên duy trì là bao nhiêu để đạt được chỉ số quay vòng tồn kho của ngành.

### 8. Bài

Công ty Trân Trân đang xem xét một dự án mới dự kiến sẽ đem lại mỗi năm 500 triệu đồng doanh thu trong bốn năm đến. Chi phí hoạt động không kể khấu hao dự kiến là 200 triệu đồng mỗi năm. Dự án mới sẽ cần khoản đầu tư ban đầu về trang thiết bị là 800 triệu đồng. Thiết bị sẽ được khấu hao theo phương pháp tổng cộng thứ tự các năm với thời hạn là bốn năm ( khấu hao bằng 75% giá trị ban đầu của thiết bị). Vào thời gian cuối dự án, thiết bị dự đoán sẽ có giá trị thanh lý là 350 triệu đồng. Ngoài ra, dự án mới dự kiến sẽ cần 12,5 triệu đồng tăng thêm để đầu tư vào tồn kho. Trong số tồn kho đó, có một phần được tài trợ bằng 7,5 triệu đồng từ khoản phải trả. Thay đổi về vốn luân chuyển ròng sẽ được hoàn lại vào cuối chu kỳ sống của dự án. Tỷ suất thuế thu nhập là 40% và chi phí vốn bình quân là 11%.

- 1- Anh (chị) hãy xác định NPV, IRR và thời gian hoàn vốn có chiết khấu của dự án này?.
- 2- Nếu giá trị ban đầu của thiết bị tăng 5% và các điều kiện khác không đổi, thì NPV và IRR của dự án có thay đổi gì không ?

### 9. Bài

## Chương 9

---

Sử dụng các phương pháp sau để tính khấu hao của một tài sản có chi phí ban đầu là 5 tỷ đồng, chu kỳ sống của dự án là 5 năm, dự kiến giá trị thanh lý bằng không:

- a. Khấu hao theo số dư giảm dần, biết hệ số khấu hao = 1,5 (DDB)
- b. Khấu hao theo tổng số thứ tự các năm. (SYD)

Qua đó cho biết những tác động của khấu hao đến thuế Thu nhập và dòng tiền ở công ty

### 10. Bài

Công ty SP ước đoán doanh số năm sau là 5 tỷ đồng. Chi phí hoạt động dự kiến là 2,5 tỷ đồng. Khấu hao dự kiến là 1 tỷ đồng. Tỷ suất thuế thu nhập là 25 phần trăm. Tài sản ngắn hạn hiện tại là 2,5 tỷ với nợ ngắn hạn là 1,5 tỷ đồng. Tài sản ngắn hạn dự kiến tăng lên 3 tỷ đồng và nợ ngắn hạn tăng lên 1,7 tỷ đồng trong năm đến. Doanh số hiện tại và tổng tài sản là 4 tỷ đồng và 6 tỷ đồng.

1\_ Hãy ước lượng ngân quỹ sau thuế cho công ty SP trong năm đến ?

2\_ Hãy dự kiến khả năng công ty phải vay dài hạn thêm bao nhiêu, nếu trả cổ tức trong kỳ là 30% thu nhập sau thuế?

### 11. Bài

Công ty máy tính Đất Việt dự tính doanh số năm đến là 2,4 tỷ đồng. Doanh số trải đều trong cả năm. Với những thông tin sau, hãy xây dựng một báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán vào cuối năm:

- Tiền mặt: tối thiểu bằng 4% doanh số tháng.
- Khoản phải thu: kỳ thu tiền bình quân 60 ngày tính trên doanh số hằng năm.
- Tồn kho: quay vòng 8 lần mỗi năm.
- Tài sản cố định 500 triệu đồng vào thời điểm hiện tại, không tính chi phí khấu hao.
- Khoản phải trả: bằng tiền vật liệu một tháng
- Nợ tích lũy: 3% doanh số tháng.
- Vay ngân hàng: 50 triệu đồng vào thời điểm hiện tại, có thể vay tối đa 250 triệu đồng.
- Nợ dài hạn: 300 triệu đồng vào thời điểm hiện tại.
- Đầu tư TSCĐ mới 235 trđ
- Vốn ban đầu của các cổ đông 100 triệu đồng. Dự kiến sẽ không tăng thêm.
- Thu nhập giữ lại: 500 triệu đồng vào thời điểm hiện tại.
- Lợi nhuận sau thuế biên: 8% doanh số.
- Cổ tức: không.
- Chi phí hàng bán: 60% doanh số.
- Mua nguyên vật liệu: 70% chi phí hàng bán.
- Thuế thu nhập: 25% lợi nhuận trước thuế.
- Một năm là 360 ngày

### 12. Bài

Cửa hàng tạp hóa 7-11 dự đoán doanh số của sáu tháng đến như sau. Toàn bộ doanh số đều là bán tín dụng (triệu đồng)

---

Tháng 5	30		Tháng 8	34
---------	----	--	---------	----

---

## Chương 9

Tháng 6	36	Tháng 9	42
Tháng 7	25	Tháng 10	44

Doanh số tháng Ba và tháng Tư tương ứng là 33 và 32 triệu đồng. Kinh nghiệm cho thấy trong tổng doanh số, 2% không thể thu hồi, 40% được thu vào tháng phát sinh doanh số, 40% được thu sau 1 tháng phát sinh doanh số và 18% thu sau 2 tháng phát sinh doanh số.

Anh (chị) hãy xây dựng một kế hoạch thu tiền mặt từ Tháng Năm đến tháng Mười. Trong suốt 6 tháng này, có bao nhiêu tiền mặt không thu hồi được (tính đến cuối tháng Mười)?

### 13. Bài

Công ty KC cần tài trợ cho một khối lượng lớn hàng tồn kho phục vụ cho mùa cao điểm với tổng giá trị 400 triệu đồng, thời gian sử dụng vốn là 6 tháng. Công ty đang xem xét các cơ hội sau:

- Vay bằng ký gửi hàng tồn kho có giá trị 400 triệu đồng ở kho của một công ty tài chính. Điều khoản huy động vốn: vay được 80% giá trị hàng tồn kho; lãi suất huy động vốn bằng hình thức ký gửi là 12%/năm. Chi phí lưu giữ tồn kho là 7 triệu đồng trong 6 tháng. Phần nhu cầu tài trợ còn lại (80 triệu đồng) được đáp ứng qua việc từ chối chiết khấu tiền mặt trên khoản phải trả với thời hạn tín dụng là 2/10 Net 30; tuy nhiên, công ty cho rằng họ có thể trì hoãn thanh toán cho đến ngày thứ 40 mà không bị ảnh hưởng gì đến quan hệ với nhà cung cấp.
- Một cam kết với nhà cung cấp tồn kho với lãi suất là 20%/năm. Nhà cung cấp sẽ hỗ trợ toàn bộ lượng hàng tồn kho và tính chi phí thanh toán trên tổng giá trị tồn kho.
- Vay ở ngân hàng thương mại với lãi suất 1.5%/tháng.  
Phương án tài trợ nào có chi phí thấp nhất? (Gợi ý: So sánh tổng chi phí tài trợ trong 6 tháng của từng phương án)

### 14. Bài

Công ty bánh kẹo Hải Châu có thông tin từ các báo cáo tài chính sau đây:

<b>Bảng cân đối kết toán vào ngày 31/12</b>		
(triệu đồng)	200X	200X+1
Tiền mặt	45	50
Khoản phải thu	260	310
Tồn kho	320	385
Tài sản ngắn hạn	625	745
Tài sản cố định ròng	985	1100
<i>Tổng tài sản</i>	<i>1610</i>	<i>1845</i>
Khoản phải trả	210	260
Nợ ngắn hạn ngân hàng	110	175
Nợ ngắn hạn	320	435
Nợ dài hạn	205	225
Cổ phiếu thường và vốn bổ sung	290	290
Thu nhập giữ lại	795	895

Tổng nguồn vốn	1610	1845
----------------	------	------

.I Báo cáo thu nhập năm 200X+1 (triệu đồng)

Doanh số	710,00
Chi phí hàng bán	480,00
Khấu hao	30,00
EBIT	200,00
Lãi vay	20,00
Thu nhập chịu thuế	180,00
Thuế	53,45
Lợi nhuận ròng	126,55

- Xây dựng báo cáo nguồn và sử dụng ngân quỹ ( báo cáo luân chuyển tiền tệ).
- Đưa ra một số kết luận từ báo cáo mà bạn xây dựng được.

15. Bài

Ngân hàng Đông Á cho công ty Phương Nam vay một khoản nợ 200 triệu đồng, kỳ hạn 2 năm, lãi suất danh nghĩa hằng năm 10%. Lãi suất cho cả 2 năm phải được trả trước, nghĩa là tổng chi phí tiền lãi phải được thanh toán cùng thời điểm công ty nhận khoản vốn vay. Ngân hàng yêu cầu công ty hoàn lại 200 triệu vốn gốc vào ngày cuối cùng của năm thứ 2.

Anh (chị) hãy tính lãi suất thực hằng năm của khoản nợ.

16. Bài

The Fleming Company, một nhà cung cấp thức ăn đang xem xét thay thế một dây chuyền tại nhà kho ở Thành phố Oklahoma. Dây chuyền hiện đang sử dụng đã được mua từ nhiều năm trước với giá 600.000 USD. Giá trị sổ sách của dây chuyền là 200.000 USD và ban quản lý Fleming dự đoán là có thể bán với giá 150.000 USD vào thời điểm hiện tại. Một dây chuyền mới với công suất cao hơn được bán với giá 1.200.000USD. Chi phí vận chuyển và lắp đặt dự kiến tốn thêm 100.000 USD. Giả sử tỷ suất thuế thu nhập là 40 phần trăm.

Anh (chị) hãy xác định đầu tư ròng của dự án thay dây chuyền mới là bao nhiêu?.

17. Bài

Với những thông tin sau đây, hãy xây dựng một ngân sách ngân quỹ cho công ty Central City trong 6 tháng đầu năm 200X.

- Giá và chi phí đều không đổi
- Doanh số có 75 phần trăm là doanh số tín dụng và 25 phần trăm thu tiền ngay.
- Trong doanh số tín dụng, có 70 phần trăm được thu vào tháng sau của tháng phát sinh doanh số và 20 phần trăm được thu vào tháng thứ hai, 10 phần trăm được thu vào tháng thứ ba sau tháng phát sinh doanh số. Mất mát do nợ xấu không đáng kể.
- Doanh số, bao gồm doanh số thực và doanh số ước đoán như sau :

(đv  
t :  
\$)

Tháng 10 (200X)	250.000	Tháng 3	210.000
Tháng 11	350.000	Tháng 4	350.000
Tháng 12	420.000	Tháng 5	200.000
Tháng 1 (200X+1)	180.000	Tháng 6	150.000
Tháng 2	230.000	Tháng 7	250.000

e. Tiền mua nguyên vật liệu bằng 80 phần trăm doanh số dự đoán của tháng sau được thanh toán thành hai đợt, đợt một thanh toán 70 phần trăm tổng giá trị đơn hàng, đợt hai thanh toán 30 phần trăm còn lại và được thực hiện sau 2 tháng kể từ thời điểm mua (nhận) hàng.

f. Tiền lương phải trả dự kiến như sau:

Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6
32.000\$	46.000\$	51.000\$	52.000\$	38.000\$	41.000\$

g. Tiền thuê mặt bằng là 1.700 USD mỗi tháng.

h. Dự kiến các khoản chi khác sẽ là 6.000 USD mỗi tháng

i. Tiền lãi phải trả là 7.900 USD vào ngày cuối cùng của mỗi quý và dự kiến sẽ không trả cổ tức trong thời gian này.

j. Thuế thu nhập trả trước cho năm 200X+1 là 40.000 USD, trả vào tháng 3.

k. Dự kiến sẽ đầu tư 25.000 USD vốn dài hạn vào tháng 4.

l. Công ty có số dư tiền mặt 50.000 USD vào ngày 31 tháng 12 năm 200X và đây cũng là mức tiền mặt tối thiểu cần duy trì. Vốn có thể được vay theo bội số của 10.000 USD.

### 18. Bài

Công ty Atlantic Control mua một máy cái từ hai năm trước với chi phí 70.000 USD. Vào lúc đó, chu kỳ kinh tế của máy dự kiến là 6 năm và giá trị thanh lý dự kiến là 10.000 USD vào cuối chu kỳ. Máy được khấu hao theo phương pháp đường thẳng.

Công ty có thể mua một máy mới với giá 80.000USD bao gồm chi phí vận chuyển và cài đặt. Máy mới có chu kỳ kinh tế dự kiến là 4 năm. Phương pháp khấu hao sử dụng là phương pháp MARCS và được khấu hao theo nhóm tài sản khấu hao 4năm (tỷ lệ khấu hao tương ứng từ năm 1 đến năm 4 là (33,33%; 44,45%; 14,81% và 7,41%). Trong 4 năm, máy mới sẽ làm giảm chi phí hoạt động 20.000 USD mỗi năm ( chi phí. Doanh số dự đoán sẽ không thay đổi nhưng vẫn cần thêm 4.000 USD vốn luân chuyển ròng. Vào cuối chu kỳ kinh tế, người ta dự đoán là sẽ bán chiếc máy này với giá 2.500 USD.

Hiện tại, máy cũ có thể được bán với giá 20.000 USD. Nếu không thay thế máy mới, công ty nghĩ là họ vẫn có thể tiếp tục sử dụng máy cũ trong 4 năm nữa. Tỷ suất thuế thu nhập của Atlantic là 40 phần trăm, và tỷ suất sinh lợi cần thiết là 10 phần trăm.

- Nếu Công ty mua máy mới, khoản tiền đầu tư ban đầu là bao nhiêu?
- Dòng ngân quỹ hoạt động tăng thêm mỗi năm trong suốt chu kỳ dự án nhờ thay thế máy cũ là bao nhiêu?
- Ngân quỹ vào cuối năm 4 là bao nhiêu?

## 19. Bài

Công ty Vanity Press có doanh số tín dụng là 1,6 triệu USD và lợi nhuận gộp biên là 35 phần trăm.

- a. Nếu công ty muốn duy trì kỳ thu tiền bình quân là 50 ngày và nếu toàn bộ doanh thu của công ty là doanh thu tín dụng thì công ty phải có khoản phải thu là bao nhiêu (một năm lấy 360 ngày)
- a. Vòng quay tồn kho bình quân ngành là 6 vòng, công ty nên duy trì mức tồn kho bình quân tối thiểu là bao nhiêu để đạt được thông số quay vòng tồn kho bằng với bình quân của ngành?

## 20. Bài

Công ty Nam Á có 9 nhà máy hoạt động ở 7 tỉnh trong cả nước. Doanh số của năm trước là 100 tỷ đồng và bảng cân đối kế toán vào cuối năm tăng theo phần trăm doanh số của năm trước (sẽ tiếp tục trong tương lai). Toàn bộ tài sản và nợ ngắn hạn sẽ biến đổi trực tiếp theo doanh số.

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)			
Tài sản	200X	Nguồn vốn	200X
Tiền mặt	3	Khoản phải trả	15
Khoản phải thu	20	Nợ lương tích lũy	2
Tồn kho	23	Nợ thuế tích lũy	8
Tổng tài sản ngắn hạn	45	Nợ ngắn hạn	25
Tài sản cố định ròng	40	Nợ dài hạn	10
		Vốn góp	15
		Thu nhập giữ lại	35
Tổng tài sản	85	Tổng nợ và vốn chủ	85

Lợi nhuận sau thuế biên sau thuế của công ty là 7% và tỷ lệ trả cổ tức là 40%. Nếu doanh số tăng 10% trong năm đến, hãy xác định nguồn vốn cần thiết tăng thêm để tài trợ cho phần doanh số tăng thêm này (bỏ qua ảnh hưởng ngược lại của tài trợ).

## 21. Bài

Công ty Tân Linh đang xây dựng một chính sách tài sản ngắn hạn. Hiện tại công ty có EBIT (thu nhập trước thuế và chi phí tiền lãi) là 400 triệu đồng và công ty có kế hoạch duy trì thông số nợ trên tổng tài sản là 50%. Lãi suất là 10% đối với tất cả các khoản vốn vay. Hiện tại công ty có TSCĐ là 600 triệu đồng. Ba chính sách tài sản ngắn hạn đang xem xét có mức tài sản ngắn hạn lần lượt bằng 40, 50 và 60 phần trăm doanh số (3 tỷ đồng). Thuế suất của công ty là 25%. Dự đoán thu nhập trên vốn chủ ROE của từng phương án là bao nhiêu?

## 22. Bài

Công ty Fresno Finial đang xem xét kế hoạch tự động hóa bộ phận lắp ráp. Giám đốc nhà máy, ông Mel Content đã tập hợp các thông tin sau đây:

## Chương 9

- Dự án tự động hóa sẽ làm giảm chi phí lao động 150.000 USD mỗi năm.
- Tiết kiệm chi phí nguyên liệu hàng năm ở mức 50.000 USD.
- Thiết bị mới có chi phí 500.000 USD. Thiết bị sẽ được khấu hao theo phương pháp MARCS với tài sản thuộc nhóm khấu hao bốn năm (tỷ lệ khấu hao theo thứ tự từ năm 1 đến năm 4 là 33,33%; 44,45%; 14,81% và 7,41%). Giá trị thanh lý dự đoán của thiết bị là 50.000 USD.
- Chi phí bảo trì hàng năm sẽ tăng từ 2.000 USD lên 8.000 USD.
- Công ty chịu mức thuế thu nhập 40%.

Hãy tính dòng ngân quỹ của dự án trong suốt thời gian hoạt động 04 năm ?

### 23. Bài

Công ty CC đang xem xét thay thế hai máy cũ bằng một cái máy mới hiệu quả hơn. Họ xác định rằng dòng ngân quỹ hoạt động tăng thêm sau thuế của dự án thay thế sẽ như sau :

Cuối năm (nghìn đồng)				
Năm	0	1	2	3
Ngân quỹ	- 404.424	86.890	106.474	91.612

Cuối năm					
Năm	4	5	6	7	8
Ngân quỹ	84.801	84.801	75.400	66.000	92.400

Giá trị hiện tại của dự án là bao nhiêu nếu tỷ suất sinh lợi cần thiết là 14%? Có nên chấp nhận dự án hay không ?

Bài Công ty dược phẩm Phương Đông là một nhà phân phối dược phẩm. Công ty có kỳ thu tiền bình quân tương đối dài vì nhiều khách hàng của họ đang gặp phải khó khăn về khả năng thanh toán nên đã trì hoãn việc thanh toán. Hơn nữa, tỷ lệ mất mát do nợ xấu cao vì nhiều công ty dược phẩm nhỏ đã phải đóng cửa do những khó khăn về tài chính.

Để tránh những vấn đề này trong tương lai. Công ty Phương Đông đang xem xét kế hoạch xây dựng lại các tiêu chuẩn tín dụng chặt chẽ hơn để giữ cho kỳ thu tiền bình quân và mất mát do nợ xấu không tăng cao vượt mức có thể chấp nhận. Đặc biệt, công ty dự định sẽ từ chối cấp thêm tín dụng cho các khách hàng thanh toán trễ hơn 15 ngày tính từ ngày hết hạn thanh toán trên hóa đơn của họ.

Sự thay đổi về chính sách tín dụng này dự đoán sẽ làm giảm 20% doanh số hàng năm so với mức hiện tại là 6,5 tỷ, giảm kỳ thu tiền bình quân từ 110 ngày xuống còn 75 ngày và tỷ lệ mất mát do nợ xấu giảm từ 8% xuống 4%. Do doanh số dự đoán giảm xuống, công ty dự tính tồn kho cũng sẽ giảm 250 triệu. Tỷ lệ chi phí biến đổi của công ty là 75%, tỷ suất thu nhập trước thuế cần thiết trên vốn đầu tư vào khoản phải thu và tồn kho là 15%.

Anh (chị) hãy xác định ảnh hưởng ròng của kế hoạch này lên lợi nhuận trước thuế của công ty dược phẩm Phương Đông.

### 24. Bài

Công ty Nhật Huy có cơ hội đầu tư một linh kiện mới thay thế hai chiếc máy cũ hiện đang dùng. Thiết bị mới được bán với giá 570 triệu đồng và cần thêm một khoản



## Chương 9

chi phí 30 triệu đồng để lắp đặt và vận chuyển. Thiết bị mới đòi hỏi công ty phải tăng vốn luân chuyển ròng thêm 20 triệu đồng. Cả hai máy cũ đều có thể bán đi - cái thứ nhất được bán với giá 100 triệu đồng (giá trị sổ sách là 95 triệu đồng) và máy thứ hai bán với giá 150 triệu đồng (giá trị sổ sách là 75 triệu đồng). Tỷ suất thuế thu nhập của công ty là 40 phần trăm. Tính khoản tiền đầu tư cho dự án này.

### 25. Bài

Sử dụng dữ liệu trong bảng sau của một số công ty trong cùng ngành.

- Tính vòng quay tài sản, lợi nhuận sau thuế biên, và thu nhập trên vốn chủ của mỗi công ty.
- Đánh giá hiệu quả của công ty bằng cách so sánh các công ty với nhau. Công ty nào có dấu hiệu nào cần quan tâm? Anh (chị) có những đề xuất gì cho công ty hoạt động kém hơn? Anh (chị) cần đề xuất thêm dữ liệu nào để phân tích?

(Tỷ đồng)	A	B	C	D
Doanh số	20	10	15	25
Lợi nhuận sau thuế sau thuế	3	0,5	2,25	3
Tổng tài sản	15	7,5	15	24
Vốn chủ	10	5	14	10

### 26. Bài

Cổ phiếu của công ty sản xuất thép NK hiện đang được bán với giá 50.000 đồng một cổ phiếu. Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu là 125.000 đồng. Ngược lại, giá trên mỗi cổ phiếu của Data là 40.000 đồng, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu là 10.000 đồng. Tại sao hai công ty này có thông số Giá thị trường trên giá sổ sách (MBV) khác nhau nhiều như vậy?

### 27. Bài

Công ty Barnes đang triển khai một dự án mới và do vậy họ cần phải vay 95.000 USD để đầu tư cho vốn ngắn hạn tăng thêm. Người ta đã xác định rằng có ba nguồn vốn khả thi :

- Tín dụng thương mại: công ty mua khoản 50.000 USD nguyên vật liệu mỗi tháng với thời hạn 3/30 net 90. Công ty hiện đang nhận chiết khấu giảm giá nếu thanh toán sớm.
- Vay ngân hàng: ngân hàng cho công ty vay 106.000 USD với lãi suất 13%. Hợp đồng vay này sẽ yêu cầu 10% số dư bù trừ.
- Chuyển nhượng : một công ty sẽ mua khoản phải thu của công ty (150.000 USD mỗi tháng) với kỳ thu tiền bình quân 30 ngày. Công ty này sẽ tạm ứng 75% giá trị của khoản phải thu với chi phí 12%/năm. Công ty này cũng sẽ tính 2 phần trăm lệ phí trên toàn bộ khoản phải thu mà họ mua lại. Họ ước tính là dịch vụ này sẽ tiết kiệm cho công ty Barnes 2500 USD mỗi tháng bao gồm cả chi phí cho bộ phận tín dụng và chi phí do nợ xấu.

Barnes nên lựa chọn phương án nào xét theo phần trăm chi phí hàng năm ?

**28. Bài**

Công ty Bảo An đang lập kế hoạch cho một chương trình đầu tư 750 triệu đồng vốn cho năm sau. Năm đến, công ty ước tính sẽ có 400 triệu thu nhập trước thuế và lãi. Hiện tại, họ có 200 triệu vốn chủ được phát hành và giao dịch. Trả cổ tức dự kiến sẽ tăng từ mức hiện tại là 100 triệu lên 120 triệu. Công ty ước tính là nhu cầu tài sản ngắn hạn sẽ tăng từ mức hiện tại 250 triệu đồng lên 300 triệu đồng. Nợ ngắn hạn, không kể vay ngắn hạn ngân hàng dự kiến sẽ tăng từ 150 triệu lên 170 triệu. Trong năm đến, công ty sẽ trả 50 triệu đồng tiền lãi và hoàn trả 80 triệu đồng vốn vay dài hạn. Khấu hao của năm đến dự kiến là 150 triệu trong báo cáo tài chính của công ty nhưng trong báo cáo kế toán (mục tiêu tính thuế), khấu hao sẽ tính là 180 triệu đồng.

Trong năm đến, công ty Bảo An sẽ phải cần phải vay thêm bao nhiêu từ nguồn vốn bên ngoài?

Bài Công ty Nam Việt hiện có 8 cửa hàng trong thành phố. Công ty muốn mở rộng thêm hai cửa hàng nữa và cần phải vay ngân hàng để thực hiện kế hoạch này. Ngân hàng sẽ đồng ý tài trợ cho hoạt động này nếu công ty có thể giải trình bằng một kế hoạch tài chính hợp lý từ tháng Một đến tháng Ba. Doanh số (nghìn đồng) thực tế và dự đoán như sau:

Tháng 11	200.000	Tháng 2	320.000
Tháng 12	220.000	Tháng 3	340.000
Tháng 1 (dự đoán)	280.000	Tháng 4	330.000

Trong toàn bộ doanh số có 40% là thu tiền ngay và 60% còn lại là doanh số tín dụng. Trong doanh số tín dụng, có 30% trả vào tháng thứ nhất sau tháng phát sinh doanh số và 70% còn lại thu vào tháng thứ hai sau tháng phát sinh doanh số. Chi phí nguyên vật liệu bằng 30% doanh số và được mua từng tháng với một số lượng đủ để trang trải doanh số dự đoán của tháng sau. Chi phí nguyên vật liệu được trả sau một tháng kể từ lúc nhận. Chi phí lao động bằng 40% doanh số và được trả vào tháng phát sinh doanh số. Chi phí bán hàng bằng 5% doanh số và cũng được trả vào tháng phát sinh doanh số. Chi phí quản lý chung là 28 triệu đồng tiền mặt mỗi tháng. Chi phí khấu hao là 10 triệu mỗi tháng. Công ty phải trả 8 triệu tiền thuế vào tháng Một và trả 2 triệu cổ tức vào tháng Ba. Số dư tiền mặt đầu tháng Một là 80 triệu và số dư tối thiểu mà công ty cần duy trì là 75 triệu.

Anh (chị) hãy xây dựng một kế hoạch thu chi tiền mặt hàng tháng, ngân sách ngân quỹ cùng với kế hoạch vay và trả từ Tháng Một đến tháng ba, lập dự toán thu nhập nhập qui I.

**29. Bài**

Công ty Blackhawk Supply đang bán hàng với thời hạn Net 45. Doanh số của các khách hàng hiện tại là 21,9 triệu USD. Hiện tại, kỳ thu tiền bình quân là 55 ngày. Công ty đang xem xét để chiết khấu 2% tiền mặt cho những hóa đơn trả trong vòng 10 ngày. Công ty dự đoán sẽ có 50% khách hàng nhận chiết khấu và kỳ thu tiền bình quân sẽ giảm xuống còn 35 ngày. Tỷ suất sinh lợi trước thuế cần thiết trên vốn đầu tư vào khoản phải thu là 18%.

Anh (chị) hãy xác định ảnh hưởng lên lợi nhuận trước thuế của Blackhawk khi cấp 2% chiết khấu tiền mặt.

### 30. Bài

Công ty Huckin đang xem xét hai dự án loại trừ nhau. Dự án A sẽ đầu tư 40 tỷ đồng cho một nhà máy hiện đại có quy mô lớn. Dự án này sẽ đem lại dòng ngân quỹ dự đoán mỗi năm 6,4 tỷ đồng trong 20 năm. Dự án B sẽ đầu tư 12 tỷ đồng để xây dựng một nhà máy tương đối kém hiện đại hơn và năng suất thấp hơn. Dòng ngân quỹ dự đoán của dự án này là 2,72 tỷ đồng mỗi năm trong 20 năm. Tỷ suất sinh lợi cần thiết của dự án là 10%.

Tính NPV và IRR của mỗi dự án

### 31. Bài

Công ty Dệt QT có tổng tài sản là 100 tỷ đồng. Trong số này, 40 tỷ được tài trợ bằng vốn chủ và 60 tỷ được tài trợ bằng vốn vay (cả ngắn hạn và dài hạn). Số dư khoản phải thu bình quân là 20 tỷ và kỳ thu tiền bình quân là 80 ngày. Công ty tin rằng họ có thể giảm kỳ thu tiền bình quân từ 80 ngày xuống còn 60 ngày mà không làm ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận sau thuế sau thuế (hiện tại là 5 tỷ đồng). Hành động này sẽ ảnh hưởng đến thu nhập trên vốn đầu tư (ROA) và thu nhập trên vốn chủ (ROE) như thế nào nếu số tiền có được nhờ giảm kỳ thu tiền bình quân được sử dụng để mua lại cổ phiếu ở giá sổ sách. Hành động này sẽ ảnh hưởng đến thông số nợ của công ty QT như thế nào?

### 32. Bài

Công ty Tương Lai đang đánh giá để mở rộng tín dụng cho một nhóm khách hàng. Mặc dầu nhóm khách hàng này sẽ làm doanh số tăng thêm 180 triệu đồng và vòng quay khoản phải thu là 5 lần, nhưng 12 % trong số này là không thể thu hồi được. Công ty cũng sẽ tốn thêm 15,7 triệu đồng chi phí thu hồi nợ của khách hàng. Chi phí sản xuất và Marketing chiếm 70% doanh số. Công ty có tỷ suất thuế thu nhập 25%. Không cần phải tăng thêm tài sản để đáp ứng cho doanh số tăng thêm này. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của công ty là 10 phần trăm.

- Công ty có nên mở rộng tín dụng cho nhóm khách hàng này không ?
- Có nên mở rộng tín dụng không, nếu tỷ lệ doanh số không thể thu hồi là 15%?
- Công ty có nên mở rộng tín dụng không nếu vòng quay khoản phải thu còn 1,5 và 12% doanh số không thể thu hồi ?

### 33. Bài

Công ty Hoàng Gia có một cam kết tín dụng với ngân hàng, với cam kết này, họ có thể vay tối đa 1000 triệu đồng với lãi suất 11%. Hợp đồng yêu cầu công ty phải duy trì 10% số dư bù trừ trên số vốn vay trong cam kết và trả 0,5% phí cam kết tính trên phần tín dụng không sử dụng. Giả sử công ty không có tiền mặt tại ngân hàng để có thể đáp ứng yêu cầu về số dư bù trừ. Xác định chi phí tài trợ cho các khoản tiền vay 600 triệu đồng với cam kết này.

### 34. Bài

## Chương 9

Công ty Tân Hoa đang dự định mua một chiếc máy nghiền mới với giá 100 triệu đồng. Chi phí vận chuyển và lắp đặt là 2,5 triệu đồng. Nếu được chấp nhận, dự án sẽ cần một khoản vốn luân chuyển ròng 20 triệu đồng. Công ty dự kiến tính khấu hao theo phương pháp đường thẳng với chu kỳ sống 8 năm. Khoảng 1 năm trước, Tân Hoa đã trả 10 triệu đồng cho một công ty tư vấn để nghiên cứu tính khả thi của chiếc máy mới này. Tỷ suất sinh lời mong đợi của vốn là 16%.

- Tính đầu tư ròng của dự án
- Tính khấu hao theo đường thẳng hàng năm của dự án.

### 35. Bài

Yolanda Williams năm nay 36 tuổi và bắt đầu lập kế hoạch cho thời kỳ về hưu của cô. Cô muốn để dành lại vào cuối mỗi năm một khoản tiền bằng nhau trong suốt 25 năm đến để cô có thể về hưu năm cô 60 tuổi. Cô kỳ vọng sẽ sống đến năm 80 tuổi và có thể rút mỗi năm 50 triệu đồng từ tài khoản của mình từ khi sinh nhật lần thứ 61 đến lần thứ 80 của cô. Tài khoản dự kiến có lãi suất sinh lời là 10% mỗi năm cho toàn bộ thời gian. Xác định khoản tiền hàng năm mà cô phải gửi vào tài khoản.

### 36. Bài

Cty Brakenridge Industries đang xem xét hai phương án đầu tư và tài trợ vốn luân chuyển như sau:

	Chính sách A	Chính sách B
Tài sản ngắn hạn /Doanh số	50%	30%
Nợ ngắn hạn/Tổng nợ	40%	50%

Doanh số dự kiến năm sau là 30 triệu USD. Thu nhập trước thuế và tiền lãi (EBIT) dự kiến là 25% trên doanh số. Tài sản cố định là 30 triệu USD. Tỷ suất thuế thu nhập của công ty là 40%. Brakenridge muốn duy trì cấu trúc vốn hiện tại bao gồm 50% vốn vay và 50% vốn chủ. Lãi suất nợ ngắn hạn và dài hạn tương ứng là 9% và 12%.

- Xác định tỷ suất thu nhập kỳ vọng trên vốn chủ của mỗi chính sách vốn luân chuyển.
- Chính sách nào rủi ro hơn? Giải thích.

### 37. Bài

Điền vào bảng cân đối kế toán của công ty JC dựa trên các thông tin sau đây (giả sử một năm có 365 ngày):

Doanh số	3.600.000.000 đồng
Vòng quay tổng tài sản	4 vòng
Khả năng thanh toán hiện thời	2/1
Khả năng thanh toán nhanh	1/1
Kỳ thu tiền bình quân	20 ngày
Tổng nợ trên tổng tài sản	0,4

.I.1. TÀI SẢN		.I.2. NGUỒN VỐN	
Tiền mặt	?	Nợ phải trả	?
Khoản phải thu	?	Nợ ngắn hạn	?
Tồn kho	?	Nợ dài hạn	100
Tổng tài sản ngắn hạn	?	Vốn chủ	?
Tài sản cố định	?		
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>?</b>	<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>?</b>

**38. Bài**

Nhằm đẩy nhanh tốc độ thu khoản phải thu, công ty kinh doanh lớp ô tô Thiên Ân đang xem xét mở rộng quy mô chiết khấu tiền mặt bằng cách thay đổi thời hạn tín dụng từ 1/10 Net 30 lên 2/10 Net 30. Hiện tại, kỳ thu tiền bình quân của công ty là 43 ngày. Với chính sách tín dụng mới, người ta dự đoán kỳ thu tiền bình quân sẽ giảm xuống còn 28 ngày. Hơn nữa, tỷ lệ khách hàng chấp nhận chiết khấu dự đoán sẽ tăng lên từ 50% lên 70% khi áp dụng chính sách mới này. Mất mát do nợ xấu hiện tại là 4% và dự đoán là sẽ không thay đổi đáng kể. Doanh số tín dụng hàng năm là 35 tỷ đồng, tỷ lệ chi phí biến đổi là 60% và tỷ suất sinh lợi trước thuế cần thiết trên đầu tư vào khoản phải thu là 14%. Công ty ước tính là mức tồn kho sẽ không thay đổi do sự thay đổi về thời hạn tín dụng.

Giả sử công ty Thiên Ân quyết định tăng quy mô chiết khấu tiền mặt, anh (chị) hãy xác định ảnh hưởng ròng của chính sách này lên lợi nhuận trước thuế của công ty.

**39. Bài**

Công ty Thompson Electronics hiện tại đang được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ và có tổng tài sản bằng 100 triệu USD. Lợi nhuận sau thuế hiện tại của công ty là 9 triệu USD và tỷ suất thuế thu nhập bình quân là 40%. Ngoài ra, công ty có 4 triệu cổ phiếu thường đang được mua bán trên thị trường và cổ tức hàng năm hiện tại là 0,75 USD/cổ phiếu. Hiện tại, công ty có thể vay vốn với thời hạn vĩnh viễn (nghĩa là nợ không xác định ngày đáo hạn), lãi suất 10%/ năm. Công ty phải vay bao nhiêu để tăng tỷ lệ thu nhập trên vốn chủ lên mức 15%.

**40. Bài**

Piedmont Products Inc. (PPI) có mức doanh thu hiện tại là 6 tỷ đồng. Công ty dự kiến doanh số sẽ tăng lên 8 tỷ đồng trong năm đến. Hiện tại, PPI có khoản phải thu là 900 triệu đồng, tồn kho là 1,5 tỷ đồng và tài sản cố định ròng là 2,1. Tài sản dự kiến tăng lên cùng tỷ lệ với doanh số trong năm đến. Khoản phải trả dự kiến tăng từ mức hiện tại là 1,5 tỷ lên 1,9 tỷ đồng trong năm đến. PPI muốn tăng số dư tiền mặt vào cuối năm đến lên khoản 300 triệu đồng so với mức hiện tại. Thu nhập sau thuế trong năm đến dự kiến là 1,2 tỷ đồng. PPI lập kế hoạch trả 200 triệu cổ tức. Tỷ suất thuế thu nhập của công ty là 40%.

Hãy xác định nhu cầu tài trợ bên ngoài của PPI trong năm đến.

**41. Bài**

Một ngân hàng phát hành một khoản cho vay 10.000 USD một năm trước đây với lãi suất 10% trong 5 năm, công ty phải hoàn trả đều hàng năm. Tính khoản tiền trả đều hàng năm và lập kế hoạch vay trả nợ?. Giả sử lãi suất hiện tại của cùng một

## Chương 9

khoản vay tương tự là 12%, mà một tổ chức tài chính khác đang áp dụng. Vậy, nếu cần trả đều hàng năm cho khoản nợ tương tự trên tổ chức tài chính khác sẽ là bao nhiêu và có gì khác so với ngân hàng hay không ?

### 42. Bài

Công ty Nhật Linh chuyên bán phân bón và thuốc trừ sâu cho các cửa hàng bán lẻ trong toàn quốc với thời hạn 2/10 Net 30. Hiện tại, công ty không cấp tín dụng cho các khách hàng nhóm 3 và nhóm 4 theo đánh giá tín dụng của ngân hàng. Ước tính công ty có thể tăng thêm 547,5 triệu doanh số mỗi năm nếu họ nới rộng tín dụng cho nhóm khách hàng 3. Kỳ thu tiền bình quân dự đoán là của nhóm khách hàng này là 75 ngày và tỷ lệ mất mát do nợ xấu dự kiến là 5 phần trăm. Công ty cũng dự đoán cần tăng mức đầu tư vào tồn kho 80 triệu đồng để hỗ trợ cho doanh số tăng thêm. Khoảng 10 phần trăm khách hàng này dự đoán là sẽ nhận chiết khấu. Tỷ lệ chi phí biến đổi của công ty là 0,75 và tỷ suất sinh lợi cần thiết trước thuế trên đầu tư vào tài sản ngắn hạn là 18 phần trăm.

Anh (chị) hãy xác định lợi nhuận tăng thêm ròng khi công ty nới rộng tín dụng cho khách hàng nhóm 3.

### 43. Bài

Ông Nhật, giám đốc công ty Á Đông đang thương lượng với Ngân hàng Đông Á về một khoản vay 50 triệu đồng trong 1 năm. Ngân hàng đã cho công ty các phương án sau đây. Tính lãi suất thực của mỗi một phương án. Phương án nào có lãi suất thực thấp nhất?

- Lãi suất 12%/năm trên khoản nợ vay mà không cần số dư bù trừ và tiền lãi phải trả vào ngày cuối cùng của thời hạn nợ.
- Lãi suất 9%/năm với 20% số dư bù trừ và lãi được trả vào ngày cuối cùng của thời hạn nợ.
- Lãi suất 8,75%/năm trên khoản vay chiết khấu tiền lãi (lãi trả trước vào thời điểm vay) và yêu cầu phải có 15% số dư bù trừ.

### 44. Bài

Công ty Huy Thành là một công kinh doanh hàng dệt may nổi tiếng. Bảng tổng kết tài sản của công ty năm 20x1 và 20x2 cùng với các thông tin từ báo cáo thu nhập của công ty như sau :

Thông tin từ bảng tổng kết tài sản kết thúc ngày 31 tháng 12 (tỷ đồng)

	20x1	20x2
Tiền mặt và chứng khoán ngắn hạn	20	10,2
Khoản phải thu	80	90
Tồn kho	101	135
Tài sản cố định	300	345
Khoản phải trả	8	15
Nợ tích lũy	27	30
Nợ ngân hàng	18	20
Trái phiếu	128	152,2
Cổ phần thường (11 triệu cổ phiếu)	65	65

Thông tin từ báo cáo thu nhập ngày 31/12 (tỷ đồng)

	20x2
Lợi nhuận ròng	27
Cộng : Khấu hao	30
Dòng ngân quỹ gộp từ hoạt động	57
Trả cổ tức	14

- Anh (chị) hãy xây dựng báo cáo nguồn và sử dụng ngân quỹ ( báo cáo luân chuyển tiền tệ).
- Đưa ra một số kết luận từ báo cáo đã xây dựng.

45. Bài

Lập kế hoạch trả vay (bao gồm trả vốn và trả lãi ) cho khoản vay ngân hàng 800 triệu đồng, thời hạn vay 5 năm với lãi suất 8%/ năm, ghép lãi mỗi năm một lần. Biết rằng , ngân hàng yêu cầu :

- Khoản thanh toán đều vào cuối mỗi năm ?
- Trả vốn gốc đều vào cuối mỗi năm cộng với tiền lãi ở mỗi năm ?
- Vẽ biểu đồ ngân quỹ cho hai trường hợp trên ?

46. Bài

Một công ty đang xem xét đầu tư mở rộng qui mô sản xuất hiện tại bằng cách mua thiết bị mới với giá 1200trđ, chi phí lắp đặt 300 triệu đồng. Thiết bị mới có thời hạn khấu hao 4 năm, khấu hao trên tổng cộng số năm. Giá trị thanh lý dự kiến là 200 triệu đồng và nhu cầu vốn luân chuyển ròng là 100 triệu đồng.

Giả sử nhu cầu vốn đầu tư cần vay ngân hàng với lãi suất 8%/ năm . Vốn vay trong phạm vi sẽ không làm thay đổi tỷ lệ vốn vay / vốn tự có là 1/3 và ngân hàng yêu cầu thanh toán khoản vay đều vào cuối mỗi năm trong 4 năm.

Doanh thu và chi phí hoạt động của dự án dự kiến như sau :

Năm hoạt động	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Doanh thu	1000	1200	1200	1000
Chi phí hoạt động	500	500	600	600

Biết rằng, chi phí vốn tự có là 12% và thuế suất thu nhập công ty là 40%

- Hãy xác định tỷ suất sinh lời nội bộ (IRR) của dự án ?
- Hãy lập kế hoạch trả vay ( trả vốn gốc và trả lãi ) ? Nhận xét ?
- Hãy đánh giá dự án bằng tiêu chuẩn NPV ?

47. Bài

Doanh số hiện tại của doanh nghiệp An Bình là 500 tr.đồng, chi phí biến đổi trên giá bán là 86%, chi phí cơ hội vốn đầu tư là 30%. DN dự định mở rộng tiêu chuẩn tín dụng cho các nhóm khách hàng A, B, C trên cơ sở các thông tin sau :

	Hiện tại	Nhóm A	Nhóm B	Nhóm C

## Chương 9

Doanh số tín dụng (Tr.đ)	560	540	560	570
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	35	40	45	120

A. Doanh nghiệp nên mở rộng đến nhóm khách hàng nào ?

B. Hiện tại doanh nghiệp đang áp dụng thời hạn tín dụng NET 30, DN xem xét kéo dài thời hạn tín dụng cho khách hàng với dự kiến sau

	NET 30	NET 45	NET 60
Doanh số tín dụng (Tr.đ)	560	620	640
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	45	50	72

Doanh nghiệp nên áp dụng thời hạn tín dụng nào ?

48. Bài

Bài Để hiện đại hóa dây chuyền sản xuất, doanh nghiệp dự định thay thế máy móc cũ bằng máy móc mới. Phần tài sản mới có giá trị 4200 Tr.đ, vốn luân chuyển ròng tăng thêm 600 Tr.đ. Tài sản cố định cũ có giá trị còn lại 420 Tr.đ có thể bán với giá 320 Tr.đ. Các tài sản này đều được khấu hao đều trong vòng 4 năm. Chi phí cơ hội vốn chủ sở hữu là 15%/ năm. Doanh nghiệp chịu thuế thu nhập với thuế suất 25%.

Kết quả đầu tư dự kiến như sau : ( Đơn vị tính : Tr.đ)

	Năm	1	2	3	4
Doanh số tăng thêm		2600	3000	3200	3000
Chi phí tăng thêm ( không kể Khấu hao)		700	800	900	800

- Hãy lập ngân sách cho dự án và tính tỷ suất sinh lời nội bộ IRR của dự án ?
- Doanh nghiệp muốn duy trì tỷ lệ vốn vay trên vốn dài hạn là 5/7, doanh nghiệp vay vốn với lãi suất 12%/năm, phí tổn thủ tục vay vốn là 1%/ năm, trả nợ đều trong vòng 4 năm. Hãy lập lịch trình trả nợ cho dự án. ?
- Hãy tính phí tổn toàn bộ vốn và NPV của dự án ?

49.

Tính các thông số tài chính, nếu biết các thông tin rút gọn trong các báo cáo tài chính sau:

Tài sản	Năm_1	Năm_2	Nguồn vốn	Năm_1	Năm_2
TSản ngắn hạn	240	320	Nợ phải trả	300	370
Tiền mặt	20	50	Nợ ngắn hạn	100	120
Khoản phải thu	120	150	Nợ dài hạn	200	250
Tồn kho	100	120	Vốn chủ	440	530
TSCĐ	500	580	Vốn điều lệ	350	350
Nguyên giá	600	700	Tăng vốn	20	60
Hao mòn	100	120	Thu nhập giữ lại	70	120
<b>Tổng tài sản</b>	<b>740</b>	<b>900</b>	<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>740</b>	<b>900</b>
		Doanh thu thuần		600	800
		Giá vốn hàng bán		450	650
		Lợi nhuận gộp		150	150
		Chi phí bán hàng & QLphí		20	30



## Chương 9

Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	130	120
Chi phí tiền lãi	10	12
Thu nhập trước thuế (EBT)	120	108
Thuế thu nhập	48	43.2
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	72	64.8

- A. Hãy đưa ra nhận định về tính hình tài chính của công ty?  
B. Lập bảng báo cáo luân chuyển tiền tệ năm thứ 2, biết mức khấu hao năm sau là 60 trđ.

### 50. Bài

Tính khoản tiền vay; trả lãi và trả vốn ở các năm biết các thông tin sau:

- Nhu cầu vốn dài hạn là 5700 Tr.đ
- Chi phí thủ tục và thẩm định dự án để được vay vốn là 0.5% trên nhu cầu vốn. Chi phí này chi trả ngay tại thời điểm vay.
- Thời hạn vay 6 năm
- Lãi suất vay (lãi kép ghép lãi vào cuối mỗi năm) = 6%
- Ngân hàng yêu cầu cứ hai năm trả một lần với mức trả đều (trả cố định) mỗi lần

### 51. Bài

Một công ty có tổng tài sản 10000trđ; tỷ trọng vốn thường xuyên bằng 85%;

Đòn bẩy nợ (nợ dài hạn trên vốn dài hạn) = 1/4; Lãi suất vay dài hạn 8%/năm.

Công ty có huy động vốn từ cổ phiếu ưu đãi với tỷ lệ chi trả cổ tức 7,5%.

Tỷ trọng nguồn vốn từ cổ phiếu ưu đãi bằng 1/4 vốn thường xuyên. Với các thông tin sau:

- Chi phí cố định một năm = 120 Tr.đ
- Giá bán một đơn vị sản phẩm = 10.000 đồng/sp
- Biến phí trên một sản phẩm = 8000 đồng/sp

Hãy tính Ed (đòn bẩy tài chính) ở các mức sản lượng:

$Q_1 = 140000$  ;  $Q_2 = 160000$  với Thuế suất thuế thu nhập 25%.

Hãy đưa ra nhận định của Anh (Chị) ?

### 52. Bài

Bài Phí tổn vốn của từng khách hàng

K hàng	% Doanh thu	Phí tổn vốn b/q có thể huy động được
A	29%	8%

## Chương 9

B	26%	8.50%
C	20%	9%
D	10%	10%
E	15%	14%

a\_ Hãy đưa ra mức chiết khấu phù hợp để có thể huy động ít nhất 30% sản lượng trả sớm

theo chính sách bán hàng: k/10, Net 90

b\_ Còn nếu công ty muốn khoản phải thu trung bình chiếm 20% sản lượng của các khách hàng trên, thì chiết khấu giảm giá phải bao nhiêu.

### 53. Bài

: Một người muốn cho con mình năm 18 tuổi, khi con mình vào đại học sẽ có được khoản tiền hàng năm là 15000\$ để học tập và sinh sống. Ông muốn rút khoản tiền này vào đầu mỗi năm với thời gian học đại học 5 năm và có tính đến lạm phát 2%/năm. Hiện tại ông ta đã gửi ngân hàng 8000\$ và cứ đầu mỗi năm lại gửi tiếp một khoản tiền bằng nhau.

Hỏi hàng năm ông ta phải gửi bao nhiêu vào đầu mỗi năm? Biết lãi suất là 6% và con ông ta hiện nay mới 12 tuổi

### 54. Bài

Một công ty người ta dự báo sản lượng bán ra trong sáu tháng đầu năm như sau:

	Th1	Th2	Th3	Th4	Th5	Th6	Tổng
SL	2000	2500	3000	3500	4200	5000	20200

Bộ phận Marketing cung cấp các dữ liệu trên và cho biết giá bán là 119880 đ/sp

Bán hàng theo hình thức như sau;

Thu tiền ngay = 20%; thu sau 1tháng =40%; sau 2 tháng, số còn lại

Khoản thu tiền ngay có chiết khấu giảm giá = 1.50%

Chi phí bán hàng 5% chi trả thời điểm thu tiền

Chi phí nguyên vật liệu = 70% doanh thu và mua trước một tháng, chi trả sau 2 tháng

Chi phí tiền lương bằng 10% doanh thu chi trả ngay trong tháng

Chi phí quản lý 10 trđ một tháng

Thuế thu nhập nộp vào cuối mỗi quý, nộp dự kiến 20 trđ/quý

Chi phí KH 60 trđ/năm. Thuế suất thuế thu nhập là 28%

Trả lãi vay vào cuối mỗi quý và bằng 15trđ/ quý

Công ty dự kiến đầu tư vào tháng 3 với tổng số vốn dự kiến sẽ giải ngân là 400trđ

### YÊU CẦU

- Lập bảng ngân sách của sáu tháng đầu năm, biết tiền mặt đầu kỳ là 50 Tr.đ, nhu cầu vay bổ sung vốn còn thiếu là bội số của 10.
- Lập bảng dự kiến lỗ lãi của sáu tháng đầu năm
- Dự kiến bảng báo cáo luân chuyển tiền tệ trong sáu tháng đầu năm

## 55. Bài

Hãy đưa ra quyết định của anh chị nếu mình đóng vai là người phụ trách tài chính của công ty và đang cần đầu tư 4000 Tr.đồng, nếu có một danh mục trái phiếu sau:

stt	Trái phiếu	% lãi suất/ năm	Mệnh giá	Thời hạn	Giá bán	Cách chi trả tiền lãi
1	A	10%	10	7	6	Trả hàng năm
2	B	0	10	5	3	Không trả hàng năm
3	C	12%	10	8	7.5	Trả hàng năm

Hãy đưa ra quyết định của Anh ( Chị) mình để định hướng công ty nên đầu tư 4000 Tr.đồng vào hai nhóm trái phiếu nào? Biết tỷ suất sinh lời mong đợi là 15%/năm.

Một công ty có 100% doanh số là bán tín dụng và hiện nay có

Thời hạn bán tín dụng là 60  
 Doanh số bán ra hiện tại là 60000 trđ  
 Qua phân tích khách hàng, công ty nhóm KH theo mức độ chậm trễ thanh toán

	% Slượng	T chậm trễ		Mất mát
A	30%	0	0%	
B	25%	10	0%	
C	20%	15	0%	
D	15%	20	2%	
KH khác	10.0%	45	10%	

1\_ Hãy tính xem kỳ thu tiền bình quân là bao nhiêu ngày ?

2\_ Hãy phân tích việc mở đến các nhóm khách hàng khác nhau sẽ làm tăng các chi phí lên bao nhiêu ?

Biết tỷ lệ chi phí biến đổi là 87%  
 Và phí tổn cơ hội vốn của công ty là 25%

Qua phân tích này bạn có lời khuyên gì với Cty nếu mình đóng vai là một chuyên gia tài chính?

## 56. Bài

Hãy đưa ra quyết định của Anh, Chị về việc có nên thuê hay mua tài sản, nếu biết các thông tin sau:

- 1- Thời hạn sử dụng thiết bị 7 năm
- 2- Giá mua thiết bị mới là 1200 Tr.đ
- 3- Khấu hao tài sản cố định theo phương pháp tổng cộng thứ tự các năm (SYD) với thời hạn khấu hao là 5 năm, giá trị thanh lý bằng 20% giá trị ban đầu.
- 4- Giá bán thiết bị còn lại ở năm cuối cùng ước tính 100Tr.đ
- 5- Chi phí bảo dưỡng thiết bị hàng năm ước tính 20 Tr.đ/năm
- 6- Tiền thuê thiết bị định kỳ phải trả hàng năm 150 Tr.đ

## Chương 9

7- Phí tổn của nợ  $k_d=8\%$  ; Chi phí cơ hội của vốn chủ là  $12\%$ ; Cấu trúc đòn bẩy nợ là  $25\%$ ; Suất thuế thu nhập công ty là  $25\%$

57. Bài

Phí tổn vốn của từng nhóm khách hàng đang mua hàng hóa tại công ty theo hình thức tín dụng thương mại

Khách hàng	% doanh thu	Phí tổn bình quân
A	30%	8%
B	25%	8,5%
C	25%	9%
D	20%	10%

Yêu cầu:

- Hãy xác định mức chiết khấu thích hợp để công ty có thể huy động ít nhất  $30\%$  sản lượng trả sớm theo hình thức bán hàng: k/10, net 60
- Còn nếu công ty muốn khoản phải thu không chiếm quá  $20\%$  sản lượng của các khách hàng trên, thì chiết khấu phải ít nhất là bao nhiêu?

58. Bài

Công ty Trần Trần đang xem xét một dự án mới dự kiến sẽ đem lại mỗi năm 500 triệu đồng doanh thu trong bốn năm đến. Chi phí hoạt động không kể khấu hao dự kiến là 200 triệu đồng mỗi năm. Dự án mới sẽ cần khoản đầu tư ban đầu về trang thiết bị là 800 triệu đồng. Thiết bị sẽ được khấu hao theo phương pháp tổng cộng thứ tự các năm với thời hạn là bốn năm (khấu hao bằng  $75\%$  giá trị ban đầu của thiết bị). Vào thời gian cuối dự án, thiết bị dự đoán sẽ có giá trị thanh lý là 350 triệu đồng. Ngoài ra, dự án mới dự kiến sẽ cần 12,5 triệu đồng tăng thêm để đầu tư vào tồn kho. Trong số tồn kho đó, có một phần được tài trợ bằng 7,5 triệu đồng từ khoản phải trả. Thay đổi về vốn luân chuyển ròng sẽ được hoàn lại vào cuối chu kỳ sống của dự án. Tỷ suất thuế thu nhập là  $40\%$  và chi phí vốn bình quân là  $11\%$ . Tính NPV; IRR và Thời gian hoàn vốn có chiết khấu của dự án ?

59. Bài

Cty ABC hiện đang nắm giữ các chứng khoán là các trái phiếu, ngoài ra hiện đang có khoản ngân quỹ - 600 triệu đồng nhàn rỗi và có nhu cầu đầu tư. Qua tìm hiểu thị trường tài chính công ty có các thông tin sau về các loại chứng khoán:

### DANH MỤC CÁC CHỨNG KHOÁN

	Mệnh giá	Tỷ lệ lợi tức	Thời hạn	Giá bán	Số lượng CK
A	6	9%	5	4	2000
B	8	7%	5	6	2000
C	10	8%	5	6	2000
D	15	0%	5	5	2000
E	10	10%	5	9	2000

Với chi phí cơ hội vốn đầu tư của công ty là  $12\%$  hãy lựa chọn danh mục đầu tư thích hợp để tối đa hóa giá trị cổ phiếu của công ty

60. Bài

## Chương 9

Một công ty có 100% doanh số là bán tín dụng và hiện nay có

Thời hạn bán tín dụng là 60  
Doanh số bán ra hiện tại là 60000 trđ  
Qua phân tích khách hàng, công ty nhóm KH theo mức độ chậm trễ thanh toán

	% Số lượng	T chậm trễ		Mất mát
A	30%	0	0%	
B	25%	10	0%	
C	20%	15	0%	
D	15%	20	2%	
KH khác	10.0%	45	10%	

1\_ Hãy tính xem kỳ thu tiền bình quân là bao nhiêu ngày ?

2\_ Hãy phân tích việc mở đến các nhóm khách hàng khác nhau sẽ làm tăng các chi phí lên bao nhiêu ?

Biết tỷ lệ chi phí biến đổi là 87%

Và phí tổn cơ hội vốn của công ty là 25%

Qua phân tích này bạn có lời khuyên gì với Cty nếu mình đóng vai là một chuyên gia tài chính?

### 61. Bài

Cty AFC - nhà xuất khẩu gạo lớn trong vùng đang cân nhắc mua một quyền chọn bán (Put option) với giá 25.000\$ để được quyền bán 5000 tấn gạo vào thời điểm sau 6 tháng nữa, khi vào vụ thu hoạch lúa ở các cánh đồng lớn. Giá gạo xuất ra ở thời điểm hiện tại là 250\$/tấn và công ty cũng muốn chốt lại giá xuất sau 6 tháng bằng 260\$/tấn. Độ lệch thay đổi giá gạo là 10%. Lãi suất ngân hàng ngoại thương là 9%/năm một năm nhập lãi 12 lần.

### 62. Bài

Hãy đánh giá rủi ro của từ loại chứng khoán và danh mục của hai chứng khoán trên .

Lần quan sát	GIÁ CÁC CỔ PHIẾU	
	ABC	BKF
1	27	26
2	28	32
3	29	33
4	27	34
5	28	35
6	29	36
7	30	37

8	29	34
9	31	35
10	28	36
11	32	37
12	34	42
13	33	41
14	32	38
15	31	38
16	33	39
17	35	40
18	36	44

63. Bài

Có hai công ty cùng kinh doanh một ngành với các thông tin như sau:

	Cty_A	Cty_B
Tổng tài sản Dài hạn	20000	20000
Đòn bẩy nợ	0%	50%
Thuế thu nhập	25%	25%

Hãy tính:

1\_ Thu nhập vốn cổ phần của từng công ty trong các điều kiện kinh doanh của ngành :

Xấu, trung bình và tốt với các mức sinh lời và xác suất xảy ra như sau :

	Xấu	Tbình	Tốt
Tỷ suất sinh lời tài sản (%)	5%	12%	22%
Xác suất ( khả năng xảy ra)	20%	60%	20%

Lãi suất vay dài hạn là 12%/ năm

2- Tính độ lệch chuẩn phản ánh sự biến thiên của ROE ở từng công ty ?

3- Tính hệ số biến thiên của từng công ty và nhận xét rủi ro kinh doanh của từng Cty?

Một công ty có dòng tiền ròng ( dòng tiền vào trừ đi dòng tiền ra) ở các tháng như sau

Tháng	Dòng tiền ròng(Xi)
T 1	2200
T 2	2300
T 3	2200
T 4	2245
T 5	2100
T 6	2600
T 7	2000
T 8	1850
T 9	2100
T 10	2300
T 11	2600
T 12	2500

Yêu cầu:

1- Sử dụng mô hình Miller-Orr để xác định mức tiền ròng hợp lý.

Biết: Chí phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt là 12% năm; Chí phí giao dịch để có được tiền mặt (không kể về quy mô có được tiền) 1 triệu đồng