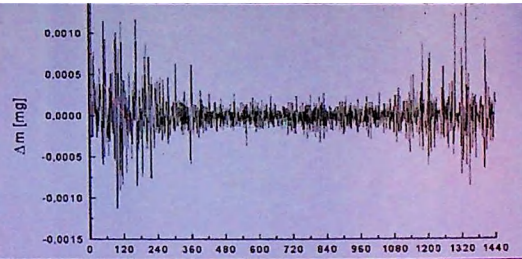


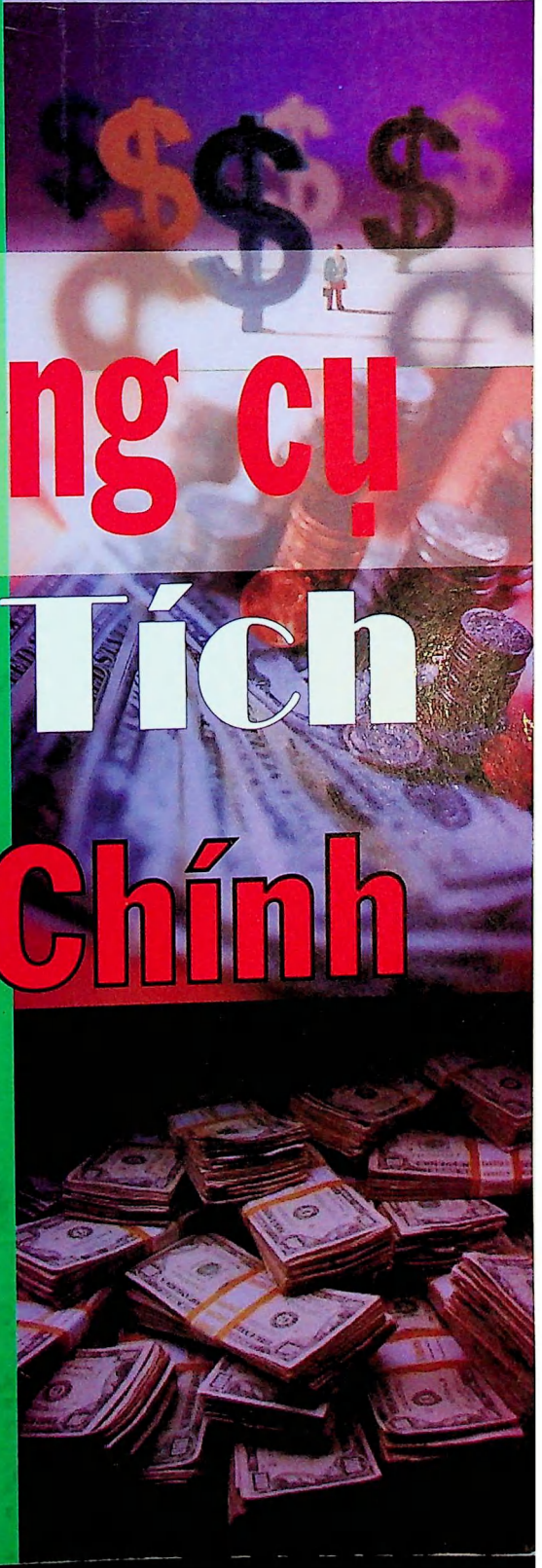
V100004065



NGUYỄN VĂN DUNG
VŨ THỊ BÍCH QUỲNH



Các Công cụ Phân Tích Tài Chính



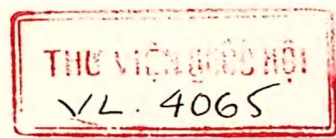
NHÀ XUẤT BẢN GIAO THÔNG VẬN TẢI

CÁC CÔNG CỤ PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Bản sao lưu trữ

Th.S NGUYỄN VĂN DUNG – Th.S VŨ THỊ BÍCH QUỲNH

**CÁC CÔNG CỤ
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**



NHÀ XUẤT BẢN GIAO THÔNG VẬN TẢI

Lời Nói Đầu

Khi nhà phân tích, nhà quản lý, hoặc sinh viên ngành tài chính muốn xử lý một vấn đề tài chính, hay muốn hiểu các ngụ ý tài chính và kinh tế trong các quyết định đầu tư, hoạt động kinh doanh, hoặc tài chính, có rất nhiều kỹ thuật phân tích để đưa ra các câu trả lời định lượng. Chọn ra các công cụ thích hợp rõ ràng là một phần quan trọng của nhiệm vụ phân tích. Do vậy, xây dựng một quan điểm phân tích đúng đối với vấn đề cũng quan trọng như việc chọn lựa các công cụ phân tích.

Nhà xuất bản Giao thông vận tải xin giới thiệu quyển "Các công cụ phân tích tài chính" do hai tác giả Th.S. Nguyễn Văn Dung và Th.S. Vũ Thị Bích Quỳnh biên dịch. "Các công cụ phân tích tài chính" không chỉ nhằm trình bày các công cụ phân tích chủ yếu thường được sử dụng, mà còn giải thích phạm vi và cách áp dụng chúng sao cho có câu trả lời có ý nghĩa. Quyển sách giúp cho người đọc diễn giải các báo cáo tài chính, xây dựng các dự án tài chính cơ bản, đánh giá các quyết định đầu tư kinh doanh, đánh giá các ngụ ý của các lựa chọn, đánh giá giá trị của doanh nghiệp hay chứng khoán, và hiểu vai trò của phân tích trong việc đạt được mục đích tạo ra giá trị cho cổ đông.

Quyển sách gồm 12 chương. Trong chương 1, trình bày khái quát "các hệ thống doanh nghiệp" và các công cụ phân tích chủ yếu, cách đánh giá doanh nghiệp và những cách quản lý giá trị cổ đông. Từ chương 2 đến chương 6, trình bày các nội dung về các hệ thống doanh nghiệp, phạm vi quyết định, và mối quan hệ với các báo cáo tài chính và các công cụ phân tích. Các phương pháp phân tích đi từ phân tích dòng vốn đến phân tích thành quả tài chính, các dự án tài chính ...

Chương 7 đến chương 11 trình bày những chủ đề đặc biệt hơn như phân tích đầu tư kinh doanh, chi phí vốn, các lựa chọn tài chính, và đánh giá chứng khoán và doanh nghiệp. Trong chương cuối cùng, chương 12, quay lại nội dung "các hệ thống doanh nghiệp" với nội dung mở rộng hơn về các khía cạnh khái niệm và phân tích quản lý giá trị cổ đông.

Nhà xuất bản Giao thông Vận tải

Chương 1

THÁCH THỨC CỦA VIỆC RA QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH - KINH TẾ

Khi chúng ta bước vào Thiên niên kỷ mới, hai loại vấn đề về các nguyên tắc và thông lệ phân tích tài chính/kinh tế đã xuất hiện. Vấn đề đầu tiên là khái niệm về nền kinh tế mới, và vấn đề thứ hai là khả năng ứng dụng và tính thích hợp của các phương pháp luận, và công cụ được thử nghiệm qua thời gian trong những năm sắp tới.

Nền Kinh Tế Mới

Nhiều điều đã được nói và viết về tác động của các công nghệ mới, tác động của cách mạng thông tin, của Internet đến nền kinh tế trên toàn thế giới. Không còn nghi ngờ, các thay đổi trong công nghệ thông tin và năng lực truyền thông đã thay đổi ấn tượng cả các cách kinh doanh hiện nay và trong tương lai. Thí dụ, sự tiếp cận nhanh chóng tình hình tồn kho cả về phía khách hàng và nhà sản xuất / nhà cung cấp các cấp, và các liên kết sáng tạo qua việc xử lý và thuê ngoài đơn hàng không chỉ giảm chi phí gắn với tồn kho, mà còn giúp các công ty đi sát hơn với nhu cầu thực tế. Khả năng thực hiện sản phẩm và dịch vụ theo yêu cầu khách hàng đã được nâng lên đáng kể, trong khi thời gian chờ đợi (trễ) trong chuỗi phân phối đã rút ngắn đến mức không còn là vấn đề nữa.

Công nghệ thông tin đã là chìa khóa để đạt được các quá trình hiệu quả hơn nhiều trong toàn bộ thế giới kinh doanh, và một khi các quá trình này được chọn lựa và quản lý đúng đắn, quá trình tiếp cận dữ liệu, lưu trữ, áp dụng và trao đổi dữ liệu trở nên dễ dàng hơn: Internet đã trở nên yếu tố thuận lợi để chia sẻ thông tin nhanh chóng, đồng thời liên kết các tổ chức có

cùng các quan tâm và nhu cầu. Ngoài ra, Internet hứa hẹn trở nên một môi trường hoạt động được chọn cho vô số các dịch vụ, bao gồm kế toán, lưu trữ dữ liệu, phần mềm phân tích, phân tích đầu tư..., giúp tiếp cận nhanh chóng dữ liệu từ mọi nơi trên thế giới. Không chỉ các công ty công nghệ cao có lợi trong khả năng này, mà sự nâng cao năng suất tiềm năng còn mở rộng sang cả các ngành và dịch vụ cơ bản nhất.

Các thí dụ được nêu ở trên, cũng như các áp dụng mới chưa phát triển, có thể tác động có ý nghĩa đến các điều kiện vận hành và chiến lược, trong hầu hết các ngành và dịch vụ. Các mô hình kinh doanh của các công ty hiện tại phải được điều chỉnh, để phản ánh năng lực của sự phát triển này, đến mức độ có thể khai thác đúng mức năng lực ấy. Tương tự, các công ty hiện đang tham gia vào các cơ hội mới nổi và tốc độ cần phát triển các mô hình kinh doanh có khả năng thành công, mặc dù các công ty này tự nhận thấy họ đang ở vị thế dẫn đầu trong các quá trình phát triển mới chưa được định hình rõ ràng. Như vậy, nền kinh tế mới phản ảnh cả cơ hội và thách thức cho quản lý doanh nghiệp.

Ngụ ý của các xu hướng phân tích tài chính kinh doanh và ra quyết định kinh tế là gì? Rõ ràng, tốc độ của hoạt động kinh doanh và vận tốc phát triển các cơ hội này đã gia tăng lớn lao, dẫn đến nhu cầu cần phân tích và ra quyết định nhanh hơn. Điều này có nghĩa, việc thiết kế quá trình thu thập và diễn dịch thông tin để đảm bảo các dữ liệu ra quyết định sẽ có sẵn khi cần thiết. Điều này cũng có nghĩa các thông lệ quyết định nội bộ cần được thực hiện ăn khớp hợp lý trong khuôn khổ thời gian ngắn hơn này. Tất cả các vấn đề này đều có thể được đề cập đến bằng nhiều phương pháp.

Vài Câu Hỏi Then Chốt

Tuy nhiên, vài khái niệm kinh doanh mới nổi lên trong những năm gần đây cho ta các lý do phong phú để cân nhắc, và xem xét liệu chúng có đại diện cho một hướng tư duy có nhiều hứa hẹn hay không. Các khái niệm này đã áp dụng rộng rãi trong các ngành kinh doanh mới nổi trong nền kinh tế mới, nhưng chúng cũng có ảnh hưởng trên các công ty 'lão làng'. Chúng ta hãy xem xét ngắn gọn các khái niệm quan trọng nhất:

- ◇ Liên tục cách tân sẽ đảm bảo thành công
- ◇ Vị thế cung ứng số lượng lớn là chìa khóa của lợi thế cạnh tranh.
- ◇ Khả năng sinh lợi là một khái niệm cổ điển.

Sư cách tân: Ý tưởng các luồng sóng cách tân liên tục sẽ là tác nhân chính của thành quả dài hạn trong một Doanh nghiệp mới hay đang lên – hoặc một Doanh nghiệp hiện hữu – có vẻ là một ý tưởng hay khi xem xét một cách tổng quát. Rõ ràng, các quá trình cách tân về công nghệ, quá trình

và phương pháp luận đã xuất hiện, đôi khi rất mãnh liệt, trong nền kinh tế thế giới. Tổng thể các Doanh nghiệp mới xuất hiện trong hai thập kỷ qua do tiến bộ trong sản xuất, vận tải, dịch vụ, và truyền thông đã xảy ra nhanh chóng, theo các chu kỳ liên tiếp, đã tăng tốc theo cấp số mũ trong vài thập niên qua. Nhưng bài học quan trọng từ lịch sử kinh tế là, nếu chỉ có sự cải tiến sẽ không đảm bảo sự thành công cho từng doanh nghiệp, dù đi tiên phong hoặc là đi theo sau các cơ hội đang thay đổi.

Chính ở điểm này mà ý nghĩa của nền kinh tế mới, và các khía cạnh đổi mới của nó bắt đầu mâu thuẫn với nội dung của kinh tế cơ bản. Khi các Doanh nghiệp công nghệ cao và “.com” có ý định nắm tiềm năng các tiến bộ đổi mới, thì các khái niệm cơ bản như đạt dòng tiền dương và lợi nhuận được để sang một bên, và thay bằng lý luận như sau: *“miễn là chúng ta liên tục đổi mới và thực hiện nhanh hơn người khác, chúng ta sẽ tự định vị được để đảm bảo sự tin cậy của các nhà đầu tư”*. Chính luận cứ này đã đóng góp vào hiện tượng giá chào bán cho công chúng lúc đầu đã tăng vọt lên mức không ngờ, giúp các Doanh nghiệp mới và chưa trải nghiệm nhiều được thị trường đánh giá ngang ngửa với các Doanh nghiệp thành công lâu đời, trong danh sách 100 công ty của Fortune. Sự hấp dẫn kỳ ảo của sự đổi mới đã thay thế cho thành quả kinh tế, và sự đầu cơ tràn lan đã thay thế cho các nhà đầu tư kinh doanh có tư duy phân tích sâu sắc đã dẫn dắt các nhà đầu tư ngân hàng, các nhà phân tích, các nhà đầu tư cá nhân tham gia vào cuộc chạy đua để được giàu có nhanh chóng.

Nhưng ta đã quên đi thực tế là tuy có rất nhiều người đi theo hướng đổi mới, chỉ có rất ít người thành công, và họ chỉ thành công bởi vì họ đạt được các kết quả tài chính chấp nhận được trong khoảng thời gian mà các nhà đầu tư sẵn lòng cam kết tài trợ, đã quên sự kiện là các kết quả đạt được phụ thuộc vào khả năng đưa ra sản phẩm và dịch vụ, mà khách hàng sẵn sàng mua với giá cả thích hợp. Ta chỉ việc nhớ lại các công ty xe hơi thành lập vào đầu kỷ nguyên xe cơ giới đã qua, và có bao nhiêu công ty vẫn tồn tại, mặc dù các cải tiến kỹ thuật do nhiều công ty sáng tạo đã không còn tồn tại nữa. Nguyên nhân các công ty đổi mới thành công bởi vì nó có các chiến lược đúng đắn và bền vững, sự quản trị hiệu quả, các quyết định kinh tế hợp lý, giúp công ty nắm bắt và khai thác các cơ hội đổi mới tốt hơn đối thủ. Nếu các đổi mới đi kèm với sự thành công, công ty sẽ sử dụng lại các nguyên tắc này. Như vậy, không phải chỉ do đổi mới, mà còn do việc áp dụng nhất quán và công phu sự quản trị chiến lược và kinh tế đúng đắn, sẽ đem lại thành công thực sự. Và nền tảng của kết quả quản trị chiến lược và quản trị kinh tế thành công chính là sự phân tích đúng đắn về tài chính / kinh tế và sự diễn dịch các phân tích này – đây chính là các nguyên tắc và các công cụ

chúng ta sẽ thảo luận trong cuốn sách này.

Vi thế số lượng: Khái niệm thứ hai chúng ta muốn nhấn mạnh là việc đạt một vị thế quy mô sản phẩm cung cấp cho thị trường càng sớm càng tốt là một nhân tố quan trọng giúp chiến lược thành công. Điều này có thể dẫn đến hạ giá thành tiếp thị và công tác hậu cần hiệu quả hơn, hiệu quả cộng hưởng và lợi thế cạnh tranh lâu dài. General Electric, một trong các công ty tạo được giá trị thành công nhất trong nhiều thập kỷ, đã luôn tâm niệm và thực hành các bí quyết của Jack Welch là phải phấn đấu để giữ vị trí số 1 hay số 2, trong bất kỳ ngành kinh doanh nào nó lựa chọn gia nhập và phát triển. Khi bí quyết này được áp dụng vào NỀN KINH TẾ MỚI, nguyên tắc của nó vẫn thường được áp dụng mà không suy nghĩ nhiều về một yêu cầu quan trọng về kinh tế: Sự đánh đổi giữa chi phí bỏ ra để thiết lập vị thế, và các lợi ích kinh tế có được theo thời gian từ chi phí đầu tư này. Trong lĩnh vực kinh tế “.com”. nguyên tắc quy mô và sản lượng lớn được diễn dịch thành; “đạt được số lượt người truy cập website của công ty nhiều nhất, hoặc thiết lập được cơ sở khách hàng lớn nhất, với giá như cho đối với sản phẩm và dịch vụ. Trong các trường hợp cực đoan, việc chi tiêu hàng triệu đô la vốn cổ đông hoặc vốn vay được xem là “cần thiết” để thiết lập quy mô, để đi trước vài đối thủ và đạt vị thế chi phối. Có nhiều điển hình về các mô hình kinh doanh mới như vậy, được thiết lập với hy vọng đạt được vị thế sản lượng khổng lồ thị trường, như amazon.com, webvan.com, Etoys.com...; một số mô hình này hiện nay đã lỗi thời, nhất là các mô hình nhằm phục vụ các thị trường tiêu dùng theo các phương thức mới.

Dự tính về các kết quả kinh doanh dương đã bị đình trệ nhiều năm qua trong rất nhiều tình huống này, khi đầu tư tăng vọt và các đóng góp vào dòng cuối cùng vẫn âm. Dòng tiền mặt luôn mãi là con đường một chiều. Các công ty đang ở trong thời điểm tính toán lại việc kinh doanh đã đối mặt với các lựa chọn cay đắng: Cố gắng tăng thêm vốn trong các tình huống khó khăn, như phải bán bớt tài sản, hoặc thu gom lại. Sự trao đổi tích cực kỳ vọng giữa đầu tư và các ước tính đã không thành hiện thực, và các cổ đông bị thua lỗ do giá cổ phiếu sụt xuống.

Chúng ta tin rằng một trong các lý do chính làm cho đầu tư thất bại là do không hiểu tầm quan trọng, hoặc sự xem thường của giới quản lý đối với phân tích tài chính / kinh tế thiết thực. Các công ty thành công thường đưa các sáng kiến mới của họ vào các hình thức trắc nghiệm xem nó có “không tầm thường”? cân nhắc kỹ lưỡng phạm vi các đầu tư tiềm năng so với phạm vi các kết quả tiềm năng tương ứng. Ngay cả khi dạng phân tích sơ cấp này được áp dụng cho một số mô hình kinh doanh “.com” hiện đại, vẫn nhận thấy rằng để có lợi về mặt kinh tế, việc đầu tư cần đạt tốc độ tăng trưởng, vị

thế thị trường, và các kết quả kinh doanh vượt xa bất kỳ các ước lượng hợp lý nào, mà nhà quan sát mục tiêu có thể lập cho quy mô và khả năng sinh lợi tiềm năng của lĩnh vực kinh doanh đang nghiên cứu.

Vài nhà phản biện cho rằng, vì các cơ hội thị trường và các mô hình kinh doanh này quá mới, các ước lượng chủ yếu có tính định hướng, và một doanh nghiệp không thể đủ nguồn lực và thời gian để trở thành vị trí số 1. Như chúng ta sẽ thảo luận trong các phần sau của cuốn sách này, sự không chắc chắn về tương lai là vấn đề thường xảy ra đối với hầu hết các mệnh đề kinh doanh, và vấn đề là cần thận xem xét các khía cạnh có thể xảy ra, và đánh giá các rủi ro tiềm ẩn khi tiến hành phân tích tài chính / kinh tế. Trong trường hợp các mô hình kinh doanh thuộc nền kinh tế mới, sự vội vã đạt vị thế mong muốn và lợi ích của người đứng đầu, đã che lấp các nguyên tắc kinh tế trong con mắt của các nhà phân tích, các nhà đầu tư mạo hiểm, và các nhà đầu tư khác. Sự vội vã tự định vị để đạt được giá cổ phiếu gia tăng mạnh sẽ là cuộc đua đầu cơ mà mọi sự thận trọng đều đã 'bay theo gió'.

Lợi nhuận đã lỗi thời: Liên quan đến hai vấn đề đầu tiên đã thảo luận là nhận thức rằng trong nền kinh tế mới, nguyên tắc kinh điển của việc đạt được lợi nhuận bền vững đã lỗi thời. Các khái niệm như "tăng trưởng hàng đầu", một ẩn dụ về sự tăng doanh thu nhanh chóng, và các số đo vật chất khác liên quan chủ yếu đến vị thế ngày càng trở nên quen thuộc. Không phủ nhận rằng các chỉ số đo lường này giữ một vai trò trong các công cụ phân tích, do chúng giúp diễn giải các xu hướng có ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh, nhưng chúng không thể thay thế cho sự kiểm định cuối cùng về sự thành công theo thời gian: kết quả kinh tế của Doanh nghiệp về phương diện dòng tiền mặt phát sinh thông qua lợi nhuận bền vững, khi được đo lường so với cơ sở đầu tư.

Như chúng ta sẽ chỉ ra trong suốt quyển sách này, và đặc biệt trong các chương cuối cùng, khi diễn dịch thành quả của một doanh nghiệp, chúng ta cần phân biệt rõ giữa kết quả kế toán và kết quả kinh tế. Kết quả kế toán căn cứ trên các Nguyên tắc kế toán chấp nhận chung (GAAP), mà tất cả các công ty sở hữu tư nhân ở Hoa Kỳ phải ghi chép các giao dịch và báo cáo tình hình tài chính và kết quả kinh doanh. Kết quả kinh tế phản ánh một sự diễn dịch các dữ liệu kế toán này sang hình thức dòng tiền vào, dòng tiền ra dùng để thực hiện sự kiểm định tối hậu về thành quả kinh tế và việc tạo giá trị đúng đắn trên mọi phương diện của công ty, ngoại trừ các nguyên tắc và công cụ căn cứ trên dòng tiền sẽ đem lại sự hỗ trợ trực tiếp khi quyết định và có ý nghĩa kinh tế hơn, so với việc đánh giá thành quả và việc tạo giá trị. Cả hai tập chỉ số đo lường và công cụ này đều có vị trí trong phân tích kinh doanh, tùy thuộc vào bối cảnh sử dụng. Hơn hai thập kỷ qua, có sự chuyển

dịch tăng dần về sử dụng các nguyên tắc và các đo lường căn cứ trên dòng tiền, việc điều chỉnh theo lạm phát và việc áp dụng chúng theo thời gian và theo ranh giới địa lý. Chúng ta tin rằng đây là một phát triển đúng đắn dẫn đến quyết định và phân tích đầu tư tốt hơn.

Quay trở lại với luận cứ của nền kinh tế mới cho rằng khả năng sinh lợi có tính cố định, chúng ta chỉ có thể nói rằng quan niệm hẹp hòi như vậy là sự từ chối chân lý. Trong các năm vừa qua, thường có luận cứ cho rằng một công ty đang lên và có lợi nhuận là có vẻ đi sai hướng, và sự thâm hụt lớn cũng như dòng tiền âm lại là dấu hiệu của sự tiến bộ trong cạnh tranh, và nhiều đánh giá thị trường đã căn cứ mù quáng trên các tiêu chuẩn như thế. Tuy nhiên hơn một thế kỷ qua đã chứng minh rằng sự tồn tại của bất kỳ doanh nghiệp nào, đều phụ thuộc vào thu nhập phải ở trên mức chi phí sử dụng vốn đầu tư. Điều này thuộc lĩnh vực kinh tế cơ bản, mà luận cứ cho rằng tính sinh lợi thì không quan trọng nên đã không quan tâm.

Đĩ nhiên có nhiều cách diễn dịch khả năng sinh lợi theo thuật ngữ kinh tế hoặc kinh tế. Nhưng phải diễn dịch nó – dù là nhà phân tích tài chính, nhà quản trị công ty hoặc nhân viên phòng nhân sự, một giám đốc Ngân hàng, một nhà đầu tư mạo hiểm, một nhà tư vấn kinh doanh, hay một nhà đầu tư cá nhân. Và chính do các quan điểm của tư duy kinh tế mới có ý muốn bỏ qua nguyên tắc cơ bản như vậy đã dẫn tới sự nuối tiếc của vô số các cổ đông ‘bay bổng’ với giá trị bong bóng, đã ‘rớt bịch xuống đất’ vì tác lực lạnh lùng gây ra do sự thiếu nền tảng cho lợi nhuận và những kỳ vọng về dòng tiền.

Những Điều Cơ Bản Không Bao Giờ Thay Đổi

Ngày nay, có một quá trình rất quan trọng và phấn khởi đang diễn ra, đó là sự tái khám phá các nguyên tắc quản trị cơ bản và tập hợp liên kết giữa các công cụ phân tích và các khái niệm. Thị trường cổ phiếu đã giảm phát một phần đáng kể bong bóng đầu cơ trong ba năm qua (với chỉ số NASDAQ) giảm xuống dưới 50% của mức đỉnh cao của nó, nền kinh tế tăng trưởng chậm đòi hỏi sự kích thích của việc cắt giảm đáng kể lãi suất và giảm thuế, và việc suy giảm đáng kể về thu nhập kỳ vọng của công ty đã xảy ra. Tất cả các lực này đều đóng góp vào bầu không khí làm cho các nhà đầu tư, các nhà phân tích và nhà quản lý đều quay trở lại các phương cách kiểm định thành quả và giá trị theo thời gian, và hoạt động phù hợp với các phương cách này. Nhận thức cho rằng sự đánh giá các công ty mới hoạt động có thể được ước lượng bằng các thu nhập đa dạng khác với truyền thống đã giảm bớt, tương tự các hình luận tài chính lại bắt đầu nhấn mạnh tầm quan trọng của thu nhập và dòng tiền. Xu hướng này được đi kèm với sự chú ý mới

mẽ, đến sự đánh đổi về mặt kinh tế khi phân tích quyết định kinh doanh, dù mang tính chiến lược, vận hành hay tài chính.

Chúng ta hãy nhớ lại sự tương tự trong vận hành của thời trang, với vòng quay chậm, và bất kỳ điểm nào ở vành bánh xe đều trở về vị trí ban đầu sau các chu kỳ, chu kỳ thời trang tiếp tục quay, dù đó là chiều dài áo sơ mi hay bề rộng của cà vạt nam giới, dù trang phục xuề xòa hay chải chuốt. Chúng ta có thể thấy sự tương tự trong thực tiễn kinh doanh và khái niệm phân tích. Trong thời gian gần đây, thời kỳ sôi động hình thành các tập đoàn và sát nhập vào cuối thập kỷ 1960 đến thập kỷ 1980, được theo sau bởi một thập kỷ trầm lắng với tái cấu trúc và giải thể, được hỗ trợ ở mức độ đáng kể bởi sự áp dụng nhanh chóng các khái niệm và công cụ phân tích giá trị cổ đông. Các phương pháp luận về dòng tiền kinh tế và sự đánh đổi, là tâm điểm của trào lưu mới này và tuy chúng được diễn tả dưới dạng mới mẽ và hỗ trợ bằng vi tính tiên tiến, các nguyên tắc hướng dẫn của chúng quay ngược về các nguyên tắc kinh tế cách đây hơn một thế kỷ.

Những năm mở đầu của thập kỷ cuối thế kỷ 20, khi chủ tịch Ngân hàng dự trữ Liên Bang Alan Greenspan đã nhận xét hành vi của nhà đầu tư có “phấn chấn vô lý” có thể rất xác đáng, và cần được điều chỉnh bởi sự tái khám phá lần thứ n các nguyên tắc kiểm định theo thời gian. Các nguyên tắc này đơn giản nhưng quan trọng như: thu nhập phải lớn hơn chi phí sử dụng vốn, thu hồi vốn đầu tư trong một khung thời gian hợp lý, có quyết định thận trọng về các phương án và phát triển các đánh giá rủi ro kỹ lưỡng trong các tình huống kinh doanh mới và cũ. Phân tích tài chính / kinh tế không bao giờ mất tầm quan trọng cơ bản của nó – chỉ có mức độ quan tâm đến nó thay đổi theo thời gian, với thành quả của nền kinh tế, những thay đổi về tâm lý của nhà đầu tư, trạng thái của nhà tư vấn đầu tư, tham vọng của giới quản lý, và nhiệt tâm của nhà khởi nghiệp.

NHÀ QUẢN TRỊ KINH TẾ

Với sự nhấn mạnh vào các nguyên tắc kinh tế cơ bản, và phương thức tiếp cận kiểm định theo thời gian trong phân tích tài chính / kinh tế, chúng ta thích nghi về các nhà quản trị các cấp thành công như các nhà quản trị kinh tế. Danh hiệu này không hàm ý đòi hỏi bằng cấp về kinh tế, hay một vị trí gì trong một hãng tư vấn kinh tế. Thay vào đó, chúng ta định nghĩa nhà quản trị kinh tế là người vận dụng tập hợp các phương án kinh tế để áp dụng trong mỗi việc ra quyết định. Tập hợp này luôn dẫn đến câu hỏi: “Lợi ích về dòng tiền mặt cuối cùng có được từ hoạt động này là bao nhiêu, và các điều đi kèm với dòng tiền này – sự đánh đổi này có phù hợp không khi bao hàm rủi ro như vậy?” Có một mức cảm nhận hợp lý cơ bản về quan điểm

này, bởi vì dù do ý thức, hay do bản năng, hoặc ngay cả do tiềm thức, thì hầu như mọi cá nhân đều thực hiện các phương án đánh đổi trong cuộc sống hàng ngày. Chúng ta đều có cảm nhận về sự cân nhắc giữa giá trị nhận được so với giá trị bỏ ra khi mua bán hay đầu tư, hoặc ngược lại, giá trị bỏ ra so với giá trị nhận được khi bán tài sản hay dịch vụ của chúng ta. Chỉ là vấn đề trình độ hiểu biết, định lượng và khả năng phân tích được áp dụng trong thực tiễn, sẽ phân biệt nhà quản trị kinh tế so với cá nhân bình thường, và chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn các thuộc tính then chốt này.

Sự Hiểu Biết Về Kinh Tế Kinh Doanh

Nhà quản trị kinh tế có sự hiểu biết rất rõ về kinh tế kinh doanh của công ty và các bộ phận của nó, và đặc biệt là thành phần họ quản lý. Sự hiểu biết này bắt đầu với các phương diện và các hàm ý của mô hình kinh doanh, bao gồm các nhu cầu và thuộc tính của khách hàng, chuỗi cung ứng, vị thế cạnh tranh, thiết kế vận hành và hiệu quả vận hành của công ty, đều được xét trong bối cảnh xã hội rộng lớn. Nó mở rộng đến sự thấu hiểu về các đóng góp và yêu cầu cụ thể của các bên quan tâm khác nhau, và các nghĩa vụ mà tổ chức phải đáp ứng.

Với kiến thức nền tảng vững chắc như vậy, nhà quản trị kinh tế sẽ ở trong vị thế phải xác định và sắp thứ tự ưu tiên các tác lực giá trị then chốt đối với thành công dài hạn của Doanh nghiệp. Tác lực giá trị có thể mang tính cơ bản như duy trì được chi phí sản xuất, và lợi thế chất lượng, có được nhờ một quá trình được cấp bằng sáng chế, một nguồn lực được gìn giữ, một tập các kỹ năng vận hành độc đáo. Tác lực có thể là vô hình như năng lực kỹ thuật của một nhóm phát triển sản phẩm hoặc một nhóm nhà cung cấp dịch vụ, hoặc nó có thể là một thuộc tính của mô hình kinh doanh khó bắt chước. Định vị trong phân khúc ưa thích của khách hàng, như tên thương hiệu, hoặc có lợi thế do các sản phẩm và dịch vụ đã được biết đến có thể là các tác lực giá trị. Vấn đề là, hầu hết doanh nghiệp có thể xác định một hay nhiều tác lực này, và nếu được quan tâm, quản lý và đo lường đúng đắn, các tác lực này có thể dẫn đến một lợi thế hữu hình, hoặc ít nhất là các kết quả khả quan.

Kết quả cuối cùng của mỗi tác lực giá trị sẽ là một đòn bẩy để cải thiện thành quả về dòng tiền mặt, và nhà quản trị kinh tế sẽ rất quen thuộc với bản chất của các tác lực giá trị do các quyết định đem lại, cũng như các phương án được dùng để tận dụng tốt các tác lực. Như vậy nhà quản trị kinh tế không xem doanh nghiệp là một hệ thống hoàn chỉnh, nhưng là một sự kết hợp tinh tế các bộ phận tương tác lẫn nhau. Nhà quản trị kinh tế cũng biết các lĩnh vực nào cần ưu tiên chú ý và làm thế nào để tăng cường chúng,

và hiểu biết về mô hình kinh doanh và các thành phần của nó để tác động tích cực đến chúng, qua các quyết định được phân tích và tiến hành cẩn trọng.

Song song với sự hiểu biết này là sự thoả mái của nhà quản trị kinh tế đối với chính quá trình ra quyết định. Tập hợp quan tâm hướng về sự định nghĩa rõ ràng vấn đề đang xảy ra, thiết lập các phương án thích hợp, xác định thông tin và dữ liệu liên quan đến mục đích, và đánh giá các kết quả đã phân tích theo quan điểm tạo giá trị dài hạn. Nhà quản trị kinh tế cần quen thuộc với các nguồn thông tin bên trong tổ chức, và làm việc chặt chẽ với đội ngũ chuyên viên tài chính và các bộ phận chức năng khác, nhằm đảm bảo có được các dữ liệu liên quan để phân tích và đánh giá đúng đắn. Có sự hiểu biết đầy đủ về các kiến thức như vậy để biết dữ liệu nào cần, hoặc đánh giá dữ liệu hay phân tích nào liên quan và để tham gia thảo luận về các công cụ. Chúng ta đang noi về mức kiến thức thực tiễn bao hàm chuyên môn về kế toán, phân tích kinh tế, năng lực hoạch định, nhưng ở mức độ vừa đủ để tiến hành và đạt được câu trả lời và các phương pháp thích hợp. Như vậy nhà quản trị kinh tế sẽ kết hợp chủ động và hiệu quả kinh nghiệm trực tuyến thực tiễn với vận dụng hiệu quả năng lực của chuyên viên tham mưu.

Các Công Cụ Kinh Tế Thích Hợp

Nói một cách cụ thể, nhà quản trị kinh tế cần biết các công cụ chủ yếu dùng để phân tích kinh tế để thoả mái khi sử dụng các công cụ này và diễn dịch các kết quả đạt được. Đây là một phần của nỗ lực đảm nhận quá trình và thu hút sự trợ giúp của đội ngũ chuyên viên khi cần thiết. Một khía cạnh tự nhiên của giới lãnh đạo quản lý là nhận thức về nhu cầu áp dụng kỹ thuật tốt nhất khi cần thiết, và thực hiện sự lựa chọn căn cứ trên nỗ lực, bao gồm cả sự đánh đổi giữa chi phí với lợi ích.

Một khi đã xác định công cụ phân tích thích hợp làm cơ sở cho quyết định, vai trò của nhà quản trị kinh tế sẽ là người ra quyết định – hướng dẫn quá trình tìm thông tin thích hợp, và kiểm định các kết quả sơ bộ và kiến thức thể hiện bởi đội ngũ nhân viên, cho đến khi đạt được mức kết quả phân tích phù hợp.

Tính thực tiễn rất quan trọng vào mọi thời điểm, cũng như hiện thực bắt nguồn từ kinh nghiệm tập thể của các thành viên tham gia cùng với nguyên tắc này, chúng ta sẽ thảo luận ở chương 7 và chương 8 không chỉ các khía cạnh kỹ thuật của các công cụ phân tích đầu tư, nhưng còn thảo luận về hệ thống hóa ý nghĩa của chúng và sử dụng trong bối cảnh tổng quát hơn quá trình quyết định liên quan. Các công cụ kinh tế phải mở rộng thực tiễn quản trị, chứ không phải là sự thực hành trên các con số.

Nhà quản trị kinh tế sử dụng tiếp cận như trên sẽ ở vị thế tốt để diễn giải và bàn luận về tình huống, để có được sáng kiến có ý nghĩa với người ra quyết định tối hậu, có thể là nhà điều hành cấp cao hoặc Ban giám đốc. Sự tham gia của nhà quản lý trong việc hệ thống hóa vấn đề, lựa chọn công cụ, hướng dẫn các nỗ lực phân tích nhằm dẫn đến hiệu quả lớn hơn, không chỉ trong khả năng nhà quản lý khi thực hiện quyết định lớn hay nhỏ, nhưng còn tăng khả năng lãnh đạo của nhà quản lý, tăng năng lực của tổ chức khi điều hành doanh nghiệp, bằng các tiêu chuẩn kinh tế thích hợp và bằng thực hiện các phương án cần thiết. Đây dĩ nhiên là tiền đề cho một công ty tạo giá trị mà chúng ta sẽ đề cập tiếp theo.

THỰC TIỄN PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH/ KINH TẾ

Sự phân tích tài chính / kinh tế được ủng hộ và sử dụng bởi nhà quản trị kinh tế, có thể được xem xét trong một thang bậc rộng lớn về nhu cầu ra quyết định. Biểu đồ trong hình 1-1 cho thấy bốn lĩnh vực then chốt trong một doanh nghiệp điển hình, mà sự phân tích tài chính / kinh tế là một yếu tố cần thiết. Hình tháp khái niệm này căn cứ trên lĩnh vực tổng quát nhất: các quyết định và hoạch định tác nghiệp hàng ngày. Nó tuần tự xuất hiện trong phát triển chiến lược khuyến khích thành quả, và cuối cùng là sự xác định giá trị và truyền thông nhà đầu tư. Mỗi phạm vi này đều chứa các thách thức và các vấn đề trong thực tế phân tích và ra quyết định, mà nhà quản trị kinh tế phải tiếp cận.

Các Quyết Định Hàng Ngày Và Hoạch Định Tác Nghiệp

Một trong những lĩnh vực quan trọng nhất trong việc áp dụng phân tích tài chính và kinh tế cơ bản, là sự hỗ trợ cho các quyết định hàng ngày của các nhà quản lý và nhân viên. Chúng ta đang nói về việc vận hành của Doanh nghiệp, trong đó đường hướng chiến lược và các kế hoạch vận hành được diễn dịch thành hành động. Mặc dầu có tầm quan trọng nhưng thực hành phân tích trong lĩnh vực này thường có xu hướng ít phát triển nhất vì áp lực của các hoạt động thường nhật sẽ rút ngắn thời gian suy xét về các vấn đề vận hành và các phương án. Do quá bận rộn để có thể suy nghĩ về tác động của một quyết định trên tiêu chuẩn cơ sở của công ty, nhà quản trị hoặc nhân viên bị áp lực phải hành động ngay lập tức. Việc ra quyết định dựa trên trực giác này có thể trở thành một phương thức thực hiện công việc cổ điển, trừ khi công ty đã tiếp thu một cảm nhận cơ bản về cách thức ra quyết định, và đưa ra các hướng dẫn thông qua các quy luật và quá trình quyết định đơn giản nhưng hữu dụng. Công ty thành công sẽ có một tập tích hợp các chỉ số đo lường và các tiêu chuẩn, và cung cấp thông tin hỗ trợ rõ rệt

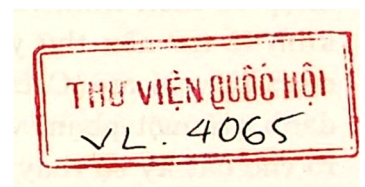
việc ra quyết định thông minh.

Không có hướng dẫn này, sự lựa chọn có thể phi kinh tế và có hại, như việc chi tiêu các quỹ do còn dư ngân sách, hay dùng tiêu chuẩn quyết định căn cứ trên số người tham gia. Sự hiệu quả trong vận hành sẽ là một chức năng của các phương án đúng đắn, với sự quản trị chi phí cẩn thận và chú ý kỹ lưỡng đến chất lượng và hiệu suất của sản xuất hay dịch vụ cung cấp, và với sự thận trọng đều đặn khi phục vụ khách hàng qua việc định giá ổn định, cung cấp tín dụng và các hoạt động hỗ trợ.

Mặc dù cuốn sách này chứa đựng một số lượng lớn các công cụ và biến đo lường then chốt để hỗ trợ các lựa chọn phương án, vấn đề chúng ta đề cập ở đây lớn hơn vấn đề công cụ. Chúng ta đang nói về tập hợp tâm trí, một bầu không khí tổ chức mà các nhà quản trị và toàn thể nhân viên được khuyến khích, được thách thức để tiếp cận công việc và các quyết định hàng ngày của họ bằng một tinh thần lựa chọn phương án hợp lý. Trước khi quyết định, cần trả lời các câu hỏi như: “chi phí này có thực sự cần thiết và sẽ đem lại nhiều tiền mặt hơn chi phí?” hoặc “Tôi có nên chi nhiều hơn bởi vì tôi kỳ vọng cơ hội cải thiện dịch vụ sẽ bù lại cho tôi bằng lợi nhuận cao hơn?”

“Tôi có tham gia vào hoạt động này, hoặc sẽ tiết kiệm hơn nếu dùng dịch vụ thuê ngoài?”. Tư duy như vậy có thể đối nghịch với nền văn hóa công ty, không khuyến khích sáng kiến của nhân viên, và “các tư duy nằm ngoài khuôn khổ cho phép”, nhưng tư duy này sẽ là kết quả tự nhiên của khả năng lãnh đạo của nhà quản trị kinh tế mà chúng ta đã thảo luận ở trên. Nó được củng cố bởi một tổ hợp về đào tạo và hỗ trợ trong quyết định cụ thể, và các kỳ vọng được truyền đạt rõ ràng ở mỗi cấp.

Hình 1 – 1. Các lĩnh vực phân tích tài chính / kinh tế



Phát Triển Chiến Lược Hỗ Trợ

Thực tiễn phân tích tài chính / kinh tế thường được phát triển nhiều hơn trong lĩnh vực này, vì nó chịu sự phân tích tỉ mỉ và thẩm quyền của giới quản lý cấp cao, do quy mô và các hàm ý của việc thực hiện các quyết định. Sự hỗ trợ bởi đội ngũ nhân viên tài năng nội bộ hoặc cố vấn bên ngoài cũng cần thiết. Tuy nhiên như đã thảo luận ở trên, có các ngoại lệ đáng kể về vấn đề này trong các công ty thuộc nền kinh tế mới, nhưng ngay cả các công ty trong nền kinh tế cũ, cũng không đồng nhất về chất lượng của các quá trình phân tích mà họ sử dụng trong những lĩnh vực này.

Phân tích các phương án chiến lược và gắn kết các nguồn lực cho đầu tư, bao gồm một tập phức hợp các quá trình trao đổi kinh tế, được xem xét trong một bối cảnh có tính cạnh tranh. Mục tiêu tối hậu là tìm ra các lĩnh vực hoạt động có thể thực hiện bằng lợi thế cạnh tranh bền vững. Thách thức quan trọng thuộc vấn đề thiết lập các biến số then chốt tham gia, các phương án dưới dạng các dòng tiền kỳ vọng. Đây là một công việc khó khăn, mà vấn đề thực sự không phải là việc áp dụng các công cụ kinh tế mà là sự phát triển của một cấu trúc liên kết và các phương án liên quan, cùng với tất cả các biến số chủ yếu kèm rủi ro kỳ vọng của nó. Ở đây sự phán đoán và diễn dịch rất quan trọng, nghĩa là cần xác định các cơ hội và các lựa chọn, và suy nghĩ về mọi hàm ý của một quyết định tiềm năng trên tổ chức hiện hữu, trên khách hàng cơ sở, trên tình huống cạnh tranh.

Cũng ở đây kinh nghiệm cho thấy các kỳ vọng về lợi nhuận có thể bị thổi phồng, các khó khăn khi triển khai có thể bị đánh giá quá thấp, và sự chấp nhận của thị trường đối với một sáng kiến có thể không trở thành hiện thực. Điều này không chỉ đúng khi giới thiệu một mô hình kinh doanh mới, như chúng ta đã đề cập, nhưng còn đặc biệt quan trọng trong tình huống sát nhập và thôn tính, và thường thất bại trong việc tạo giá trị, bởi vì phân tích kinh tế trở nên thứ yếu so với tranh chấp về giá sát nhập, thôn tính và sự định giá quá cao. Các nhà quản trị kinh tế sẽ kiên trì trong việc thiết lập và đánh giá một phạm vi các ước lượng dòng tiền tổng cộng, đã điều chỉnh rủi ro cho bất kỳ sự thay đổi chiến lược nào, có lẽ căn cứ trên các kịch bản khác nhau, là cơ sở để cân nhắc tác động kinh tế tối hậu và sự đóng góp giá trị của chiến lược.

Sự phân tích tương tự về cấu trúc vốn tài trợ hiện tại và tương lai bao gồm nhiều phương án kinh tế, tích hợp các mức độ rủi ro liên kết với các lựa chọn tài trợ khác nhau, cùng với chi phí và khả năng tồn tại dài hạn của cấu trúc vốn tương ứng với các phương án. Cách ảnh hưởng chủ yếu là suất tăng trưởng mục tiêu của Doanh nghiệp, sự đánh đổi giữa tăng trưởng nội bộ với mua lại và đối tác, hoạt động quốc nội so với hoạt động toàn cầu và bản chất

của chính các hoạt động kinh doanh chủ yếu cũng như các rủi ro liên quan của chúng. Không có sự lựa chọn nguồn vốn nào là dễ dàng và phải đánh giá tác động kinh tế trên doanh nghiệp cũng như các giá trị chung của Doanh nghiệp một cách kỹ lưỡng. Vai trò của phân đoán thông minh trong việc đo lường rủi ro đối với lợi ích, tuy không có thể tự định lượng đầy đủ được, vẫn là một yêu cầu quan trọng để tránh các vấn đề về tín dụng hoặc tránh các ràng buộc về tài trợ có thể ảnh hưởng đến chiến lược.

Cuối cùng, vai trò của phân tích tài chính / kinh tế trong phát triển chiến lược và tài trợ có thể được xem như một tác lực tích hợp. Nếu áp dụng đúng đắn, nó sẽ dẫn đến việc kiểm định càng chặt chẽ càng tốt cấu trúc chiến lược hoạch định của việc đầu tư và sự tài trợ cần thiết nhằm đạt mục tiêu thu nhập trên chi phí sử dụng, và tạo ra giá trị cho cổ đông.

Đánh Giá Thành Quả Và Sáng Kiến

Vấn đề chính trong lĩnh vực này là sự liên quan của các số đo lường đến tập hợp các mục tiêu, và nhu cầu cần thiết lập các biến chỉ báo về độ lệch so với các chuẩn mực mong muốn, nhưng còn phải diễn dịch các biến chỉ báo này sao cho chúng có thể dùng để củng cố việc tạo giá trị. Đó là một lĩnh vực mà chất lượng của các khái niệm và công cụ thay đổi lớn trong cả các công ty lâu đời và các công ty mới. Nếu quan hệ của các biến đo lường được dùng đã không được thiết lập rõ ràng trong tổ chức, các dữ liệu về thành quả có thể không có ý nghĩa, hay sẽ bị điều chỉnh tùy tiện. “Sự làm sai lệch” ngân quỹ hay kế hoạch của Doanh nghiệp luôn tồn tại: các công cụ phân tích các phán đoán yêu cầu diễn giải biến động lớn về thành quả, dù sự đo lường thành quả từ bên ngoài doanh nghiệp sẽ là công việc của các nhà đầu tư, nhà tín dụng, nhà cung cấp, hoặc từ nội bộ công ty, quá trình đo lường này vẫn là một chức năng cần thiết trong việc điều hành ở các cấp và các bộ phận trong công ty.

Một trong các thách thức quan trọng khi đánh giá thành quả một Doanh nghiệp từ bên ngoài, là việc diễn dịch các kết quả được thể hiện trên các báo cáo tài chính. Đây là các dữ liệu có, dễ sử dụng nhất đối với các công ty tư nhân. Nhưng các tỉ số có thể được tính toán từ các thông tin này, bị các giới hạn liên quan đến quá trình tính toán tài chính kế toán, và các lựa chọn của nhà quản lý khi áp dụng các quy luật của quá trình, và như vậy đã “làm sai lệch” các kết quả báo cáo. Nhà phân tích bên ngoài mong muốn đo hiệu quả vận hành, sự thành công trong việc sử dụng nguồn vốn, và các rủi ro thể hiện bởi cấu trúc vốn và các thành phần của vốn. Các chỉ số đo lường và ý nghĩa của nó thay đổi theo phân ngành công nghiệp và loại tổ chức, và thách thức luôn luôn là việc tìm được các thông tin cần thiết, khi so sánh các chỉ

số với các công ty khác hoặc các nhóm ngành khác, là một công việc khó trong hầu hết các trường hợp. Các tỉ số và các quan hệ dùng để đo lường dễ dàng tính toán, nhưng việc sử dụng chúng hiệu quả hay không tùy thuộc vào kỹ năng của nhà phân tích khi diễn dịch các xu hướng và nhận ra các điểm ngoại lệ và các biến động phát sinh từ hoạt động quản lý hay các chính sách kế toán. Nhà phân tích giỏi có thể nhìn xa hơn các kết quả kế toán, để ước lượng dạng thức dòng tiền mặt trên cơ sở các dữ liệu đã có, như chúng ta sẽ thường thấy trong suốt quyển sách này.

Sự đánh giá thành quả trong tổ chức sẽ có lợi nếu tiếp cận được các thông tin chi tiết và cập nhật hơn, thường ngoài tầm với của các dữ liệu được công bố chính thức. Nhưng thách thức ở đây là phát triển các số đo thể hiện quan hệ nhân quả giữa các quyết định với kết quả đạt được, là một thách thức khó đáp ứng đầy đủ trong nhiều trường hợp. Một phạm vi rộng các dữ liệu thống kê có thể được dùng để đo lường tính hiệu quả của hoạt động kinh doanh, phần nhiều mang bản chất vật lý, như dữ liệu về tỉ lệ khuyết tật, suất thu lợi, tần suất tiếp xúc khách hàng, thông tin về sự đúng hẹn, sự hoàn thành dự án. Các dữ liệu vô hình như sự thỏa mãn khách hàng, thái độ của nhân viên, phản hồi của cộng đồng là các dữ liệu bổ sung quan trọng. Quan điểm của chúng ta là thành quả tài chính sẽ bắt nguồn từ hoạt động kinh doanh, và việc đánh giá các tỉ số và số đo về tài chính phải dựa trên hiểu biết về các chi số của các hoạt động này. Trong các công ty, quản trị tốt có sự liên kết chặt chẽ giữa các biến chỉ báo vật chất và tài chính và việc đánh giá thành quả được thực hiện với quan điểm tổng thể hoạt động kinh doanh. Điều này cho thấy các giao dịch kế toán và việc tính toán các dữ liệu này chỉ cung cấp được một phần của tình hình và cần được bổ sung các đo lường về tài chính kèm theo các đánh giá về hoạt động của tổ chức.

Khi tiến hành đánh giá hiệu quả sử dụng nguồn vốn trong các bộ phận của tổ chức, các số đo kế toán thể hiện vai trò lớn hơn. Các số đo về suất thu lợi và các tiêu chuẩn khác mà chúng ta sẽ thảo luận, thể hiện một cái nhìn định kỳ tóm tắt về lợi tức ròng, thường là lợi nhuận sau thuế, so sánh với nguồn lực đã sử dụng. Chênh lệch tiềm tàng với kết quả kinh tế ở đây khá lớn, và nhiều công ty đang muốn sử dụng các đo lường về dòng tiền, mà chúng ta sẽ thảo luận ở phần sau của cuốn sách. Có sự cải tiến dần dần trong các quá trình này, song song với hiểu biết rõ hơn về tính năng động kinh tế trên các thị trường chứng khoán.

Các khuyến khích nhằm nâng cao thành quả ngắn và dài hạn là mặt đối nghịch với thách thức trong đánh giá thành quả mà chúng ta vừa thảo luận. Chúng ta không đề cập trực tiếp với các vấn đề phức tạp như thiết kế các chương trình khuyến khích như vậy, vì đây là một đề tài cần được đề cập

riêng. Tuy nhiên các nguyên tắc về quản trị dựa trên quyết định mà chúng ta ủng hộ, sự tập trung vào quan hệ nhân quả khi chọn các quá trình trao đổi phù hợp, và sự cần thiết phải tạo ra dòng tiền lâu dài sẽ phát huy tác dụng nhờ một hệ thống khuyến khích được thiết kế tốt.

Các khuyến khích dựa trên tài chính cấp cao có tính thách thức hơn, do tính chất bao quát và thường dựa trên các dữ liệu kế toán, có thể nảy sinh các vấn đề về diễn dịch và các cơ hội “làm sai lệch”. Cách thức ghi chép các khoản thu nhập định kỳ, và ghi nhận các chi phí có thể ảnh hưởng đến kết quả của các chỉ số đo lường, và kết quả về lãi thuần đối với nhà quản lý. Cũng có vấn đề về thời điểm thiết lập các khuyến khích. Càng ở cấp quản lý cao, càng phải nhấn mạnh vào sự phát sinh dòng tiền dài hạn, nhằm tránh mong muốn các lợi ích ngắn hạn có thể ảnh hưởng đến việc tạo giá trị dài hạn. Cuối cùng, luôn có vấn đề nên thiết lập tiêu chuẩn thành quả cao như thế nào, để đảm bảo nhân viên có thể đạt được với một cố gắng vừa phải. Tóm lại, các khuyến khích thể hiện hình thức sử dụng phân tích tài chính / kinh tế bao trùm mạnh mẽ không chỉ các thách thức về diễn dịch, mà cả sự đồng viên và các phần thưởng đúng lúc cho nguồn nhân lực.

Định Giá Và Truyền Đạt Của Nhà Đầu Tư

Khía cạnh tích hợp nhất của phân tích tài chính / kinh tế là lĩnh vực đánh giá và sự truyền đạt của nhà đầu tư: chính ở đây đã sử dụng một số công cụ và phương pháp luận phức tạp nhất, và cũng là lĩnh vực tập trung các nghiên cứu về lý thuyết và thực nghiệm trong hai thập kỷ qua. Như chúng ta sẽ thảo luận trong các chương cuối, sự định giá là một chức năng kỳ vọng của các nhà đầu tư hiện tại và tiềm năng của công ty, và nói chung thuộc kỳ vọng của các thị trường chứng khoán. Có một thách thức gấp bội trong lĩnh vực phân tích này. Đầu tiên, các nhà phân tích và quản lý bên ngoài phải hiểu và áp dụng đúng đắn các nguyên tắc định giá chúng ta vừa thảo luận. Thứ hai, vấn đề về thành quả và các kỳ vọng tương lai của công ty phải được truyền đạt và giải thích trong giới hạn về luật pháp và quy định theo một cách thức sao cho thông tin này có thể dẫn đến các giá định hợp lý.

Vì sự định giá nhất thiết là một quá trình định hướng tương lai, thành quả hiện tại phải được dự phóng trong thời đoạn thích hợp với bản chất của doanh nghiệp và phân khúc ngành. Điều này được thực hiện tốt nhất trong dạng thức dòng tiền, vì có thể áp dụng nhiều công cụ đa dạng đem đến nhiều loại định giá, mặc dù các phương pháp đơn giản có thể được dùng để cho các ước lượng “xấp xỉ”. Như vậy sự thách thức khá to lớn: nó bắt đầu bằng sự hiểu biết về mô hình kinh doanh và các thuộc tính then chốt của nó, sự đánh giá các chiến lược hiện tại và các biến động có thể xảy ra, sự đánh giá về các

tiêu chuẩn thành quả then chốt, một cảm nhận về các đối thủ cạnh tranh và môi trường của ngành công nghiệp trong tương lai, và sự phán đoán về vị thế và khả năng thành công của công ty trong môi trường này. Chúng ta lại đối mặt với các quan điểm hệ thống về phân tích tài chính / kinh tế ở cấp cao nhất, là tích hợp các kiến thức về mọi khía cạnh của doanh nghiệp đang xem xét. Sự truyền đạt của các bên quan tâm ngoài tổ chức cũng thách thức, khi đòi hỏi quan điểm hệ thống về thành quả và triển vọng công ty. Trong cả hai lĩnh vực phân tích và truyền thông, vẫn còn thiếu phương thức tiếp cận tích hợp đầy đủ trong đa số các tình huống của công ty, và chúng ta đã bắt đầu chương này với phát biểu về sự gián đoạn trong lĩnh vực phong phú “.com”. Sự tái khám phá về kinh tế học cơ bản sẽ không phải quá sớm trong lĩnh vực phân tích quan trọng này.

CÔNG TY TẠO GIÁ TRỊ

Chúng ta đã xem lại hầu hết các yêu cầu nhằm tạo giá trị kinh tế bằng sự quản trị kinh tế, hãy nhớ các thuộc tính then chốt của một công ty thành công. Theo quan điểm của chúng ta, công ty tạo giá trị có thể được định nghĩa là một tổ chức mà trong đó quản lý đã đạt được sự thống nhất về lợi ích và hành động của các thành phần chủ chốt có quan hệ với tổ chức, tức là các cổ đông, các nhà quản trị, nhân viên, khách hàng, nhà cung cấp, tổ chức tín dụng và cộng đồng. Sự thống nhất này dựa trên quản trị, qua việc ra quyết định đúng đắn, hệ thống kinh doanh mà chúng ta sẽ diễn tả ở chương 2, và nhiều quá trình trao đổi kinh tế hàm chứa trong hệ thống này. Một công ty như vậy sẽ đạt được gần sát sự tối ưu về thành quả của một công ty theo thời gian, được thúc đẩy bởi mô hình kinh doanh đúng đắn, các chiến lược với lợi thế cạnh tranh bền vững, sự thực thi vận hành tuyệt vời, được hỗ trợ bởi một cấu trúc vốn cân đối thích hợp. Điều này sẽ tạo ra dòng tiền dương, cũng như các kỳ vọng về các dạng thức dòng tiền dương trong tương lai vượt trên chi phí sử dụng vốn. Rồi điều này lại sẽ cung cấp thu nhập ưu việt cho các cổ đông, các phần thưởng ưu việt cho nhà quản lý và nhân viên, sự thỏa mãn khách hàng xuất sắc, các nhà cung cấp chất lượng hàng đầu và trung thành, các quan hệ tín dụng tốt đẹp. Áp dụng đúng đắn phân tích tài chính / kinh tế sẽ giữ vai trò then chốt trong mọi khía cạnh kể trên.

Thông Tin Thích Hợp Cho Quyết Định

Không thể có các quyết định đúng đắn trong bối cảnh doanh nghiệp nếu không có các thông tin cần thiết cho người ra quyết định. Chân lý này áp dụng cho mọi tình huống quyết định, dù lớn hay nhỏ. Công ty tạo giá trị đã thiết lập các nguồn thông tin và cách tiếp cận thông tin, giúp nhân sự thuộc

mọi cấp thực hiện các lựa chọn hợp lý, bất cứ khi nào cần phải quyết định về một vấn đề nào đó. Điều này đòi hỏi các thực hành quản trị hỗ trợ như:

- Chia sẻ các thông tin liên quan
- Sự hỗ trợ ra quyết định từ bộ phận tài chính
- Sự phân biệt giữa dữ kiện kế toán và kinh tế.

Sự chia sẻ: Thực tiễn đầu tiên là một thái độ chia sẻ tự giác trong giới quản lý. Các công ty trong nền kinh tế cũ thường củng cố bầu không khí mà thông tin bị giới hạn ở các nhân sự “được thông báo”, trong khi các công ty trong nền kinh tế mới thường quá bận rộn để phát triển các luồng thông tin phù hợp. Nguyên tắc ở đây là sự phân quyền, hay giao cho nhân sự thuộc mọi cấp các thông tin liên quan giúp họ thực hiện các quyết định đúng đắn về phương diện tạo giá trị. Điều này rất phù hợp với các khái niệm quản trị hiện tại, với các tổ chức phẳng và sự giao quyền cho nhân viên. Sự giao quyền bắt đầu với kiến thức và được mở rộng qua việc đào tạo có mục tiêu, bao gồm sự hiểu biết về bản chất và tầm quan trọng của các dữ liệu tài chính / kinh tế, và được củng cố bằng một bầu không khí tin cậy.

Sự hỗ trợ quyết định: Thực tiễn thứ hai: Xác định vai trò hỗ trợ của bộ phận tài chính trong tổ chức. Để sự chia sẻ thông tin và sử dụng thích hợp thông tin thành công, bộ phận tài chính phải chủ động bởi vì họ là các nhà giám sát cơ bản, các giao dịch và thu thập dữ liệu, hỗ trợ thông tin nội bộ và các hệ thống kế toán, giám sát các thông tin tài chính. Chúng ta lại đang mô tả về trạng thái tâm trí, chuyển từ thái độ kiểm soát và cai quản – trong lịch sử vốn là xu hướng của các chuyên viên kế toán – sang thái độ tư vấn và hỗ trợ kinh doanh và ra quyết định. Chúng ta đã không quá nhấn mạnh ý nghĩa của sự chuyển dịch này. Công ty tạo ra giá trị sẽ xem đội ngũ chuyên viên tài chính như các nhà tư vấn doanh nghiệp, làm việc mật thiết với các nhà quản lý trực tuyến – các nhà quản trị kinh tế – và đem đến cho họ các kiến thức và tiếp cận các thông tin giúp cho việc giao quyền ra quyết định hướng lên cấp quản lý và hướng xuống cấp bên dưới, để chọn phương án thích hợp. Đây là một chức năng giáo dục đồng thời giữ vai trò hỗ trợ, bởi vì ngay cả khi đã chia sẻ thông tin, vẫn cần giải thích ý nghĩa và quan hệ của các dữ liệu tài chính / kinh tế, và trợ giúp nhân sự ngoài bộ phận tài chính, sử dụng thích hợp các tiêu chuẩn và các công cụ ra quyết định. Đồng thời các nhà quản trị không thuộc lĩnh vực tài chính không chỉ đơn thuần giao các khía cạnh phân tích trong các quyết định kinh tế của họ cho các chuyên gia, bởi vì sự hiểu biết về các nguyên tắc liên quan cũng như bản chất của các lựa chọn, là một phần của hiệu quả tổng thể của nhà quản trị hiện đại có tri thức.

Quan điểm kế toán so với quan điểm tiền mặt: Thực tiễn thứ ba:

Liên quan đến hai thực tiễn đầu tiên và cũng phản ánh một chủ đề quan trọng đã đề cập ở trên và được chuyển tải trong quyển sách này. Công ty tạo ra giá trị đã làm rõ sự khác biệt giữa hai quan điểm trong việc thu thập và diễn dịch thông tin, nghĩa là quan điểm kế toán và quan điểm quyết định kinh tế. Sự lẫn lộn hai quan điểm này vẫn thường thấy trong các bình luận của các nhà phân tích tài chính, và các báo cáo của các nhà phân tích chứng khoán, có thể làm cho giới quản lý cấp cao theo đuổi các kết quả theo khía cạnh kế toán, như quản lý các kết quả và kỳ vọng trong thu nhập hàng quý, trong khi thực ra dòng tiền mặt đang gia tăng mới thực sự là chìa khóa để thiết lập giá trị. Công ty tạo giá trị khuyến khích việc ra quyết định nội bộ trên cơ sở kinh tế quản lý và dữ liệu về dòng tiền mặt, giao nhiệm vụ cho bộ phận tài chính phát triển các quy luật quyết định và các thông tin quyết định, và hỗ trợ giúp làm sáng tỏ các phương án kinh tế được chọn.

Trong quá trình này, một công ty như vậy sẽ không quên các yêu cầu về kế toán và báo cáo tài chính, vẫn là cơ sở chính thức của thông tin tài chính được công bố. Nhưng công ty này cũng sẽ chủ động thúc đẩy đánh giá thành quả theo dạng dòng tiền, và bao gồm các kỹ thuật định giá trị cổ đông thích hợp, theo cách thức sẽ mô tả trong các chương cuối của cuốn sách này. Vì công ty gửi các tín hiệu rõ ràng đến nhân sự của nó rằng, việc ra quyết định phải định hướng về mặt kinh tế và dòng tiền, nó cũng đòi hỏi các hàm ý về kế toán phải được nhận thức theo một quan điểm riêng biệt. Có những lúc các tác động của kế toán ngắn hạn khác biệt nhau nên được giải thích và truyền đạt cho người bên ngoài, rằng công ty đang có bước đi chiến lược có thể bước đầu làm giảm lợi nhuận báo cáo ngắn hạn, nhưng hứa hẹn dòng tiền mạnh mẽ phát sinh theo thời gian, thì công ty tạo giá trị thực hiện điều này một cách bình thường, tin tưởng vào tính toàn vẹn của quá trình ra quyết định của nó, và truyền đạt rõ ràng tại sao kế toán tài chính không thể diễn đạt các kết quả kinh tế thực sự, trong các định hướng khác nhau.

Tóm lại: Công ty tạo giá trị đã thiết lập bầu không khí công ty, mà mọi quyết định và mọi hành động đều được xem như các lựa chọn kinh tế, cùng cố sự tiếp cận và chia sẻ các thông tin liên quan, các quy luật quyết định, các công cụ được xây dựng kỹ lưỡng theo cách thức hợp tác. Vì mục tiêu chúng ta là tạo giá trị trong dài hạn, bầu khí hỗ trợ thực hiện các quyết định như vậy là nền tảng quan trọng cho sự thành công.

Các Khuyến Khích Kinh Tế:

Một trong các thuộc tính quan trọng của công ty tạo giá trị, là mức độ quan tâm đến các khuyến khích ngắn hạn và dài hạn cho nhà quản lý và nhân viên của công ty. Như đã đề cập ở trên, sự tồn tại hiện tượng quan hệ

nhân quả thực sự giữa các khuyến khích và kết quả. Nếu các khuyến khích của công ty dựa trên một số đo lường phổ biến về kế toán như tỉ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần (ROE) hoặc ROA, hoặc thu nhập mỗi cổ phiếu (EPS), sẽ có rủi ro thực sự là các quyết định lớn hay nhỏ sẽ bị ảnh hưởng từ sự gián đoạn và độ trễ về thời gian liên quan đến các tỉ số đo lường này.

Vì vậy cả chương trình khuyến khích ngắn hạn và dài hạn nên phản ánh một tập các chỉ số đo lường chọn lọc, được thiết kế để tăng cường việc tạo giá trị cho cổ đông. Bởi vì sự tạo giá trị phụ thuộc vào sự phát sinh nhất quán dòng tiền vượt trên chi phí vốn, các khuyến khích được chọn sẽ thường cho các quyết định dựa trên sự phát sinh nhất quán của dòng tiền. Các mục tiêu được thiết lập và đo lường theo các tiêu chuẩn càng gần với tiền mặt càng tốt. Như chúng ta đã nói ở trên, phương pháp này có thể áp dụng trực tiếp trong lĩnh vực vận hành, mà quan hệ nhân quả giữa khuyến khích và kết quả có thể được tìm thấy trong các mục tiêu tương đối cơ bản, như mục tiêu về khối lượng bán hay sản xuất, được chuẩn hóa kỳ lưỡng theo các tiêu chuẩn về chất lượng và phần đóng góp tương đối của sản phẩm và dịch vụ, hoặc các tiêu chuẩn tiết kiệm chi phí, khuyến khích thành quả theo các mức độ yêu cầu về dịch vụ và chất lượng. Chúng ta không chỉ nói về quản trị các biến động ngân sách, nhưng còn nói về các mục tiêu nhỏ cụ thể được thiết lập bên trong một tập rộng lớn các kỳ vọng mang tính hệ thống, kèm theo sự truyền đạt mở về sự phù hợp của các mục tiêu phụ này trong bối cảnh chiến lược tổng thể. Quá trình thực sự sẽ tập trung vào các tác nhân giá trị có thể xác định và đo lường được, như chúng ta đã đề cập ở trên.

Trong lĩnh vực chiến lược, các sáng kiến dài hạn trước tiên sẽ căn cứ vào kỳ vọng về dòng tiền từ các kế hoạch cụ thể, trong lĩnh vực sản phẩm hay dịch vụ trong ngành kinh doanh, hoặc kế hoạch tổng thể của công ty. Về bản chất, các khuyến khích đặt nền tảng trên khả năng đem lại các dòng tiền nhất quán với các kế hoạch đặt nền tảng trên khả năng đem lại các dòng tiền nhất quán với các kế hoạch chiến lược, và các phần thưởng sẽ đáp ứng thành quả này. Công ty tạo giá trị sẽ cấu trúc các khuyến khích này, nghĩa là thành quả xuất sắc sẽ được thưởng xứng đáng. Ngoài ra, có sự nhấn mạnh vào thành quả dài hạn, nhằm tránh ý muốn ra quyết định để có kết quả ngắn hạn không tính đến việc tạo giá trị cho cổ đông.

Quản Trị Hệ Thống Tổng Thể:

Như chúng ta đã đề cập ở trên, và đã minh họa khá chi tiết, thuộc tính quan trọng nhất của một công ty tạo giá trị thành công là sự nhấn mạnh tự giác trong việc quản trị công ty và các bộ phận của nó như một hệ thống tổng thể, một cách đơn giản điều này có nghĩa là có một sự củng cố về kinh

tế, vững chắc và tích cực ngang qua mọi hoạt động vận hành, đầu tư và tài chính. Dạng chiến lược và chính sách được chọn tương thích với mục đích và các năng lực cốt lõi của công ty và các bên quan tâm. Giới quản lý cấp cao duy trì sự giám sát và củng cố quan điểm hệ thống này qua phản hồi và các hoạt động của nó, và sẵn sàng sửa chữa bất kỳ hoạt động gây mâu thuẫn nào đi lệch khỏi mục đích tối ưu hóa tổng thể hệ thống. Mọi quyết định quan trọng, dù ảnh hưởng sự vận hành, đầu tư, mua lại hay giải thể, hoặc các phương án tài trợ và các nguồn vốn, đều được thực hiện trong bối cảnh hệ thống, nhằm đảm bảo mọi hàm ý và liên kết được xem xét và các phương án thích hợp được thiết lập. Các quy luật và thực tiễn quyết định hàng ngày được chuẩn hóa để phản ánh quan điểm hệ thống này.

Để đạt được sự tích hợp như vậy cho các mục đích, chiến lược, chính sách và việc ra quyết định của công ty không phải là việc dễ dàng. Chỉ có vài công ty trải qua điều này một cách đầy đủ và nhất quán, nhưng chính ở đây mà các thuộc tính của nhà quản trị kinh tế đã thảo luận có thể được áp dụng hiệu quả nhất. Nó đòi hỏi sự thận trọng và một truyền thống nhất quán cũng như hành vi quản trị thật nhất quán đáp ứng tương xứng hình ảnh này. Phần thưởng cho cổ đông, nhà quản trị và các bên quan tâm khác thì hiển nhiên, khi việc sáng tạo giá trị có được ở mọi cấp độ, chẳng hạn như ở General Electric. Mỗi nhóm quản trị phải thường xuyên tự hỏi, để xác định có phải nhóm đang được hệ thống giao quyền quản trị từ các cổ đông theo một cách thức hệ thống vững chắc, và sự phân tích tài chính / kinh tế như đã thảo luận trong quyển sách này có là một thành phần quan trọng, hỗ trợ cho phương thức tích hợp này hay không?

Chương 2

BỐI CẢNH HỆ THỐNG CHO QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

Bất kỳ doanh nghiệp nào dù lớn hay nhỏ đều là một hệ thống các quan hệ tài chính và dòng tiền tệ, được tác động bởi các quyết định quản lý. Khái niệm này đạt được tầm quan trọng vào thập niên 1990, khi việc tạo giá trị cổ đông nổi lên như một thách thức thành quả quan trọng, và trở thành một trong các mục tiêu chủ yếu của quản trị hiện đại. Việc tạo giá trị cho cổ đông phụ thuộc vào sự đem lại một dạng dòng tiền dương vượt quá kỳ vọng của nhà đầu tư. Một doanh nghiệp quản trị thành công trong mọi bộ phận của một hệ thống tích hợp sẽ phát sinh dòng tiền như vậy theo thời gian và phát triển tốt trong tương lai – và nhờ vậy trở thành một công ty tạo giá trị.

Vì mục đích cơ bản và giá trị của hoạt động kinh doanh phụ thuộc vào sự phát sinh dòng tiền dài hạn, nên chúng ta cần hiểu cụ thể hơn về động lực làm cho hệ thống kinh doanh tích hợp này hoạt động như thế nào. Hơn nữa, chúng ta phải liên hệ trực tiếp các khái niệm và công cụ phân tích đa dạng đã thảo luận trong cuốn sách này với hệ thống kinh doanh. Như chúng ta đã quan sát chúng sẽ hỗ trợ người ra quyết định ở mọi cấp theo các phương thức cụ thể, nhằm hỗ trợ sự phát sinh dòng tiền và tạo giá trị cho cổ đông. Cuối cùng chúng ta sẽ cung cấp một bối cảnh phù hợp để sử dụng thông tin tài chính thông thường, hỗ trợ cho hoạt động phân tích ở trên.

Trong chương này chúng ta sẽ mở rộng bức tranh đã phát triển ở chương trước, bằng việc trình bày ba tổng lược khái niệm về bối cảnh và ý nghĩa của phân tích tài chính / kinh tế và các lựa chọn kinh tế then chốt. Mục đích nhằm cung cấp cho độc giả một cấu trúc thực tiễn vượt ra khỏi nội dung của các công cụ và phương pháp kỹ thuật.

• Một đồ thị trình bày hệ thống kinh doanh tích hợp tổng quát hóa, cho thấy các mối liên hệ và bản chất động của ba lĩnh vực quyết định quản trị cơ bản, quen thuộc với mọi tổ chức hoạt động vì mục đích kinh tế là:

- Các quyết định đầu tư
- Các quyết định điều hành
- Các quyết định tài chính.

• Một quan điểm tổng quát về bản chất, ý nghĩa và các hạn chế của các báo cáo tài chính công khai quan trọng, là nguồn dữ liệu tài chính chủ yếu, và xem xét mối quan hệ của chúng với hệ thống kinh doanh:

- Bảng cân đối kế toán
- Bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh
- Báo cáo lưu chuyển tiền tệ
- Báo cáo các thay đổi trong vốn cổ đông (vốn chủ sở hữu).

• Tổng lược các quá trình phân tích chủ yếu dùng trong việc diễn dịch thành quả và giá trị của hệ thống kinh doanh, được nhóm vào ba quan điểm chính:

- Kế toán tài chính.
- Phân tích đầu tư.
- Kinh tế học quản lý.

Chúng ta hãy tiếp tục phân biệt giữa một bên là phân tích tài chính thuần túy và một bên là phân tích kinh tế và các phương án. Như chúng ta đã lưu ý, quan điểm thứ nhất căn cứ phần lớn trên các báo cáo tài chính và dữ liệu kế toán, trong khi quan điểm thứ hai tập trung vào các dòng tiền. Chúng ta đưa ra sự phân biệt quan trọng này vì nhiệm vụ phân tích, đánh giá và hướng dẫn các hoạt động của một doanh nghiệp rộng hơn và phức tạp hơn việc vận dụng đơn thuần các dữ liệu tài chính được báo cáo. Điều tối quan trọng là, thành quả và giá trị của bất kỳ doanh nghiệp nào phải được đánh giá theo thuật ngữ kinh tế, nghĩa là được diễn tả theo dòng tiền đã có và dòng tiền kỳ vọng tương lai.

Tuy nhiên chúng ta phải nhớ lại rằng phần lớn dữ liệu có được, và nhiều kỹ thuật phân tích thường sử dụng được căn cứ trên báo cáo kế toán với các quy ước cụ thể của nó, mà bản chất không nhất thiết phản ánh thành quả và giá trị trong hiện tại và tương lai. Vì vậy, nhà quản trị hay nhà phân tích phải luôn luôn diễn dịch kỹ lưỡng và có thể diễn giải dữ liệu hiện có tương thích với bối cảnh và mục đích của phân tích. Nhiệm vụ của nhà quản lý và nhà phân tích là đảm bảo quá trình được chọn và các kết quả đạt được trong các phân tích đáp ứng rõ ràng với các mục tiêu mong muốn dù chúng diễn tả

theo quan điểm tài chính hay kinh tế trong việc đánh giá thành quả, kỳ vọng hay xác định giá trị.

KHÍA CẠNH ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

Bối Cảnh Quyết Định:

Như chúng ta đã đề cập, việc điều hành thành công, thành quả và sự tồn tại của bất kỳ doanh nghiệp nào đều tùy thuộc vào một chuỗi liên tục các quyết định hợp lý của cá nhân hay của tập thể nhóm quản trị. Mỗi quyết định đều gây ra một tác động tối hậu (tốt hơn hay xấu đi) đến khía cạnh kinh tế của doanh nghiệp. Về bản chất, quá trình quản trị bất kỳ nào cũng đều đòi hỏi sự lựa chọn liên tục về kinh tế, mỗi lựa chọn đều có sự đánh đổi chi phí và lợi ích. Các lựa chọn này lại phát sinh các chuyển dịch cụ thể và xác định trong các nguồn lực vật chất và tài chính hỗ trợ cho doanh nghiệp. Quan trọng nhất là các chuyển dịch này gây ra các chuyển động về tiền mặt, là kết quả kinh tế cuối cùng.

Thí dụ:

Tuyển dụng một nhân viên có nghĩa là phát sinh một chuỗi tiền lương hay tiền công trong tương lai, để đổi lấy các dịch vụ hữu dụng. Việc bán chịu hàng hóa cho khách hàng, và tạo ra nghĩa vụ khách hàng phải trả tiền trong vòng 30 hay 60 ngày. Đầu tư một cơ sở vật chất mới gây ra một tập phức tạp tiềm năng các nghĩa vụ tài chính trong tương lai. Phát triển một ứng dụng phần mềm sẽ cần một thời kỳ đáng kể các đóng góp về tiền mặt để trả lương, hỗ trợ kỹ thuật, và trách nhiệm phần mềm, trước khi dùng các nỗ lực tiếp thị để đạt được dòng thu nhập. Sự thương lượng thành công với người cho vay tín dụng sẽ đem đến dòng tiền vào doanh nghiệp, và sẽ được trả lại trong các thời đoạn tương lai.

Một số quyết định thì quan trọng, như đầu tư vào nhà máy sản xuất mới, vay một khoản nợ lớn, hay phát triển thêm một dòng sản phẩm hay dịch vụ mới. Đa số các quyết định khác là một phần của các quá trình thông thường, để quản trị các lĩnh vực chức năng. Mọi quyết định đều có sự đánh đổi về kinh tế, nghĩa là người ra quyết định phải cân nhắc giữa dòng tiền lợi ích kỳ vọng, so với dòng tiền chi phí phát sinh trước khi thực hiện quyết định.

Trong các quyết định thông thường hàng ngày, các đánh đổi này có thể rất rõ ràng và xác định. Trong các tình huống phức tạp, các nhà quản trị phải đánh giá kỹ lưỡng xem các loại nguồn lực sử dụng trực tiếp hay gián tiếp, phục vụ cho quyết định, có khả năng thu hồi được lợi nhuận theo thời gian qua các biến động về thu nhập và chi phí hay không. Các nhà quản trị cũng phải xác định các thông tin liên quan cần thiết hỗ trợ cho việc phân

tích. Tác động tập hợp của chuỗi các phân tích và quyết định lựa chọn đánh đổi này tác động đến cả thành quả và giá trị của doanh nghiệp. Các kết quả sẽ được đánh giá định kỳ, hoặc bằng các báo cáo tài chính hay với sự trợ giúp của các phân tích kinh tế đặc biệt.

Một cách cơ bản, các nhà quản trị quyết định thay cho các chủ sở hữu của doanh nghiệp, có bao gồm lợi ích của các bên quan tâm như nhân viên, nhà cung cấp, tổ chức tín dụng và cộng đồng. Trong quá trình này, các nhà quản trị chịu trách nhiệm sử dụng hiệu quả các nguồn lực bên trong và bên ngoài doanh nghiệp theo cách thức tạo lợi ích kinh tế cho các chủ sở hữu – lợi ích phản ánh tổng hợp cổ tức và giá cổ phần được định giá theo thời gian mà chủ sở hữu / cổ đông nhận được. Khái niệm này gọi là thu nhập tổng thể của cổ đông (TSR), là một trong các tiêu chuẩn then chốt để đo lường thành công của công ty so sánh với các công ty trong ngành và trong tổng thị trường, như chúng ta sẽ thảo luận ở chương 4 và 12.

Mặc dù có sự đa dạng lớn lao về các vấn đề mà nhà quản trị phải đối mặt hàng ngày trong các doanh nghiệp khác nhau, và bên trong mọi cấp hoạt động của doanh nghiệp, như đã thảo luận ở chương thứ nhất, nhiệm vụ của nhà quản trị, về nguyên tắc, rất giống nhau, nên chúng ta có thể ghép các quyết định kinh doanh vào ba lĩnh vực cơ bản:

- Quyết định đầu tư nguồn lực
- Quyết định điều hành.
- Quyết định các nguồn tài trợ.



Thế giới kinh doanh ngày nay có sự biến động vô hạn. Các doanh nghiệp đa dạng về quy mô tham gia vào các hoạt động như thương mại, sản xuất,

tài chính, các dịch vụ đa dạng, sử dụng các mô hình kinh doanh khác nhau, và các cấu trúc pháp lý và tổ chức đa dạng. Tuy nhiên, mục đích kinh tế cơ bản của quản trị đúng đắn có thể được định nghĩa như sau:

“Sự khai thác chiến lược các nguồn lực được chọn để theo thời gian tạo ra giá trị kinh tế đủ để bù lại mọi nguồn lực sử dụng, đồng thời tạo ra một khoản lợi nhuận kinh tế có thể chấp nhận từ các nguồn lực đó với các điều kiện tương xứng với những dự kiến về rủi ro của các chủ sở hữu”.

Vì vậy theo thời gian, sự khai thác nguồn lực thành công sẽ đem lại sự cải thiện vị thế kinh tế của các chủ sở hữu doanh nghiệp. Chỉ khi sự cải thiện quan trọng như vậy đạt được, thì giá trị tăng thêm cho cổ đông mới được tạo ra. Tác động chủ yếu sẽ là giá trị cao hơn cho doanh nghiệp. Nếu cổ phiếu của công ty được giao dịch công chúng, giá trị của nó sẽ được xác định bởi thị trường chứng khoán. Nếu công ty thuộc sở hữu tư nhân, giá trị của nó sẽ được phản ánh trong giá do các người mua tiềm năng của doanh nghiệp đưa ra. Nếu không đạt được giá trị tăng thêm theo thời gian, hoặc nếu có xu hướng đi xuống, sự tồn tại về kinh tế của công ty có thể là một vấn đề.

Vì vậy, sự tạo giá trị cho cổ đông tùy thuộc chủ yếu vào sự quản trị đúng đắn ba lĩnh vực quyết định cơ bản quen thuộc với mọi tổ chức.

- Sự lựa chọn, triển khai và giám sát mọi sự đầu tư đều dựa trên các chiến lược bền vững đúng đắn, quá trình phân tích kinh tế và quản trị một cách hiệu quả.
- Hướng dẫn hoạt động điều hành của doanh nghiệp để sinh lợi bằng các quyết định lựa chọn thích hợp, và sử dụng có hiệu quả về chi phí mọi nguồn lực khai thác.
- Tài trợ một cách khôn ngoan cho doanh nghiệp bằng sự lựa chọn có suy xét các lợi ích kỳ vọng so với các rủi ro gặp phải, trong sự cân đối các nguồn tài trợ bên trong và bên ngoài.

Thực hiện các lựa chọn kinh tế thành công trong toàn bộ các quyết định này là yếu tố cơ bản để thúc đẩy quá trình tạo giá trị. Các lựa chọn này cũng phải được lựa chọn và quản trị một cách rõ ràng theo cách thức nhất quán để đạt thành công dài hạn, thay vì tập trung vào các cải thiện ngắn hạn không thường xuyên, không thể bền vững, hoặc có thể bị sai lệch so với kết quả dài hạn. Hình 2 – 2 mô tả định nghĩa và mục đích của ba lĩnh vực quyết định tương tác này.

Như chúng ta đã quan sát ở trên, nhiệm vụ cơ bản – và thách thức cơ bản – của phân tích tài chính / kinh tế nằm trong việc thiết lập, và chia sẻ một tập dữ liệu và quan hệ nhất quán và có ý nghĩa, để hỗ trợ quá trình ra quyết định với mục đích tạo giá trị. Nếu việc này được thực hiện tốt, các

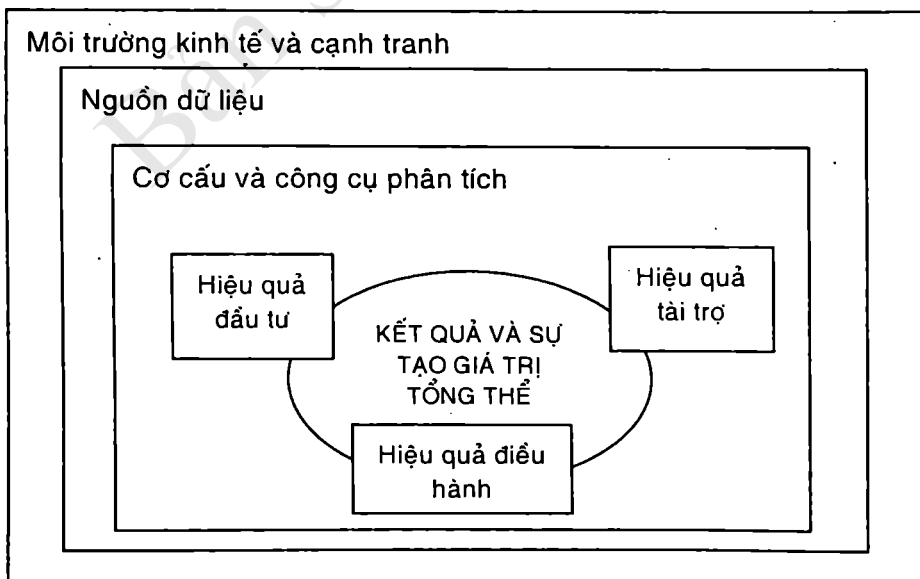
nguyên tắc và công cụ được chọn sẽ giúp nhà phân tích, và nhà quản trị đánh giá các lựa chọn kinh tế bao gồm trong các lựa chọn đầu tư, phương án tài trợ, điều hành, và giúp xác định và đánh giá thành quả kinh tế, các kỳ vọng tương lai, và giá trị của công ty.

Hình 2.2 - QUÁ TRÌNH TẠO GIÁ TRỊ



Hình 2 – 3 minh họa bối cảnh gồm nhiều lớp, phương pháp và công cụ phân tích, các nguồn dữ liệu, bối cảnh tổng quát các điều kiện cạnh tranh và kinh tế thuộc ba lĩnh vực quyết định này. Hình này thể hiện một tích hợp các khái niệm về sự tương tác lý tưởng của các quyết định quản trị, và sự diễn dịch các kết quả.

Hình 2.3 –Bối cảnh chung của phân tích tài chính /



Hệ Thống Kinh Doanh

Như chúng ta biết, có sự tương tác động giữa các quyết định của các nhà quản trị. Các quyết định tạo ra các di chuyển về nguồn lực theo các dạng khác nhau cuối cùng sẽ thay đổi dạng dòng tiền của tổng thể doanh nghiệp. Quá trình này có thể gồm vài bước trung gian trước khi xuất hiện sự di chuyển tiền mặt, như chúng ta sẽ thảo luận ở chương 3, nhưng sự tăng hay giảm tiền mặt sẽ tuân theo quyết định đã thực hiện. Chúng ta đã chứng kiến điều này trong một doanh nghiệp thành công, sự cân đối giữa việc sử dụng tiền mặt và các nguồn lực cần thiết theo thời gian, sẽ phát sinh các dòng tiền dương dẫn đến việc thiết lập giá trị kinh tế và sự tồn tại dài hạn của doanh nghiệp. Thực vậy, việc tạo giá trị cổ đông và các dòng tiền – thực tế và kỳ vọng – là các khái niệm không tách rời được.

Khi chúng ta sử dụng các khái niệm và các công cụ phân tích trong quyển sách này, chúng ta sẽ liên hệ chúng khi thích hợp với nguyên tắc đơn giản: “dòng tiền vào” so sánh với “dòng tiền ra” là chìa khóa của bất kỳ phân tích kinh tế nào. Trong chương 3, chúng ta sẽ thảo luận các phương pháp theo dõi và phân tích các dạng nguồn lực tổng thể, và tác động trên dòng tiền mặt của chúng. Trong chương 7, 8, 11 và 12, chúng ta sẽ cho thấy cách thức các dòng tiền cụ thể liên kết chặt chẽ với một dự án đầu tư hay một tổng thể doanh nghiệp có thể được thiết lập phân tích và định giá trị như thế nào.

Bây giờ hãy phát triển một quan điểm thực tiễn và đơn giản hóa về cách thức hoạt động của một doanh nghiệp điển hình. Với sự trợ giúp của một giản đồ hệ thống mang tính trực giác, chúng ta sẽ chứng minh dạng thức của dòng tiền cơ bản, các quan hệ then chốt, và các quyết định quan trọng có liên quan một cách tích hợp. Rồi chúng ta sẽ cho thấy cách thức mà sự phân tích quan trọng về tài chính / kinh tế, và các chiến lược kinh doanh then chốt liên quan đến hệ thống kinh doanh thế nào. Mỗi chỉ số đo lường và mỗi khái niệm dĩ nhiên sẽ được thảo luận sâu hơn trong các chương của cuốn sách này, nhưng phần tổng lược này cung cấp một cấu trúc để duy trì các vấn đề riêng rẽ trong một quan điểm thích hợp.

Hình 2 – 4 trình bày lưu đồ cơ bản hệ thống kinh doanh, gồm mọi yếu tố quan trọng cần thiết để hiểu dạng dòng tiền tổng quát của bất kỳ doanh nghiệp nào. Sự sắp xếp các hộp, các đường thẳng, và các mũi tên sẽ cho thấy chúng ta đang khảo sát một hệ thống gồm các phần tử tương tác lẫn nhau – và, vì vậy phải được quản trị như một tổng thể. Các đường thẳng liền nét có các mũi tên thể hiện các dòng tiền, các đường chấm chấm thể hiện các quan hệ đánh đổi. Hệ thống được tổ chức thành ba phần tương xứng với ba lĩnh vực quyết định chủ yếu mà chúng ta đã xác định: đầu tư, điều hành, và tài trợ.

- Phần ở trên đỉnh thể hiện ba phần của đầu tư kinh doanh: Cơ sở đầu tư đã được thực hiện, cộng với các đầu tư mới, và sự giải thể đầu tư các nguồn lực không còn tỏ ra hiệu quả hay cần thiết về mặt chiến lược. Ngoài ra, nó cho thấy tác động khấu hao gây ra bởi việc kế toán loại bỏ một phần các tài sản đã khấu hao, so với đầu tư ban đầu và so với lợi nhuận. Một tập thể hiện phần gia tăng tiềm năng nguồn vốn xuất hiện trong phần nằm ở phía đáy, đại diện cho lượng tiền mặt bị che dấu khi lợi nhuận vận hành sau thuế được tính trên cơ sở kế toán, như chúng ta sẽ thảo luận trong chương 3.

- Phần ở trung tâm thể hiện sự tương tác vận hành của ba thành phần cơ bản: giá cả, khối lượng và chi phí của sản phẩm và/hay dịch vụ. Nó cũng cho thấy thông thường chi phí gồm một phần cố định và một phần biến đổi theo sự thay đổi của khối lượng. Kết quả cuối cùng của tập phức hợp các lựa chọn, được thực hiện liên tục trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh là lợi nhuận hay lỗ trong hoạt động kinh doanh định kỳ, sau khi đã trừ thuế thu nhập. Lợi nhuận hoạt động được thể hiện trong phần dưới đáy của sơ đồ, bởi vì lợi nhuận thể hiện một trong các yếu tố then chốt trong sự tài trợ kinh doanh.

- Phần ở đáy thể hiện hai phần, của các lựa chọn tài trợ cơ bản mở ra cho một doanh nghiệp:

1/ Nguồn tài trợ thông thường từ lợi nhuận hoạt động kinh doanh sau thuế (hay lỗ sau thuế) đã đạt được trong một thời kỳ:

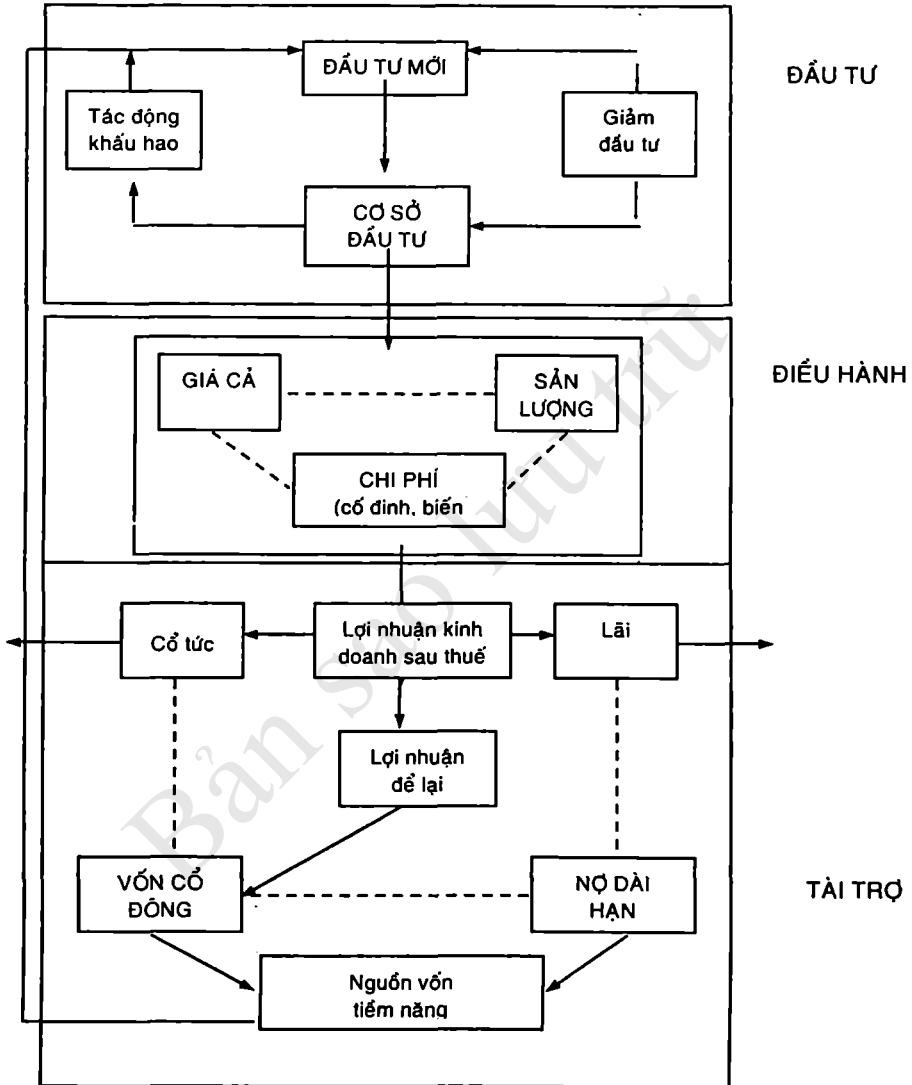
- Phần này được phân chia theo ba khoản, gồm cổ tức trả cho chủ sở hữu, tiền lãi trả cho người cho vay (điều chỉnh thuế bởi vì nó được khấu trừ thuế) và thu nhập giữ lại để tái đầu tư trong doanh nghiệp. Như các mũi tên cho thấy, tiền mặt dùng để trả cổ tức và tiền lãi sẽ đi ra khỏi hệ thống.

2/ Các lựa chọn khả dĩ trong việc sử dụng các nguồn vốn dài hạn:

- Phần này phản ánh vốn cổ đông (chủ sở hữu), cộng với lợi nhuận giữ lại, và nợ dài hạn các tổ chức cá nhân bên ngoài. Các phương án và các quyết định ảnh hưởng các mức vốn cổ đông, lợi nhuận giữ lại, hoặc nguồn vốn dài hạn sẽ tác động nguồn vốn tiềm năng của công ty, được thể hiện bởi mũi tên di chuyển từ bên trái lên phần trên cùng, cho thấy ảnh hưởng của số tiền đầu tư mới thêm vào đầu tư ban đầu. Như đã lưu ý, hiệu ứng khấu hao thể hiện trong phần trên cùng làm tăng tiềm năng ngân sách, bởi vì nó phản ánh tiền mặt bị che dấu trong tính toán lợi nhuận kinh tế. Tương tự, dĩ nhiên một phần ngân sách tiềm năng tăng thêm có thể được dùng để giảm nợ dài hạn, hay để mua lại các cổ phần đang lưu hành trong thị trường. Các hoạt động này dĩ nhiên sẽ làm thay đổi các tỉ lệ trong cấu trúc vốn, và làm cho tiền mặt đi ra khỏi hệ thống.

Bây giờ chúng ta sẽ xem xét từng phần của hệ thống kinh doanh chi tiết hơn, để nhấn mạnh ba dạng quyết định và các tương tác đa dạng giữa chúng.

Hình 4.2 : Hệ thống kinh doanh : Tổng quan



Các Quyết Định Đầu Tư:

Đầu tư là lực thúc đẩy cơ bản của bất kỳ hoạt động kinh doanh nào. Nó là nguồn gốc của sự tăng trưởng, hỗ trợ cho các chiến lược cạnh tranh rõ ràng của quản lý, và nó thường căn cứ trên các kế hoạch chu đáo (Ngân sách vốn) để phân bổ nguồn vốn hiện hữu hay vốn mới cho ba lĩnh vực chính:

- Vốn lưu động (gồm số dư tiền mặt, khoản phải thu khách hàng, tồn kho, trừ đi nợ tín dụng thương mại từ nhà cung cấp và các khoản nợ ngắn hạn khác).
- Tài sản vật chất (cố định) (đất đai, nhà xưởng máy móc và thiết bị, trang thiết bị văn phòng, hệ thống vi tính, thiết bị thí nghiệm...).
- Các chương trình chi tiêu chính (nghiên cứu và phát triển, phát triển sản phẩm hay dịch vụ, chương trình khuyến mãi...) và chi phí mua cơ bản khác.

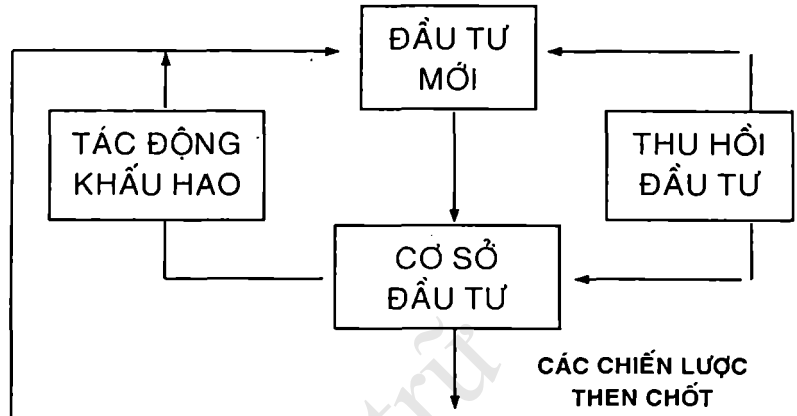
Chú ý rằng việc đầu tư được định nghĩa tổng quát ở đây theo khía cạnh nguồn lực sử dụng sẽ được thu hồi theo thời gian, không phải được phân loại theo nghĩa hẹp của kế toán, có thể sẽ xếp đa số các chương trình chi tiêu như chi phí ngắn hạn, mặc dù nó có tác động dài hạn. Hình 2 – 5 cho thấy phần đầu tư của giản đồ hệ thống, kèm theo các tiêu chuẩn chính và các chiến lược then chốt có thể được xác định trong lĩnh vực này.

Trong quá trình lập kế hoạch từng thời kỳ, khi thiết lập ngân sách vốn, giới quản lý thường chọn các đầu tư mới từ nhiều phương án mà họ kỳ vọng sẽ đem lại thu nhập kinh tế cao hơn hay ít nhất cũng bằng mục tiêu mong muốn. Mức thu nhập mục tiêu này thường liên quan đến các kỳ vọng của cổ đông đối với chi phí sử dụng vốn, như mô tả trong chương 9. Lựa chọn phương án đầu tư hợp lý và thực hiện thành công chúng – sao cho kết quả thực tế vượt hơn chi phí vốn tiêu chuẩn – là trách nhiệm của giới quản lý nhằm đưa đến sự tạo ra giá trị. Đầu tư mới là tác lực then chốt của các chiến lược tăng trưởng làm tăng giá trị cổ đông, nhưng chỉ khi đạt hoặc vượt mục tiêu các tiêu chuẩn đầu tư đã thiết lập.

Hình 2.5 - Hệ thống kinh doanh: bộ phận đầu tư

TIÊU CHUẨN CHỦ YẾU

- Thước đo kinh tế
 - Giá trị hiện tại (NPV).
 - Suất thu lợi nội tại (IRR).
 - Kỳ hoàn vốn chiết khấu.
- Thước đo kế toán
 - Tỷ số lợi nhuận trên vốn đầu tư
 - Tỷ số lợi nhuận trên tài sản thuần
 - Tỷ số lợi nhuận trên tài sản sử dụng.
- Thước đo dựa trên giá trị
 - Lợi nhuận kinh tế.
 - Dòng tiền mặt thu hồi
 - Giá trị tiền mặt tăng thêm.



- CÁC CHIẾN LƯỢC THEN CHỐT**
- Đánh giá danh mục đầu tư.
 - Các phương án chiến lược
 - Hoạch định Ngân sách vốn.
 - Các ưu tiên và sự khai thác
 - Sự thu tóm (mua lại)
 - Sự thu hồi đầu tư.

Đồng thời, các công ty thành công thực hiện các đánh giá quan trọng định kỳ, về việc khai thác cơ sở (hay danh mục) đầu tư hiện tại của công ty như thế nào, để đánh giá thành quả thực tế và viễn cảnh về từng sản phẩm, dịch vụ, và các bộ phận kinh doanh có đảm bảo đáp ứng nhất quán trong bối cảnh chiến lược của công ty hay không. Nếu qua phân tích kỹ lưỡng cho thấy, các kết quả kinh tế và các kỳ vọng ở mức dưới tiêu chuẩn trong một thị trường hay một hoạt động cụ thể nào, thì phương án ngược lại với đầu tư, tức là thu hồi đầu tư, sẽ là một lựa chọn cấp bách. Như chúng ta sẽ thấy, các hoạt động thành quả kém sẽ làm hại giá trị cổ đông. Bán bớt tài sản hoặc một đơn vị hoạt động, sẽ giúp nguồn vốn nhận được được tái khai thác thuận lợi hơn. Cũng vậy, sự bán thiết bị và thay thế bằng phương tiện mới hơn sẽ cung cấp nguồn vốn cho các mục đích khác. Việc tạo giá trị cho cổ đông tùy thuộc vào tổ hợp thành quả của các đầu tư hiện hữu, và cộng thêm các đầu tư thành công mới – là một sự tái đánh giá liên tục tổng danh mục đầu tư hay hoạt động của công ty.

Các tiêu chuẩn hữu dụng khi lựa chọn các đầu tư mới và giảm đầu tư thường là các tiêu chuẩn kinh tế. Chúng dựa trên dòng tiền mặt, đo lường sự đánh đổi giữa ngân sách dành cho đầu tư hiện tại và dòng tiền mặt hoạt động kinh doanh kỳ vọng trong tương lai, cũng như các giá trị thặng dư. Các công cụ về dòng tiền liệt kê ở đây như NPV, IRR, thời gian hoàn vốn chiết khấu, sẽ được thảo luận chi tiết ở chương 7. Trái lại, các tiêu chuẩn thông thường đo lường hiệu quả của cơ sở đầu tư hiện hữu thường căn cứ trên dữ liệu và các quan hệ kế toán, như chúng ta sẽ mô tả chương 4. Các chỉ số này như ROI, ROA, lợi nhuận trên tài sản sử dụng – liên quan đến Bảng cân đối kế toán và dữ liệu báo cáo thu nhập – là các tỉ số cơ bản. Chúng ta sẽ cho thấy có sự khác biệt thực sự giữa các chỉ số kinh tế thường dùng cho đầu tư mới, và các chỉ số dựa trên kế toán cho đầu tư hiện hữu. Khoản chênh lệch trong so sánh này phải được nối kết lại, để đạt được một tiếp cận nhất quán về việc tạo giá trị cho cổ đông. Thực vậy, quá trình nối kết này đã được tiến hành từ thập niên 1990, với sự chuyển dịch có ý nghĩa của các công ty Hoa Kỳ về QUẢN TRỊ DỰA TRÊN GIÁ TRỊ. Các chỉ số như lợi nhuận kinh tế, dòng tiền lợi nhuận trên đầu tư, giá trị tiền mặt tăng thêm đã được sử dụng rộng rãi trong việc đánh giá thành quả và giá trị của các hoạt động hiện tại. Như chúng ta sẽ thảo luận ở chương 12, các chỉ số này định hướng theo dòng tiền và như vậy sẽ tương thích với các tiêu chuẩn kinh tế dùng cho đầu tư mới, như sẽ mô tả ở chương 7.

Các Quyết Định điều hành

Các chiến lược và quyết định then chốt ở đây sẽ tập trung vào việc sử dụng hiệu quả các khoản đầu tư, để đảm bảo việc triển khai và tiếp tục vận hành của chúng đáp ứng các tiêu chuẩn và kỳ vọng sự đầu tư ban đầu. Tập các lựa chọn phương án hoạt động kinh doanh như đã đề cập ở trên, nằm trong vấn đề giá cả, sản lượng và chi phí, nhưng xung quanh khái niệm đơn giản này là một chuỗi phức tạp các lựa chọn và quyết định.

Để bắt đầu công việc này, công ty phải phát triển các sản phẩm và dịch vụ đạt mức xuất sắc so với kỳ vọng của thị trường. Điều này phải đi kèm với việc định vị hoạt động kinh doanh mang tính cạnh tranh, để sử dụng năng lực cốt lõi của công ty và sự khác biệt so với đối thủ. Ở đây không chỉ là khái niệm chiến lược, nhưng còn về áp dụng rất thực tiễn của các lợi thế, như các phương pháp tiết kiệm chi phí, các kỹ năng và các hệ thống ưu việt, trong việc đưa sản phẩm ra thị trường và dịch vụ khách hàng, các hệ thống thông tin hiệu quả cao liên kết với mạng lưới khách hàng, công nghệ độc đáo hoặc năng lực nghiên cứu. Khai thác nguồn lực của công ty trong các thị trường mục tiêu được lựa chọn kỹ lưỡng, công ty phải dùng các chính sách định giá và dịch vụ thích hợp có tính cạnh tranh, đáp ứng nhu cầu khách hàng. Giới

quản lý phải quan tâm đối phó với tác động của thay đổi về giá cả, và các hoạt động của đối thủ trên sản lượng bán và trên suất thu lợi của sản phẩm hay dịch vụ. Cùng lúc mọi hoạt động của doanh nghiệp, dù tiến hành bên trong công ty, hoặc thuê ngoài, không chỉ phải tiết kiệm chi phí, mà còn được duy trì để đạt thành công trong cạnh tranh. Hình 2 – 6 thể hiện rõ các yếu tố then chốt trong lĩnh vực vận hành của hệ thống tài chính.

Sự vận hành thành công cũng tùy thuộc vào sự hiểu biết thực tiễn về quá trình kinh doanh đang tiến hành, chi phí và lợi ích kinh tế của mỗi bộ phận của tổ chức, và sự đóng góp của các sản phẩm và dịch vụ so với kết quả tổng thể. Điều này đòi hỏi sử dụng thích hợp các hệ thống thông tin, thu thập dữ liệu, báo cáo. Một phần của kiến thức là tác động của mức độ và tỉ lệ của chi phí cố định (thời kỳ) phát sinh trong các hoạt động sản xuất, dịch vụ hay thương mại lên suất sinh lợi của công ty. Các khái niệm này sẽ được thảo luận chi tiết ở chương 6.

Sự hoạch định vận hành đúng đắn là một quá trình hỗ trợ thiết yếu. Các mục tiêu và các khuyến khích được thiết lập để củng cố nhu cầu thực hiện các quyết định kinh tế. Quá trình phân tích và hoạch định ngân sách được thiết kế để cho phản hồi liên quan, và cung cấp các tín hiệu hoạt động để có các điều chỉnh khi chưa đạt mục tiêu. Mô hình hóa doanh nghiệp và kế toán trên cơ sở hoạt động thể hiện các cấu trúc thông tin hiện đại, có được nhờ các hệ thống vi tính và hệ thống mạng mạng chưa từng có. Chúng ta sẽ thảo luận việc hoạch định ngân sách và dự phòng hoạt động vận hành trong chương 5, và đề cập chủ đề mô hình hoá trong chương 6.

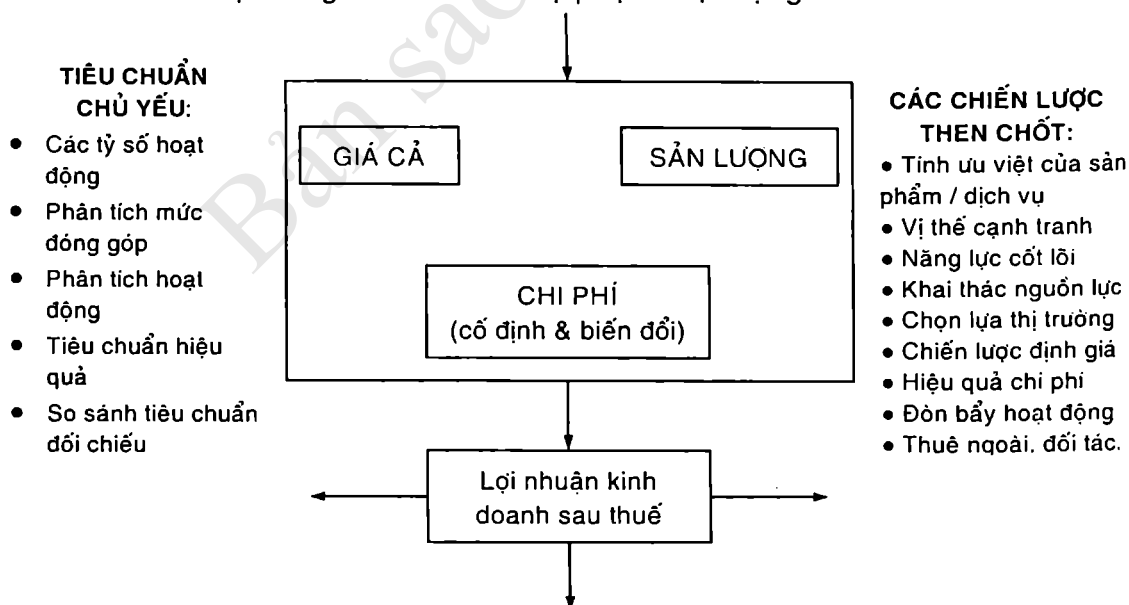
Các tiêu chuẩn then chốt trong phân đoạn vận hành bao gồm một tập các tỉ số hoạt động, đo lường sự hiệu quả trong quản lý thu nhập và chi phí. Trong các tỉ số này có các chỉ số tài chính như phần trăm lợi nhuận hoạt động kinh doanh, và đa dạng các tỉ số giữa chi phí và doanh thu. Có các chỉ số tổng thể như doanh thu và một tập các số thống kê hoạt động kinh doanh như sản lượng mỗi giờ, phần trăm suất thu lợi trong sản xuất, hoặc các biến chỉ báo về sự thỏa mãn khách hàng về dịch vụ cung ứng.

Các tỉ số hoạt động kinh doanh thay đổi lớn lao theo loại hình doanh nghiệp, phải được làm phù hợp với các biến số cụ thể thúc đẩy thành quả. Thật vậy, các tỉ số hoạt động lý tưởng sẽ được tính từ các biến số đại diện cho các tác lực then chốt của doanh nghiệp, có thể là các điều kiện vật chất, kỹ năng và hành vi của con người, sự tận dụng nguồn lực, áp dụng công nghệ từ quan điểm kinh tế, lợi nhuận tương đối, và dòng tiền biên đóng góp bởi các sản phẩm và dịch vụ khác nhau là các chỉ số đo lường quan trọng, không chỉ để theo dõi thành quả hiện tại, nhưng được xem như một đầu vào của các

quyết định chiến lược về danh mục các sản phẩm và dịch vụ.

Sự phân biệt giữa phân tích các tỉ số kế toán và phân tích kinh tế lại quan trọng trong phân tích hoạt động kinh doanh, vì kết quả cho bởi mỗi phân tích có thể biến động đáng kể. Vấn đề này đã dẫn đến việc sử dụng rộng rãi một phương pháp luận mới khác, đề cập trực tiếp đến nhu cầu các câu trả lời về mặt kinh tế, nghĩa là, sự phân tích căn cứ trên hoạt động, đã được nói đến ở trên. Quá trình này chủ yếu là sự xác định từng bước các hoạt động trong một chức năng cụ thể của công ty, hoặc các hoạt động cần để hỗ trợ một dây chuyền sản xuất cụ thể, kể đến là sự phân tích kinh tế kỹ lưỡng về chi phí và lợi ích phát sinh trong mỗi bước và trong tổng thể. Bởi vì nó liên hệ đến đánh giá kinh tế, nên phân tích căn cứ trên hoạt động đã trở thành một kỹ thuật quan trọng, hỗ trợ cho việc tái cấu trúc sản xuất công ty và quản trị dựa trên giá trị. Ngoài ra, các hoạt động so sánh với tiêu chuẩn (bench marking) của các thực tiễn tốt nhất trong ngành cụ thể, hay trong kinh doanh nói chung, cũng thể hiện một cách thức phổ biến khác để cải thiện các chỉ số đo lường và các tiêu chuẩn áp dụng. Chúng ta sẽ thảo luận tập các tiêu chuẩn vận hành về tài chính và kinh tế thiết yếu này trong chương 4, 5 và 6.

Hình 2.6 - Hệ thống kinh doanh: Bộ phận hoạt động kinh doanh



Các Quyết Định Tài Trợ

Ở đây chúng ta phải xử lý các lựa chọn đa dạng cho giới quản lý để tài trợ cho hoạt động đầu tư và vận hành của doanh nghiệp trong dài hạn. Nhớ rằng phân đoạn tài trợ bắt đầu với lợi nhuận sau thuế, là nguồn cung cấp vốn chủ yếu cho công ty. Hai lĩnh vực chủ yếu của các quyết định chiến lược và chọn phương án là:

- Sự phân bổ lợi nhuận
- Hình thành cấu trúc vốn của công ty

Thông qua tập các lựa chọn, quyết định này được thực hiện ở cấp quản lý cao nhất, được phê duyệt bởi Ban giám đốc của công ty vì phương án chọn rất quan trọng đối với sự tồn tại lâu dài của công ty. Hình 2 – 7 trình bày các quan hệ, các tiêu chuẩn, các chiến lược trong phân đoạn tài chính. Lĩnh vực đầu tiên, lợi nhuận sau thuế thường được phân bổ thành ba phần:

- Chủ sở hữu
- Chủ nợ
- Tái đầu tư trong công ty.

Mỗi lựa chọn này bị ảnh hưởng bởi các chính sách quản trị trong hiện tại hay quá khứ, các phương án, các quyết định. Thí dụ, việc trả cổ tức cho các chủ sở hữu với sự thận trọng của Ban giám đốc. Ở đây sự lựa chọn đánh đổi quan trọng là số lượng trả cổ tức cho các cổ đông chiếm một phần thu nhập tổng thể của họ, so với phương án giữ lại nguồn vốn này để đầu tư tăng trưởng cho công ty, với mục đích tạo giá trị tăng thêm sẽ phản ánh trong sự đánh giá cổ phần cao hơn cho các cổ đông.

Việc trả tiền lãi cho người cho vay là vấn đề nghĩa vụ hoạt động. Mức trả lãi có điều chỉnh thuế phát sinh liên quan đến lợi nhuận hoạt động, lại là hàm số trực tiếp của các chính sách và hoạt động quản trị liên quan đến việc sử dụng nợ, được biểu thị bằng đường đứt quãng (chi phí đối với công ty là số lượng ròng sau khi đã tính thuế suất công ty). Tỷ lệ nợ trong cấu trúc vốn càng cao, nhu cầu lợi nhuận bằng đô la càng cao để chi trả tiền lãi, và nếu mức độ rủi ro của DN càng lớn, thì tiềm năng đáp ứng các nghĩa vụ trả lãi và trả vốn càng thấp trong thời kỳ kinh doanh suy thoái.

Lợi nhuận giữ lại thể hiện lợi nhuận thặng dư sau thuế cho một thời kỳ, số lượng ròng còn lại trong cyt sau khi trả lãi và cổ tức. Lợi nhuận này thường là một phần đáng kể nguồn vốn tiềm năng, để đầu tư thêm cho tăng trưởng, như thể hiện ở phần dưới biểu đồ. Chúng ta nhớ lại rằng hiệu ứng khấu hao được cộng vào nguồn vốn tiềm năng này, và phản ánh trong phân đoạn dư, để điều chỉnh cho lượng tiền mặt bị che bởi khoản tiền khấu hao thực hiện, khi tính lợi nhuận hoạt động sau thuế sẽ được thảo luận ở chương

3. Nguồn vốn tiềm năng thêm vào có thể tìm được từ các nguồn vốn mới cung cấp bởi các người cho vay và các nhà đầu tư, tùy thuộc vào chính sách của công ty về việc sử dụng các nguồn vốn dài hạn.

Các chỉ số chủ yếu trong lĩnh vực phân bổ thu nhập là thu nhập và dòng tiền (lợi nhuận sau thuế cộng tác động khấu hao, được tính cho mỗi cổ phần, được xem như các chỉ số tổng quát về khả năng trả nợ vay của công ty đối với cả người cho vay và các chủ sở hữu. Ngoài ra, các tỉ số cụ thể được dùng để đo tỉ lệ cổ tức chi trả, mức độ lợi nhuận trang trải tiền lãi vay ngắn hạn ra sao, và việc chi trả tổng nợ được trang trải thế nào. Các số đo lường này được thảo luận ở chương 4.

Lĩnh vực thứ hai, việc hoạch định cấu trúc vốn mục tiêu, bao gồm việc lựa chọn và cân đối các tỉ lệ nguồn vốn đạt được theo thời gian từ nguồn chủ sở hữu và từ nghĩa vụ nợ dài hạn. Sự lựa chọn tổng hợp sau khi đã xét đến các rủi ro kinh doanh và nghĩa vụ trả nợ, nhằm có được một mức sinh lợi tổng thể chấp nhận được, tương xứng với mức rủi ro được cho là phù hợp bởi giới quản trị và Ban giám đốc. Sự cân nhắc chủ yếu khi chọn phương pháp tài trợ là tác động của đòn cân tài chính (xem chương 6). Nó có thể được định nghĩa như việc sử dụng khôn ngoan các nguồn quỹ đạt được, từ nghĩa vụ nợ chi phí cố định để tài trợ cho các cơ hội hứa hẹn lợi nhuận tiềm năng cao hơn chi phí trả lãi cho số vốn vay mượn – là lợi ích chênh lệch của các chủ sở hữu công ty.

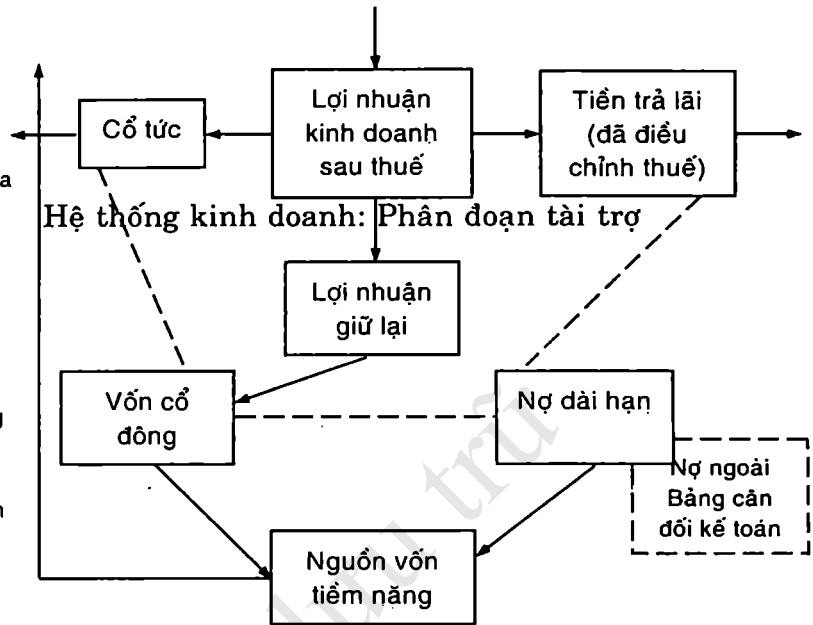
Hình 2 – 7 – Hệ thống kinh doanh : Bộ phận tài trợ

Các tiêu chuẩn chủ yếu:

- Lợi nhuận mỗi cổ phần
- Dòng tiền mỗi cổ phần
- Tỷ lệ khả năng trả lãi vay
- Suất thu lợi vốn cổ phần
- Suất thu lợi trên tổng vốn hóa
- Tỷ số nợ/vốn cổ phần
- Tỷ số nợ
- Chi phí vốn
- Thu nhập tổng cộng của cổ đông

Các chiến lược then chốt

- Phân bổ lợi nhuận
 - Chia cổ tức cho cổ đông
 - Trả tiền lãi vay
 - Giữ lại để tái đầu tư
- Các chỉ tiêu về cơ cấu vốn
 - Loại vốn cổ phần
 - Loại vốn vay
 - Nợ ngoài Bảng cân đối kế toán
 - Đòn bẩy tài chính
 - Sự đánh đổi (lựa chọn) giữa rủi ro/phần thưởng



Quá trình này lại đòi hỏi một chuỗi các đánh đổi về kinh tế, gồm có việc cân nhắc lợi ích đạt được so với rủi ro trong các phương án khác nhau dành cho giới quản lý. Như chúng ta sẽ thảo luận ở chương 10 nhiều loại vốn cổ phần, từ vốn cổ phần thường đến các cổ phiếu chuyển đổi và cổ phiếu ưu đãi, có thể được dùng để tài trợ cho vốn chủ sở hữu mới. Mặt khác, vốn chủ sở hữu hiện tại có thể được mua lại qua việc bán cổ phần trên thị trường mở, dùng vốn tiềm năng hiện có. Sự lựa chọn cuối cùng đã trở nên một khía cạnh quan trọng của quản trị cấu trúc vốn, bởi vì việc mua lại cổ phiếu với dòng tiền mặt của công ty sẽ giảm giá trị tỉ lệ tương ứng. Cùng lúc, không phải trả cổ tức cho các cổ phiếu đã bán đi, có thể cùng lúc, không phải trả cổ tức cho các cổ phiếu đã bán đi, có thể dùng sau này cho các mục đích như tái đầu tư (mua lại công ty). Sự đánh đổi giữa giá trị tăng thêm nhờ đầu tư mới và giá trị cổ phần tăng lên do số cổ phiếu giảm đi.

Các lựa chọn về công cụ nợ còn đa dạng hơn, mà ta sẽ thảo luận ở chương 10. Bao gồm cả việc thuê mua hoạt động và các khoản nợ dài hạn tương tự, gọi là khoản nợ ngoài Bảng cân đối kế toán bởi vì chúng không

được liệt kê vào Bảng cân đối kế toán và chỉ tác động đến Báo cáo thu nhập dưới dạng chi phí hàng năm. Các chỉ số đo lường quan trọng trong lãnh vực chiến lược cấu trúc vốn gồm các tỉ số đo suất thu lợi trên vốn cổ phần và suất thu lợi trên vốn (vốn cổ phần cộng với nợ dài hạn), các loại tỉ số về khả năng thanh toán nợ khác nhau (chương 4), các tỉ số liên quan đến các mức nợ và vốn cổ phần (chương 6), các số đo lường về chi phí của nhiều loại vốn khác nhau cũng như chi phí sử dụng vốn tổng hợp của công ty (chương 9 và 10), và cuối cùng là các khái niệm về việc tạo giá trị cho cổ đông, như thu nhập tổng cộng của cổ đông, giá trị tăng thêm về kinh tế... (chương 11 và 12). Như ta sẽ thấy, một trong các nguyên tắc cơ bản để điều hành thành công một hệ thống kinh doanh là thu nhập từ đầu tư do cấu trúc vốn đem lại phải lớn hơn chi phí sử dụng tổ hợp của vốn cổ phần và nguồn vốn vay nợ, để tạo giá trị cho cổ đông và thu nhập tổng cộng thỏa mãn cho cổ đông. Thu nhập vừa tương ứng với chi phí vốn sẽ làm giá trị không đổi, và thu nhập thấp hơn chi phí vốn sẽ làm giảm giá trị. Như sẽ thảo luận ở chương 12, nhà phân tích cần phải phân biệt kỹ lưỡng giữa các chỉ số đo lường căn cứ trên kế toán và trên dòng tiền trong lĩnh vực này.

Ghi chú ở phía dưới Hình 2 – 7 đề cập đến một giả thuyết về sự thay đổi lãi suất liên tục của khoản vay nợ. Điều này cần thiết bởi vì hệ thống kinh doanh mô tả đây là một mô hình tăng trưởng đơn giản với các chính sách cấu trúc vốn ổn định, cũng được gọi là các tỉ lệ mục tiêu. Thông thường, khi quản lý thường muốn làm tương ứng sự gia tăng này với số lượng tăng cùng tỉ lệ của khoản nợ thêm – trừ khi giới quản lý quyết định thay đổi chính sách nợ vì các lý do thích hợp. Trong trường hợp này sẽ cần các giả định cụ thể về dạng kế hoạch trả tiền nợ sẽ làm thay đổi tỉ lệ tương đối giữa nợ và vốn cổ phần đang lưu hành, và cũng thay đổi dạng dòng tiền trong mô hình.

Quan Hệ Tương Tác Giữa Chiến Lược Và Sự Tạo Giá Trị

Hiển nhiên rằng khái niệm của chúng ta về hệ thống kinh doanh cơ bản (Hình 2 – 4) buộc chúng ta phải nhận thức và xử lý nhiều quan hệ tương tác động giữa các chiến lược quản trị then chốt, các chính sách, các quyết định và các dòng tiền chủ yếu được tạo ra. Trong thực tế, hệ thống là một mô hình tăng trưởng tài chính cơ bản minh họa sự tương tác giữa các biến then chốt hỗ trợ cho mục tiêu cuối cùng – tạo giá trị bằng dòng tiền dương lớn hơn chi phí vốn theo thời gian. Đạt được sự nhất quán trong các lựa chọn và các quyết định liên quan đến các biến số này, thì rất quan trọng đối với sự thành công dài hạn của doanh nghiệp và các kỳ vọng của cổ đông, bởi vì chỉ có một hệ thống kinh doanh phối kết tốt mới hoạt động theo cách thức ưu việt.

Thí dụ:

Có thể không hiệu quả nếu công ty thiết lập chiến lược tăng trưởng quá mạo hiểm trong hoạt động vận hành của nó, cùng lúc lại tự giới hạn trong một tập các chính sách tài chính của nó, cùng lúc lại tự giới hạn trong một tập các chính sách tài chính cứng nhắc và bảo thủ – đặc biệt khi lợi nhuận biên vận hành nhỏ bé và cần nguồn vốn khá lớn. Tương tự việc trả một tỉ lệ lợi nhuận vận hành hiện tại cao dưới dạng cổ tức hoặc mua lại một số lượng đáng kể cổ phần của công ty, cùng lúc duy trì một chính sách nợ hạn chế, sẽ mâu thuẫn với mục tiêu duy trì thị phần trong một ngành kinh doanh đang mở rộng đòi hỏi số vốn đáng kể. Trong các trường hợp này, các nguồn vốn hiện có dành cho đầu tư mới không có sẵn, trừ khi tăng vốn cổ phần mới trên thị trường. Vị thế chiến lược của công ty có thể gặp rủi ro, và thị trường chứng khoán có thể ảnh hưởng đối nghịch với các kỳ vọng dòng tiền trong tương lai, có thể làm giảm giá trị của công ty.

Vì vậy, cơ sở để quản trị thành công là phát triển và duy trì một tập nhất quán các chính lược kinh doanh, các mục tiêu đầu tư, mục tiêu vận hành, và các chính sách tài chính giúp tăng cường lẫn nhau thay vì mâu thuẫn. Chúng phải được lựa chọn qua sự phân tích chu đáo các phương án kinh tế đa dạng, riêng từng phương án hoặc phối hợp chúng phải sử dụng các đo lường và các khuyến khích phù hợp, tất cả nhằm củng cố một dạng thành quả dài hạn sẽ thiết lập và củng cố các kỳ vọng của cổ đông về dòng tiền hiện tại và tương lai phát sinh từ các đầu tư hiện tại và tương lai thành công – hay từ sự giải thể các bộ phận yếu kém của công ty. Như sẽ chứng minh ở các chương sau, sự hiểu biết về bản chất đông của các chiến lược kinh doanh và các chính sách tài chính thì cần thiết, dù liên quan đến việc quản trị dòng tiền vận hành, các yếu tố then chốt của thành quả tài chính, hoặc hoạch định cấu trúc vốn. Sơ đồ hệ thống đơn giản hóa của chúng ta đã cung cấp cách thức nhận ra các quan hệ tương tác chính trong một bối cảnh rộng lớn các quyết định quản trị và các dòng tiền.

BẢN CHẤT CỦA CÁC BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Để áp dụng các kiến thức có được về tổng quan khái niệm của hệ thống kinh doanh, chúng ta phải tìm các thôn tin nhằm mục đích.

- Cho phép nhà quản trị hay nhà phân tích theo dõi tình hình tài chính và các kết quả vận hành của dno.
- Giúp hiểu biết về dạng dòng tiền mặt theo khía cạnh cụ thể hơn.

Trong quá trình phân tích tài chính / kinh tế, một số các dữ liệu chính thức và phi chính thức thường được rà soát lại, và kiểm định về sự liên hệ của chúng đến mục đích cụ thể của việc phân tích. Hình thức thông dụng

nhất là sự công bố các thông tin tài chính cơ bản, ngoại trừ công ty được sở hữu tư nhân, sẽ là một tập các báo cáo tài chính phát hành theo các nguyên tắc của ỦY BAN TIÊU CHUẨN TÀI CHÍNH KẾ TOÁN (FASB) của Hội Kế toán công và được điều hành bởi ỦY BAN CHỨNG KHOÁN và Hội đồng Hoa Kỳ (SEC). Bộ báo cáo này được chuẩn bị phù hợp các “nguyên tắc kế toán chấp nhận chung” (GAAP), thường gồm có Bảng cân đối kế toán vào các thời điểm cho trước, Bản báo cáo thu nhập cho từng thời kỳ, báo cáo dòng tiền mặt trong cùng thời kỳ. Và một báo cáo đặc biệt về các thay đổi đáng chú ý trong vốn chủ sở hữu.

Vì các báo cáo tài chính là nguồn gốc giúp thực hiện tốt một phần các nỗ lực phân tích chúng ta phải hiểu bản chất, phạm vi và các giới hạn của chúng, trước khi dùng các dữ liệu và quan sát lấy từ các báo cáo này giúp cho các đánh giá phân tích của chúng ta. Các báo cáo tài chính phản ánh hiệu ứng tích lũy của tất cả các quyết định trong quá khứ của giới quản lý. Tuy nhiên, chúng có tính khó hiểu đáng kể. Các báo cáo giao dịch kinh doanh được nhất quán và đúng đắn và sử dụng các nguyên tắc quen thuộc sau đây:

- Các giao dịch được ghi nhận giá trị tại thời điểm xảy ra.
- Sự điều chỉnh các giá trị đã ghi nhận chỉ được thực hiện nếu các giá trị giảm xuống.
- Thu nhập và chi phí được ghi nhận ngay khi phát sinh, không phải khi tiền mặt thực sự được trao đổi.
- Sự tương xứng giữa thu nhập và chi phí được thực hiện qua kế toán tích lũy, trả trước và phân bổ các khoản thu chi.
- Sự khấu trừ các khoản phát sinh âm được thể hiện dưới dạng các ước lượng làm giảm cả lợi nhuận và giá trị ghi sổ, thường ảnh hưởng đến vốn cổ đông hoặc các khoản ở ngoài Bảng cân đối kế toán.

Các quy tắc này làm cho các kết quả tài chính kế toán đã báo cáo được diễn đạt mở rộng đáng kể, đặc biệt nếu nhà phân tích tìm hiểu.

Về thành quả kinh tế của công ty, và để thiết lập cơ sở tính kết quả về giá trị cổ đông. Các nhà phân tích chuyên nghiệp thường thực hiện việc điều chỉnh dữ liệu phản ánh trên các báo cáo tài chính, về các giao dịch kế toán đã biết không ảnh hưởng đến dòng tiền mặt, và thường có các giả định về các giá trị kinh tế cơ sở của các giá trị tài sản được ghi nhận. Chúng ta sẽ thảo luận các điều chỉnh quan trọng nhất trong chương 4 và 12.

Bảng Cân Đối Kế Toán

Bảng cân đối kế toán được chuẩn bị tại một thời điểm cụ thể, ghi nhận

các loại và các số lượng về tài sản doanh nghiệp đã khai thác (như các nguồn lực), và các khoản nợ tương ứng với các tài sản từ các người cho vay và các chủ sở hữu (nguồn vốn có được, còn được gọi là Báo cáo tình hình tài chính hay Báo cáo vị thế tài chính, nó phải luôn cân bằng. Theo định nghĩa, giá trị ghi nhận của Tổng tài sản đầu tư trong doanh nghiệp ở bất kỳ thời điểm nào, phải tương ứng chính xác với các khoản nợ ghi nhận và vốn chủ sở hữu cung ứng các tài sản này. Các khoản nợ là các nghĩa vụ cụ thể, thể hiện quyền đối với các tài sản của doanh nghiệp, được xếp hạng trước tiên trước các chủ sở hữu trong ưu tiên chi trả. Trái lại, vốn cổ đông được ghi nhận trong thực tế thể hiện trái quyền ưu tiên thấp của chủ sở hữu trên tài sản còn lại, sau khi đã trừ đi mọi khoản nợ.

Các loại tài sản hay các nguồn lực huy động chủ yếu là:

- Tài sản lưu động (các hạng mục xoay vòng trong công việc kinh doanh bình thường trong một khoảng thời gian tương đối ngắn, như tiền mặt, chứng khoán khả mại, khoản phải thu, tồn kho).
- Tài sản cố định (như đất đai, tài nguyên khoáng sản, nhà xưởng, thiết bị, máy móc, xe mdy), tất cả các đều sử dụng trong khoảng thời gian dài hơn).
- Các tài sản khác như tiền ký gửi, bằng sáng chế, các tài sản vô hình, gồm cả thương hiệu có được từ sự mua lại (thâu tóm).

Các nguồn vốn chính có được là:

- Nợ ngắn hạn, là các nghĩa vụ đối với người bán, cơ quan thuế, nhân viên, người cho vay, với thời hạn trong vòng một năm.
- Nợ dài hạn, gồm nhiều công cụ nợ thời gian trả hơn một năm, như trái phiếu, các khoản vay, thế chấp.
- Vốn chủ sở hữu (cổ đông), thể hiện số lượng vốn ròng đóng góp bởi các chủ sở hữu của doanh nghiệp cũng như lợi nhuận giữ lại sau khi trả cổ tức.

Bảng cân đối kế toán có bản chất tĩnh, như một ảnh chụp nhanh, chúng phản ánh các điều kiện vào thời điểm lập Bảng này. Nó cũng có tính tích lũy, bởi vì nó thể hiện tất cả các quyết định và các giao dịch xảy ra từ lúc khởi đầu doanh nghiệp, được tính đến thời điểm lập Bảng này.

Như chúng ta đã chỉ ra ở trên, các quy định về kế toán tài chính đòi hỏi mọi giao dịch phải được ghi nhận theo chi phí và giá trị phát sinh ở thời điểm đó, và các điều chỉnh hồi tố đối với các giá trị khi nhận chỉ được thực hiện dưới các trường hợp rất giới hạn. Kết quả là, các Bảng cân đối kế toán (có tính tích lũy) thể hiện các tài sản và các khoản nợ, có được hay phát sinh vào các thời điểm khác nhau. Vì giá trị kinh tế hiện tại của các tài sản có thể thay

đổi, đặc biệt trong trường hợp các hạng mục có chu kỳ sống dài (như nhà xưởng và máy móc), hoặc các tài nguyên cơ bản (như đất đai và khoáng sản), chi phí ghi trên Bảng cân đối có khả năng không phản ánh giá trị kinh tế thực. Hơn nữa, các thay đổi về giá trị tiền tệ dùng để ghi nhận các giao dịch có thể thay đổi theo thời gian, làm biến dạng Bảng cân đối này.

Giá trị bút toán ghi nhận của vốn chủ sở hữu bị ảnh hưởng bởi tất cả các sai lệch này. Thường có sự phân kỳ rõ rệt giữa giá trị kế toán theo phương pháp thặng dư này, và giá trị kinh tế hiện tại của doanh nghiệp phản ánh trong giá cổ phần hay định giá mua lại. Thực vậy, cổ phiếu của các công ty thành công thường được giao dịch tại các mức giá cao hơn nhiều so với giá trị bút toán ghi sổ (xem chương 12).

Cuối cùng, một số qđ tương đối gần đây đòi hỏi ước lượng và ghi chép các khoản nợ tiềm năng phát sinh từ một số các nghĩa vụ tương lai, như chi phí tiền hưu trí và chăm sóc sức khỏe, làm xuất hiện thêm một loạt các ước đoán giá trị. Các khoản này thường được ghi là “các khoản nợ khác”, được liệt kê ngay phía trên của vốn chủ sở hữu, và trong thực tế được phân loại khác đi, thay vì là một phần của trái quyền ưu tiên của chủ sở hữu trở thành một dạng đặc biệt của nợ dài hạn.

ỦY BAN FASB của Ngành kế toán đang dành nhiều nỗ lực để giải quyết các vấn đề này, và các vấn đề khác ảnh hưởng đến ý nghĩa của Bảng cân đối, nhưng chỉ thành công một phần. Các tiêu chuẩn kế toán tiếp tục cải tiến, và nhà quản trị hay nhà phân tích phải nhận ra các vấn đề và các quá trình liên quan, khi xem xét và phân tích Bảng cân đối này. Chúng ta sẽ thảo luận các vấn đề quan trọng nhất cụ thể hơn khi xem xét về các kỹ thuật phân tích trong các chương sau.

Trong bối cảnh quyết định về đầu tư, vận hành, và tài trợ, Bảng cân đối là một bản liệt kê tích lũy tác động của các quyết định đầu tư và tài trợ trong quá khứ, và tác động của các kết quả hoạt động ròng khi sử dụng các nguồn lực này. Chính sự ghi nhận theo thời gian tất cả các giao dịch đã ảnh hưởng việc kinh doanh hiện tại theo thời gian. Tác động ròng của các vận hành dưới dạng các khoản lời hay lỗ định kỳ được phản ánh trong tài khoản vốn cổ đông có tính biến động. Hình 2 – 8 là một bức tranh khái niệm đơn giản về Bảng cân đối và nó liên quan đến ba lĩnh vực của quyết định quản trị.

Chỉ có các loại lớn thường thấy trên Bảng đối mới được liệt kê trong hình 2 – 8, mang tính rất đơn giản hóa. Trong thực tiễn, nhà phân tích sẽ gặp một số lượng lớn các tài khoản tài sản, công nợ, và giá trị ròng chi tiết chi tiết vì Bảng cân đối phản ánh bản chất riêng có của từng công ty và lĩnh vực kinh doanh mà công ty đó tham gia. Nhưng các tài khoản thực tế luôn luôn có thể nhóm lại thành các nhóm cơ bản liệt kê trong hình.

Hình 2.8 Bảng cân đối kế toán trong nội dung quyết định

Lĩnh vực quyết định của quản lý

Đầu tư	Hoạt động kinh doanh	Tài trợ
Tài sản	Bảng cân đối kế toán	Nợ và vốn thực
Tài sản ngắn hạn	<div style="border: 1px solid black; width: 100%; height: 100%; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> <div style="border-bottom: 1px solid black; width: 100%;"></div> <div style="margin-top: 10px; text-align: center;">Lãi thuần hay thực lỗ</div> </div>	Nợ ngắn hạn
cộng		cộng
tài sản cố định		nợ dài hạn
cộng		cộng
tài sản khác		vốn cổ đông
bằng		bằng
Tổng cộng tài sản		Tổng cộng nợ và vốn thực

Hình 2.9 trình bày một bảng Cân đối kế toán hợp nhất của công ty TRW vào ngày 31/12/1997. TRW là một công ty sản xuất và dịch vụ toàn cầu, có trụ sở chính đặt tại Cleveland, Ohio. Công ty có chiến lược tập trung vào việc cung cấp sản phẩm và dịch vụ công nghệ cao hoặc động cơ cho các thị trường xe hơi, không gian và quốc phòng, và hệ thống thông tin. TRW nắm giữ vị trí lãnh đạo ở hầu hết các thị trường của công ty. Thành lập từ năm 1901, công ty hiện có 72,500 nhân viên trên 24 quốc gia, và được xếp hạng thứ 146 trong danh sách Fortune 500 của năm 1997. các báo cáo tài chính của công ty sẽ được sử dụng làm thí dụ ở các chương 3 và 4 để minh họa cách áp dụng các công cụ phân tích tài chính vào các số liệu đó.

Hình 2.9

TRW INC. và các chi nhánh		
Bảng cân đối kế toán hợp nhất		
31/12/1997 và 1996 (triệu USD)		
	1997	1996
TÀI SẢN:		
Tài sản lưu động :		
Tiền mặt và khoản tương đương tiền	\$ 70	\$ 386
Khoản phải thu	1,617	1,387
Tồn kho	573	524
Chi phí trả trước	79	69
Thuế thu nhập hoãn lại	96	424
Tổng tài sản lưu động	2,435	2,781
Bất động sản, nhà máy và thiết bị theo nguyên giá	6,074	5,880
Trừ: Hao mòn lũy kế	3,453	3,440
Tổng giá trị bất động sản, nhà máy và thiết bị - giá trị còn lại	2,621	2,480
Tài sản vô hình :		
Tài sản vô hình có được từ việc mua lại	673	258
Tài sản vô hình khác	232	31
Tổng tài sản vô hình	905	289
Trừ: Hao mòn lũy kế	94	78
Tổng giá trị tài sản vô hình - giá trị còn lại	811	211
Đầu tư vào các công ty con	139	51
Các tài sản khác	404	376
Tổng tài sản	\$6,410	\$5,899
NỢ VÀ ĐẦU TƯ CỦA CỔ ĐÔNG		
Các khoản nợ ngắn hạn		
Nợ ngắn hạn	\$411	\$52
Lương phải trả tích lũy	338	386
Phải trả người bán	859	781
Nợ tích lũy khác	846	775
Cổ tức phải trả	38	39
Thuế thu nhập	99	52
Nợ dài hạn đến hạn trả	128	72
Tổng nợ ngắn hạn	2,719	2,157
Các khoản nợ dài hạn	788	767
Nợ dài hạn	1,177	458
Thuế thu nhập hoãn lại	57	272

Tiền trả lãi vay của các chi nhánh	105	56
Đầu tư của cổ đông :		
Cổ phiếu ưu đãi	1	1
Cổ phiếu thường	78	80
Nguồn vốn khác	462	437
Lợi nhuận giữ lại	1,176	1,978
Điều chỉnh tích lũy chuyển đổi ngoại tệ	(130)	47
Cổ phiếu ngân hàng – chi phí vượt mệnh giá	(563)	(354)
Tổng đầu tư của cổ đông	1,624	2,189
Tổng nợ và đầu tư cổ đông	\$6,410	\$5,899

Nguồn: Trích từ Báo cáo hàng năm của TRW Inc. 1997

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh phản ánh ảnh hưởng của các quyết định quản lý đến thành quả kinh doanh và kết quả lãi hay lỗ kế toán của chủ doanh nghiệp trong một kỳ cụ thể. Lãi hay lỗ được tính trên báo cáo sẽ làm tăng hay làm giảm vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối kế toán. Như vậy, Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh là một sự bổ sung cần thiết cho bảng cân đối kế toán trong việc giải thích thành phần thay đổi quan trọng trong vốn chủ sở hữu, và cung cấp một tập các thông tin để đánh giá thành quả. Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, cũng được gọi là Báo cáo hoạt động, Báo cáo lợi nhuận hoặc Báo cáo lời và lỗ, trình bày doanh thu được công nhận trong một thời kỳ cụ thể, và các chi phí được tính vào các khoản doanh thu này, gồm cả các khoản xoá sổ (như khấu hao và khấu trừ của các loại tài sản). Doanh thu và chi phí gồm các khoản mục như:

- Doanh thu tiền mặt hay bán chịu.
- Tiền mua hàng hóa để bán lại hoặc để sản xuất, hoặc chi phí của các dịch vụ cung cấp
- Chi phí chung và chi phí điều hành
- Chi phí bán hàng tiếp thị
- Chi phí nghiên cứu và phát triển

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh thể hiện nỗ lực lớn nhất của các kế toán viên của doanh nghiệp, làm tương xứng các khoản mục liên quan của doanh thu với các khoản mục liên quan của chi phí trong thời kỳ đó, một quá trình gồm kế toán tích lũy và sử dụng nhiều các quá trình phân bổ các khoản doanh thu và chi phí trước đây và trong tương lai.

Các lĩnh vực cần sự phán đoán đối với chi phí là:

- Sự thừa nhận tác động của doanh thu nhận được trước hoặc trễ

theo thời gian.

- Sự khấu hao các tài sản được sử dụng trong nhiều kỳ .
- Giá vốn hàng hoá mua vào hay được sản xuất ở các kỳ trước.
- Phân bổ hợp lý các chi phí chung cho một kỳ cụ thể.

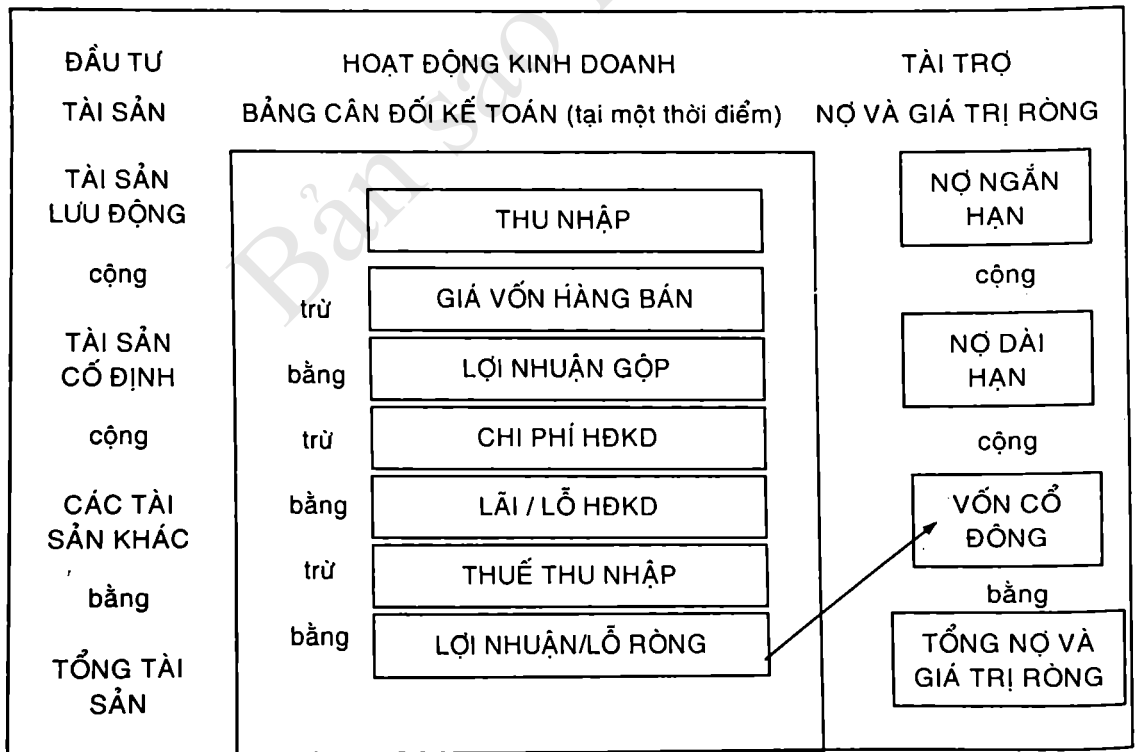
Chúng ta sẽ tiếp tục tìm hiểu các khía cạnh quan trọng hơn của các hạng mục và các lựa chọn này, khi chúng ta áp dụng các kỹ thuật phân tích trong các chương sau.

Khi xem xét trong bối cảnh quyết định, Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh nằm ở cột giữa của Hình 2 – 10 sẽ làm rõ các chi tiết của các giao dịch, và các quá trình phân bổ đã tạo nên một trong các yếu tố thành quả then chốt, tức là lãi hay lỗ.

Chúng ta lại dùng một thí dụ thực tế Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh trong Hình 2 – 11, “Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất” của công ty TRW Inc. cho các năm kết thúc vào 31/12/1997 và 31/12/1996.

Hình 2 – 10: BÁO CÁO KQHĐKD TRONG BỐI CẢNH QUYẾT ĐỊNH

LĨNH VỰC QUYẾT ĐỊNH QUẢN TRỊ



Báo Cáo Dòng Tiền Mặt:

Do chúng ta quan tâm đến tác động tổng hợp của đầu tư, vận hành và tài chính, phân tích cả Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh trong kỳ và Bảng cân đối kế toán vào đầu và cuối của kỳ, sẽ cung cấp nhiều hiểu biết hơn chỉ phân tích một loại Báo cáo. Các quyết định quản lý không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận của thời kỳ đó, mà còn gây ra các thay đổi trong đa số các tài sản và khoản nợ, đặc biệt trong các tài khoản tạo thành vốn lưu động như tiền mặt, khoản phải thu, tồn kho, khoản phải trả. Báo cáo ghi nhận cả các kết quả vận hành hiện tại và các thay đổi kèm theo trong Bảng cân đối là Báo cáo dòng tiền hay còn gọi Báo cáo lưu chuyển tiền tệ, nó cho chúng ta bức tranh động về các thay đổi cuối cùng về kết quả tiền mặt có từ các quyết định tổng hợp thực hiện trong một thời kỳ.

Báo cáo này được chuẩn bị bằng sự so sánh Bảng cân đối vào thời điểm bắt đầu và kết thúc, và dùng các khoản mục quan trọng trong Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh cho thời đoạn này, tất cả đều được diễn dịch về khía cạnh sử dụng và nguồn tiền mặt:

- Tiền mặt phát sinh từ các hoạt động sinh lợi hoặc giảm đi do các kết quả không sinh lãi.
- Tác động đến tiền mặt do các thay đổi về yêu cầu vốn lưu động
- Sử dụng tiền mặt đầu tư vào tài sản hoặc để hoàn trả các khoản nợ
- Tăng lượng tiền mặt do vay mượn hoặc giảm đầu tư vào tài sản
- Tác động đến tiền mặt do phát hành cổ phần mới hoặc mua lại cổ phần
- Tác động đến tiền mặt do trả cổ tức
- Điều chỉnh việc phân bổ kế toán, khoản khấu hao, hoặc điều chỉnh các hạng mục không phải tiền mặt trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và Bảng cân đối
- Tác động ròng của di chuyển tiền mặt trong thời kỳ trên số dư tiền mặt của công ty.

Như vậy Báo cáo dòng tiền cho một tóm lược dễ nhận xét về tác động của dòng tiền tổng hợp đến mọi quyết định quản trị trong thời kỳ. Người sử dụng có thể đánh giá cả độ lớn và các quan hệ của các chuyển động tiền mặt này, như khả năng của công ty trong việc đầu tư theo các nhu cầu căn cứ các kết quả điều hành, độ lớn và sự thích hợp của các thay đổi về tài trợ, và các chuyển dịch không cân xứng trong nhu cầu vốn lưu động, quan sát dạng thức dòng tiền có thể nảy sinh các câu hỏi về tính hiệu quả của các chiến lược quản lý, cũng như chất lượng của các quyết định điều hành. Số lượng chi tiết

có thể biến động lớn, phụ thuộc vào bản chất của doanh nghiệp và các dạng chuyển dịch khác nhau.

Trong quá khứ, các dạng cơ bản các báo cáo này khác nhau rất lớn, trong thời gian gần đây, FASB và SEC yêu cầu mọi Báo cáo dòng tiền công bố phải theo một dạng thức chung, liệt kê các công dụng và các nguồn tiền mặt theo ba lĩnh vực quyết định quen thuộc: Đầu tư, vận hành và tài trợ. Quy định này công nhận sự hữu dụng của việc sắp xếp như vậy trong kiểu tính động của hệ thống kinh doanh, như đã diễn tả ở trên. Hình 2 – 12 cho thấy Báo cáo dòng tiền đã phù hợp với bối cảnh quyết định quản lý của chúng ta như thế nào.

Một khía cạnh của báo cáo dòng tiền đòi hỏi vài giải thích là việc thực hiện kế toán các khoản khấu hao. Từ quan điểm dòng tiền, các khoản giảm trừ như khấu hao và khấu trừ chỉ thể hiện kế toán ghi sổ, không có tác dụng trên tiền mặt. Lý do đơn giản là các tài sản được khấu trừ, bởi các ghi chép này thể hiện tiền mặt đã sử dụng trong thời kỳ quá khứ. Kết quả là, các khoản khấu trừ, nếu nó đã làm giảm lãi thuần, phải được cộng vào như một dòng tiền dương, như vậy sẽ bảo toàn được tiền mặt phát sinh bởi các vận hành ở mức ban đầu trước khi thực hiện kế toán khấu trừ. Độc giả nhớ lại rằng, chúng ta đã nhận ra các hàm ý của tác động khấu hao đối với dòng tiền khi thảo luận ở trên về hệ thống kinh doanh. Thực hiện điều chỉnh này sẽ được minh họa cụ thể hơn ở chương 3.

Báo cáo dòng tiền có cùng các giới hạn như Bảng cân đối và Báo cáo thu nhập, bởi vì nó được thiết lập từ các dữ liệu kế toán chứa trong các báo cáo này. Tuy nhiên, vì nó tập trung vào các thay đổi phát sinh trong thời kỳ, các hạn chế do sự định giá trong quá khứ thường không có ý nghĩa. Tuy nhiên chúng ta phải nhớ rằng, qua việc thể hiện sự thay đổi ròng từ thời điểm đầu đến thời điểm cuối của thời kỳ lựa chọn cho mỗi tài sản, mỗi khoản nợ vay hoặc vốn chủ sở hữu đã báo cáo, Bảng báo cáo phải “bỏ qua” các giao dịch riêng lẻ đã phát sinh trong thời kỳ đó và có lẽ triệt tiêu lẫn nhau. Tuy nhiên thông thường các giao dịch vật chất như vậy (chẳng hạn các đầu tư lớn, đầu tư, giải thể), sẽ được cung cấp cho người sử dụng bức tranh chi tiết về tác động của các sự kiện chính trong thời kỳ đó.

“Bảng Báo cáo dòng tiền hợp nhất” của TRW cho các năm kết thúc vào 31/12/1997 và 31/12/1996 trong Hình 2 – 13, cho thấy các khoản mục đa dạng thực tiễn được liệt kê như thế nào. Một số các điều chỉnh chỉ dựa trên thông tin có sẵn trong công ty, cho thấy rõ hơn về bản chất của chuyển động tiền mặt trong các thời kỳ xem xét, đặc biệt khi xem xét doanh thu của vài ngành kinh doanh trong năm 1996, và hai vụ mua lại trong năm 1997, sẽ thảo luận ở chương 3.

Hình 2 – 11:

TRW INC. VÀ CÁC CHI NHÁNH - BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Vào các năm kết thúc vào 31/12/1997 và 1996

(triệu USD)

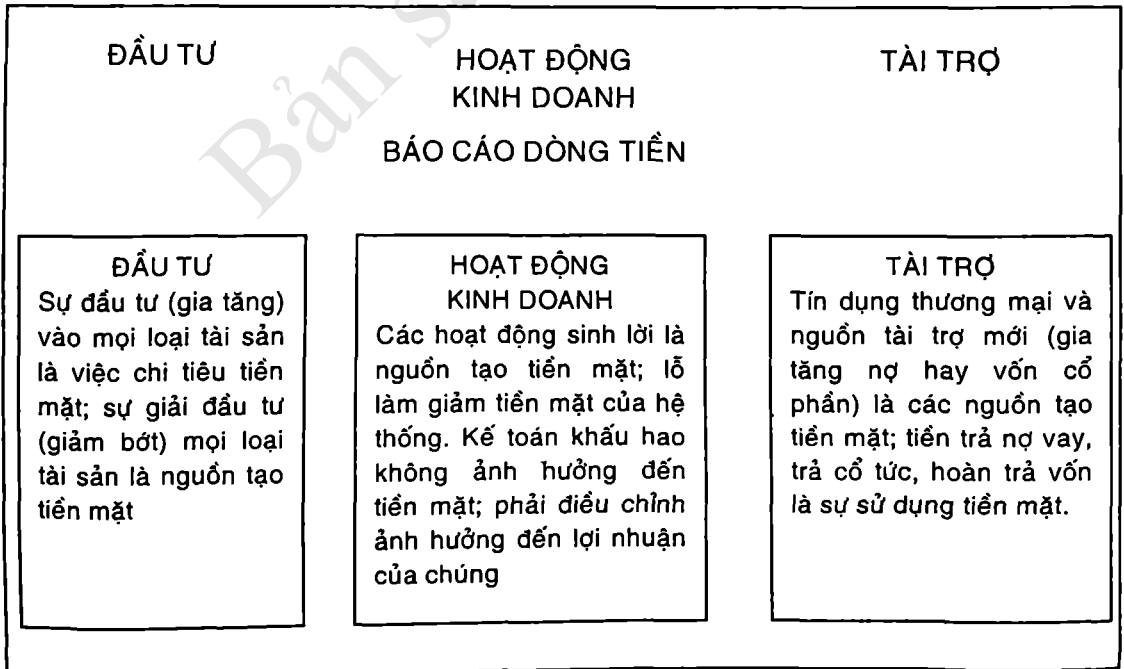
	1997	1996
DOANH THU:	\$10,831	\$9,857
Giá vốn hàng bán	8,826	8,376
Lợi nhuận gộp	2,005	1,481
Chi phí quản lý và bán hàng	684	613
Chi phí nghiên cứu và phát triển	461	412
Chi phí trả lại vay	75	84
Chi phí (thu nhập) khác – ròng	(3)	70
Tổng chi phí	1,765	1,179
Lợi nhuận (lỗ) từ các hoạt động liên tục trước thuế		
Không tính chi phí mua R&D, lệ phí đặc biệt (96)	788	687
Lợi nhuận (lỗ) báo cáo sau thuế thu nhập	240	302
Thuế thu nhập	289	120
Lợi nhuận từ vận hành liên tục		
Không tính chi phí mua R & D, lệ phí đặc biệt (96)	499	434
Lợi nhuận (lỗ) báo cáo sau thuế thu nhập	(49)	182
Lợi nhuận từ hoạt động đã ngừng và lợi nhuận từ bán tài sản, sau thuế	-	298
Lợi nhuận (lỗ) ròng	\$(49)	\$480
Cổ tức ưu đãi	-	1
Lợi nhuận (lỗ) dành cho cổ phiếu thường	\$(49)	\$479
Tính cho một cổ phiếu thường		
Số cổ phiếu đang lưu hành trung bình (triệu)		
- Cổ phiếu pha loãng	123.7	132.8
- Cổ phiếu cơ bản	123.7	128.7
Lợi nhuận (lỗ) ròng cổ phần pha loãng		
Từ hoạt động liên tục		
Không tính tiền mua R & D, chi phí đặc biệt	\$4.03	\$3.27
Lợi nhuận báo cáo	(0.40)	\$1.37
Từ hoạt động đã ngừng	-	2.25

Lợi nhuận (lỗ) ròng cổ phần pha loãng	\$(0.40)	\$3.62
Lợi nhuận (lỗ) ròng cổ phần cơ bản		
Từ hoạt động liên tục		
Không tính tiền mua R & D, chi phí đặc biệt	\$4.03	3.29
Lợi nhuận báo cáo	(0.40)	1.41
Từ hoạt động đã ngừng	-	2.31
Lợi nhuận (lỗ) ròng cổ phần cơ bản	\$ (0.40)	3.72
Giá trị ghi sổ mỗi cổ phần (cuối năm)	13.19	17.29
Giá trị ghi sổ hữu hình mỗi cổ phần (cuối năm)	6.58	15.62
Các dữ liệu khác (triệu USD)		
Khấu hao bất động sản nhà máy, thiết bị	\$480	\$442
Khấu trừ tài sản vô hình, các tài sản khác	10	10
Chi phí vốn	549	500
Trả cổ tức	154	148

Nguồn: Trích từ báo cáo hàng năm của TRW.INC. 1997

Hình 2 – 12.

**BÁO CÁO DÒNG TIỀN TRONG BỐI CẢNH QUYẾT ĐỊNH
LĨNH VỰC QUYẾT ĐỊNH QUẢN TRỊ**



Hình 2 – 13:**TRW INC. VÀ CÁC CHI NHÁNH - BÁO CÁO DÒNG TIỀN**

Vào các năm kết thúc vào 31/12/1997 và 1996 (triệu USD)

	1997	1996
Hoạt động kinh doanh		
Lợi nhuận (lỗ) ròng	\$(49)	\$480
Điều chỉnh tạo phù hợp giữa lợi nhuận (lỗ) ròng và tiền mặt ròng do các hoạt động liên tục đem lại		
- Chi phí mua R & D	548	-
- Khấu hao và khấu trừ	490	452
- Thuế thu nhập	116	(182)
- Hoạt động ngừng	-	(289)
- Các khoản khác (ròng)	10	23
Sự thay đổi trong tài sản và nợ vay tác động ròng của việc mua thêm hay bán bớt bộ phận của công ty		
Khoản phải thu	32	(46)
Tồn kho và chi phí trả trước	(26)	8
Khoản phải trả và nợ tích lũy khác	(166)	298
Các khoản khác (ròng)	(1)	(24)
Dòng tiền ròng có từ hoạt động kinh doanh	954	711
HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ		
Chi phí vốn	(549)	(500)
Chi phí mua lại, dòng tiền ròng dùng để mua lại	(1,270)	(76)
Thu nhập ròng đã bán bớt tài sản	-	789
Các khoản khác (ròng)	2	34
Tiền mặt ròng có từ (dùng cho) hoạt động đầu tư	(1,897)	247
Hoạt động tài chính		
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	912	(127)
Tiền lời từ khoản nợ quá 90 ngày	113	51
Tiền trả vốn quá 90 ngày	(89)	(91)
Tiền trả cổ tức	(154)	(148)
Mua cổ phần thường	(247)	(361)
Các khoản khác (ròng)	41	51
Tiền mặt ròng có từ (dùng cho) hoạt động tài chính	576	(625)
Tác động của tỷ giá hối đoái trên tiền mặt	(29)	(6)
Tăng (giảm) tiền mặt và khoản tương đương tiền mặt	(316)	327
Tiền mặt và khoản tương đương tiền (cuối năm)	<u>\$70</u>	<u>\$386</u>
Thông tin bổ sung về dòng tiền		
Tiền trả lãi (tổng số vốn hóa)	\$76	\$89
Tiền trả thuế thu nhập (tiền trả ròng)	78	615

Nguồn: Trích từ báo cáo hàng năm TRW INC 1997

Báo Cáo Các Thay Đổi Trong Vốn Cổ Đông (Vốn Chủ Sở Hữu)

Báo cáo tài chính thứ tư thường do doanh nghiệp cung cấp, khi phân tích các thay đổi chính trong một thời kỳ nào đó về các tài khoản vốn của cổ đông, hoặc còn gọi là giá trị RÒNG. Chúng ta biết từ thảo luận ở trên rằng một trong các thay đổi này là lợi nhuận hầy lỗ ròng trong thời kỳ, như thể hiện trong Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, nhưng các quyết định quản trị khác cũng có thể ảnh hưởng đến vốn cổ đông.

Thí dụ, đa số các công ty, gồm TRW, trả cổ tức hàng quý. Cổ tức này thường được trả bằng tiền mặt, làm giảm cả số dư tiền mặt và lợi nhuận giữ lại, lợi nhuận giữ lại là một phần của vốn cổ đông. Có quyết định như cung cấp thêm vốn qua việc bán cổ phần mới, hoặc mua lại cổ phần trong thị trường mở bằng tiền mặt – một số cổ phần sẽ được bán lại cho nhân viên theo các kế hoạch mua hay quyền chọn cổ phiếu. Lĩnh vực thứ ba có lẽ bao gồm kế toán khấu hao hoặc các điều chỉnh trong giá trị tài sản, liên quan đến việc bán bớt tài sản hoặc tổ hợp kinh doanh. Lĩnh vực thứ tư là các điều chỉnh phức tạp của tỷ giá hối đoái các ngoại tệ đối với các công ty có kinh doanh quốc tế.

Sự thay đổi ròng trong vốn chủ sở hữu như vậy có thể chia thành các thành phần chính để nhấn mạnh tác động của các quyết định này. Hình 2 – 14 cho ta một cái nhìn khái niệm về Báo cáo phân tích đặc biệt này. Các hạn chế của nó phần lớn phụ thuộc vào việc công ty lựa chọn sự tiết lộ thông tin đến mức nào, ngoài các yêu cầu của luật pháp.

Ta lại xem thí dụ về báo cáo các thay đổi về vốn cổ đông (vốn chủ sở hữu) vào các năm kết thúc vào 31/12/1997 và 21/12/1996 trong hình 2 – 15. Dạng báo cáo của công ty thể hiện các thay đổi trong từng lĩnh vực chủ yếu, như loại cổ phiếu, các nguồn vốn khác, lợi nhuận giữ lại, tác động của chuyển đổi tiền tệ, và cổ phiếu kho bạc (cổ phần mua lại).

Trong phần này của chương 2, chúng ta đã cung cấp một cái nhìn tổng quan về bản chất và các quan hệ của Bốn báo cáo tài chính chủ yếu, là nền tảng cho việc phân tích các kết quả của các quyết định quản lý, và tác động của chúng trên sự di chuyển nguồn vốn. Trong khuôn khổ quyết định của chúng ta, bốn báo cáo này có thể giúp chúng ta hình dung phạm vi và các quan hệ của chúng trong một tổng thể tích hợp. Hãy nhớ rằng trình bày tổng quan trong Hình 2 – 16 không chỉ thể hiện phạm vi liên quan của bốn báo cáo về phương diện thông tin chủ yếu, mà còn cho biết chúng có liên quan và được suy ra từ các thông tin cơ bản đó như thế nào. Các đường đứt quãng thể hiện tác động của các kế toán khấu trừ.

Để tóm tắt, Bảng cân đối kế toán mô tả tình hình tài chính của một doanh nghiệp tại một thời điểm, cho biết tác động tích lũy của các quyết

định trước đây và bao gồm các khoản lời và lỗ của các thời kỳ trước. Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh làm tương xứng giữa thu nhập và chi phí trong một thời kỳ cụ thể, bao gồm kế toán khấu hao và phân bổ, cung cấp chi tiết hơn về các khoản mục tạo ra lãi thuần sau thuế, được ghi nhận trong vốn chủ sở hữu trên Bảng cân đối.

Khác với hai báo cáo trên, báo cáo dòng tiền là sự trình bày động, nhấn mạnh sự thay đổi ròng trong các tài khoản tài sản, vay nợ và vốn chủ sở hữu trong một kỳ cụ thể, phản ánh dạng sử dụng và nguồn phát sinh tiền mặt từ các quyết định quản lý, liên quan đến đầu tư, hoạt động kinh doanh và tài trợ. Báo cáo này điều chỉnh các vấn đề về các khoản khấu hao và khấu trừ được ghi sổ kế toán và không làm chuyển dịch về tiền mặt.

Cuối cùng, báo cáo các thay đổi trong vốn chủ sở hữu cho biết chi tiết hơn về sự thay đổi trong các tài khoản chủ sở hữu, được ghi nhận trong bảng cân đối kế toán khởi đầu và kết thúc, theo các quy định của GAAP và các phán đoán của kế toán viên. Các báo cáo tài chính là một nỗ lực phản ánh với sự nhất quán hợp lý, mọi giao dịch kinh doanh theo thời gian phát sinh giá trị cố đông ròng, được ghi nhận tốt hơn hay kém đi. Nhưng như chúng ta sẽ thảo luận ở các chương sau, nhà quản trị hay nhà phân tích phải cẩn thận diễn dịch ý nghĩa của chúng, do các hàm ý của các giá trị được ghi nhận và sự sai lệch truyền thống của chúng. Điều này đòi hỏi sử dụng các kỹ thuật tiêu chuẩn như các phán đoán rõ ràng, và các điều chỉnh trong việc đánh giá các thành quả tài chính, và quan trọng hơn là các thành quả kinh tế của doanh nghiệp đang xem xét.

BỐI CẢNH CỦA PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Bây giờ chúng ta đã tìm hiểu bối cảnh chung về bản chất động của hệ thống kinh doanh, và bản chất của các Báo cáo tài chính, mô tả thành quả và các giá trị từ một quan điểm cụ thể và giới hạn, sẽ có ích nếu có được thêm một bối cảnh cho phép chúng ta sử dụng các nội dung của quyền sách vào các khía cạnh thích hợp. Nó sẽ củng cố một số điều quan tâm ở phần trên, và sự phân biệt giữa phân tích tài chính và phân tích kinh tế.

Các nhà quản trị nhận thấy rằng, không phải chỉ có người thực hiện và diễn giải phân tích mới có mục đích và quan điểm nào đó, nhưng người chuẩn bị và cung cấp các loại dữ liệu và thông tin phục vụ cho phân tích cũng vậy. Thí dụ, khi chúng ta thảo luận về các báo cáo tài chính, chúng ta đã đề cập đến các quy định và nguyên tắc kế toán áp dụng cho việc lập các báo cáo này, và cho phép các sai lệch cụ thể phát sinh từ các báo cáo này, nên các báo cáo tài chính không đúng hay sai theo nghĩa tuyệt đối, nhưng thật ra các thông tin có lẽ cần được điều chỉnh trong vài trường hợp hoặc

loại bỏ trong các trường hợp khác, để phù hợp với mục đích phân tích.

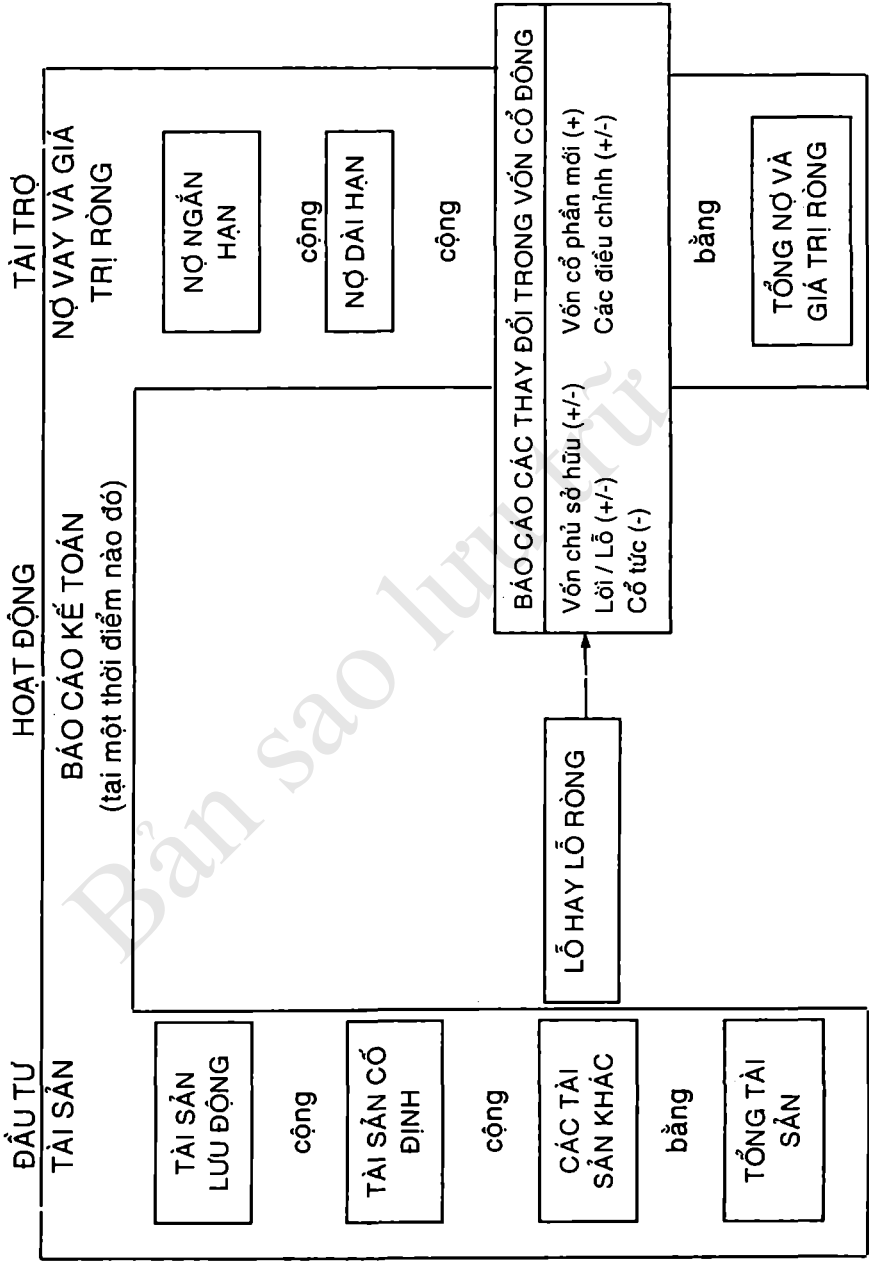
Hình 2 – 17 trình bày các mục tiêu chủ yếu của ba quá trình tài chính / kinh tế quan trọng, là bối cảnh để hiểu sự khác biệt trong việc khai thác dữ liệu và định hướng phân tích trong mỗi quá trình:

- Kế toán tài chính
- Phân tích của nhà đầu tư
- Kinh tế học quản lý

Bản sao lưu trữ

Hình 2 – 14:

**BÁO CÁO CÁC THAY ĐỔI TRONG VỐN CHỦ SỞ HỮU TRONG BỐI CẢNH QUYẾT ĐỊNH LĨNH VỰC
 QUYẾT ĐỊNH QUẢN TRỊ**

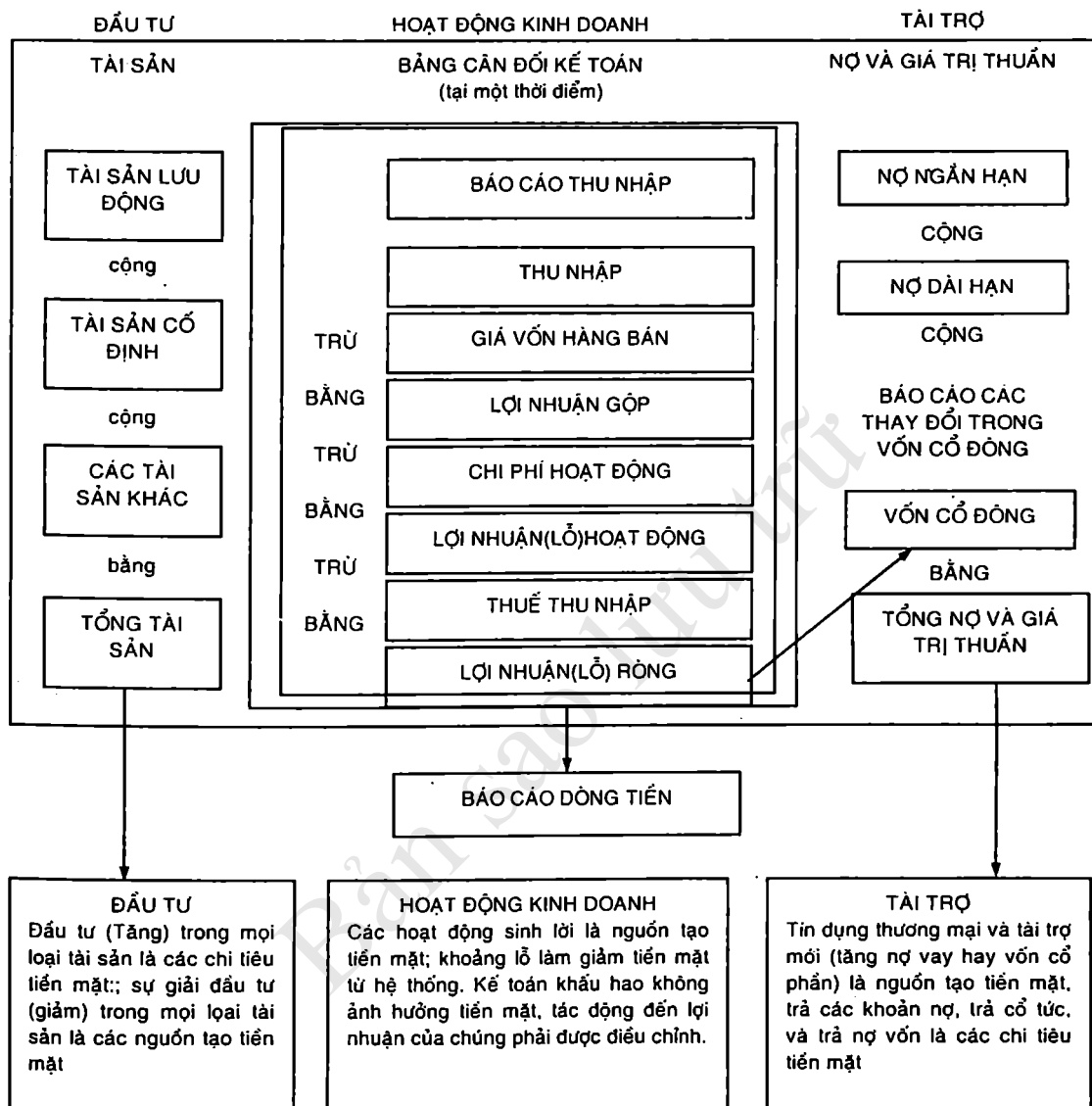


TRW INC. VÀ CÁC CHI NHÁNH

Báo cáo các thay đổi trong vốn đầu tư cổ đông vào các năm
kết thúc vào 31/12/1997 và 1996

	1997	1996
Chuỗi cổ phiếu ụ dài loại II		
<u>Chuỗi 1:</u>		
Số dư vào 1/1 và 31/12	\$-	\$ -
<u>Chuỗi 3:</u>		
Số dư vào 1/1 và 31/12	\$1	\$1
Cổ phiếu thường		
Số dư vào 1/1	80	40
Cổ tức	-	42
Mua cổ phần	(2)	(2)
Số dư vào 31/12	<u>78</u>	<u>80</u>
<u>Nguồn vốn khác</u>		
Số dư vào 1/1	437	398
Bán cổ phiếu các loại	25	39
Số dư vào 31/12	<u>462</u>	<u>437</u>
Lợi nhuận giữ lại	1,978	1,688
Số dư vào 1/1	(49)	480
Lợi nhuận (lỗ) ròng	-	(39)
Cổ tức của cổ phiếu các loại:		
Cổ tức công bố		
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi	(1)	(1)
Cổ tức cổ phiếu thường (\$1.80 mỗi CP)	(152)	(150)
Số dư vào 31/12	<u>1,776</u>	<u>1,978</u>
Điều chỉnh chuyển đổi ngoại tệ tích lũy		
Số dư vào 1/1	47	76
Điều chỉnh chuyển đổi ngoại tệ	(177)	(29)
Số dư vào 31/12	<u>(130)</u>	<u>47</u>
Cổ phiếu ngân quỹ – chi phí vượt quá mệnh giá		
Số dư vào 1/1	(354)	(31)
Quỹ quyền sở hữu cổ phiếu của nhân viên (ESOP)	2	17
Tiền mua cổ phần	(262)	(372)
Bán quyền chọn cổ phiếu	51	32
Số dư vào 31/12	<u>(563)</u>	<u>(354)</u>
Tổng đầu tư của cổ đông	<u>\$1,624</u>	<u>\$2,189</u>

**Hình 2 – 16: TỔNG QUAN VỀ BÁO CÁO TÀI CHÍNH
LĨNH VỰC QUYẾT ĐỊNH QUẢN TRỊ**



Hình 2 – 17:

CÁC MỤC TIÊU KHÁC NHAU CỦA CÁC QUÁ TRÌNH PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH / KINH TẾ

KẾ TOÁN TÀI CHÍNH	PHÂN TÍCH NHÀ ĐẦU TƯ	KINH TẾ QUẢN LÝ
XÁC ĐỊNH LỢI NHUẬN	THÔNG TIN TÀI CHÍNH	KINH TẾ HỌC VỀ HOẠT ĐỘNG
<ul style="list-style-type: none">• Công nhận doanh thu• Công nhận chi phí• Phân bổ chi phí• Xác định lợi nhuận XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ	<ul style="list-style-type: none">• Quá trình điều chỉnh• Phân tích xu hướng• Dự phóng lợi nhuận• Dự phòng dòng tiền DỮ LIỆU SO SÁNH	<ul style="list-style-type: none">• Phân tích nhiệm vụ• Sự phân bổ về kinh tế• Phân tích sự đóng góp• Xác định các các phương án đánh đổi MỨC HIỆU QUẢ CỦA NGUỒN LỰC
<ul style="list-style-type: none">• Chi phí lịch sử• Quan điểm truyền thống• Vốn cổ phần là giá trị thặng dư• Công nhận giá trị phát sinh XÁC ĐỊNH THUẾ	<ul style="list-style-type: none">• Phân tích ngành• Phân tích đối thủ cạnh tranh• Các điều kiện kinh tế• Các lĩnh vực điều chỉnh PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG	<ul style="list-style-type: none">• Đầu tư cơ sở• Đầu tư vốn• Giảm đầu tư vốn• Nguồn nhân lực TẠO GIÁ TRỊ CỔ ĐÔNG
<ul style="list-style-type: none">• Các yêu cầu về dữ liệu theo luật pháp• Xác định thời gian thu nhập/chi phí• Các vấn đề quản lý thuế• Điều chỉnh báo cáo	<ul style="list-style-type: none">• Dạng thức giá cổ phần• Xu hướng thị trường• Các tác nhân tạo giá trị• Các mô hình thị trường	<ul style="list-style-type: none">• Dạng thức dòng tiền• Chi phí vốn• Các kỳ vọng của nhà đầu tư• Giá trị kinh doanh hiện tại

Hình 2 – 17 xác định ba quá trình này có các mục tiêu khác nhau, dù chúng thường liên hệ lẫn nhau về thông tin và dữ liệu. Chúng ta phải xem xét sự định hướng và tập trung của các quá trình này, khi chúng cùng chia sẻ thông tin hoặc trao đổi thông tin để sử dụng theo mục đích. Mục đích cuối cùng của chúng ta là phân tích và phán đoán các vấn đề kinh doanh, thành quả của công ty và giá trị của cổ đông về phương diện kinh tế, đòi hỏi sự điều chỉnh kỹ lưỡng các dữ liệu, và các phân tích thường được chuẩn bị với nhiều mục tiêu khác nhau.

Khi chúng ta nói về phân tích tài chính cơ bản trong sách này, chúng ta nhấn mạnh nhiều hơn về các mục tiêu nằm ở cột bên trái hình (kế toán tài chính), và ở mức độ nào đó vào cột ở giữa (phân tích nhà đầu tư). Khi chúng

ta đề cập đến phân tích kinh tế, trọng tâm là cột bên phải (kinh tế học quản lý) và cũng tập trung vào một số lĩnh vực ở cột giữa. Mặc dầu có sự khác biệt rõ ràng giữa ba lĩnh vực này / phần lớn các dữ liệu có được bắt nguồn từ cột bên trái, kế toán tài chính, trong khi một số dữ liệu lấy từ cột bên phải, từ sự phân tích hoặc cơ sở dữ liệu nội bộ phục vụ cho kinh tế quản lý. Ngoài ra, cơ sở dữ liệu về thị trường chứng khoán và hoạt động kinh tế bắt nguồn từ cột giữa.

Kế toán tài chính có ba mục tiêu chủ yếu được chi phối bởi các tiêu chuẩn chuyên nghiệp và các quy định của SEC:

- Xác định lợi nhuận
- Xác định giá trị
- Xác định thuế

Xác định lợi nhuận tập trung xác định khi nào có thu nhập trong một thời kỳ, và làm thế nào để xác định giá thành và chi phí tương xứng. Cần phân biệt rõ giữa việc ghi nhận một giao dịch có thu nhập hay chi phí và tiền mặt thực sự nhận được hay chi ra, có thể bị hoãn lại nhiều ngày hoặc nhiều tháng. Tương tự, chi phí phát sinh trong quá khứ được phân bổ vào các thời kỳ hiện tại hoặc tương lai, với mục tiêu xác định số lợi nhuận tương xứng với các thu nhập và chi phí “được công nhận”. Quá trình phân bổ tương tự có thể được áp dụng cho các chi phí liên quan trong tương lai, được phân chia vào các thời kỳ hiện tại. Sự phân bổ này có các hàm ý đáng kể trong phân tích dòng tiền, như chúng ta sẽ thấy trong chương 4.

Xác định giá trị: phụ thuộc mạnh vào nguyên tắc chi phí lịch sử, một khái niệm truyền thống chỉ dùng sự giao dịch thực tế làm tiêu chuẩn giá trị. Khi giá trị kinh tế của tài sản đã có trong quá khứ thay đổi, sự điều chỉnh giá trị này thường chỉ được thực hiện nếu giá trị này giảm đi. Đây là điều thường làm đối với các khoản phải thu khi chúng trở thành khoản không thể thu hồi được, hoặc đối với tồn kho khi giá thị trường đã giảm dưới chi phí. Sự tăng giá trị chỉ được công nhận (ghi nhận) khi tài sản được bán đi, không được ghi nhận khi vẫn giữ tài sản. Giá trị thặng dư của doanh nghiệp, tức là vốn cổ đông được ghi nhận (giá trị ghi sổ), vì vậy có thể theo thời gian sẽ chỉ tương đồng hạn chế với giá trị thị trường của vốn cổ đông (giá trị kinh tế). Ngoài ra, sự nhấn mạnh ngày càng nhiều vào các phát sinh được ghi nhận trong phần nợ của Bảng cân đối, sẽ phát sinh sự sai lệch giá trị âm, bởi vì chỉ có các khoản nợ tiềm năng được thiết lập, chứ không phải lợi nhuận tiềm năng. Chẳng hạn như tiền hưu trí dài hạn và các nghĩa vụ lợi ích, và các khoản nợ tiềm năng phát sinh từ mọi vấn đề về pháp lý, và hoạt động. Thường các khoản nợ phát sinh ngẫu nhiên được để bên ngoài vốn cổ đông, sẽ làm giảm thêm giá trị ghi sổ ghi nhận của vốn cổ đông.

Trong khi ấy, sự định giá các tài sản như đất đai, nhà xưởng tài nguyên thiên nhiên, công nghệ, và bằng sáng chế không được công nhận cho đến khi chúng được bán đi. Khi làn sóng thôn tính công ty trong mười lăm năm qua đã cho thấy, qua phân tích kỹ lưỡng các Bảng cân đối kế toán, mục tiêu của công ty thường có một số lượng lớn lợi nhuận tiềm năng không được ghi nhận, có thể được chuyển thành tiền mặt từ sự tan rã của các công ty được mua lại, và một phần được dùng để trả cho sự mua lại công ty.

Sự xác định thuế: Được chi phối bởi các yêu cầu luật pháp theo luật thuế thu nhập hiện hành, thường đòi hỏi các nguyên tắc điều chỉnh về sự xác nhận thu nhập và chi phí, bao gồm sự không công nhận một vài giá thành và chi phí nào đó – trong thực tế được ghi chép trong một bộ tài liệu khác. Các quy định về thuế có xu hướng tăng nhanh thời gian xác nhận khoản thu nhập so với các quy định về kế toán tài chính, đồng thời lại trì hoãn việc công nhận chi phí. Các quy định này rõ ràng được thiết lập để tăng cường nguồn thu thuế hiện tại cho chính phủ. Sự khác biệt giữa kế toán tài chính cho mục đích báo cáo, và cho mục đích kế toán thuế đưa đến vấn đề quản lý thuế (làm giảm tối thiểu tiền thuế một cách hợp pháp) trong các công ty và các ngành, mà số lượng thuế có thể đủ lớn để ảnh hưởng các quyết định thực tế trong đầu tư, hoạt động kinh doanh và tài trợ.

Từ quan điểm phân tích tài chính, câu hỏi quan trọng là kế toán thuế tác động thế nào đến các báo cáo tài chính dùng để phân tích. Như chúng ta sẽ thấy, số lượng thuế thực sự trả so với số lượng thể hiện trong báo cáo thu nhập có thể khác biệt quan trọng, và các điều chỉnh trên bảng cân đối để bù trừ cho tình huống này có thể gồm sự di chuyển nguồn vốn đáng kể. Từ quan điểm phân tích, chúng ta sẽ cho thấy tầm quan trọng khi nhận ra các hàm ý về thuế của các loại quyết định từ chương 7 đến 12.

Phân tích nhà đầu tư trong bối cảnh này có ba mục tiêu

- Sự diễn giải thông tin tài chính
- Sử dụng các dữ liệu so sánh
- Phân tích các thị trường tài chính.

Sự diễn giải thông tin tài chính: Chủ yếu liên quan đến việc phân tích các báo cáo tài chính và các dữ liệu tài chính khác về một công ty để đánh giá và dự phóng thành quả và giá trị của nó. Các phán đoán chủ yếu tập trung vào quá trình điều chỉnh mà các dữ liệu kế toán báo cáo được điều chỉnh hay chuyển hóa thành thông tin cho phép đánh giá thành quả kinh tế và dòng tiền. Rất hiếm khi các tài liệu tài chính đã có sẽ được dùng theo dạng ban đầu để phục vụ cho các đánh giá phân tích. Việc áp dụng các tỉ số và các quan hệ sẽ thảo luận ở chương 4, thường dẫn đến các vấn đề có ý

nghĩa và sự điều chỉnh thực tế trong quá trình phân tích.

Phân tích xu hướng dùng nhiều chuỗi dữ liệu quá khứ đã được điều chỉnh, để phát hiện và phân tích các thay đổi có ý nghĩa trong các quan hệ về độ lớn và tỉ số theo thời gian, và nó trở nên một trong các cơ sở dự phóng lợi nhuận. Cuối cùng, sự điều chỉnh này sẽ dẫn đến sự hiểu biết về dạng của dòng tiền ròng phát sinh bởi doanh nghiệp, và sự dự phóng các dòng tiền này là một chỉ báo về thành quả và giá trị kinh tế kỳ vọng.

Dữ liệu so sánh: là một phần thiết yếu của phân tích tài chính, vì chúng giúp đưa ra các phán đoán về triển vọng của một công ty hay một việc kinh doanh cụ thể. Mọi phán đoán về thành quả và giá trị so với các tiêu chuẩn và nhận thức của nhà phân tích, dữ liệu so sánh hỗ trợ xác nhận các phán đoán này. Phân tích ngành công nghiệp bao gồm việc lựa chọn các nhóm công ty liên quan, và tính toán các dữ liệu và các tỉ số phù hợp (thường có ở các cơ sở dữ liệu trực tuyến), qua đó đo lường các thuộc tính của công ty đang xem xét. Vấn đề quan trọng ở đây lại là sự cần thiết diễn giải và điều chỉnh dữ liệu tài chính, để chúng tương thích với dữ liệu dùng cho công ty ban đầu.

Sự phân tích đối thủ cạnh tranh áp dụng quá trình tương tự đối với các công ty, hay các bộ phận của các công ty cạnh tranh trực tiếp với doanh nghiệp. Các điều kiện kinh tế và sự cạnh tranh động của thị trường được đưa vào phân tích như bối cảnh để giải thích các biến động trong quá khứ, và là một hướng dẫn để dự phóng thành quả và giá trị tương lai.

Phân tích thị trường gồm sự nghiên cứu, và dự báo dạng phát triển giá cổ phần của công ty và các đối thủ liên quan đến xu hướng trong thị trường cổ phiếu, trong quan hệ với các điều kiện kinh tế và chính trị tổng quát, và liên quan đến các lực đặc trưng của ngành và công ty. Ở đây, phân tích tài chính là cầu nối giữa các báo cáo tài chính đã công bố, và các xu hướng của thị trường cổ phiếu phản ánh giá trị kinh tế của một công ty. Nhà phân tích tập trung vào các tác lực giá trị ở phía sau giá thị trường của cổ phiếu, là các biến số kinh tế cơ bản như dòng tiền phát sinh và hiệu quả về chi phí tương đối của doanh nghiệp, cùng với các đánh giá về tác động kỳ vọng của các chiến lược đã biết trong bối cảnh cạnh tranh. Các mô hình thị trường thay đổi từ các quan hệ đơn giản giữa các biến quan trọng và giá cổ phần, đến các mô phỏng vi tính phức tạp, với cố gắng nhằm xác định giá trị cổ đông hiện tại và tiềm năng tạo ra bởi dòng tiền kỳ vọng của doanh nghiệp.

Kinh tế quản lý bao gồm ba mục tiêu cơ bản:

- Xác định kinh tế học về hoạt động
- Xác định tính hiệu quả của nguồn lực
- Tạo giá trị cho cổ đông

Cả ba lĩnh vực này đều liên quan đến việc quản lý kiến thức về kinh tế, có thể dùng để ra quyết định làm tăng giá trị cổ đông. Theo nghĩa này, sự định hướng của kinh tế quản lý có liên hệ mật thiết với mục đích cơ bản của phân tích kinh tế theo định nghĩa ở đây. Thấy vậy, mục tiêu thứ ba hỗ trợ trực tiếp cho câu hỏi quan trọng. Doanh nghiệp có đang tạo ra giá trị cho cá chủ sở hữu của nó hay không? Trong các chương sau, chúng ta sẽ đề cập các khía cạnh quan trọng nhất trong các lĩnh vực này.

Kinh tế học hoạt động là một thuật ngữ tổng quát về các dạng quá trình và các phân tích nhằm xác định và thiết lập các dữ liệu liên quan về mặt kinh tế, để mô tả và đánh giá sự hấp dẫn tương đối của bất kỳ khía cạnh vận hành nào của một doanh nghiệp và các bộ phận của nó. Trong các công việc này, sự phân tích nhiệm vụ nhằm xác định chi phí kinh tế thực sự của một nhiệm vụ, có thể thuộc lĩnh vực chức năng như mua sắm hay dịch vụ pháp lý, hoặc một lĩnh vực về dòng sản phẩm như bán hàng. Điều này được thực hiện bằng việc xác định và đo lường chuỗi các bước cần thiết để cung cấp một dịch vụ, hoặc các giai đoạn trong một quá trình sản xuất, và thiết lập các nguồn lực dùng trực tiếp hay gián tiếp trong mỗi trường hợp. Dạng quá trình phân tích này, đã được nói đến ở trên là kế toán căn cứ trên hoạt động, tiến xa hơn các nguyên tắc của kế toán chi phí. Các nguyên tắc này thường thiếu các phân bổ kinh tế đúng đắn về các nguồn lực sử dụng phối hợp, hoặc chúng thường không thể hiện ra đầy đủ mọi khía cạnh của một nhiệm vụ hay một hoạt động.

Phân tích đóng góp là sự đo lường về sự khác biệt giữa thu nhập tạo ra, và chi phí kinh tế liên quan trong một dòng sản phẩm hay dịch vụ cụ thể. Thông tin về sự đóng góp kinh tế giúp hoạch định quản trị tổ hợp các hoạt động tạo giá trị kinh tế lớn nhất theo thời gian. Các lựa chọn luôn luôn đòi hỏi các đánh đổi về kinh tế căn cứ trên các dữ liệu kinh tế, không phải thông tin kế toán. Bằng việc sử dụng thông tin kế toán căn cứ trên hoạt động, giới quản lý có thể thực hiện các phương án cả trong vận hành và chiến lược, để giám sát và điều chỉnh danh mục sản phẩm và dịch vụ.

Sự hiệu quả về nguồn lực: đề cập đến câu hỏi quan trọng là từ quan điểm kinh tế, các nguồn lực doanh nghiệp khai thác đang được sử dụng trong hiện tại; hoặc sẽ được sử dụng trong tương lai hiệu quả thế nào quá trình này gồm việc đo lường thu lợi từ cơ sở đầu tư hiện hữu, đo lường sự chính đáng về kinh tế của các đầu tư mới hoặc việc giảm đầu tư, và đo lường lợi ích từ nguồn nhân lực. Các câu hỏi này sẽ được thảo luận chi tiết hơn ở chương 3, 7 và 8 một lần nữa chúng ta sẽ nhấn mạnh nhu cầu phát triển một cơ sở kinh tế cho các đánh giá này.

Việc tạo giá trị cổ đông: là mục tiêu tối hậu của giới quản lý, được đo

bằng một tổ hợp các dạng dòng tiền trong quá khứ và dự báo tương lai, chi phí sử dụng vốn của công ty, và các chu kỳ thu lợi tổng thể của các nhà đầu tư đối với loại hình doanh nghiệp này. Về thực chất, việc tạo giá trị cổ đông sẽ là một diễn tả cụ thể về sự đánh đổi giữa rủi ro và phần thưởng, mà nhà đầu tư phải đánh giá khi đầu tư vào vốn cổ phần của một công ty. Giới quản lý phải đánh giá vào mọi lúc các kỳ vọng về dòng tiền có được từ các chiến lược, chính sách, và các quyết định có phục vụ cho lợi ích của các nhà đầu tư, bằng việc tạo giá trị tăng thêm cho cổ đông? Phương pháp này sẽ được thảo luận chi tiết ở chương 8, 11 và 12.

CÁC VẤN ĐỀ THEN CHỐT

Phần sau đây là tóm tắt về các vấn đề then chốt được đề cập trực tiếp hay gián tiếp trong chương này. Các vấn đề này được liệt kê ở đây, để giúp độc giả xem xét các nội dung đã thảo luận trong viễn cảnh về lý thuyết tài chính và thực tiễn kinh doanh.

1. Quản trị thành công một doanh nghiệp đòi hỏi sự hiểu biết về các quan hệ mang tính hệ thống giữa các yếu tố then chốt trong các lĩnh vực đầu tư, hoạt động kinh doanh, và tài trợ, và tác động của các quyết định đến các quan hệ này. Tư duy hệ thống tổng thể là một đòi hỏi quan trọng cả trong bối cảnh các chiến lược, và trong sự thực thi các chiến lược này.
2. Dòng tiền mặt là tác lực tối hậu của thành quả và giá trị của doanh nghiệp, nhưng việc sử dụng nó khi phân tích bên trong và bên ngoài doanh nghiệp thường đòi hỏi sự cẩn thận đáng kể trong việc lựa chọn dữ liệu, thiết lập phương pháp phân tích phù hợp, và diễn dịch các kết quả.
3. Các kỳ vọng của cổ đông về các dòng tiền tương lai là cơ sở để phát sinh giá trị cổ đông. Giá trị của một doanh nghiệp đối với các công ty trong ngành hay thị trường cổ phiếu nói chung, sẽ thay đổi theo các kỳ vọng của cổ đông này. Điều này đòi hỏi một định hướng tương lai khi phân tích thành quả doanh nghiệp.
4. Việc tạo giá trị cổ đông là một trách nhiệm chủ yếu của giới quản lý doanh nghiệp, sự thành công của việc này phụ thuộc vào việc sử dụng nhất quán các phương án kinh tế đúng đắn trong mọi quyết định của nhóm quản lý. Điều này đòi hỏi sự hiểu biết về các hàm ý của dòng tiền khi quyết định, và một bầu không khí của tổ chức và các khuyến khích giúp củng cố sự nhất quán trong các chiến lược, chính sách và trong việc thực hiện và triển khai các quyết định.
5. Trong khi các báo cáo tài chính đã công bố là nguồn dữ liệu rộng rãi

nhất dành cho việc phân tích tài chính, các hạn chế khi chuẩn bị các báo cáo này (dựa trên các nguyên tắc kế toán chấp nhận chung) đòi hỏi sự hiểu biết căn bản về phía người sử dụng, về vấn đề các kết quả phân tích trong lĩnh vực thành quả và xác định giá trị có thể bị biến dạng thế nào, và cần thiết thực hiện các điều chỉnh gì.

6. Bối cảnh của bất kỳ nỗ lực phân tích nào thì rất quan trọng đối với việc giải quyết tình huống hay vấn đề qua sự phân tích đó. Rất nhiều quá trình tư duy đòi hỏi sự phân tích phải được hướng đến sự đảm bảo tính nhất quán giữa các mục tiêu và các nguồn dữ liệu, và các quá trình

TÓM TẮT

Đầu tiên, chúng ta cung cấp một tổng quan mang tính khái niệm về hệ thống kinh doanh, để cho thấy sự tương tác động của các dòng tiền phát sinh bởi các quyết định của giới quản lý. Ba lĩnh vực quyết định cơ bản được nhận ra – đầu tư vận hành, và tài trợ – nằm trong mọi hoạt động kinh doanh. Tác động của các quyết định trên lượng tiền mặt trong một hay tất cả các lĩnh vực của hệ thống đã được chỉ ra. Quan điểm hệ thống cũng chứng tỏ các quyết định trong mỗi lĩnh vực này đã bị ảnh hưởng bởi các chiến lược, và các chính sách quan trọng như thế nào, và sự nhất quán thì thiết yếu trong việc tối ưu hóa hệ thống để đạt được mục tiêu cho ta một cái nhìn đầu tiên vào các lĩnh vực quan trọng của sự phân tích tài chính và kinh tế, và cho thấy các lĩnh vực này liên quan đến các chiến lược và các quyết định của giới quản lý như thế nào.

Thứ hai, chúng ta đã đưa ra một giới thiệu chung về các báo cáo tài chính quan trọng thường được chuẩn bị bởi các công ty, và các quan hệ của các báo cáo này với nhau và với ba lĩnh vực quyết định nói ở trên. Chúng ta cũng chỉ ra nguồn gốc, tính hợp lý, và các hạn chế của các báo cáo tài chính, sẽ ảnh hưởng đến tiềm năng của sự phân tích thành quả và giá trị này như thế nào, và chỉ ra tầm quan trọng của “báo cáo dòng tiền” cho ta một tầm nhìn động hữu ích, về dạng thức thay đổi của dòng tiền trong hệ thống.

Thứ ba, chúng ta đã thiết lập bối cảnh diễn ra hầu hết các phân tích tài chính, và đưa ra một tóm lược về các mục tiêu đa dạng của sự phân tích và chuẩn bị dữ liệu. Điều này được thực hiện để nhấn mạnh nhu cầu thiết lập một cầu nối giữa các dữ liệu định lượng kế toán và mục tiêu phân tích tài chính / kinh tế tối hậu, nghĩa là, việc đánh giá thành quả kinh doanh và tạo giá trị cho cổ đông về phương diện kinh tế. Các lĩnh vực được điều chỉnh được xem là điều kiện cần thiết có trước để phát triển các thông tin hữu ích, và vai trò phán đoán của nhà phân tích được nhấn mạnh.

Chương này được xem như một tóm lược mang tính bối cảnh về các khái niệm khảo sát trong phần còn lại của quyển sách. Ý định là củng cố quan điểm rằng sự phân tích tài chính / kinh tế không phải là một hoạt động riêng rẽ hoặc mang tính lý thuyết, nhưng đúng hơn là một nỗ lực tìm hiểu và đánh giá về các đặc tính và thành quả kinh tế, của một hệ thống tương tác cao các quan hệ tài chính.

Bản sao lưu trữ

Chương 3

QUẢN LÝ NGUỒN VỐN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Cúng ta sắp sửa bàn đến các vấn đề về lưu chuyển các nguồn tài chính trong một doanh nghiệp, đó là, làm thế nào để quản lý dòng tiền đi vào, quản lý các điều kiện tất yếu về nguồn tài chính một cách phù hợp cho việc điều hành doanh nghiệp ngày này sang ngày nọ. Nhà quản lý phải hiểu được chuyển động đặc trưng của tiền tệ trong hệ thống kinh doanh, nó có thể là do những quyết định thường xuyên về đầu tư, vận hành hay tạo vốn và rất nhiều yếu tố ngoại sinh khác có ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh gây ra. Bằng cách này hay cách khác, các quyết định hay sự kiện đó đều tác động tới khả năng chi trả của doanh nghiệp, khả năng được hưởng tín dụng từ nhà cung cấp hay người cho vay, khả năng cung cấp tín dụng cho khách hàng và duy trì mức độ hoạt động tương xứng với nhu cầu về sản phẩm - dịch vụ của công ty, với sự đầu tư phù hợp. Cuối cùng, ảnh hưởng qua lại giữa các quyết định này là việc tạo ra giá trị cho cổ đông nhưng, như đã nói từ trước, chỉ khi các dòng lưu chuyển liên tục mà doanh nghiệp đạt được vượt trên mong đợi của thị trường.

Cho đến nay, rõ ràng là mọi quyết định đều gây ra tác động tiền tệ lên hình thức sử dụng cũng như nguồn tiền. Công việc của người quản lý là luôn phải duy trì mức cân bằng thích đáng giữa luồng tiền đi vào và luồng tiền đi ra, dự kiến tác động của bất kỳ biến đổi nào trong hoạt động có thể làm ảnh hưởng dòng tiền cho dù đó là do các quyết định về quản lý hay do tác động bên ngoài tạo ra. Vì thế, kiểm soát hoạt động dòng lưu chuyển tiền tệ sao cho phù hợp là chìa khoá thành công của doanh nghiệp.

Nguyên tắc thì khá đơn giản: luôn luôn hướng đến năng suất cao nhất với nguồn lực bỏ ra ít nhất. Tuy nhiên, trên thực tế, những khoản thu được

và phải thanh toán, sự chênh lệch không mong muốn so với kế hoạch dự kiến, chậm nhận được tiền từ nguồn vốn, và vô số các vấn đề khác có thể làm cho việc quản lý dòng tiền trở thành một thử thách phức tạp. Các doanh nghiệp mới thường thấy rằng việc cân bằng giữa nguồn tiền và nhu cầu vốn cho hoạt động là một sự đấu tranh sống còn. Chưa hết, các công ty đã thành lập cũng cần dành nhiều thời gian cũng như nỗ lực để cân bằng việc tạo nguồn tài chính liên tục cho các hoạt động vì cái họ nhắm đến là những thành quả kinh tế thật tối ưu.

Ngoài việc quản lý vốn lưu động, việc cân bằng các dòng lưu chuyển vốn cho hoạt động phải kiểm soát được sự thay đổi trong hình thức lưu chuyển tiền tệ của các khoản lãi lỗ định kỳ và tác động tiền tệ cơ bản của các quyết định hiện tại lên việc đầu tư lẫn các lựa chọn tài chính mới.

Việc quản lý các nguồn tài chính cho hoạt động đòi hỏi phải có sự hiểu biết thông suốt về những ảnh hưởng mang tính hệ thống của các quyết định về đầu tư, điều hành và tạo vốn. Điều này bao gồm cả việc nhận biết tác động lên nguồn vốn và sử dụng vốn do nhiều điều kiện hoạt động cơ bản khác nhau như mùa cao điểm và thấp điểm, sự biến đổi theo chu kỳ, tốc độ phát triển nhanh hay sự suy giảm dần dần gây ra. Trong mỗi trường hợp, hình thức lưu chuyển tiền tệ sau cùng sẽ tác động theo nhiều cách khác nhau, đặt trọng tâm vào những điểm khác nhau và khung thời gian khác nhau trong hệ thống tài chính.

Ví dụ:

Quản lý vốn lưu động dường như là một thách thức lớn trong việc kiểm soát dòng tiền. Các thành phần chính gồm vốn lưu động, khoản phải thu, hàng lưu kho, khoản phải trả; chúng thường đại diện cho các nguồn tài chính quan trọng trong một doanh nghiệp. Thật ra, mức vốn lưu động cơ bản (thường được định nghĩa là chênh lệch giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn) mà doanh nghiệp đang hoạt động là đại diện cho sự đầu tư dài hạn được hỗ trợ từ những nguồn vốn dài hạn. Tuy nhiên, mỗi thành phần đều phải được quản lý thận trọng để phù hợp

Tài sản lưu động	Nợ ngắn hạn
Vốn lưu động	Nợ dài hạn
Tài sản cố định	Vốn cố định
Tài sản khác	

với các yêu cầu thay đổi trong hoạt động, với mục tiêu giảm thiểu nguồn lực bỏ ra tại mọi thời điểm trong khi vẫn đáp ứng mọi điều kiện tất yếu cho hoạt động, như đảm bảo được các mục tiêu dịch vụ khách hàng và việc sản xuất suôn sẻ.

Người quản lý nên lường trước những dao động trong vốn lưu động, xem nó như là kết quả của các điều kiện biến đổi hơn là ngạc nhiên bởi sự tăng vọt hàng lưu kho hay bởi việc mở quá nhiều tín dụng cho nhà cung ứng.

Trong mọi quyết định kinh doanh, việc điều phối mang tính kinh tế ứng dụng ở đây là: Chi phí thực hiện hàng lưu kho bổ sung có tăng quá mức khi dịch vụ cung cấp cho khách hàng tốt hơn không? Chi phí chiết khấu vì thanh toán sớm nhằm giảm những khoản nợ khó đòi có cao hơn không? Đây là cái giá thực sự cho việc không đáp ứng được thời hạn tín dụng, vốn luôn bị những người bán hàng của công ty kéo dài?

Trong chương 4, chúng ta sẽ xem xét những cách tính toán hiệu suất khác nhau từ các báo cáo tài chính – giúp chúng ta biết được tóm tắt tình hình tài chính định kỳ và các kết quả hoạt động kinh doanh. Các báo cáo này thường chỉ ra điểm cao nhất và thấp nhất của việc di chuyển vốn – ví dụ như việc tăng giảm theo mùa sẽ tạo ra những nhu cầu tài chính ngắn hạn khác nhau – vì các điểm này có thể chỉ tồn tại trong khoảng thời gian ghi trên các bản báo cáo. Rõ ràng quản lý một doanh nghiệp là một quy trình liên tục từ ngày này sang ngày khác, phải kiểm soát điểm cao nhất và thấp nhất của dòng lưu chuyển tiền tệ khi nó xảy đến.

Trong chương này, chúng ta sẽ mô tả chu trình các nguồn tài chính chu chuyển qua doanh nghiệp như thế nào, quan hệ giữa những chuyển động ấy là gì, và làm thế nào nhận biết những biến đổi tài chính quan trọng nào cần cân nhắc khi ra các quyết định vận hành hằng ngày. Chúng ta sẽ minh họa tác động của nhiều loại hoạt động khác nhau lên hình thức lưu chuyển tiền tệ của công ty quan trọng như thế nào, cũng như làm nổi bật các khoản mục chủ chốt như chi phí hàng lưu kho, phương pháp khấu hao. Sau đó, chúng ta sẽ quay lại việc thuyết minh các báo cáo lưu chuyển tiền tệ, sử dụng mẫu dữ liệu tài chính của TRW năm 1997 và 1996, minh họa cách làm thế nào sử dụng các báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo cách có ý nghĩa nhất. Cuối cùng, chúng ta sẽ thảo luận về những lực đòn bẩy chủ yếu sẵn có giúp các nhà quản lý giảm thiểu nhu cầu về vốn, làm dịu bớt tác động của những biến đổi, xem việc quản lý các nguồn tài chính cho hoạt động như một phần của việc tạo ra giá trị cho cổ đông.

CHU TRÌNH LƯU CHUYỂN VỐN

Hoạt động kinh doanh thay đổi khác nhau tùy theo định hướng, quy mô, cấu trúc, sản phẩm và dịch vụ, nhưng tất cả chúng đều trải qua nhiều chu trình lưu chuyển tài chính thật sự có ảnh hưởng tới tính sẵn sàng và nhu cầu tiền tệ. Để minh họa bằng trường hợp đơn giản nhất, chúng ta hãy quan sát một người bán kem dạo. Để thực hiện hoạt động kinh doanh, anh ta phải dự trữ một ít kem trên xe, nó sẽ được anh ta chuyển dần thành tiền mặt khi mỗi ngày trôi qua. Giả sử, đầu ngày anh bỏ tiền túi của mình ra mua kem từ nhà cung cấp. Hiển nhiên anh ta luôn hy vọng không nhưng có thể thu lại

được nguồn vốn này mà còn có lời vào cuối ngày.

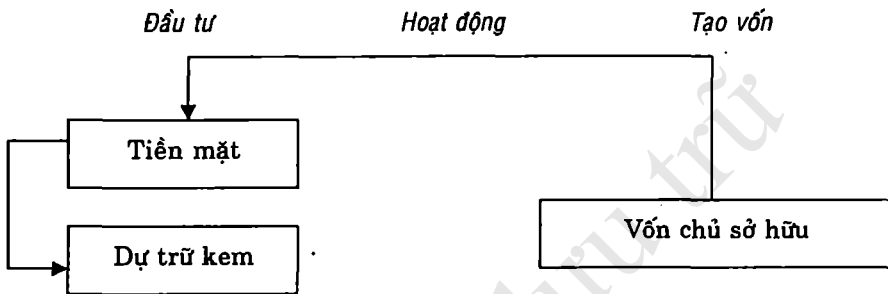
Quyết định dùng tiền túi để mua hàng dự trữ của người bán hàng của chúng ta có thể được đề cập ở điểm 3 – 1, giúp chúng ta theo dõi việc di chuyển vốn bằng một biểu đồ đơn giản. Hãy chú ý rằng nó phản ánh 3 khu vực ra quyết định mà chúng ta đã nhắc đến trong chương 2.

Hình 3 –1

Người bán kem

Sự đầu tư tiền mặt ban đầu để bắt đầu ngày buôn bán

Phạm vi quyết định quản lý



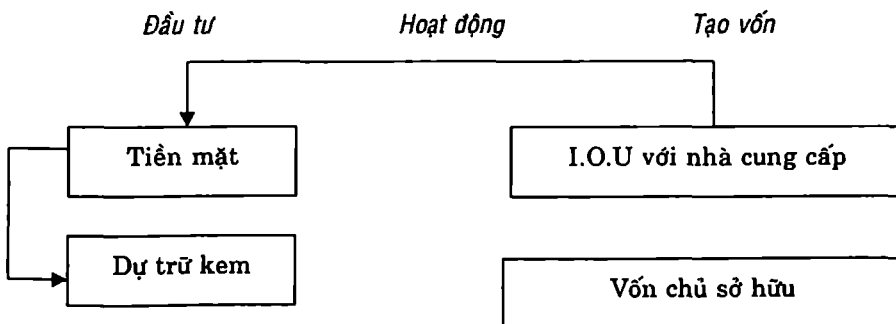
Sự đầu tư tiền mặt ban đầu này được cung ứng tài chính từ vốn chủ sở hữu, và cứ luân phiên như thế, tiền mặt sẽ được dùng để đầu tư vào hàng dự trữ của ngày đầu tiên. Nếu người bán kem của chúng ta thiếu tiền, anh ta có thể ký giấy nợ (IOU) cho người cung cấp hứa sẽ trả tiền vào sáng hôm sau, và dùng số tiền thu được của ngày hôm đó làm vốn. Điều này được minh họa tại hình 3-2. Ở đây, vốn của người cho vay thay thế vốn chủ sở hữu một cách hiệu quả chỉ trong một ngày duy nhất.

hình 3 –2

Người bán kem

Dùng tín dụng để bắt đầu ngày buôn bán

Phạm vi quyết định quản lý



Trong trường hợp nào thì chu trình lưu chuyển vốn của người bán kem ấy cũng rất ngắn. Sự đầu tư cho hàng hoá ban đầu được cung cấp vốn từ tiền của chính anh ta và cả khoản nợ nhà cung cấp, được tiếp nối bởi con số doanh thu bán hàng cá nhân trong ngày tăng dần. Những khoản thu được này sẽ tích lũy cho bảng cân đối tiền tệ của anh ta trong các hoạt động của ngày tiếp theo.

Chúng ta đã bàn đến ngày hoạt động đầu tiên – giả sử anh ta mua hàng bằng chính tiền của mình – trong hình 3-3 cho thấy tiền mặt trong tay sẽ tăng lên nhờ các khoản thu được từ bán hàng, hàng hoá sẽ giảm dần trong ngày, sự chênh lệch giữa doanh thu và chi phí cho việc bán kem chính là lợi nhuận kiếm được. Lợi nhuận này sẽ làm tăng vốn chủ sở hữu, phản ánh giá trị được tạo ra trong ngày.

Sáng hôm sau, người bán kem ấy sẽ dùng số tiền tích lũy được để tiếp tục mua hàng hoặc trả nợ người cung cấp để anh ta có thể được mở tín dụng cho chu trình của một ngày khác. Dĩ nhiên, tiền lời sau khi trừ đi giá vốn hàng bán sẽ được để dành hoặc mua thêm hàng cho ngày tiếp theo.

Hình 3 –4 sẽ cho thấy sự luân chuyển vốn tăng lên nếu người bán kem sử dụng hình thức mua chịu người cung ứng trong ngày đầu tiên. Anh ta sẽ thấy rằng số tiền còn lại sau khi thanh toán khoản nợ người cung cấp lúc ban đầu, tức số tiền lời của ngày đầu tiên sẽ chỉ có thể mua một phần hàng cho ngày tiếp theo. Để tiếp tục buôn bán cho ngày thứ hai, anh ta phải quyết định có nên:

Hỏi mua chịu một khoản mới từ người cung cấp, hoặc

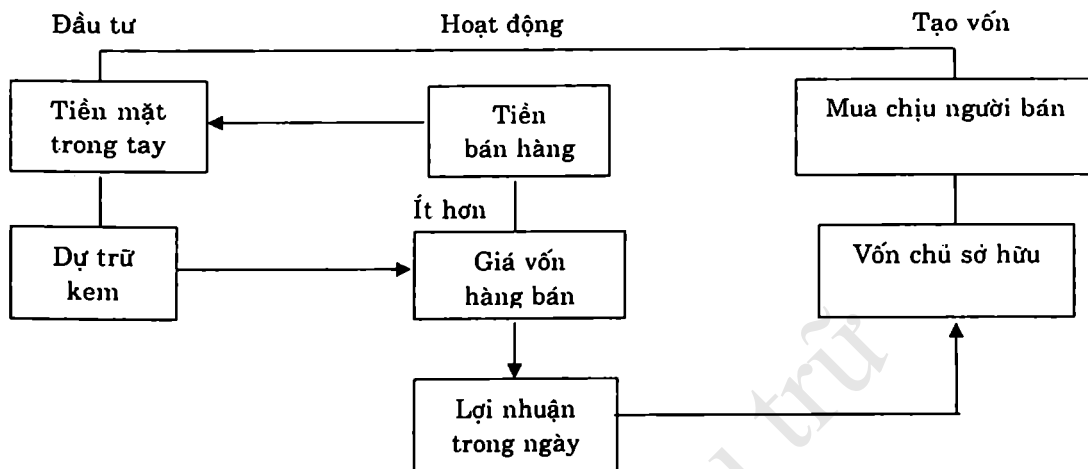
Bỏ thêm vốn vào từ bất cứ nguồn tài chính nào anh ta sở hữu mà chưa đầu tư vào kinh doanh.

Hình 3 -3

Người bán kem

Hoạt động sinh lời trong ngày đầu tiên

Phạm vi quyết định quản lý

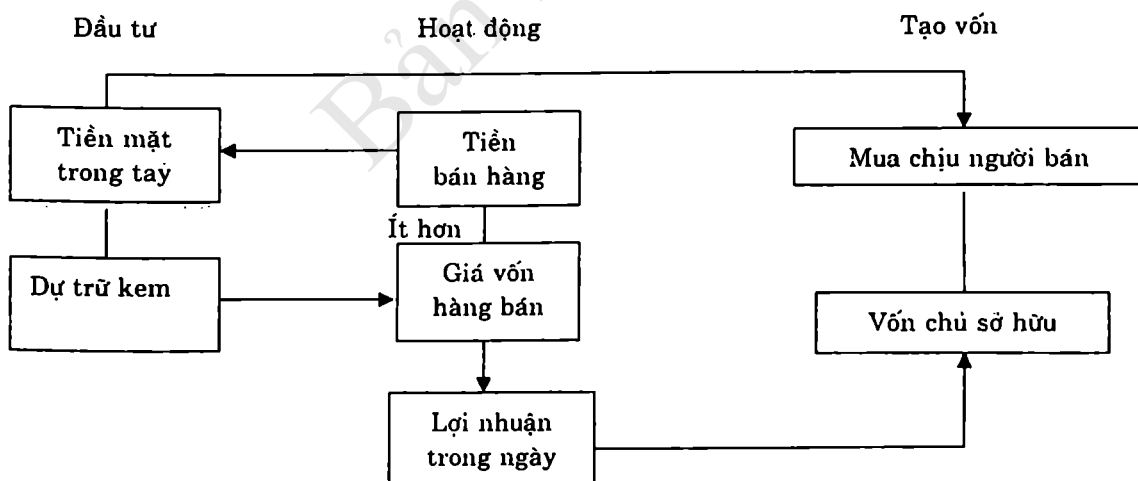


Hình 3 -4

Người bán kem

Thanh toán tín dụng sau ngày đầu tiên có lời

Phạm vi quyết định quản lý



Chu trình vốn của những hoạt động kinh doanh lớn hơn và nhiều cấu trúc hơn thì chỉ khác tình huống đơn giản này ở tính phức tạp chứ không ở khái niệm. Thậm chí với sự hợp tác quốc tế phức tạp nhất thì hình thức phổ

biến trong bất kỳ giao dịch nào vẫn là tiền mặt. Tuy nhiên, chu trình nguồn tài chính hoạt động của những công ty như thế thường bao hàm nhiều phạm vi mở tín dụng dần bù từng phần, nhiều thay đổi trong hàng lưu kho cũng như biến đổi về tài sản, v.v...trước khi thu hay thanh toán tiền.

Thực chất, bất kỳ chu trình vốn nào cũng có thể tăng lên nếu có nhiều sự chậm trễ tại thời điểm giao dịch mua bán. Người bán kem của chúng ta cũng chậm trễ mất vài giờ trong thời gian mua hàng và chuyển đổi nó thành tiền mặt thông qua nhiều giao dịch nhỏ. Trái lại, một nhà sản xuất lớn hơn sẽ chậm trễ vài tháng giữa lúc sản xuất sản phẩm trong nhà máy và thu được tiền từ những khách hàng đã mua chịu. Một công ty dịch vụ thì chậm trễ vài tuần giữa thời gian trả lương nhân viên cho đến lúc thu lại được tiền từ phí dịch vụ.

Việc quản lý phải dự kiến và tìm ra được những nguồn cung cấp tài chính cho công ty không bị ràng buộc bởi bất kỳ khoản thời gian chậm trễ nào. Điều này rất quan trọng vì những nguồn tài chính này sẽ được đầu tư vào một tương lai không xa có thể nhìn thấy trước, trừ khi có những thay đổi đáng kể trong hoạt động của công ty. Và với bất kỳ hình thức đầu tư nào thì người quản lý cũng nên cố gắng giảm thiểu nguồn lực đầu tư vào trong khi vẫn giữ được tính hiệu quả trong hoạt động. Các cách làm giảm yêu cầu về vốn bao gồm các phương pháp như : giao nguyên vật liệu hay các bộ phận “vừa kịp lúc” trong sản xuất hoặc mua hàng dạng kí gửi về bán lẻ.

Để minh họa rõ hơn tính chất của khái niệm, chúng ta sẽ khám phá 3 quá trình sau:

- Vòng chu chuyển các nguồn tài chính của hoạt động sản xuất được đơn giản hoá.
- Vòng chu chuyển các nguồn tài chính trong việc bán các sản phẩm được sản xuất.
- Vòng chu chuyển vốn cho một tổ chức dịch vụ.

Chúng ta chia những quá trình này theo mục đích minh họa và thảo luận mặc dù 2 quá trình đầu luôn được kết hợp chung trong bất kỳ doanh nghiệp nào vừa sản xuất vừa bán sản phẩm. Dĩ nhiên, chu trình cho bán hàng thì sẽ áp dụng cho hoạt động thương mại, bán lẻ hay bán sỉ theo kiểu mua hàng để bán lại trong khi chu trình dịch vụ thì chẳng khác gì là một sự bổ sung cho chu trình bán hàng.

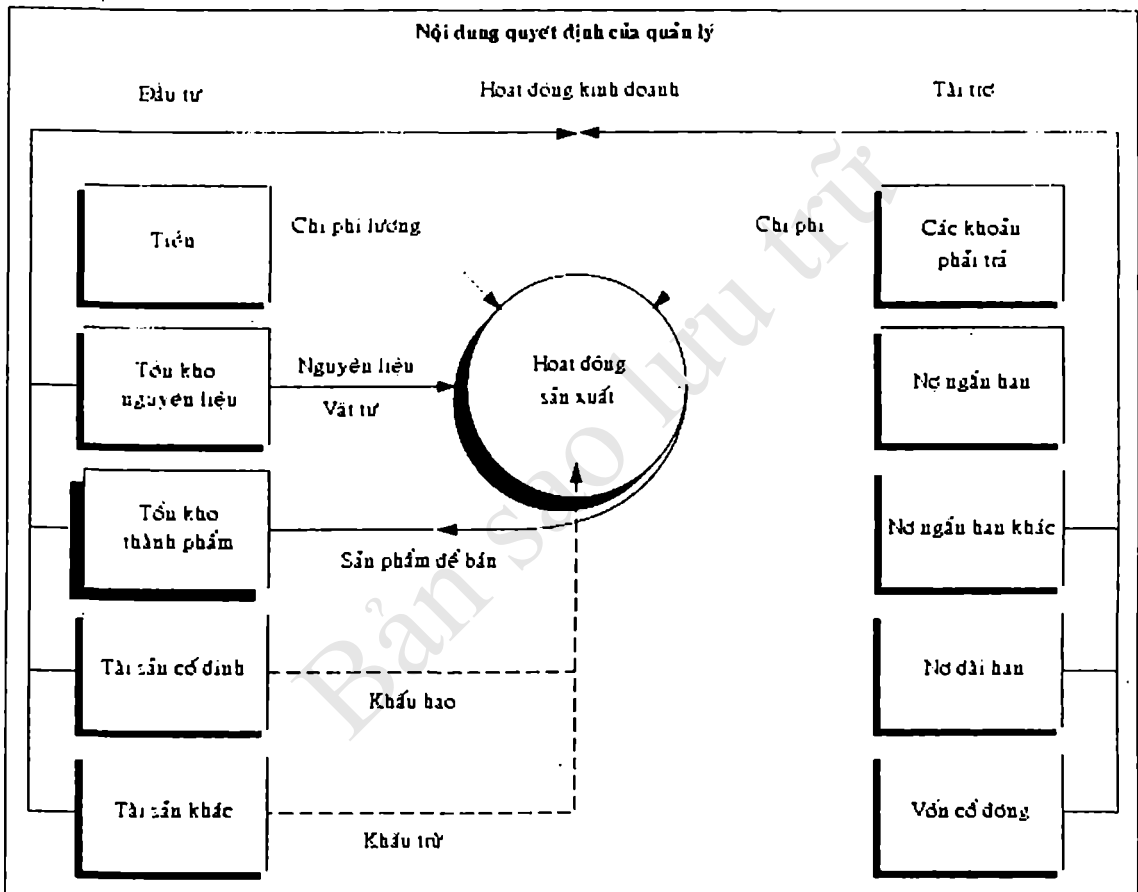
Chu Trình Vốn Trong Sản Xuất

Để đơn giản quá trình minh họa, chúng ta giả sử rằng công ty sản xuất Widget vừa khởi nghiệp và đang sản xuất widget với mục đích cuối cùng là

để bán. Hình 3-5 cho thấy chu trình lưu chuyển vốn của công ty dưới dạng tổng quan, sử dụng chi tiết tối thiểu. Chúng ta đã sắp xếp lại biểu đồ để phản ánh ba khu vực quyết định quản lý.

Tất cả đều sẵn sàng, công ty được tạo nguồn tài chính ban đầu bằng sự kết hợp của vốn chủ sở hữu, nợ dài hạn, và 3 loại nợ ngắn hạn: khoản phải trả cho người bán nguyên vật liệu và nhà cung ứng, vài món nợ ngắn hạn tại ngân hàng, các khoản nợ ngắn hạn khác như thuế và tiền lương tính dồn.

Hình 3 -5



Chu trình lưu chuyển vốn trong sản xuất

Phạm vi quyết định quản lý

Đầu tư ban đầu bao gồm tài sản cố định (như máy móc phân xưởng), các tài sản khác (như bằng sáng chế và giấy phép), và 3 loại tài sản lưu động:

Tiền mặt.

Lưu kho nguyên vật liệu thô.

Lưu kho hàng hoá hoàn chỉnh.

Đương nhiên loại cuối cùng sẽ không xuất hiện cho đến khi nhà máy thật sự sản xuất ra widget. Chúng ta giả sử rằng nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu là những nguồn tài chính hợp pháp cho đầu tư vào phân xưởng và trang thiết bị vì chúng làm cho các nguồn đảm bảo tài chính dài hạn tham gia vào một cách phù hợp. Trái lại, những khoản vay ngắn hạn có thể cung cấp tiền mặt sẵn cần thiết cho các hoạt động. Nguyên liệu và nguồn cung ứng được mua bằng tín dụng thương mại ngắn hạn với người bán.

Khi việc sản xuất bắt đầu, tiến trình chuyển đổi cơ bản sẽ diễn ra. Một lượng tiền mặt có sẵn sẽ được dùng để trả lương hàng tuần và những chi phí khác. Nguồn cung cấp và nguyên vật liệu được xuất kho và sử dụng cho sản xuất widget. Kho lưu sẽ được bổ sung bằng hình thức cho mua chịu thêm. Một số yếu tố đầu vào như điện và dầu đốt cũng được mua theo kiểu tín dụng và tạm thời được ghi vào khoản phải trả.

Việc sử dụng phân xưởng và trang thiết bị được phản ánh về mặt khấu hao chi phí, trở thành một phần của chi phí cho tiến trình chuyển đổi. Bất cứ một bằng sáng chế hay giấy phép nào cũng đều được khấu hao tương tự và tính vào chi phí sản xuất. Khi widget hoàn thành trên nền nhà máy, chúng được đưa về kho và chi phí ghi tăng vào tài khoản hàng lưu kho hàng hoá hoàn chỉnh.

Trong thời kỳ chưa có doanh thu của một widget nào thì quy trình sản xuất vẫn liên tục chuyển tiền mặt, vật liệu thô, chi phí để dồn và tín dụng thương mại thành khoản tăng hàng lưu kho hàng hoá hoàn chỉnh. Một phần nhỏ của giá gốc của nhà cửa, máy móc và các tài sản có thể khấu hao khác được sử dụng đã trở thành một bộ phận của chi phí hàng hoá hoàn chỉnh theo cách khấu hao chi phí – cho dù không có một xu nào thật sự chu chuyển trong tiến trình phân bổ này. Những khoản giảm trừ chỉ tác động đến các sổ sách công ty bằng việc chuyển một phần giá gốc của tài sản thành giá của hàng lưu kho. Hãy nhớ, thời điểm chắc chắn mà tiền mặt thật sự thay đổi chủ là khi tài sản đã được mua lại.

Những mối quan hệ tài chính trong sự chuyển đổi này là gì? Các dòng chu chuyển vốn cho việc vận hành xảy ra sau khi doanh nghiệp được thành lập giờ chỉ tác động lên thành phần vốn lưu động. Những nguồn tài chính quan trọng cho quy trình sản xuất phần lớn đến từ việc giảm tiền mặt và nguyên vật liệu thô trong số những nguồn tài chính ban đầu. Thêm một nguồn khác được tìm thấy là trong tín dụng thương mại tăng dần và chi phí cộng dồn chưa trả.

Tác dụng quan trọng nhất của những nguồn tài chính này là làm tăng hàng hoá hoàn chỉnh lưu kho. Ngoại trừ công ty dần dần chuyển hàng hoá hoàn chỉnh thành tiền mặt bằng dịch vụ bán hàng thành công nếu không

việc hàng lưu kho tiếp tục tăng lên có thể làm tiêu hao dần cả ngân sách tiền tệ lẫn nguyên vật liệu thô dự trữ. Chúng sẽ được bổ sung bằng việc cung cấp lần tín dụng mới hoặc bằng vốn chủ sở hữu, hoặc cả hai. Tham gia vào việc làm tiêu hao tiền còn có trách nhiệm thanh toán các khoản tín dụng thương mại phải trả đã phát sinh từ trước, theo thời hạn thông thường là 30-45 ngày tính từ ngày ghi trên hoá đơn thương mại.

Từ lập trường đó, chúng ta có một vài điểm ngưng trệ thời gian đáng chú ý sau:

Trong trường hợp không thể áp dụng phương thức giao “đúng lúc” thì nguồn cung nguyên vật liệu đủ dùng cho nhiều ngày phải được nắm rõ để tránh gián đoạn sản xuất.

Sự chậm trễ trong khoảng thời gian cần thiết để sản xuất widget sẽ làm số lượng hàng lưu kho chưa hoàn chỉnh tăng lên, điều đó đồng nghĩa với việc sản phẩm sẽ mất nhiều giai đoạn để hoàn thành.

Phải sản xuất đủ widget và luôn luôn dự trữ một lượng hàng hoá hoàn chỉnh lưu kho phòng khi cần có những cố gắng cho dịch vụ và bán hàng.

Những nguồn vốn kết hợp được tạo ra bởi những điểm lưu ý trên cần phải được củng cố trên cơ sở liên tục, thông qua nhiều nguồn lực từ chủ sở hữu và người cho vay, miễn là thời gian ngưng trệ được giữ cho không thay đổi.

Việc đáp ứng nhu cầu về vốn, một phần nào đó chính là do khoản thời gian tín dụng được mở bởi các nhà cung cấp của công ty. Đây là một sự chậm trễ ưu đãi vì mua nguyên vật liệu thô cũng như một số chi phí nhất định khác, đều được người bán cho mua chịu, xem như khoản phải trả trong vòng 30-45 ngày cho dù thời hạn thông thường được sử dụng trong ngành công nghiệp đó là bao nhiêu. Khoản tín dụng mới sẽ tiếp tục được mở khi các khoản tín dụng cũ đến hạn và được thanh toán.

Một chậm trễ ưu đãi khác đáng lưu ý là sự cung cấp tài chính tạm thời của nhân viên công ty, những người vốn được trả lương định kỳ. Thực ra, đó chính là nhân viên đang cho ông chủ của họ vay trong 1 tuần, 2 tuần hoặc thậm chí 1 tháng, tùy theo quy chế trả lương của công ty. Những khoản vốn như thế được ghi vào nợ ngắn hạn, xem như tiền lương cộng dồn. Các chi phí cộng dồn khác như thuế thu nhập hiện tại phải chịu cũng sẽ trở thành nguồn tài chính tạm thời cho công ty.

Tuy nhiên, nhu cầu đề cập từ trước, việc tăng hàng hoá hoàn chỉnh trong kho không thể cứ tiếp tục tăng lên một cách vô định, dù sao thì doanh thu từ việc bán widget cũng cần thiết để thực hiện các nghĩa vụ của công ty khi chúng đến hạn. Để hoàn thành bức tranh này, chúng ta phải xem xét các

mối liên hệ về vốn trong tiến trình bán hàng.

Chu Trình Lưu Chuyển Vốn Trong Bán Hàng

Chu trình lưu chuyển vốn do bán widget có thể được xem xét trong các ô như ở hình 3–6. Việc phân chia các hoạt động ở trung tâm sơ đồ bao gồm những yếu tố chính của một báo cáo doanh thu:

- Doanh thu bán hàng
- Giá vốn hàng bán
- Chi phí bán hàng
- Chi phí quản lý chung
- Thu nhập thực

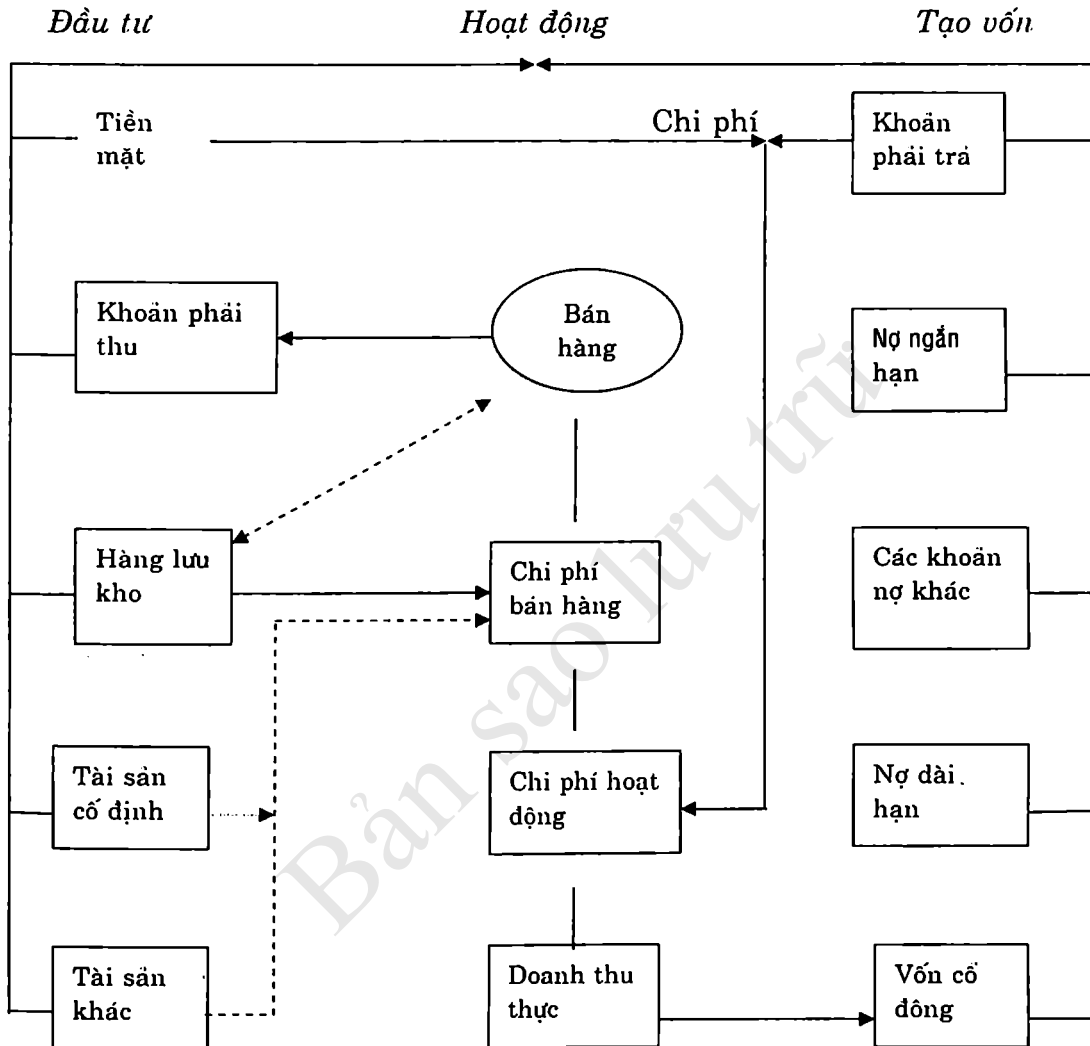
Chu trình bán hàng dựa trên khoản thời gian xoay vòng quan trọng có thể tăng lên do việc mở tín dụng cho khách hàng công ty. Nếu widget được mua bằng tiền mặt, đương nhiên việc thu tiền có thể sẽ diễn ra ngay. Nếu công ty cung cấp tín dụng thương mại thông thường thì việc thu những khoản phải thu sẽ được dời chậm lại theo thời hạn cho khách hàng, có thể là 30 – 45 ngày, tùy vào thực tế thường dùng trong lĩnh vực kinh doanh đó.

Khoảng thời gian chậm trễ trong bán hàng này cũng giống như sự chậm trễ diễn ra trong chu trình sản xuất, phải được củng cố tạo vốn liên tục và cho dù số lượng bán là bao nhiêu thì cũng mất tương đương 30, 40, hoặc 50 ngày trị giá hàng bán chưa thu được. Khi khoản thu đến hạn, tín dụng mới sẽ được mở cho khách hàng theo số hàng bán lúc đó. Đây là trường hợp khi người bán cung cấp nguyên liệu và nhiều thứ khác cho chính công ty đó.

Hình 3 –6

Chu trình lưu chuyển vốn trong bán hàng

Phạm vi quyết định quản lý



Giá vốn hàng bán đại diện cho giá trị của widget trong sổ hàng hoàn chỉnh lưu kho, mỗi sản phẩm chứa một phần sức lao động, nguyên liệu và tổng phí. Các chi phí khác tiêu hao trong quy trình sản xuất bao gồm khấu hao từng phần cho việc sử dụng cơ sở vật chất và một phần của việc khấu trừ dần giá trị của bất cứ bằng sáng chế hay giấy phép nào.

Chi phí bán hàng, bao gồm lương cho lực lượng bán hàng, cho đội ngũ phụ trách marketing, chi phí quảng cáo và chiêu thị đều sẽ được trả một

phần bằng tiền mặt của công ty và một phần là từ khoản tín dụng từ người cho vay. Chi phí quản lý chung cũng được trả theo cách tương tự. Một khi những chi phí này được loại trừ khỏi doanh thu bán hàng và sau khi chịu thuế thu nhập cũng như giải thích được tình hình, thì kết quả lợi nhuận (lỗ) thực sau cùng sẽ làm tăng (giảm) vốn chủ sở hữu.

Bức tranh này có những mối quan hệ lưu chuyển vốn nào? Trước hết, giá sử công ty duy trì được một số lượng hàng bán cũng như hoạt động sản xuất thì người quản lý cũng phải lên kế hoạch cho sự đầu tư vốn dài hạn liên tục nhằm cung cấp đủ nguồn vốn lưu động. Điều này có nghĩa là phải cung cấp đủ vốn để thực hiện lưu trữ nguyên vật liệu thô hoặc sản phẩm chưa hoàn chỉnh.

Ngoài ra, các nguồn tài chính còn cần duy trì mức sản phẩm hoàn chỉnh phù hợp nhằm đảm bảo cho bán hàng và phân phối được thông suốt, chú ý cân bằng đủ những khoản phải thu để có thể mở tín dụng thông thường cho khách hàng. Vì thế, một mức cân đối tiền tệ tối thiểu phải được duy trì để thực hiện các nghĩa vụ thanh toán đúng hạn.

Bên cạnh yêu cầu về vốn lưu động, những nguồn tài chính bổ sung thêm cũng có thể sẽ cần cho kinh phí đầu tư vào tài sản cố định hay tài sản khác nhằm phát triển hoạt động. Sau cùng, phải có sự sắp xếp cho việc chi trả cổ tức đã công bố, thanh toán nợ và kết cấu vốn lại cho những nghĩa vụ dài hạn.

Các nguồn tài chính này một phần nhỏ là lấy từ những khoản phải trả hiện hữu mà thường có thể hỗ trợ phần nào nguyên vật liệu, nguồn cung ứng, và các chi phí hoạt động khác, tương ứng với một số ngày tín dụng được nhà cung cấp mở. Chênh lệch giữa số vốn liên tục bỏ ra cho hàng lưu kho và các khoản thu được với số vốn được cung cấp từ các khoản phải trả phải đến từ những nguồn tương đối lâu dài như nợ dài hạn hay vốn chủ sở hữu – loại vốn sau đó sẽ tăng lên nhờ lợi nhuận sau thuế hoặc giảm xuống bởi lỗ thực.

Động lực của hệ thống này là ở chỗ một khi các điều kiện và quan hệ mong muốn đã đạt được thì yêu cầu về vốn hoạt động sẽ cố định cũng như doanh nghiệp sẽ hoạt động được lâu bền. Tuy nhiên, khi chúng ta bàn đến phần tính hay biến đổi của dòng lưu chuyển vốn thì mức độ yêu cầu về vốn này sẽ thay đổi đáng kể khi các điều kiện hoạt động thay đổi.

Chu Trình Lưu Chuyển Vốn Trong Dịch Vụ

Chu trình lưu chuyển vốn đặc trưng trong tổ chức dịch vụ cũng tương tự như chu trình lưu chuyển vốn mà chúng ta đã thảo luận. Các doanh nghiệp dịch vụ không hề tạo ra một sản phẩm vật chất nào mà thay vào đó là thực hiện một phạm vi rộng với các hoạt động cho khách hàng. Chúng gồm có

cung cấp dịch vụ thông tin và tư vấn, giao tiếp điện tử, bảo trì thiết bị, các chức năng bán sỉ và bán lẻ, dịch vụ vận chuyển, xử lý dữ liệu, v.v... Dịch vụ, cho dù dựa trên phương thức thoả thuận bằng hợp đồng, theo tín dụng thương mại hay phương thức chuyển tiền thì đều tạo ra luồng tiền đi vào định kỳ cho nhà cung cấp với thời hạn thu tiền tương ứng với hình thức dịch vụ. Trong khi nhiều công ty dịch vụ nhất định đòi hỏi các nguồn lực cơ sở vật chất hạ tầng bao quát như kho và cửa hàng, các đội phân phối, thiết bị sửa chữa và dự đoán hay mạng lưới xử lý dữ liệu thì dòng lưu chuyển vốn thường tập trung nhiều hơn vào các yếu tố về vốn lưu động. Nguồn lực cơ sở hạ tầng thường có được thông qua các thoả thuận thuê mướn, rất nhanh làm cho vốn của họ biến thành các khoản thanh toán định kỳ. Nguồn lực con người cũng là một phần quan trọng trong hỗn hợp dòng lưu chuyển vốn, đại diện cho các nhu cầu tiền mặt cận hạn.

Vì thế các mối liên hệ lưu chuyển vốn phần lớn là sự tác động lẫn nhau của việc thanh toán các chi phí ngắn hạn, cung cấp cơ sở hạ tầng ngắn hạn và thu về các hoá đơn dịch vụ. Hàng lưu kho có một vai trò quan trọng trong sản xuất nhưng chỉ là một nhân tố nhỏ trong các công ty dịch vụ, ở đó chúng chỉ cung ứng được một cách giới hạn vài phần nhỏ trong việc thực hiện các hoạt động dịch vụ ngoại trừ trường hợp hoạt động của công ty là bán lẻ hoặc bán sỉ. Chu trình lưu chuyển vốn ở hình 3-6 áp dụng cho các công ty dịch vụ với sự sửa đổi là ít nhất, khác biệt chính giữa tầm quan trọng của các yếu tố vốn lưu động và tác động của các yếu tố cơ sở hạ tầng được đại diện bởi tài sản cố định. Cũng như trường hợp chu trình vốn trong bán hàng, nhu cầu vốn lưu động cơ bản sẽ đòi hỏi nguồn cung tài chính lâu dài; ảnh hưởng qua lại của việc bán hàng, giá vốn dịch vụ (hàng) bán, các chi phí liên quan sẽ dẫn đến dòng lưu chuyển tiền tệ đi vào. Nhu cầu cơ sở hạ tầng tăng dần sẽ phải được cấp vốn liên tục thông qua việc thuê mướn hoặc sở hữu. Chiến lược marketing quan trọng hay khởi đầu dịch vụ mới đều cần được cấp vốn từ một hỗn hợp thông thường gồm lợi nhuận, tác động giảm giá hoặc những nguồn tài chính dài hạn. Trong những điều kiện ổn định, các hình thức lưu chuyển tiền tệ cho hoạt động của doanh nghiệp dịch vụ đều ngang nhau, đưa ra một tập hợp thống nhất với các chính sách tài chính và hoạt động. Nhưng các điều kiện ổn định chỉ là ngoại lệ đúng hơn là quy luật, và bây giờ chúng ta sẽ bàn đến những mối liên hệ của các điều kiện thay đổi.

TÍNH HAY BIẾN ĐỔI CỦA DÒNG LƯU CHUYỂN VỐN

Trừ khi có những thay đổi quan trọng trong nội bộ tình hình công ty hoặc trên thị trường nếu không mức cung tài chính cần thiết cho hoạt động sẽ phụ thuộc chính vào việc quản lý hàng lưu kho sao cho hiệu quả, quản lý

tín dụng khách hàng, thận trọng sử dụng tín dụng của nhà cung cấp cũng như các mối quan hệ tin tưởng với các chủ nợ khác như ngân hàng. Hoạt động có lợi nhuận và chi phí hiệu quả sẽ tạo ra tiền mặt, có thể được xem như một phần của hình thức tạo vốn. Nhu cầu tài chính liên tục của công ty dĩ nhiên sẽ tăng nếu không thu được tiền từ khách hàng, thời hạn tín dụng bị nhà cung ứng kéo dài hoặc chủ nợ thắt chặt, hoặc vì giảm lợi nhuận.

Hiếm khi có một công ty hội đủ những điều kiện ổn định giúp có thể dự báo tình hình tài chính như những minh họa đơn giản của chúng ta. Trên thực tế, một số nhân tố bên trong và bên ngoài có thể tác động đến bất cứ doanh nghiệp nào. Những nội lực quan trọng gồm có: khả năng nắm bắt thời cơ phát triển, tính hiệu quả trong quản lý tất cả mọi hoạt động hoặc có hay không khả năng ngăn chặn sự giảm sút số lượng hoạt động kinh doanh của công ty. Những ngoại lực quan trọng bao gồm: ảnh hưởng cạnh tranh lẫn nhau trong nền công nghiệp cũng như những biến đổi theo thời kỳ và sự chuyển động mang tính tuần hoàn trong nền kinh tế. Một trong những điều kiện này đều có những mối liên hệ đặc trưng với dòng lưu chuyển tiền tệ, và chúng ta sẽ minh họa điều quan trọng nhất trong số đó.

Sự Biến Đổi Tăng Trưởng / Suy Giảm

Phát triển Một mô hình tăng trưởng ổn định trong doanh nghiệp sẽ tạo ra nhu cầu tăng vốn mở rộng cơ bản cho tất cả các điều kiện tất yếu về tài chính. Tốc độ phát triển thành công sẽ không thể đạt được nếu không có một sự tăng cường phù hợp cho vốn lưu động, cho đầu tư dài hạn và các phí tổn khác. Những nguồn tài chính tăng cường này sẽ bị ràng buộc vĩnh viễn nếu tốc độ tăng trưởng diễn ra liên tục hoặc các hoạt động kinh doanh được duy trì ở một mức nhất định. Lợi nhuận kiếm được từ những hoạt động kinh doanh thành công thường cung cấp chỉ một phần nhu cầu tạo vốn.

Hãy xem xét các quy tắc sau:

Nếu công ty bán chịu trong vòng 30 ngày, giá trị của từng đợt bán hàng tăng thêm sẽ được tính vào các khoản phải thu trong 30 ngày và phải xoay vòng liên tục vì khi thu xong khoản doanh số trước đó thì sẽ tiếp tục có đợt doanh số mới thêm vào.

Tương tự, nếu công ty thanh lý hàng tồn kho 9 lần mỗi năm thì giá trị của giá vốn hàng bán tăng lên sẽ thêm trị giá của 40 ngày vào hàng lưu kho (360: 9) và cũng xoay vòng liên tục.

Một phần nào đó, bù lại việc sử dụng những nguồn tài chính phụ thêm này sẽ làm tăng các khoản phải trả và các khoản cộng dồn khác. Thời hạn tín dụng từ những người bán của công ty tương đương với giá trị hàng mua, có thể là 30 ngày như đã nói, nếu đó là hình thức tín dụng thông thường.

Ví dụ:

Chúng ta hãy lấy một ví dụ đơn giản về một công ty bán sỉ, thời hạn bán hàng 45 ngày, thời hạn mua 40 ngày, và thanh lý hàng tồn kho cứ mỗi 30 ngày (12 lần một năm). Giá vốn hàng bán chiếm 72% doanh số, lợi nhuận sau thuế là 6%. Khi công ty phát triển lên, nhu cầu tài chính cho mỗi 100\$ lợi nhuận trong doanh số hàng năm sẽ là:

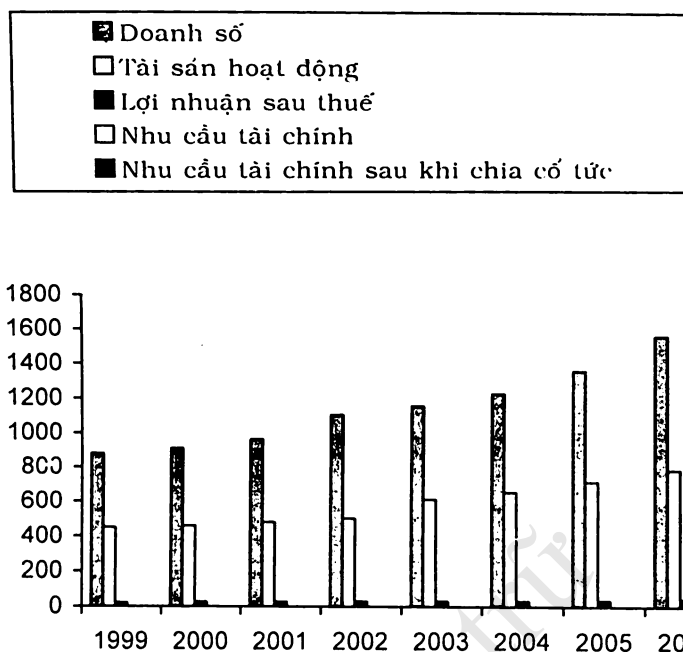
- Khoản phải thu tăng 12,50\$ ($100\$ \times 45/360$)
- Số hàng lưu kho được mua tăng 6\$ ($72\$ \times 30/360$)
- Khoản phải trả cho người bán tăng 8\$ ($72\$ \times 40/360$)

Kết quả thực cho thấy yêu cầu cần tăng thêm 10,5\$ vào vốn lưu động ($12.5\$ + 6\$ - 8\$$), giả sử không có các thay đổi khác xảy ra trong hệ thống tài chính công ty. Với mức lợi nhuận sau thuế thông thường là 6%, công ty có thể chỉ cung cấp 6\$ vốn cần thiết, nếu lợi nhuận này không cần dùng cho việc gì như trả cổ tức cho cổ đông, chiết khấu hàng và các trang thiết bị liên quan để tăng tốc độ phát triển. Vì thế, tối thiểu là phải có 4,5\$ xoay vòng tạo vốn liên tục cho cứ mỗi 100\$ doanh số phụ thêm được tạo ra.

Vì đầu tư cần thiết trong các khoản phải thu và hàng lưu kho nhiều gấp đôi khoản tín dụng có được từ các khoản cộng dồn và khoản phải trả, nên rõ ràng việc phát triển thành công đòi hỏi phải chiết khấu nguồn vốn lưu động thêm vào. Việc tăng nguồn vốn này là cần thiết để mở rộng cơ sở vật chất hoặc cho các nghĩa vụ ghi trong hợp đồng nhằm tăng doanh số bán hàng.

Hình thức bán hàng, tài sản hoạt động (vốn lưu động cộng với tài sản cố định và các tài sản khác), và lợi nhuận trong tốc độ phát triển tiêu biểu của doanh nghiệp cũng giống như những gì mô tả ở biểu đồ 3-7, sự lớn mạnh đòi hỏi vốn lưu động tăng thêm trong mỗi năm nhằm chiết khấu hàng lưu kho và các khoản thu được. Sự phát triển này phần nào được bồi đắp bằng cách tăng các khoản phải trả. Theo chu kỳ, các hoạt động đầu tư mới phải được thực hiện với cơ sở vật chất mở rộng, được minh họa bằng cú nhảy vọt về tài sản hoạt động trong năm 2003 và lặp lại vào năm 2006 trên biểu đồ. Cột tài sản tiếp tục tăng nếu tốc độ tăng doanh số được duy trì, và việc cung cấp tài chính cho sự tăng trưởng này là cần thiết thông qua sự nối kết lợi nhuận và các nguồn tài chính khác.

Đường tạo vốn gạch nối cho biết tổng nhu cầu vốn cần có để tài sản hoạt động phát triển, đã được giảm bớt bởi lợi nhuận sau thuế của mỗi năm. Giả sử rằng mỗi năm một số tiền bằng với số khấu hao hàng năm được bỏ ra để bảo trì cơ sở vật chất. Trên đường này không có các khoản chia cổ tức, nên nhu cầu vốn thực sự đã được mô tả giảm đi. Chú ý rằng lợi nhuận tăng lên của năm sau có thể làm giảm dần tổng nhu cầu tài chính.



Hình 3 -7 Hình thức phát triển tiêu biểu

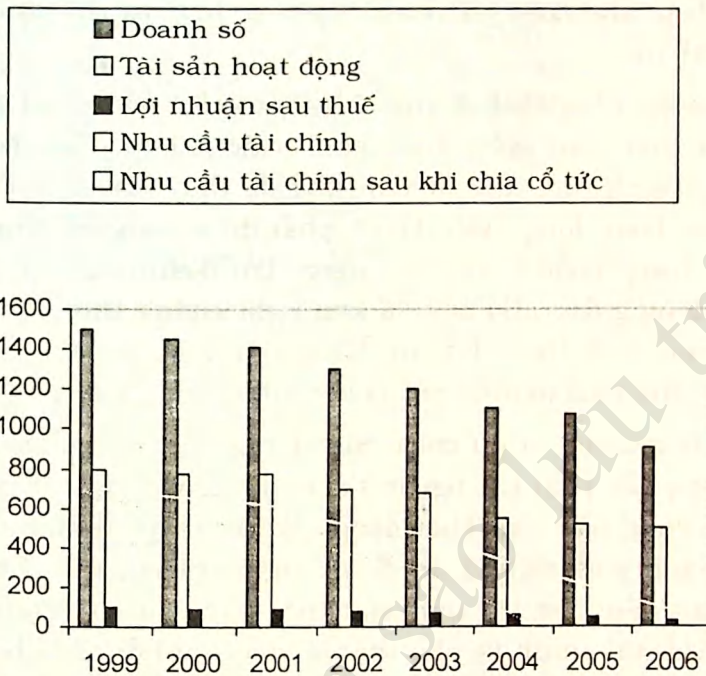
Tuy nhiên khi có chi trả cổ tức, trong trường hợp này là tăng dần từ 20\$ năm 1997 lên 40\$ năm 2004 thì yêu cầu tài chính ngang nhau sẽ trở thành điều kiện phát triển đều đặn tất yếu cho việc tạo vốn lâu dài, được thể hiện bằng đường nét liền. Một tốc độ phát triển bền vững tiêu biểu đòi hỏi một sự đầu tư vốn liên tục và ngày càng tăng, thường phải tích lũy trong thời gian dài thông qua việc sử dụng vốn chủ sở hữu cộng thêm và nợ dài hạn. Thường thì việc tái đầu tư của mỗi lợi nhuận thối sẽ không đủ, vì trong một doanh nghiệp phát triển cao thì sự đóng góp từ lợi nhuận biên tế chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi nhu cầu tạo vốn tích lũy (xem chi tiết ở chương 5).

Suy giảm trong trường hợp ngược lại, khi doanh nghiệp giảm số lượng bán và có cân nhắc tính toán mức độ hao hụt cho phép – đây là quyết định khó khăn mà không phải lúc nào cũng nhận ra được – thì trên thực tế công ty đang trở thành người tạo ra lượng tiền mặt mạnh hơn. Ở đây tình huống đối nghịch với phát triển đang thắng thế. Khi bán hàng giảm, người quản lý phải tìm kiếm cách giảm hoạt động, vốn lưu động, các tài sản hoạt động khác thật cẩn thận để tương xứng với việc giảm số lượng bán, vì thế việc phóng thích vốn phải luôn được kiểm soát chặt chẽ.

Tình huống lý tưởng hoá này được minh họa ở hình 3-8. Hãy chú ý sự

suy giảm ấn tượng trong các nhu cầu tài chính cơ bản, nó đã chuyển thành thể hệ vốn tích cực suốt 2 năm qua. Giả sử mỗi năm chi trả cổ tức hết 50% lợi nhuận sau thuế, các yêu cầu tài chính sẽ giảm chậm hơn nhưng vẫn một phần đại diện cho mức yêu cầu đầu thời kỳ.

Hình 3 –8 Hình thức suy giảm có quản lý



Cơ bản thì khả năng giải phóng tiền mặt phụ thuộc vào việc loại bỏ cẩn thận các hoạt động kinh doanh không còn cần thiết phải hỗ trợ tài chính nữa. Một sự thiếu hụt các khoản thu được và hàng lưu kho theo tỷ lệ cho phép phần nào sẽ được đền bù bằng cách giảm những khoản phải trả, trở thành nguồn tài chính tiềm năng, trừ ra các tài sản khác không còn cần thiết. Nếu hình thức giảm không được kiểm soát thích hợp hoặc trở nên quá đột ngột thì nguy cơ giảm giá hàng lưu kho, hoạt động không hiệu quả, và những hành động lúc cấp bách sẽ cản trở nghiêm trọng việc giải phóng các nguồn vốn. Trong trường hợp đó, những khó khăn thực sự sẽ xảy ra và dòng lưu chuyển tiền tệ như mong đợi sẽ không thể trở thành hiện thực.

Những Biến Đổi Theo Mùa

Phần lớn các ngành đều trải qua nhiều hình thức hoạt động kinh doanh theo mùa riêng biệt (những tháng hay tuần bán được nhiều hàng, sau đó nhu cầu lại giảm xuống). Sự lên xuống này lặp đi lặp lại theo cách có thể dự đoán

được. Ví dụ thường thấy nhất trong hoạt động bán lẻ, rất nhiều hàng hoá phục vụ cho những kỳ nghỉ đặc biệt hoặc những phân khúc thị trường đặc trưng với những yêu cầu mẫu mã đặc trưng theo mùa. Các nhà sản xuất hàng hoá thời vụ như xe chạy bằng máy trên băng tuyết hay đồ tắm đều sẽ trải qua sự dao động nhu cầu cao ngoại trừ họ có thể bán sản phẩm trên thị trường toàn thế giới vốn đa dạng về thời tiết. Nhiều hình thức tương tự nhau có thể tác động đến hoạt động kinh doanh, ví như các nhà máy đồ hộp thì chế biến thực phẩm theo mùa hoặc các doanh nghiệp dịch vụ thì phải khai báo thuế thu nhập cá nhân.

Thông thường các hoạt động kinh doanh thời vụ có chu trình chu chuyển vốn kéo dài trong một thời gian ngắn trong năm hoặc ít hơn. Các mối liên hệ tài chính trong một hình thức như thế thì khá dễ thấy. Trong suốt thời điểm nhu cầu thấp, các hoạt động kinh doanh phải được củng cố bằng tiền mặt từ nguồn lực bên trong hoặc bên ngoài, ngoại trừ doanh nghiệp có thể chuẩn bị ngưng hoạt động giống như một số khu nghỉ dưỡng thời vụ. Trong nhiều doanh nghiệp sản xuất theo thời vụ, hàng lưu kho sẽ bắt đầu tăng dần, tăng sản xuất và tăng mua nguyên vật liệu từ nhà cung cấp.

Cũng như trường hợp trong ví dụ trước của chúng ta, việc cung cấp tài chính cho sự tăng cường này phải bắt nguồn từ tín dụng, vay nợ, và vốn chủ sở hữu. Một khi hoạt động bán hàng khởi động thì khoản phải thu sẽ tăng lên vì khoản khách hàng mua chịu là do doanh nghiệp cung cấp. Cho đến khi thu được khoản nợ đầu tiên thì tiền mặt mới bắt đầu chu chuyển về doanh nghiệp. Quy trình tài chính là như thế để việc thu hồi các khoản nợ của những lúc cao điểm bán hàng diễn ra suôn sẻ sau khi thời điểm cần nhiều vốn nhất đã xảy ra.

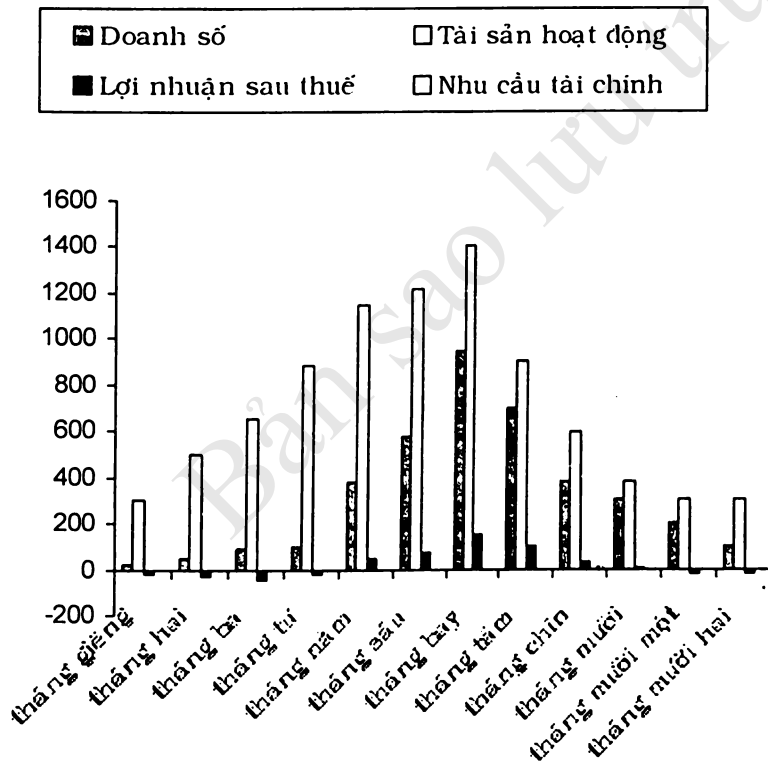
Hình 3-9 minh họa một hình thức thời vụ tiêu biểu trên cơ sở tháng này qua tháng nọ, nó phản ánh yêu cầu tăng giảm vốn trong một năm, trước khi xem xét các khoản lợi nhuận phân chia. Trong trường hợp này, người quản lý phải đưa ra vài quyết định quan trọng. Một trong số đó là quyết định về quy mô cần thiết tăng hàng lưu kho bao nhiêu để phù hợp với nhu cầu đã dự báo, cấp độ hoạt động và các phí tổn khác ra sao trong suốt nhiều giai đoạn khác nhau của chu trình kinh doanh, và tính chất của việc đáp ứng yêu cầu tăng vốn tạm thời là gì. Những phát sinh bất ngờ – như nhu cầu hoặc giá hoặc cả hai thấp hơn mong đợi, chậm thu được tiền từ khách hàng, hay thời hạn cam kết các khoản vay ngắn hạn với ngân hàng và các chủ nợ khác – phải được dự trù. Nếu không doanh nghiệp có thể làm cho chính mình lâm vào tình trạng kẹt tiền vì các nghĩa vụ tài chính luôn phải được hoàn thành tốt trước khi bắt đầu thu tiền vào.

Chúng ta sẽ thảo luận về việc đưa ra các mối quan hệ về doanh thu và

xem khoản phải thu như là một công cụ đánh giá tính hiệu quả của tài sản trong chương 4. Dưới những điều kiện thời vụ cao thì các mối quan hệ đó có thể trở nên không ổn định, vì sự chậm trễ và tăng thêm trong các tài khoản tại thời kỳ chỉ định trong các báo cáo tài chính làm cho việc so sánh hầu hết các tỷ số trở nên khó khăn.

Như chúng ta sẽ thấy trong chương 5, sự ước lượng rạch ròi hơn của một doanh nghiệp thời vụ là có thể. Ngoài việc so sánh các báo cáo tài chính hàng quý hay mỗi cuối năm thì việc phân tích sự lưu chuyển vốn từng tháng tới tháng (hoặc từng tuần tới tuần) và thận trọng đánh giá các thay đổi trong chu trình vốn của công ty từ đỉnh điểm tới đỉnh điểm, từ thấp điểm tới thấp điểm là cần thiết.

Hình 3 –9 Hình thức theo mùa tiêu biểu



Các Biến Đổi Tuần Hoàn

Một khía cạnh khác của bức tranh theo mùa là hình thức di chuyển tuần hoàn của các nguồn tài chính. Nó chủ yếu phản ánh những thay đổi về kinh tế bên ngoài có ảnh hưởng tới công ty trong khoản thời gian vài năm. Những biến đổi về kinh tế và chu trình của một ngành công nghiệp cụ thể nói chung đều là dài hạn, không thường xuyên hay có thể dự đoán được như

những biến đổi theo mùa. Khía cạnh kinh tế tác động đến công ty hay một ngành công nghiệp thường rất đa dạng, chẳng hạn như biến đổi trong nguyên vật liệu, giá cả và tính sẵn sàng, các điều kiện cạnh tranh trên thị trường, nhu cầu đầu tư vốn. Tuy nhiên, những nguyên tắc lưu chuyển dòng tiền mà chúng ta đã gặp trong hình thức biến đổi theo mùa cũng được ứng dụng ở đây rất tốt.

Chu trình tăng trưởng suy thoái theo chu kỳ vốn thường bị khuếch đại lên bởi sự chậm trễ hầu như không thể tránh khỏi trong lúc ra quyết định. Khi tình hình bắt đầu thay đổi người quản lý sẽ khó phán đoán được, bằng kinh nghiệm hằng ngày, liệu nền kinh tế hay thị trường có phải trải qua khó khăn trong thời gian dài không, và thời gian cụ thể là lúc nào.

Từ đó sự suy thoái theo chu kỳ sẽ tạo ra những thách thức quan trọng: trước hết, người quản lý, với mức tự tin cần thiết phải nhận ra rằng thời điểm thay đổi thật sự đã đến. Tiếp theo, công việc của người quản lý là ngăn chặn không cho hàng lưu kho tăng lên do sản xuất không giảm nhưng số lượng mua giảm sút. Điều này thường kéo theo giảm mức độ phục vụ hoặc cắt giảm chi phí bất cứ chỗ nào có thể. Việc quản lý tín dụng cẩn thận, cả những khoản đang sử dụng lẫn những khoản sắp mở rộng, đều rất cần thiết. Chinh phục những thử thách này thì quả thật là nói dễ làm khó vì các dữ liệu hiện tại về xu hướng kinh tế thường không theo kịp tình hình thực tế, trong khi các dự báo kinh tế thì thường không đạt tới khả năng dự báo về thời điểm lẫn mức độ thay đổi của nền kinh tế.

Ví dụ

Sự suy thoái dần trong ngành xây dựng sẽ làm cho hàng lưu kho của các nhà sản xuất cũng như những người buôn bán vật liệu xây dựng tăng lên vì nhu cầu giảm quá nhiều. Khi việc buôn bán thường xuyên ế ẩm thì giá thép, giá gỗ, và các mặt hàng khác cũng giảm, công việc quản lý phải đối mặt với khủng hoảng tài chính. Sản xuất liên tục như bình thường sẽ biến nguyên vật liệu thành sản phẩm mà chẳng bán được; vì thế phải cắt giảm sản xuất. Sản lượng và giá cả giảm sẽ làm giảm dòng lưu chuyển tiền tệ vốn được sinh ra từ hoạt động kinh doanh hiện thời, trong khi khoản thu từ những lần mua bán trước cũng bắt đầu cạn.

Hình 3-10 minh họa một hình thức tuần hoàn đặc trưng, cho thấy số lượng hàng bán và giá cả tương ứng với từng tình hình kinh tế, nhưng, với các nhân tố vừa đề cập thì các mức tài sản hoạt động và nhu cầu vốn kéo theo sau số lượng hàng bán đều thay đổi. Hãy chú ý rằng sự tăng đều đặn trong nhu cầu về vốn trong suốt giai đoạn suy thoái là bắt nguồn từ mâu thuẫn giữa tăng đầu tư (nhất là tăng vốn lưu động) nhưng lợi nhuận lại giảm hẳn. Nếu các khoản lợi nhuận phân chia được duy trì ở mức 30\$ và nếu

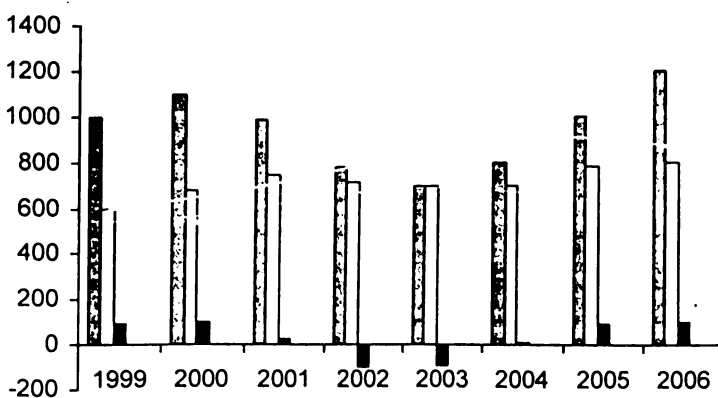
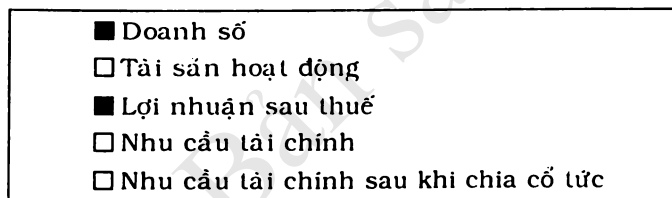
chúng ta giả sử rằng chúng đều được chi trả mỗi năm thì đường tài chính sẽ tăng lên mức cao hơn, cho thấy rằng công ty không thể nào đền bù nổi sự tiêu hao vốn khi xảy ra suy thoái chu kỳ.

Trong giai đoạn tăng trưởng chu kỳ, sự chậm trễ ra quyết định có thể gây ra thiếu hụt sản lượng sản xuất và hàng lưu kho khi số lượng hàng bán bắt đầu tăng. Để bù vào, doanh nghiệp phải sản xuất bổ sung hoặc mua thêm từ bên ngoài mặc dù chi phí cho những hàng hoá thay thế này có thể cao hơn bình thường và sẽ làm giảm lợi nhuận. Số lượng hàng bán ngày càng tăng sẽ dẫn tới tăng số tín dụng phải thu mở cho khách hàng.

Vì vậy, sự phát triển mang tính chu kỳ sẽ đòi hỏi phải truyền thêm vốn để mở rộng vốn lưu động cần thiết cũng như hỗ trợ tài chính cho các hoạt động vật chất ngày càng tăng. Chúng có thể bao hàm sự đầu tư thêm vào nhà máy hay tiện ích sản xuất. Sau cùng, có thể nói rằng sự phát triển mang tính chu kỳ thường sẽ yêu cầu hỗ trợ tài chính từ trung tới dài hạn nhằm tăng vốn lưu động hoặc đáp ứng các nhu cầu tài chính khác.

Tuy nhiên, suy thoái trước tiên sẽ dẫn tới tồn nhiều hàng lưu kho cho đến khi nào người quản lý có thể điều tiết các hoạt động kinh doanh, sau đó sẽ bắt đầu phóng thích tiền mặt để dùng cho việc chi trả các nghĩa vụ tín dụng. Thế nhưng điều kiện sau chỉ trở thành hiện thực khi vốn lưu động và mức độ sản xuất được kiểm soát cẩn thận theo hướng giảm xuống.

Hình 3 –10 Hình thức tuần hoàn tiêu biểu

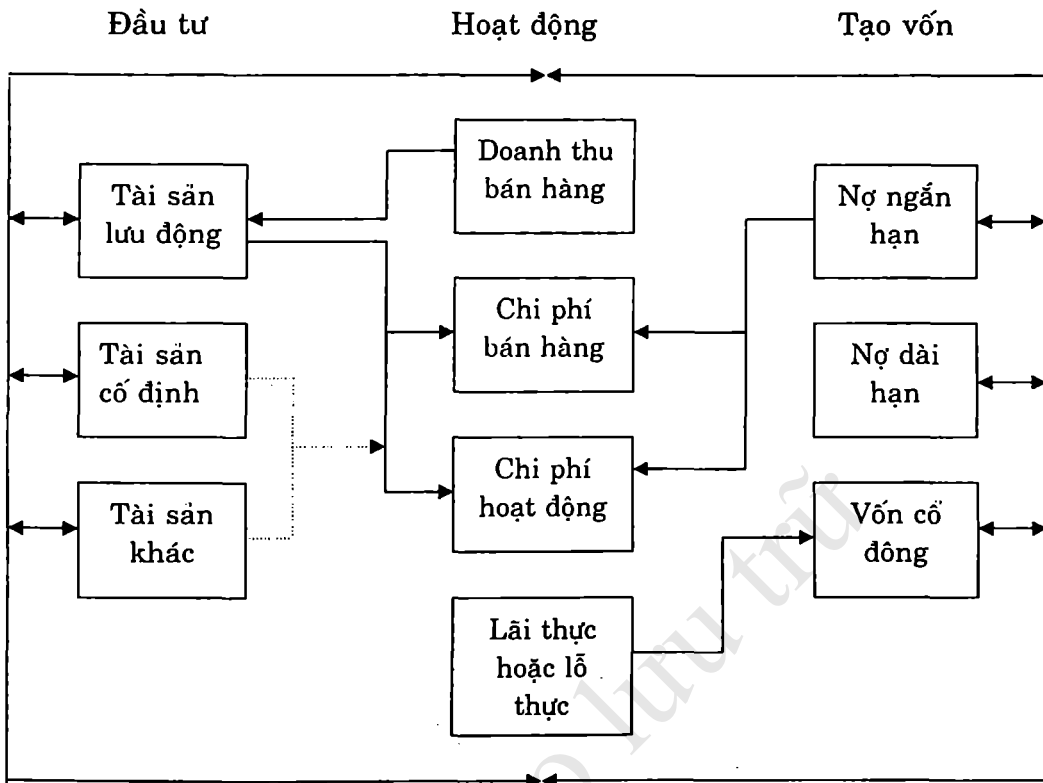


Tóm lại, sự biến đổi trong dòng lưu chuyển vốn có hay không là do các hoạt động quản lý, do điều kiện bên ngoài hoặc do cả hai. Chúng ta biết rằng một doanh nghiệp muốn hoạt động trong tình trạng ổn định phải duy trì được mức dự trữ vốn lưu động vĩnh viễn cũng như của cải, cơ sở vật chất, trang thiết bị và các tài sản khác. Như một quy luật chung, số vốn bỏ ra cho tài sản lưu động phải lớn hơn các nguồn tín dụng thương mại và các khoản vay mượn ngắn hạn thông thường. Nhờ vậy, khi có biến đổi đáng kể trong hoạt động kinh doanh, các thay đổi chính trong tình hình tài chính công ty có thể là do những biến đổi trong vốn lưu động mà thôi. Với hình thức này, cung cấp tài chính cho các nhu cầu khác, như đầu tư vào cơ sở vật chất, hạ tầng và nhiều chương trình trọng điểm khác cũng phải được tính đến. Trong chương 4, chúng ta sẽ thảo luận về những vấn đề này trong nội dung những kỹ thuật dự báo nhu cầu tài chính.

Các Mối Quan Hệ Lưu Chuyển Vốn Được Khái Quát Hoá

Ở nội dung này, chúng ta sẽ xem xét khái quát các mối quan hệ về lưu chuyển vốn, như ở hình 3-11. Biểu đồ đó có thể áp dụng được cho bất cứ loại doanh nghiệp nào dù lớn hay nhỏ. Chúng ta cũng đã thêm vào các đường lưu chuyển cho thấy những hoạt động lưu chuyển vốn tiềm ẩn và mối liên kết giữa các tài khoản chính trong bảng cân đối kế toán với báo cáo kết quả kinh doanh. Tóm lại, trong biểu đồ đó, nguồn gốc và cách sử dụng dòng lưu chuyển tiền tệ cơ bản sẽ được trình bày phía dưới sơ đồ. Đây là một sự tham khảo hữu ích khi chúng ta thảo luận về việc thuyết minh báo cáo lưu chuyển tiền tệ trong phần tiếp theo, cũng như tuân thủ quy ước của 3 khu vực mang tính quyết định và những quy tắc chung về quản lý luồng tiền đi vào, đi ra.

Hình 3 -11 Mô hình lưu chuyển vốn được khái quát hoá



Sự đầu tư vào tài sản lưu động, tài sản cố định hay tài sản khác là sử dụng tiền; sự thanh lý bất kỳ tài sản nào là nguồn tiền.

Hoạt động kinh doanh có lợi nhuận là nguồn tiền; thua lỗ sẽ làm tiêu hao tiền. **Chú ý:** các khoản giảm trừ trong kế toán như khấu hao hay các quỹ dự phòng đặc biệt không đại diện cho tiền và phải được điều tiết cho phù hợp với dòng tiền.

Tín dụng thương mại, các khoản tích lũy và những nguồn tài chính dài hạn hay ngắn hạn mới (tức tăng nợ và các vấn đề về cổ phần) là nguồn tiền; nợ phải trả, lợi nhuận phân chia và việc mua lại cổ phần là sử dụng tiền.

THUYẾT MINH THÔNG TIN VỀ DÒNG LƯU CHUYỂN VỐN

Giờ thì chúng ta đã có thể xem xét chi tiết hơn về việc sử dụng và các mối liên hệ giữa những thông tin về lưu chuyển tài chính của một công ty dưới dạng phổ biến nhất là báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Như chúng ta đã thảo luận ở chương 2, các công ty cổ phần đại chúng thường xuyên công bố báo cáo tài chính sẽ được Ủy ban chứng khoán (SEC) yêu cầu cung cấp thêm báo cáo lưu chuyển tiền tệ cùng với bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh. Tuy các báo cáo đó không phải luôn có sẵn nhưng cũng không khó

lắm để phát triển một báo cáo lưu chuyển tiền tệ có ý nghĩa từ bảng cân đối kế toán chuẩn và báo cáo kết quả kinh doanh khi các nhà phân tích muốn lên kế hoạch cho dòng lưu chuyển vốn trong tương lai. Với sự hỗ trợ của báo cáo lưu chuyển tiền tệ, chúng ta có thể biết được rất nhiều thứ về những biến đổi tài chính đã xảy ra, cũng như có cơ sở cho những phân tích trong tương lai về tính chất và chất lượng các quyết định quản trị trong hoạt động kinh doanh, đầu tư và hỗ trợ tài chính.

Trong phần này, chúng ta sẽ minh họa cách làm thế nào để nhanh chóng tạo ra một báo cáo lưu chuyển tiền tệ từ bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh sẵn có, thảo luận những nguyên tắc cơ bản bao hàm trong việc chuyển đổi nhưng thông tin kế toán thành hình thức lưu chuyển vốn mà chúng ta quan tâm. Với mục đích này, chúng ta sẽ sử dụng lại các báo cáo tài chính của tập đoàn TRW năm 1996 và 1997 đã trình ở chương 2, điểm 2-9, 2-11. Chúng ta sẽ bắt đầu từ những báo cáo đó để tạo ra một báo cáo lưu chuyển tiền tệ, rồi so sánh với báo cáo chi tiết hơn do TRW công bố. Vì không tiếp cận với các ghi chép cụ thể nên chúng sẽ thấy rằng bản báo cáo của chúng ta chỉ là gần đúng, không giống hệt với những dòng lưu chuyển vốn chủ chốt được trình bày trong báo cáo của TRW. Điều này là do một số thông tin chi tiết được yêu cầu không cho phép trực tiếp thể hiện trên những báo cáo công bố ra ngoài.

Chúng ta bắt đầu xem xét sự khác biệt trong các khoản mục chính của bảng cân đối kế toán giữa 2 kỳ và sắp xếp chúng theo danh sách gồm 2 phần nguồn vốn và sử dụng vốn. Cách bố trí này gọi là báo cáo nguồn vốn và sử dụng vốn, chủ yếu là phân biệt với báo cáo lưu chuyển tiền tệ quy ước ở cách sắp xếp thông tin để sau này dễ tuân theo 3 khu vực quyết định quen thuộc. Sau đó chúng ta sẽ quay lại báo cáo kết quả kinh doanh để lấy thêm thông tin chi tiết cần thiết cho việc mở rộng tầm nhìn về khu vực hoạt động của các dòng lưu chuyển vốn. Mục tiêu này không mang tính chất của kế toán mà chỉ là để hiểu những nguyên tắc quan trọng trong việc chuyển đổi dữ liệu về các biến động chính thành hình thức lưu chuyển tiền tệ.

Bảng cân đối kế toán thống nhất của TRW được giới thiệu lại ở phần 3-12 cho thấy các biến động trong các tài khoản giữa bảng cân đối kế toán của 2 kỳ. Để phát triển một báo cáo lưu chuyển tiền tệ, những biến đổi này phải được xác định thuộc về nguồn vốn hay sử dụng vốn. Chúng ta đã thực hiện việc này ở phần 3-13, cho thấy sự tăng giảm trong các khoản nợ và tài sản được phân bổ cho từng khoản mục thích hợp, tuân thủ đúng những quy tắc mà chúng ta đã trình bày ở phần 3-11. Tuy nhiên, vẫn có một vài khoản mục đi quá rộng ngoài mục đích của chúng ta nên một số dòng lưu chuyển vốn không thể được phác họa một cách cụ thể:

Lợi nhuận (lỗ) thực từ hoạt động kinh doanh thì không thuộc nhóm trên nhưng nó là một phần của biến đổi thực trong lợi nhuận giữ lại.

Cổ tức cũng là một phần của biến đổi thực trong lợi nhuận giữ lại.

Hình 3 –12 Tập đoàn TRW và chi nhánh

Bảng cân đối kế toán hợp nhất, 31/12 (triệu đô)

	1997	1996	Biến đổi
<i>Tài sản</i>			
<i>Tài sản lưu động:</i>			
Tiền mặt	\$ 70	\$ 386	\$ -316
Các khoản phải thu	1.617	1.378	+239
Hàng tồn kho	573	524	+49
Chi phí trả trước	79	69	+10
Thuế thu nhập hoãn trả	96	424	-328
Tổng tài sản lưu động	2.435	2.781	-346
Chi phí nhà máy, thiết bị, của cải	6.074	5.880	+194
Trừ: khấu hao	3.453	3.400	+53
Tổng giá trị của cải, nhà xưởng, thiết bị thuần	2.621	2.480	+141
<i>Tài sản vô hình:</i>			
Tài sản vô hình có được do thu mua	673	258	+415
Khác	232	31	+201
	905	289	+616
Trừ: khấu hao tích lũy	94	78	+16
Tổng giá trị tài sản vô hình còn lại	811	211	+600
Đầu tư vào chi nhánh	139	51	+88
Tài sản khác	404	376	+28
Tổng tài sản	\$ 6.410	\$ 5.899	+511
<i>Các khoản nợ phải trả và đầu tư của cổ đông</i>			
<i>Các khoản phải trả ngắn hạn:</i>			
Nợ ngắn hạn	\$ 411	\$ 52	\$ +359
Đền bù tích lũy	338	386	-48
Các khoản phải trả trong thương mại	859	781	+78
Các khoản tích lũy khác	846	775	+71
Lợi nhuận phân chia	38	39	-1
Thuế lợi tức	99	52	+47
Nợ dài hạn đến hạn trả trong năm	128	72	+56
Tổng nợ ngắn hạn	2.719	2.157	+562
Khoản phải trả dài hạn	788	767	+21
Nợ dài hạn	1.117	458	+659

	1997	1996	Biến đổi
Thuế lợi tức trả chậm	57	272	-215
Phần nhỏ trong chi phí ở các chi nhánh	105	56	+49
Đầu tư của cổ đông:			
Cổ phiếu ưu đãi II	1	1	0
Cổ phiếu thường	78	80	-2
Vốn khác	462	437	+25
Lợi nhuận giữ lại	1.776	1.978	-202
Điều chỉnh chuyển đổi tích lũy	(130)	47	-177
Cổ phiếu kho bạc – giá trên một đơn vị cổ phần	(563)	(354)	-209
Tổng phần đầu tư của cổ đông	1.624	2.189	-565
Tổng nợ phải trả và đầu tư của cổ đông	\$ 6.410	\$ 5.899	+511

Hình 3 –13 Tập đoàn TRW và chi nhánh
Báo cáo biến đổi trong bảng cân đối kế toán 31/12/1997 (triệu đô)

Nguồn tiền:

Giảm tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt	\$ 316
Giảm thuế lợi tức hoãn trả	328
Tăng phần khấu hao	53
Tăng khoản trả dần tích lũy	16
Tăng nợ ngắn hạn	359
Tăng các khoản phải trả trong mua bán	78
Tăng các khoản cộng dồn khác	71
Tăng thuế lợi tức phải trả	47
Tăng phần nợ ngắn hạn trong khoản nợ dài hạn	56
Tăng các khoản phải trả dài hạn	21
Tăng nợ dài hạn	659
Tăng phần chi phí ở chi nhánh	49
Tăng các nguồn vốn khác	25
	<u>\$ 2.078</u>

Sử dụng tiền:

Tăng khoản phải thu	239
Tăng hàng lưu kho	49
Tăng chi phí trả trước	10
Tăng nhà xưởng, thiết bị, của cải	194
Tăng tài sản vô hình do thu mua	415
Tăng các tài sản vô hình khác	201
Tăng đầu tư vào công ty chi nhánh	- 88

Tăng các tài sản khác	28
Giảm tiền lương phải trả	48
Giảm khoản chi trả lợi nhuận phân chia	1
Giảm thuế lợi tức trả chậm	215
Giảm cổ phần thường	2
Giảm lợi nhuận giữ lại	202
Giảm điều chỉnh giao dịch tích lũy	177
Tăng cổ phiếu kho bạc	209
	\$ 2.078

- *Phần giảm trừ do khấu hao và trả dần được phản ánh trong những biến đổi trong các tài khoản tương ứng với phần khấu hao và trả dần lũy kế.*
- *Các khoản mục đặc biệt như giảm trừ và điều chỉnh trong các hoạt động thu mua hoặc tái cấu trúc, được nối kết với giá trị còn lại của những tài khoản bị ảnh hưởng.*
- *Đầu tư mới vào cơ sở vật chất, cũng như các khoản sáp nhập, ký quỹ, và thu hồi đầu tư đều được phản ánh vào các tài khoản của bảng cân đối kế toán.*

Báo cáo doanh thu của TRW được giới thiệu lại ở hình 3-14 sẽ cung cấp cho chúng ta những thông tin hữu ích trong 4 yếu tố đầu tiên, và tham khảo thêm một số thông tin phụ về số ký quỹ, đầu tư, thu mua, thu hồi đầu tư mới được chúng ta cung cấp dưới dạng tóm tắt ở cuối bảng báo cáo.

Báo cáo nguồn vốn và sử dụng vốn đơn giản ở hình 3-13 cho thấy các mối liên hệ tài chính bao quát của quá trình phát triển, ghi nhận số lượng hàng bán và doanh thu từ những hoạt động kinh doanh liên tục, cho thấy tác động còn lại của những hoạt động tái cấu trúc vào năm 1996 và những ảnh hưởng quan trọng của 2 sự kiện sáp nhập năm 1997.

Những nguồn tài chính thực chủ chốt là:

- Tăng nợ dài hạn lên 659 triệu đô kéo theo tăng một phần nợ ngắn hạn của nợ dài hạn lên 59 triệu đô. Biến động này xảy ra liên quan tới sự kiện hăng mua lại BDM International, một công ty công nghệ thông tin với giá 1.0 tỉ đô và giữ 80% doanh thu trong Magna International, một công ty chuyên về các bộ phận ô tô với giá xấp xỉ 0.5 tỉ đô.
- Tăng nợ ngắn hạn lên 359 triệu đô, cũng là một phần của nguồn cung cấp tài chính cho sự phát triển của TRW và của những nhu cầu tài chính tạm thời liên quan tới việc sáp nhập.
- Sự giảm sút đáng kể tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt xuống 316 triệu đô phản ánh phần nào những biến động tài chính trong cả năm 1997 và những dao động tiền mặt ấy cũng đáng kể tới 2 sự kiện sáp nhập.

- Giảm thuế lợi tức trả chậm bên phần tài sản là đại diện cho khoản thời gian chậm trả thuế lợi tức thật sự, giúp sử dụng tín dụng tích lũy một cách hiệu quả và từ đó bảo toàn tiền mặt. Trong phạm vi nào đó, điều này được bù đắp bởi sự giảm sút trong các khoản thuế lợi tức phải trả nhưng được trả chậm, kéo dài thời hạn chi trả các khoản thuế, sử dụng tiền mặt để giảm các nghĩa vụ thuế một cách hiệu quả. 2 dòng lưu chuyển tiền tệ đối nhau cho ra nguồn vốn 113 triệu đô.
- Các nguồn vốn khác phản ánh sự đa dạng trong các thay đổi của vốn lưu động cũng như sự nhích lên một chút trong số ít các chi phí và vốn khác.
- Khấu hao và phần trừ dần trong kỳ vốn được chúng ta mong đợi sẽ là nguồn vốn quan trọng lại ầm quá sâu dưới những biến đổi chung của các khoản tích lũy có trong bảng cân đối kế toán.

Những hoạt động sử dụng vốn quan trọng trong năm 1997 gồm:

- Tăng mạnh về tài sản vô hình do hoạt động sáp nhập (415 triệu đô) và do các hoạt động đầu tư khác (201 triệu đô).
- Tăng 239 triệu đô trong khoản phải thu, phản ánh việc tăng tốc độ phát triển và tác động của hoạt động thu mua.
- Tăng thêm 194 triệu đô về của cải, nhà xưởng, trang thiết bị phản ánh khoản vốn mới được tiêu dùng cũng giống như ký quỹ, thu mua, từ đó kéo theo tăng 88 triệu đô đầu tư vào chi nhánh.

Hình 3 –14 Tập đoàn TRW và chi nhánh

Báo cáo doanh thu 31/12 năm 1997 và 1996 (triệu đô)

	1997	1996
Doanh thu	\$ 10.831	\$ 9.857
Chi phí bán hàng	8.826	8.376
Lãi thuần	2.005	1.481
Chi phí hành chính và bán hàng	684	613
Chi phí nghiên cứu và phát triển	461	412
Nghiên cứu và phát triển dở dang đã mua	548	—
Chi phí lãi	75	84
Các chi phí thuần khác	(3)	70
Tổng chi phí	1.765	1.179
Lợi nhuận (lỗ) trước thuế từ những hoạt động kinh doanh liên tục		
Trừ ra hoạt động R&D đã mua; các chi phí đặc biệt (96)	788	687
Lợi nhuận (lỗ) trước thuế được báo cáo	(240)	302
Thuế lợi tức	289	120

Lợi nhuận (lỗ) trước thuế từ những hoạt động kinh doanh liên tục		
Trừ ra hoạt động R&D đã mua; các chi phí đặc biệt (96)	\$ 499	\$ 434
Lợi nhuận (lỗ) trước thuế được báo cáo	(49)	182
Hoạt động không liên tục, tăng chuyển nhượng, sau thuế	—	298
Lãi (lỗ) thực	\$ (49)	\$ 480
Cổ tức cho cổ phần ưu đãi	—	1
Lãi (lỗ) cho cổ phần chung	\$ (49)	\$ 479
Một đơn vị cổ phần chung:		
Số cổ phần trung bình hiện hữu (triệu)		
Pha loãng	123,7	132,8
Cơ bản	123,7	128,7
Lãi (lỗ) thực trên một cổ phần pha loãng		
Từ những hoạt động liên tục		
Trừ ra hoạt động R&D đã mua; các chi phí đặc biệt	\$ 4,03	\$ 3,27
Lợi nhuận (lỗ) trước thuế được báo cáo	\$ (0,40)	\$ 1,37
Từ những hoạt động không liên tục	—	\$ 2,25
Lãi (lỗ) thực trên một cổ phần pha loãng	\$ (0,40)	\$ 3,62
Lợi nhuận (lỗ) thuần cơ bản trên một đơn vị cổ phần		
Từ những hoạt động liên tục		
Trừ ra hoạt động R&D đã mua; các chi phí đặc biệt	\$ 4,03	\$ 3,29
Lợi nhuận (lỗ) trước thuế được báo cáo	\$ (0,40)	\$ 1,41
Từ những hoạt động không liên tục	—	\$ 2,31
Lợi nhuận (lỗ) thuần cơ bản	\$ (0,40)	\$ 3,72
Giá trị kế toán của một cổ phần (cuối năm)	\$ 13,19	\$ 17,29
Giá trị kế toán hữu hình của một cổ phần (cuối năm)	\$ 6,58	\$ 15,62
Các thông tin khác:		
Khấu hao nhà xưởng, thiết bị, máy móc	\$ 480	\$ 442
Hoàn dần tài sản vô hình, tài sản khác	10	10
Chi phí sử dụng vốn	549	500
Lợi nhuận phân chia đã trả	154	148

- Lợi nhuận giữ lại giảm 202 triệu đô vì khoản nghiên cứu & phát triển được mua lại là 544 triệu đô và chi trả cổ tức là 154 triệu đô.
- Mua lại cổ phần trên thị trường mở với 209 triệu, sự liên tục của chính sách mua lại cổ phần đã được TRW thực hiện trong nhiều năm.
- Chuyển đổi tiền tệ không thuận lợi làm tiêu tốn 177 triệu đô.

Mặc dù với nội dung này, chúng ta đã tạo ra một bức tranh về nguồn tiền và việc sử dụng tiền của TRW nhưng chúng ta cũng nên bổ sung một chút bằng cách dùng những thông tin sẵn có:

1. Biến đổi thuần trong lợi nhuận giữ lại có thể được chia làm 2 phần lời

hoặc lỗ do hoạt động kinh doanh và phần tiền để chia cổ tức (lợi nhuận phân chia). Trong trường hợp của TRW, từ bảng báo cáo kết quả kinh doanh, chúng ta biết được doanh thu thực của năm 1997 là 499 triệu đô từ hoạt động kinh doanh liên tục trước khi bỏ ra 548 triệu đô cho nghiên cứu và phát triển do mua lại BMD International. Khoản lỗ thực 49 triệu đô phải được trừ đi khỏi lợi nhuận giữ lại. Tổng 2 khoản này là 203 triệu đô, gần bằng với phần biến đổi 202 triệu đô trong lợi nhuận giữ lại. Khác nhau 1 triệu đô là do chênh lệch giữa cổ tức công bố và cổ tức thật sự chia, và do những điều chỉnh nhỏ khác.

2. Số khấu hao trong kỳ cũng nên được thể hiện dưới dạng một sự lưu chuyển vốn tích cực nhằm tránh đi tác động của những chi phí phi tiền mặt này. Thông thường, khấu hao lớn nhất là ở nhà xưởng và máy móc trang thiết bị, tiếp theo là phần trừ dần giá trị bằng sáng chế, giấy phép và các tài sản vô hình khác. Trong một số trường hợp, chi phí tiêu hao khoáng sản và cây gỗ cũng được tính vào. Chúng ta nên nhớ rằng những khoản giảm trừ như thế phản ánh từng phần phí tổn trong quá khứ và không bao hàm trong dòng lưu chuyển tiền tệ hiện tại, chúng dùng để đưa tổng tiền phát sinh vào ẩn trong thu nhập thực. Từ đó, chúng được đưa trở lại thu nhập để đi đến dòng lưu chuyển tiền tệ. Tuy nhiên, thực tiễn này dẫn đến một quan niệm sai thường thấy: xem khấu hao và phân bổ là nguồn tiền thật sự. Hãy nhớ rằng khấu hao như thế không hề tạo ra tiền – chúng chỉ là tài khoản kế toán làm giảm doanh thu báo cáo và vì thế cho thấy dòng lưu chuyển tiền tệ thật sự có được. Dĩ nhiên, chúng cũng tác động trực tiếp tới số thuế lợi tức phải trả nhưng tác động tài chính tích cực này đã được xem như phí thuế lợi tức sẽ được khấu trừ trước khi ra doanh thu thực. Trong trường hợp của TRW, khấu hao và phần trừ dần được thể hiện bên dưới báo cáo kết quả kinh doanh lần lượt là 480 triệu đô và 10 triệu đô. Những con số này được liệt kê như nguồn vốn là vì ảnh hưởng thêm vào của chúng đã đặt doanh thu thực vào mức trước khi giảm trừ.
3. Chi phí sử dụng vốn cho đầu tư mới thường được trình bày dưới dạng một khoản mục hàng trong các báo cáo và báo cáo hằng năm của công ty công bố. Nếu chúng ta không có thông tin trực tiếp về đầu tư mới, việc mua lại, ký quỹ hay thu hồi đầu tư trong kỳ đó, chúng ta chỉ có thể có con số xấp xỉ về các nguồn tài chính bằng cách chỉ rõ ra rằng thay đổi thuần của tài khoản nhà xưởng, máy móc thiết bị chịu ảnh hưởng của 2 yếu tố chính:

- Số khấu hao trong một năm.
- Tất cả những giao dịch có nối kết.

Vì chúng ta biết rằng thay đổi thuần trong nhà xưởng, thiết bị, của cải của TRW tăng lên 141 triệu đô (tăng của cải ròng là 194 triệu đô trừ đi phần tăng trong khấu hao 53 triệu đô), nên có thể rút ra ảnh hưởng thực của tất cả các hoạt động lưu chuyển khác bằng cách cộng con số đó với mức khấu hao 480 sẽ có thay đổi thuần trong đầu tư là 621 triệu đô. Ít nhất, con số này cũng cho biết mức đầu tư thực mới là 549 triệu đô, được thể hiện bên dưới báo cáo doanh thu phần 3-14 phải được tháp tùng bởi nhiều con số phụ khác, vừa có thể là số dương vì có hoạt động mua lại, vừa có thể là số âm do việc sử dụng máy móc thiết bị. Chúng ta cũng có thể dùng phương pháp tương tự để ước chừng thay đổi thuần trong đầu tư tài sản vô hình bằng cách cộng 10 triệu đô chi phí trả dần với thay đổi thực của bảng cân đối kế toán là 600 triệu đô để có tổng là 610 triệu đô. Chú ý rằng công ty chia tài sản vô hình ra làm 2 loại: loại tài sản vô hình tăng do hoạt động mua lại (nhất thiết phải có chênh lệch giữa giá mua và giá trị ghi nhận của tài sản), và các tài sản vô hình khác như tài sản sở hữu trí tuệ chẳng hạn. Như chúng ta sẽ thấy, các thông tin về dòng lưu chuyển tiền tệ do công ty cung cấp đã cho thấy chi tiết hoạt động lưu chuyển tích cực và không tích cực trong lĩnh vực này.

Giờ chúng ta có thể tập hợp được một báo cáo nguồn tiền và sử dụng tiền rành mạch ở hình 3-15, sử dụng những thông tin cơ bản ở mục 3-13. Báo cáo ấy sẽ được cải thiện một chút bằng sự điều chỉnh mà chúng ta đã thảo luận trong vốn chủ sở hữu, doanh thu thực, và nhà xưởng- trang thiết bị nhưng sẽ không có phần tìm hiểu tác động đặc trưng của 2 sự kiện sáp nhập quan trọng của TRW năm 1997. Chúng ta đã sắp xếp lại dữ liệu có được từ TRW thành 3 khu vực quyết định quản lý quen thuộc: hoạt động, đầu tư và cung cấp tài chính cũng như theo nguồn vốn và sử dụng vốn, nhằm làm nổi bật ảnh hưởng cụ thể của từng yếu tố. Điều này tạo ra bức tranh sơ bộ về ảnh hưởng của các quyết định quản lý của TRW trong năm 1997.

Quan sát cho thấy quyết định hoạt động dẫn tới nguồn vốn thực 951 triệu đô ứng với khoản lỗ thực 49 triệu đô năm 1997 – được điều chỉnh giảm trừ 548 triệu đô của khoản nghiên cứu & phát triển được mua lại liên quan tới việc mua BDM International, khấu hao 480 triệu đô, phần trừ dần 10 triệu đô và giảm thuế trả chậm 113 triệu đô. Hai khoản mục cuối ứng với những biến đổi trong các yếu tố vốn lưu động, với những biến đổi thuần trong nợ ngắn hạn đã tạo ra nguồn vốn 147 triệu đô, những biến đổi thuần trong tài sản lưu động (ngoài tiền mặt) chiếm 298 triệu đô khoản sử dụng vốn.

Những nguồn tài chính cần cho đầu tư chiếm 1895 triệu đô, bao gồm con số đầu tư vốn 621 triệu đô, và cả khoản đầu tư 610 triệu đô vào tài sản vô hình.

Hình 3 –15 Tập đoàn TRW và chi nhánh
Báo cáo nguồn tiền và sử dụng tiền 31/12/1997 (triệu đô)

	Nguồn vốn	Sử dụng vốn
<i>Tiền từ các hoạt động kinh doanh:</i>		
Lỗ thực		\$ 49
Giảm trừ khoản nghiên cứu và phát triển được mua	\$ 548	
Khấu hao (khoản mục phi tiền mặt)	480	
Khoản trừ dần (phi tiền mặt)	10	
Thay đổi trong thuế lợi tức trả chậm (thuần)	113	
Biến đổi trong các khoản phải trả ngắn hạn (khoản phải trả nhà cung cấp, thuế, lợi nhuận phân chia, các khoản cộng dồn)	147	
Biến đổi trong các tài sản lưu động khác ngoài tiền mặt (khoản phải thu, hàng tồn kho, chi phí trả trước)	—	298
Tổng vốn lưu chuyển cho các hoạt động	<u>1.298</u>	<u>347</u>
Tiền thuần từ các hoạt động kinh doanh	<u>951</u>	
<i>Tiền do đầu tư:</i>		
Đầu tư vốn (điều chỉnh cho khoản khấu hao 480\$)		621
Đầu tư tài sản vô hình (điều chỉnh cho khoản trừ dần 10\$)		610
Khoản nghiên cứu và phát triển được mua		548
Đầu tư vào các chi nhánh		88
Tăng các tài sản khác		28
Tổng tiền đầu tư lưu chuyển		<u>1.895</u>
<i>Tiền do hoạt động tài chính:</i>		
Tăng nợ ngắn hạn	359	
Tăng nợ dài hạn (gồm một phần ngắn hạn)	715	
Tăng các khoản phải trả dài hạn	21	
Tăng chi phí thiếu số	49	
Giảm cổ phần thường		2
Tăng các vốn khác	25	
Tăng cổ phần kho bạc		209
Điều chỉnh giao dịch tiền tệ		177
Lợi nhuận phân chia		154
Điều chỉnh lợi nhuận giữ lại	<u>1</u>	

Tổng cộng tiền hoạt động tài chính	1.170	542
Tiền thuần từ hoạt động tài chính	628	
Biến đổi trong tiền mặt	316	
Tổng cộng	\$ 1.895	\$ 1.895

Ở đây, chúng ta vẫn phải phản ánh khoản nghiên cứu và phát triển 548 triệu đô liên quan tới sự kiện mua lại BDM International năm 1997, được khấu trừ vào thu nhập trong cùng năm đó, như đã được thể hiện ở trên. Những hoạt động sử dụng vốn nhỏ hơn như đầu tư vào các chi nhánh chiếm 88 triệu đô và phần tăng các tài sản khác 28 triệu đô.

Nguồn vốn từ các quyết định tài chính với con số thực là 628 triệu đô là do khoản nợ của TRW tăng đáng kể, với nợ ngắn hạn tăng lên 359 triệu đô và nợ dài hạn tăng lên 715 triệu đô, phần lớn là có liên quan tới các sự kiện mua lại quan trọng. Nguồn vốn khác thì tăng lên 25 triệu đô, trong khi tiền mua lại cổ phần đã làm tăng cổ phần kho bạc lên 209 triệu đô. Giao dịch tiền tệ tác động đến tiền mặt làm giảm xuống 177 triệu đô, và lợi nhuận phân chia chiếm 154 triệu đô. Các khoản mục nhỏ khác vẫn giữ nguyên.

Như chúng ta thấy, báo cáo kiểm tra hằng năm của công ty đã cho biết hoạt động đầu tư tiền thật sự cho nhà xưởng, máy móc, thiết bị của công ty là 549 triệu đô, khác so với tổng số 621 triệu đô có được của chúng ta. Chúng ta cũng biết rằng tổng chi phí cho việc mua lại, tức lượng tiền mặt cần có là 1270 triệu đô. Con số này có thể rút ra được một cách trực tiếp từ những biến đổi trong bảng cân đối kế toán vì tài sản có được một phần sẽ bị giảm trừ (548 triệu đô cho phần nghiên cứu & phát triển được mua sẽ được trừ vào doanh thu), còn những khoản phải trả và tài sản khác thì được nhập vào tổng của bản cân đối kế toán. Tuy nhiên, chúng ta có thể xem sự gia tăng mang tính kết nối trong 1150 triệu đô tài sản cố định (trong đó 610 triệu đô là có được từ việc sáp nhập và 540 triệu đô là khoản nghiên cứu & phát triển được mua) như một khoản mục đại diện hợp lý cho chi phí sáp nhập, mặc dù tổng của chúng vẫn còn thiếu 120 triệu đô. Sự chênh lệch này chỉ có thể được hoá giải bởi những thông tin nội bộ không công bố ra ngoài.

Khi so sánh báo cáo lưu chuyển tiền tệ thật sự của TRW được giới thiệu lại ở hình 3-16 với báo cáo do tự mình thực hiện ở hình 3-15 thì chúng ta nhận thấy rằng: ngoại trừ sự chênh lệch trên hình thức, những con số mà chúng ta đã phát triển đều có thể đại diện trực tiếp. Các khoản mục khác nhau mà các báo cáo không thống nhất – trong đó có một số quan trọng – thì đòi hỏi những thông tin chi tiết hơn. Đó là những chi tiết thật, cụ thể trong lĩnh vực tài chính công ty, cho biết những thông tin không công bố ra ngoài cũng như trong lĩnh vực đầu tư mà sự kiện quan trọng nhất là việc

mua lại BDM International và Magna International. Ảnh hưởng của các hoạt động sáp nhập, vốn được tiến hành vì tiền sẽ được phản ánh dưới dạng con số tổng cộng là 1270 \$, được hỗ trợ tài chính tạm thời bởi sự gia tăng đáng kể nợ ngắn hạn. Khi có 3 công ty liên kết với nhau, tài sản và những khoản phải trả sẽ được củng cố, chênh lệch giữa giá cả và giá trị trên lý thuyết dẫn tới sự gia tăng tài sản vô hình khá lớn. Với các mục đích của báo cáo lưu chuyển tiền tệ của TRW thì sự gia tăng tài sản vô hình mà chúng ta vừa nhận ra chính là một phần trong chi phí sáp nhập đã được thể hiện ở trên, và những biến đổi đặc trưng trong lĩnh vực tài chính cũng được thiết kế nhằm làm nổi bật hoạt động giao dịch sáp nhập. Tuy nhiên, từ lập trường đó, tổng của các lưu chuyển vốn chủ chốt đều chỉ là hình thức gần đúng hợp lý của TRW, chênh lệch không quá 78 triệu đô ở mục lớn nhất – nguồn vốn cho đầu tư – vượt xa 2 công ty kia, lần lượt là 3 triệu đô và 52 triệu đô.

Hình 3 –16 Tập đoàn TRW và chi nhánh

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ 31/12 năm 1997 và 1996 (triệu đô)

	1997	1996
Hoạt động kinh doanh:		
Doanh thu (lỗ) thực	\$ (49)	\$ 480
Những điều chỉnh để doanh thu (lỗ) thực thống nhất với tiền được tạo ra từ hoạt động kinh doanh liên tục:		
Nghiên cứu & phát triển dở dang được mua	548	—
Khấu hao và trừ dần	490	452
Thuế lợi tức trả chậm	116	(182)
Các hoạt động không liên tục	—	(298)
Khác	10	23
Biến đổi về tài sản và các khoản phải trả, ảnh hưởng thực của những công ty được mua lại hay được bán đi:		
Khoản phải thu	32	(46)
Hàng tồn kho và chi phí trả trước	(26)	8
Khoản phải trả và các khoản cộng dồn khác	(166)	298
Khác	(1)	(24)
Tiền thuần được tạo ra từ hoạt động kinh doanh	954	711
Hoạt động đầu tư:		
Chi phí sử dụng vốn	(549)	(500)
Tiền cần cho việc sáp nhập	(1.270)	(76)
Tiền thu thuần từ thu hồi đầu tư	—	789
Khác	2	34
Tiền thuần từ (sử dụng trong) hoạt động đầu tư	(1.817)	247

Hoạt động tài chính:		
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	912	(127)
Các khoản phí do nợ vượt quá 90 ngày	113	51
Phần chi trả cơ bản vượt quá 90 ngày	(89)	(91)
Chi trả cổ tức	(154)	(148)
Mua lại cổ phần thường	(247)	(361)
Khác	41	51
Tiền thuần từ (sử dụng trong) hoạt động tài chính	576	(625)
Ảnh hưởng của biến động tỷ giá hối đoái lên tiền mặt	(29)	(6)
Tăng (giảm) tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt	(316)	327
Tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt lúc đầu năm	386	59
Tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt lúc cuối năm	\$ 70	\$ 386
Thông tin lưu chuyển tiền tệ bổ sung:		
Trả lãi (giá trị thuần của số tiền được dùng làm vốn)	\$ 76	\$ 89
Thuế lợi tức phải trả	78	615

Tóm lại, trong phần này, chúng ta đã xây dựng một báo cáo lưu chuyển tiền tệ mở rộng hơn bằng cách liệt kê ra những biến đổi quan sát được so với những tài khoản mở đầu và kết thúc của bảng cân đối kế toán và điều chỉnh mở rộng trong một vài tài khoản. Mục đích của việc chọn lọc là nhằm làm bật lên những kết quả quan trọng phản ánh các quyết định quản lý liên quan tới đầu tư, hoạt động kinh doanh và cung cấp tài chính. Nếu báo cáo lưu chuyển tiền tệ của công ty không được làm sẵn như là điều hiển nhiên thì nhà phân tích thường có thể tạo ra gần như đầy đủ các yếu tố chính trong báo cáo mà một người trong ngành có thể chuẩn bị được bằng cách tham khảo tiến trình điều chỉnh cơ bản mà chúng ta đã trình bày.

QUẢN LÝ VỐN VÀ GIÁ TRỊ CỦA CỔ ĐÔNG

Sẽ rất có ích khi phản ánh lại một lần nữa về tính chất của việc lưu chuyển vốn trong nội dung tạo ra giá trị cho cổ đông. Chúng ta đã trình bày mối quan hệ qua lại trong các hoạt động lưu chuyển vốn bằng các quyết định quản lý, ngoại lực và tính chất bên trong của hoạt động kinh doanh. Tiếp theo, chúng ta sẽ trình bày cách làm thế nào xác định tác động tiêu biểu của các hoạt động lưu chuyển vốn lên dòng lưu chuyển tiền tệ.

Nguyên tắc quan trọng hơn cả cho việc quản lý thành công nguồn tài chính hoạt động là phải luôn luôn chú ý đến việc sử dụng những nguồn lực

tài chính sao cho kinh tế nhất. Một công ty quản lý tốt là một công ty có thể làm cho hệ thống thông tin và khuyến khích quản lý đáp ứng được nhu cầu sử dụng vốn tiết kiệm nhất trong từng mức hoạt động. Nếu nền tảng của việc tạo ra giá trị cho cổ đông là nhằm tìm kiếm lợi nhuận trên mức mong đợi cho cổ đông thì việc áp dụng một phương thức “khan hiếm” để phát triển nguồn lực nên trở thành điều tự nhiên đối với các nhà quản lý ở mọi cấp độ. Suy nghĩ đó phải không bị giới hạn chỉ ở mức cung cấp tài chính cho các hoạt động chi tiêu vốn mới như chúng ta sẽ bàn tới trong chương 7,8 mà còn phải bao hàm nhiều khía cạnh khác trong kinh doanh như quản lý vốn lưu động, tình hình thuê mướn lao động, nghiên cứu hoạt động tài chính, phát triển sản phẩm và dịch vụ, chương trình marketing và chiêu thị,...v.v... Hiện tại, chúng ta chỉ chủ yếu thảo luận về một số yếu tố nòng cốt trong quản lý nguồn vốn hoạt động.

Quản Lý Tiền Tệ

Như đã đề cập từ trước, tất cả mọi quyết định quản lý và lưu chuyển vốn đều là do tác động tiền tệ cuối cùng cũng trở thành hiện thực. Nhưng chúng ta cũng phải nhận ra rằng sự cân đối tiền tệ của công ty tại một thời điểm chính là tiêu biểu cho sự cam kết về nguồn lực tài chính, mặc dù việc lưu chuyển của nó thường xuyên hơn và bao quát hơn nhiều khoản đầu tư khác. Nguyên tắc cơ bản được áp dụng nguồn lực này cũng giống như với bất kỳ nguồn lực nào khác:

Giảm thiểu quy mô nhu cầu mà nó phụ trách và đạt được lợi nhuận lớn nhất có thể bằng cách giữ thế cân bằng tiền tệ sao cho phản ánh được tính đơn nhất của nó.

Vì thế việc quản lý tiền tệ hợp lý đòi hỏi phải giảm tối thiểu thời điểm xảy ra sự chậm trễ thu tiền về, và các khoản chi chỉ nên được thực hiện trong thời hạn pháp lý và thương mại yêu cầu. Những con đường để giảm bớt thời gian nằm trong phạm vi từ việc sử dụng các hộp khoá sao cho tiền gửi từ khách hàng được gửi đến nhanh nhất cho đến việc sử dụng ngày càng nhiều hệ thống chuyển khoản điện tử, cho phép thu hồi ngay một số lượng lớn nợ đến hạn mà không cần chờ đợi các công việc giấy tờ. Mối quan hệ mật thiết với ngân hàng là tài sản lớn nhất nhất trong quá trình này, những công ty dàn trải trên nhiều địa điểm sẽ phải cố gắng tập trung việc quản lý tiền tệ thành nhiệm vụ xử lý cho từng khu vực.

Để có mức tiền tồn quỹ là ít nhất, người ta thường chuyển khoản tiền thừa thành các loại chứng khoán ngắn hạn có thể mua bán được như tín phiếu kho bạc nhà nước, thương phiếu do công ty cổ phần phát hành, và các kỳ phiếu ngân hàng do ngân hàng phát hành. Dù lợi nhuận từ các khoản

đầu tư tạm thời này không hề liên quan tới lợi nhuận từ các hoạt động kinh doanh thông thường của công ty, nhưng một bên là để tiền nhàn rỗi còn một bên là vẫn kiếm được một chút lợi nhuận khiêm tốn cho đến khi tiền mặt được dùng cho đầu tư dài hạn, chia cổ tức, hay mua lại cổ phần thì vẫn hay hơn, và từ đó đem lại lợi tức cho cổ đông.

Quản Lý Vốn Lưu Động

Đầu tư vào tín dụng khách hàng như một hình thức của khoản phải thu, vào hàng tồn kho hay nguyên vật liệu thì đều là những nguồn lực cam kết dài hạn, như một phần của vốn lưu động mà chúng ta đã nói phía trước. Làm sao để các hoạt động đầu tư này ít làm ảnh hưởng tới mức độ và hình thức hoạt động kinh doanh của công ty là điều cốt yếu trong nhiệm vụ tổng quản lý nguồn vốn hoạt động. Chia khoá cho quản lý tín dụng khách hàng và hàng tồn kho thành công là sự am hiểu cặn kẽ việc cân bằng các yếu tố khác nhau để đạt được kết hợp tốt nhất.

Thời hạn tín dụng là một chức năng của môi trường cạnh tranh cũng như của sự đánh giá thận trọng về tính chất và khả năng trả nợ đáng tin cậy của khách hàng. Ví dụ, khi mở rộng thời hạn tín dụng sẽ làm tăng khoản phải thu hiện có, nhưng liệu có được bù lại bởi bất kỳ khoản doanh số bán hàng nào khác không. Tương tự, việc gia hạn thời gian cho các khách hàng đến hạn cần phải được xem xét liệu doanh thu bán hàng tăng ấy có bù đắp được rủi ro do thanh toán trễ hoặc thậm chí không thanh toán không. Các kỹ thuật trong tín dụng khách hàng bao gồm luôn cập nhật tình hình tín dụng, sắp xếp các khoản phải thu theo danh mục thời gian, và thiết lập các tiêu chuẩn phù hợp cho việc mở rộng tín dụng.

Quản lý hàng tồn kho trong một công ty thành công đã tạo ra một quy trình rất chặt chẽ nhằm giảm thiểu tài sản. Công nghệ thông tin mới cho phép giảm mức hàng tồn kho chung, cho dù là trong lĩnh vực sản xuất, bán sỉ hay bán lẻ. Trong nỗ lực đẩy mức hàng tồn kho xuống càng thấp càng tốt, những kỹ thuật như giao “vừa kịp lúc” của các nhà cung cấp tới địa điểm sản xuất hoặc giao dịch của khách hàng hoặc cẩn thận lên kế hoạch bổ sung hàng từ dữ liệu mua hàng tức thời của những nhà bán sỉ, lẻ quan trọng đã trở nên phổ biến. Thực vậy, các kỹ thuật này đã tạo ra mối quan hệ mật thiết giữa những nhà cung cấp quan trọng và các khách hàng lớn với những liên kết điện tử về hàng tồn kho, xử lý đơn hàng, lên kế hoạch sản xuất. Những mối liên kết ấy cho phép điều phối lịch trình đúng thời gian và giảm thiểu được hàng tồn kho.

Tín dụng thương mại tiêu chuẩn từ nhà cung cấp dưới hình thức khoản phải trả có thể giúp bù vào khoản phải thu và hàng tồn kho. Nguyên tắc phù

hợp ở đây là sử dụng thời hạn tín dụng mở rộng, nhưng phải chú ý tới những thoả thuận ưu đãi như chiết khấu vì thanh toán sớm. Khoản phải trả cũng là một hình thức của vốn lưu động, vì thế tối đa hoá việc sử dụng tín dụng thương mại là hợp lý. Nếu các khoản chiết khấu vì thanh toán sớm khá hấp dẫn – ví dụ, 2% nếu thanh toán sớm 10 ngày hơn là 30 ngày với tỉ lệ lãi suất khá cao 36% một năm (2% tăng cho tốc độ chuyển 20 ngày) – thì đây là một thuận lợi dễ thấy giúp giảm sử dụng tín dụng ngân hàng đắt đỏ nhằm chuyển tiền tới người bán chỉ trong 10 ngày. Việc chủ tâm vượt quá thời hạn tín dụng chuẩn có thể làm các thoả thuận về lãi suất hứa hẹn hơn, nhưng cũng rất rủi ro cho tình hình tín dụng của công ty nếu hành động trễ hạn biến thành thói quen thường xuyên. Quản lý tốt tín dụng nhà cung cấp cũng như tín dụng khách hàng đều phải dựa vào những thông tin được cập nhật tức thì về các tài khoản và thời điểm chi trả để bảo đảm thanh toán phù hợp.

Như đã thảo luận ở trước, hoạt động tài chính của vốn lưu động được xem như cam kết dài hạn, trừ khi doanh nghiệp đặc trưng bởi những dao động chu kỳ hay dao động theo mùa quan trọng. Đưa ra hình thức quản lý chặt chẽ khoản phải thu và hàng tồn kho cần có nền tảng tài chính dài hạn, còn quản lý nguồn vốn hoạt động thành công thì đòi hỏi sử dụng một hệ thống gồm lợi nhuận tái đầu tư, nợ dài hạn, nguồn hỗ trợ tài chính ngắn hạn tạm thời.

Quản Lý Đầu Tư

Cung cấp tài chính cho các hoạt động bao hàm cả việc đầu tư định kỳ vào cơ sở vật chất, các chương trình và những nguồn lực cam kết dài hạn khác ngoài vốn lưu động. Như chúng ta sẽ thảo luận ở chương 7,8, nguyên tắc quản lý đầu tư cũng không có gì khác với hoạt động tạo thêm giá trị cho cổ đông, tức là làm sao để việc giảm thiểu nhu cầu vốn liên quan tới các lợi ích mong đợi là tối cao. Nhiều vấn đề phức tạp chính sẽ tăng lên vì khung thời gian dài hơn và mức độ không chắc chắn xung quanh những mong đợi về dòng lưu chuyển tiền tệ được tạo ra sẽ cao hơn. Các kỹ thuật phân tích bao hàm nhiều thứ hơn nhưng vẫn phải dựa trên khái niệm cơ bản về sự thống nhất trong lưu chuyển tiền tệ. Việc cung cấp vốn cho những cam kết như thế tự nhiên sẽ có giới hạn thời gian dài hơn.

NHỮNG ĐIỂM CHÍNH

Dưới đây là phần tóm tắt lại những điểm chính đã được đưa ra trong chương này, chúng được liệt kê ra đây nhằm giúp người đọc nắm được những điều trọng tâm trong toàn cảnh lý thuyết tài chính và trong thực tiễn hoạt động:

1. Nhu cầu và nguồn cung cấp vốn hoạt động được gắn kết vào phạm vi hệ thống quản lý doanh nghiệp nhằm tạo ra giá trị cho cổ đông, chúng phải được xem xét ở cả hai góc độ ngắn hạn và dài hạn. Sẽ là không thích hợp nếu cố tách biệt chúng ra khỏi phạm vi lớn hơn này.
2. Nguồn vốn hoạt động chịu tác động của nhiều nguyên nhân và điều kiện bên trong lẫn bên ngoài, đòi hỏi người quản lý phải hiểu môi trường kinh doanh, tình hình kinh tế, và những tiến trình hay chính sách đặc trưng của công ty. Xác định những nhân tố chính trong hình thức vốn hoạt động và theo dõi tác động của chúng lên từng thời kỳ tương ứng chính là nỗ lực có giá trị nhằm giảm thiểu xảy ra sự thiếu hụt không mong muốn hay sử dụng các nguồn lực không hiệu quả.
3. Nhu cầu về vốn hoạt động và những thoả hiệp xung quanh chúng là những ứng dụng đặc biệt của các nguyên tắc kinh tế mở rộng bao quát tất cả những nguồn lực cam kết. Khác biệt nằm ở chỗ thời điểm diễn ra hình thức lưu chuyển, nhìn chung thường là định hướng ngắn hạn nhưng vẫn nằm trong phạm vi quản lý.
4. Một số câu hỏi được đặt ra khi phân tích việc lưu chuyển vốn. Hầu hết đều liên quan tới hình thức sử dụng vốn so với nguồn vốn có sẵn. Có đủ vốn dài hạn cung cấp cho sự phát triển liên tục trong vốn lưu động và mở rộng tài sản cố định trong một phạm vi cho trước không? Doanh nghiệp có tin rằng việc đáp ứng những yêu cầu vốn đỉnh điểm có tạo ra lợi nhuận hơn mong đợi không?
5. Khi cơ chế quản lý hiện đại bao hàm mức tư duy về lưu chuyển tiền tệ cao hơn thì việc thuyết minh và sử dụng báo cáo lưu chuyển tiền tệ cũng tăng theo số lượng chi tiết được trình bày trong chúng. Việc phân tích các báo cáo lưu chuyển tiền tệ chủ yếu là được lợi từ những điều được thể hiện của hình thức lưu chuyển tiền tệ, sự quen thuộc với tình hình phát triển và giới hạn của các báo cáo là một kỹ năng cần thiết cho nhà phân tích hoặc quản lý tài chính.
6. Hình thức lưu chuyển tiền tệ là tiêu biểu cho tính chất cần thiết của các quyết định kinh doanh, và là thành phần cốt lõi trong quá trình tạo giá trị cho cổ đông. Thử thách cho nhà phân tích và quản lý là phải hiểu được sự khác biệt giữa dòng lưu chuyển tiền tệ kinh tế và những giao dịch tài khoản phi tiền mặt, và phải thuyết minh được hình thức lưu chuyển vốn sao cho phù hợp. Đánh giá năng lực và giá trị của doanh nghiệp phần lớn là dựa vào khả năng suy xét như thế.

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta đã trình bày chu trình lưu chuyển vốn trong bất kỳ một doanh nghiệp nào dù lớn hay nhỏ cũng như các mối liên hệ phục vụ cho quản lý. Chúng ta đã khởi đầu bằng một minh họa lưu chuyển vốn cơ bản rồi sau đó thảo luận về chu trình vốn hoạt động từ lập trường người sản xuất, bán hàng và dịch vụ. Chúng ta quan sát tính chất và cách thức hoạt động của vốn lưu động, nhấn mạnh vào tác động của những loại biến đổi khác nhau trong hoạt động kinh doanh, trình bày ảnh hưởng của tính chất và khoảng thời gian tồn tại việc chậm trễ vốn cần thiết cho doanh nghiệp. Những điểm chính đạt được bao gồm yêu cầu xem xét tính lâu bền của các nhu cầu vốn lưu động cơ bản, việc tiêu tốn tài chính sẽ gặp phải thậm chí với một tốc độ phát triển thành công, và những nguồn vốn được giải phóng từ việc giảm sản lượng.

Sau đó chúng ta chuyển sang trình bày về làm thế nào những thông tin trong báo cáo tài chính có thể được dùng để phát triển một báo cáo lưu chuyển tiền tệ có ý nghĩa, tóm tắt tổng tình hình lưu chuyển tiền tệ của doanh nghiệp. Rõ ràng là đạt được nhiều thứ trong cái nhìn có được về tác động tiền tệ trong quyết định của công ty, có thể được trình bày bằng cách phân tích những biến đổi trong bảng cân đối kế toán và các thông tin bổ sung từ báo cáo kết quả kinh doanh. Đồng thời nhu cầu có được những chi tiết đặc biệt vốn thường không được công bố là rất dễ nhận thấy, mục đích là nhằm chất lọc những thông tin lưu chuyển tiền tệ có giá trị. Thật may, những công ty cổ phần đại chúng đều công bố báo cáo lưu chuyển tiền tệ chi tiết theo một trật tự chuẩn, cho phép tiếp cận trực tiếp những ảnh hưởng tiền tệ chính của các quyết định quan trọng.

Ngoài ra, việc phân tích dòng lưu chuyển vốn là cái nhìn mở rộng trong hoạt động quản lý doanh nghiệp, liên kết những biến đổi trong những điều kiện quan trọng với các mối quan hệ tài chính chủ chốt bằng cách xây dựng lại các mối liên hệ tiền tệ của những giao dịch chính trong một thời kỳ. Các kỹ thuật thì khá đơn giản, chỉ đòi hỏi kiến thức kế toán cơ bản để có góc nhìn tốt khi tiếp cận bằng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh. Việc chuyển đổi chúng thành suy nghĩ cho dòng lưu chuyển tiền tệ có thể đạt được bằng cách phân tích dòng lưu chuyển vốn sao cho phù hợp với khái niệm hệ thống những động lực mà chúng ta đã nói đến trong chương 2. Đó cũng là tiền thân cho những chủ đề được nói trong chương này, hình thức và những kỳ vọng về dòng lưu chuyển tiền tệ là khía cạnh quan trọng trong kỹ thuật và thực hành phân tích tài chính.

Chương 4

ĐÁNH GIÁ THÀNH QUẢ KINH DOANH

Khi chúng ta mong muốn đánh giá thành quả kinh doanh, chúng ta dự định tìm kiếm các phương pháp để dự liệu những ảnh hưởng về kinh tế và tài chính trong các quyết định quản lý trong quá khứ, mà những quyết định này hình thành nên sự đầu tư, hoạt động và quản lý tài chính mọi lúc. Các vấn đề cần được trả lời là liệu tất cả các nguồn đều được thực hiện một cách hiệu quả, liệu lợi nhuận trong việc kinh doanh có đáp ứng, thậm chí vượt quá sự mong đợi, và liệu những sự lựa chọn về tài chính có được đưa ra một cách thận trọng hay không? Sự tạo ra giá trị cổ đông cuối cùng thì cũng cần các kết quả xác thực trong tất cả các lĩnh vực này - những lĩnh vực mà có thể mang về những chỉ số thể hiện nguồn tiền mặt đáng kể vượt quá vốn đầu tư của công ty.

Như chúng ta thấy, có một phạm vi rộng những lựa chọn trong số rất nhiều các tỷ lệ và các biện pháp riêng biệt, một số thực chất liên quan tới tài chính và một số liên quan tới kinh tế. Chẳng có cái nào, những tỷ lệ hoặc các biện pháp có thể được coi mang tính vượt trội hơn. Trong chương này, trước tiên chúng ta sẽ đưa ra sự phân tích về việc thực hiện kinh doanh dựa trên các quan điểm trình bày về tài chính đã được xuất bản. Các quan điểm này trình bày nguồn dữ liệu chung nhất sẵn có vì mục đích dù gì chẳng nữa chúng không được đưa ra để phản ảnh các kết quả và điều kiện kinh tế. Chúng ta cũng thảo luận về các biện pháp quan trọng hơn có thể giúp đánh giá các khía cạnh trong việc thực hiện kinh tế. Sự thảo luận của chúng ta sẽ tập trung vào các mối liên hệ và những chỉ số cho phép nhà phân tích đánh giá việc thực hiện trong quá khứ đồng thời cũng dự báo các kết quả giả định trong tương lai (như đã được thảo luận trong chương 5). Chúng ta sẽ chỉ ra ý

nghĩa cũng như những hạn chế cố hữu trong đó. Trong chương cuối cùng, chúng ta sẽ thảo luận bối cảnh rộng hơn trong việc đánh giá một công ty hoặc các bộ phận của nó bằng các thuật ngữ kinh tế, một tiến trình dựa trên việc đánh giá đa dạng định hướng thực hiện và quan điểm chiến lược, và rằng tiến trình này cần phát triển các kết quả dòng vốn được trông đợi với việc thực hiện trong quá khứ, tất cả chỉ là điểm bắt đầu.

PHÂN TÍCH TỶ LỆ VÀ THÀNH QUẢ.

Do có nhiều công cụ đánh giá thành quả nên chúng ta nên nhớ rằng các kỹ thuật khác nhau sẽ đưa ra biện pháp đánh giá theo các cách thức khác nhau. Một người nào đó có thể làm tất cả các con số trở nên sống động, đặc biệt là có thể đưa ra được tốc độ và sự tiện lợi của các bảng tính trên máy vi tính. Tuy nhiên thông thường, chỉ có một vài mối quan hệ mang lại thông tin mà nhà phân tích thực sự cần, dùng cho việc hỗ trợ quyết định và và sự thấu hiểu từ bên trong. Theo định nghĩa, một tỷ lệ có thể liên quan tới bất cứ tầm phạm vi quan trọng nào đó đối với bất cứ thứ gì khác - những sự lựa chọn được giới hạn bởi sự tưởng tượng. Về mặt tác dụng, ý nghĩa và những giới hạn của tỷ lệ đã được chọn lựa phải được thấu hiểu. Bởi vậy, trước khi bắt đầu một nhiệm vụ gì, nhà phân tích phải định nghĩa các thành phần sau:

- + Quan điểm đưa ra.
- + Các mục đích phân tích.
- + Các tiêu chuẩn tiềm năng trong việc so sánh.

Bất cứ tỷ lệ hoặc biện pháp đặc biệt nào chỉ có tác dụng trong mối quan hệ với quan điểm được đưa ra và những mục đích phân tích riêng biệt. Tới khi có sự phù hợp như vậy, biện pháp có thể trở thành tiêu chuẩn so sánh. Hơn nữa, những tỷ lệ không phải hoàn toàn là tiêu chuẩn: chúng phục vụ đắc lực khi được sử dụng trong các liên kết được chọn lựa nhằm chỉ ra những thay đổi trong các điều kiện tài chính hoặc hoạt động qua nhiều giai đoạn đồng thời được so sánh với lĩnh vực kinh doanh tương tự. Những tỷ lệ giúp minh họa các khuynh hướng và phạm vi trong những thay đổi như vậy, những thay đổi mà lần lượt chỉ ra cho nhà phân tích thấy những rủi ro và những cơ hội dành cho kinh doanh sau khi được cân nhắc kỹ.

Một điểm chú ý nữa: Đánh giá thành quả thông qua phân tích tài chính là dựa trên dữ liệu trong quá khứ cùng những điều kiện mà từ đó có lẽ là khó khăn đối với những mong đợi ngoại suy trong tương lai. Tuy nhiên, bất cứ quyết định nào được đưa ra như là kết quả của việc đánh giá thực hiện như vậy có thể chỉ ảnh hưởng đối với tương lai - quá khứ đã qua đi, hoặc biến mất, như một nhà kinh tế đã nói như vậy.

Chẳng có sự nỗ lực đánh giá thành quả kinh doanh nào có thể đưa ra được câu trả lời chính xác. Bất cứ những gì bên trong được duy trì sẽ có liên quan, bởi kinh doanh và các điều kiện thực hiện khác nhau quá nhiều giữa công ty này với công ty kia và giữa nền công nghiệp này với nền công nghiệp kia. Những so sánh và các tiêu chuẩn dựa trên việc thực hiện trong quá khứ đặc biệt khó để giải thích các công ty và các khối liên kết đa ngành rộng lớn, nơi mà thông tin riêng từ những đường dây kinh doanh mang tính chất cá nhân thường bị giới hạn. Việc liệt kê con số những điều chỉnh của nhiều loại hình cho thấy có nhiều rắc rối phức tạp hơn nữa. Nhằm giải quyết chi tiết tất cả các khía cạnh này cần dựa trên phạm vi của cuốn sách này mặc dù chúng ta đã chỉ ra các vấn đề chủ yếu. Độc giả cần cố gắng nhận thức được những vấn đề này và luôn chú ý tới việc sử dụng dữ liệu tài chính.

Nhằm cung cấp một kết cấu chặt chẽ cho rất nhiều những tỷ lệ và biện pháp có liên quan, sự thảo luận sẽ được thiết lập xung quanh ba điểm chính trong việc phân tích kết quả tài chính. Trong khi có rất nhiều cá nhân và các nhóm quan tâm tới sự thành công hay thất bại của kinh doanh thì những nhóm quan trọng nhất là:

- Các nhà quản lý.
- Những người làm chủ (các nhà đầu tư).
- Những người cho vay và chủ nợ.

Không những phải sâu sát với kinh doanh trên cơ sở thường xuyên từng ngày một mà còn phải chịu trách nhiệm thực thi trong một phạm vi rộng chính là cách thức quản lý tổ chức nếu như các thành viên trong công việc kinh doanh này là những nhà quản lý chuyên nghiệp hoặc những người chủ/quản lý chuyên nghiệp. Các nhà quản lý phải chịu trách nhiệm và giải thích hiệu quả hoạt động, việc triển khai nguồn vốn có hiệu quả, nỗ lực của con người có lợi ích, sử dụng phù hợp các nguồn khác, đồng thời đạt được kết quả trong hiện tại và lâu dài - tất cả đều nằm trong nội dung của các chiến lược kinh doanh đúng đắn.

Tiếp theo là có rất nhiều người chủ kinh doanh, những người đặc biệt quan tâm tới các khoản lợi nhuận hiện tại và lâu dài từ việc đầu tư bình quân của họ. Họ thường trông đợi việc gia tăng nguồn lợi, dòng vốn và cố tức, những thứ mà khi liên kết lại sẽ mang lại sự tăng trưởng giá trị kinh tế cho “phần đóng góp” của họ. Họ bị ảnh hưởng bởi cách thức mà doanh thu của một công ty được sử dụng và phân bổ, và bởi giá trị liên quan của các cổ phần trong việc dịch chuyển nói chung của những thị trường an toàn.

Cuối cùng, có những nhà cung cấp “tiền của những người khác”, những nhà cho vay và các chủ nợ mở rộng vốn trong kinh doanh trong nhiều quãng

thời gian khác nhau. Họ chủ yếu quan tâm tới khả năng thanh toán bằng tiền mặt và dòng vốn của công ty, những thứ mà làm ảnh hưởng tới khả năng tạo ra quyền được hưởng việc chi trả lợi tức cho họ và cuối cùng là tái chi trả nguồn vốn ban đầu. Họ cũng quan tâm tới tác dụng thúc đẩy tài chính được tận dụng, đồng thời cả hiệu lực của các giá trị tài sản dư thừa mà sẽ tạo cho họ cơ sở bảo đảm chống lại rủi ro.

Các nhóm khác như người lao động, chính quyền và xã hội dĩ nhiên cũng có những mục tiêu của riêng họ - khả năng kinh doanh để trả lương, sự ổn định của công việc, độ tin cậy của việc chi trả thuế cùng với sự đầy đủ về tài chính nhằm đáp ứng những bồn phận về môi trường và xã hội. Những chỉ số thực hiện tài chính rất có ích cho các nhóm này trong việc kết nối với nhiều loại dữ liệu khác nhau.

Những lĩnh vực thực hiện tài chính ban đầu mang lại lợi ích cho việc quản lý, cho những người chủ, những người cho vay được chỉ ra trong phần 4-1 cùng với những tỷ lệ và biện pháp phổ nhất liên quan tới các lĩnh vực này. Chúng ta sẽ theo dõi sự phối hợp được chỉ ra trong các phần đánh số như vậy và thảo luận theo từng nhóm phụ về 3 điểm chính mở rộng. Sau đó, chúng ta sẽ cùng nhau liên hệ với các biện pháp chủ yếu trong bối cảnh của các hệ thống.

QUAN ĐIỂM VỀ QUẢN LÝ

Sự quản lý có lợi ích kép trong việc phân tích kết quả tài chính đó là:

- Ước tính được hiệu quả và khả năng lợi nhuận của các quá trình hoạt động.
- Đánh giá các nguồn lực kinh doanh được sử dụng hiệu quả tới đâu.

Đánh giá các quá trình hoạt động của công ty được thực hiện một cách rộng rãi cùng với việc phân tích báo cáo doanh thu, trong khi tính hiệu quả của các nguồn được sử dụng thường được dự liệu bằng cách xem xét lại sự thu chi và báo cáo doanh thu. Tuy nhiên để thực hiện được việc đánh giá kinh tế, thường là cần điều chỉnh dữ liệu tài chính phản ánh những giá trị và điều kiện kinh tế hiện tại.

Với mục đích minh họa, một lần nữa chúng ta sẽ sử dụng thông tin từ những báo cáo mẫu của TRW Inc. Năm 1997 và 1996, các báo cáo được mô phỏng trong chương 2. Những báo cáo tương tự được đưa ra ở đây nằm trong phần số 4-2 và 4-3. Chúng ta sẽ sử dụng thông tin này cho phần còn lại của chương này. Để cho tiện lợi, chúng ta cũng sẽ nhấn mạnh nhiều phần trong báo cáo doanh thu như % bán, phương thức chung nhất nhằm nêu bật tầm ảnh hưởng của nhiều loại mô hình trong mối liên hệ với doanh thu.

4 -1: Các thước đo thành quả theo lĩnh vực và quan điểm.

Quản lý	Chủ sở hữu	Những người cho vay
Phân tích hoạt động	Lãi suất đầu tư	Khả năng thanh toán
Lãi suất chung. Tỷ suất lợi nhuận EBIT;EBITDA NOPAT. Phân tích chi phí hoạt động. Phân tích đóng góp. Đòn bẩy kinh doanh. Phân tích so sánh.	Lãi suất trong tổng giá trị thực. Lợi nhuận trên vốn cổ phần thường. Thu nhập / cổ phần. Dòng tiền / cổ phần. Nâng giá cổ phần. Tổng lãi suất của cổ đông.	Tỷ số hiện hành. Tỷ số thanh toán nhanh. Giá trị bán nhanh.
Quản lý nguồn lực	Khuynh hướng thu nhập	Đòn bẩy tài chính
Hệ số quay vòng tài sản. Quản lý vốn lưu động. + Hệ số quay vòng hàng tồn kho. + Mô hình các khoản phải thu. + Mô hình các khoản phải trả Hiệu quả của nguồn nhân lực.	Cổ tức cho mỗi cổ phần. Lợi nhuận cổ tức. Chi trả / Giữ lại lợi nhuận. Hệ số đảm bảo cổ tức. Cổ tức / tài sản.	Nợ / tài sản. Nợ / tài sản vốn hoá. Nợ / vốn chủ sở hữu.
Khả năng sinh lợi	Thành quả thị trường	Dịch vụ nợ
Lợi nhuận / tài sản (sau thuế). Lợi nhuận trước lãi và thuế. Lợi nhuận trên cơ sở giá trị hiện hành. EVA và lợi nhuận kinh tế Dòng tiền lợi nhuận trên vốn đầu tư. Dòng tiền tự do.	Tỷ lệ tiến lời/giá . Bội số dòng tiền. Thị giá so với giá trị ghi sổ. Những biến động về giá tương đối. Các tác nhân của giá. Giá trị của công ty.	Hệ số đảm bảo tiền lãi Hệ số đảm bảo chi tiêu Hệ số đảm bảo các thay đổi cố định Phân tích dòng tiền

Ngoài ra, phần phụ lục 4-1 ở cuối chương này gồm có những lựa chọn chủ yếu từ “các ghi chú của báo cáo tài chính” được công bố là báo cáo hàng năm trong năm 1997 của TRW. Chúng cung cấp cơ sở đúng đắn cho những chính sách hạch toán chủ yếu của công ty, việc tái cơ cấu gần đây và những thành tựu đạt được, sự dự phòng thuế thu nhập, các loại thuế thu nhập hoãn trả, những lợi ích sau khi nghỉ việc kéo theo sự thay đổi, nợ nần và các phân khúc ngành. Do những vấn đề này ảnh hưởng tới sự phát triển của nhiều trong số các tỷ lệ đưa ra trong chương này, những ghi chú sẽ giúp hiểu rõ một trong số những lựa chọn mà một nhà phân tích buộc phải đưa ra trong việc sử dụng thông tin tài chính trong báo cáo.

Phân Tích Hoạt Động

Đánh giá đầu tiên đối với hiệu quả hoạt động trong kinh doanh một cách toàn diện hoặc bất cứ quá trình chia nhỏ nào của kinh doanh được thực hiện một cách tổng quát thông qua “những con số chung” hoặc sự phân tích tỷ lệ % trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Những giá trị riêng và các phần chi phí thường liên quan tới việc bán, tổng doanh thu bán hàng được điều chỉnh dành cho tiền lãi và chiết khấu. Cơ sở chung của việc bán cho phép so sánh dễ dàng nhanh chóng những giá trị và chi phí từ giai đoạn này tới giai đoạn kia, trải rộng trong khoảng thời gian lâu dài hơn, đồng thời chống lại đối thủ cạnh tranh và các cơ sở dữ liệu ngành.

Các tỷ số chi phí / doanh thu được sử dụng nhằm vừa phán đoán tầm ảnh hưởng của những phần chủ chốt được chọn lựa, vừa định đoạt được bất cứ khuynh hướng nào hướng tới việc cải thiện hoặc làm giảm đi việc thực hiện. Tuy nhiên, chúng ta phải tập trung tới loại hình công nghiệp liên quan và những đặc điểm tiêu biểu, cũng như những khuynh hướng riêng cùng các điều kiện đặc biệt của công ty đã được nghiên cứu. Chẳng hạn, lãi gộp của một cửa hàng bán đồ trang sức cùng với hệ số quay vòng chậm của hàng hoá và phần cộng thêm cao hơn nhiều (50% là bình thường) so với giá của siêu thị bán, dựa vào số dư thấp và khối lượng cao để thành công (tổng số dư của 10 trong số 15% là điển hình). Thực tế thì việc so sánh những tỷ lệ tiêu biểu của một công ty với các công ty tương tự trong ngành qua một số giai đoạn sẽ luôn cung cấp những minh chứng tốt nhất cho việc liệu thành quả của công ty đang tiến triển hay đang giảm.

4 - 2 Báo cáo của TRW và các phần bổ sung kèm theo.

Bảng cân đối kế toán hợp nhất ngày 31 tháng 12. (đơn vị: triệu USD).

	1997	1996
<i>Tài sản.</i>		
Tài sản sở hữu hiện tại:		
Tiền mặt và tài sản tương đương tiền mặt	\$ 70	\$ 386
Các khoản có thể nhận được	1617	1378
Các bản kiểm kê	573	524
Những chi phí trả trước	79	69
Các loại thuế thu nhập bị ngưng	96	424
Tổng tài sản sở hữu hiện tại	2435	2781
Tài sản, nhà máy xí nghiệp và trang thiết bị có giá trị	6074	5880
Ít hơn: các khoản chiết khấu do sụt giá và trừ nợ dần	3453	3400
Tổng tài sản, nhà máy xí nghiệp và thiết bị - giá trị thực của các tài sản dự trừ	2621	2480
Sự gia tăng dự trừ giành quyền kiểm soát	673	258
Phần khác	232	31
Tổng tài sản dự tính	905	289
Ít hơn: Sự trừ nợ tích lũy	94	78
Tổng tài sản sở hữu - thực	811	211
Các công ty chi nhánh	139	51
Các tài sản khác	404	376
Tổng tài sản	\$ 6410	\$ 5899
<i>Tiêu sản và các khoản đầu tư của cổ đông</i>		
Tiêu sản hiện tại:		
Nợ ngắn hạn	\$ 411	\$ 52
Sự bù đắp tích lũy lại	338	386
Các khoản kinh doanh có thể chi trả	859	781
Các khoản tích lũy khác	846	775
Cổ tức có thể chi trả	38	39
Các loại thuế thu nhập	99	52
Tỷ lệ nợ dài kỳ hiện tại	128	72
Tổng tiêu sản hiện tại	2719	2157
Tiêu sản dài hạn	788	767
Nợ dài hạn	1117	458
Các loại thuế thu nhập bị trì hoãn	57	272
Những lợi ích tối thiểu kèm theo	105	56
Đầu tư của cổ đông:		
Loại vốn ưu tiên II	1	1

Vốn chung	78	80
Nguồn vốn khác	462	437
Tiền lời dự trữ	1776	1978
Những điều chỉnh chuyển dịch lũy tích	(130)	47
Cổ phần dự trữ - giá trị vượt quá giá danh nghĩa	(563)	(354)
Tổng đầu tư của cổ đông	1624	2189
Tổng tiêu sản và đầu tư của cổ đông	\$ 6410	\$ 5899

Nguồn: Được chấp nhận năm 1997 trong báo cáo hàng năm của TRW Inc.

Phần 4 - 3: Báo cáo của TRW và các phần bổ sung kèm theo.

Báo cáo doanh thu hàng năm kết thúc ngày 31 tháng 12, 1997 và 1996.

	1997	% bán	1996	% bán
Bán:	\$ 10831	100.0%	\$ 9857	100.0%
Giá bán	8826	81.5	8376	85.0
Tổng lợi nhuận	2005	18.5%	1481	15.0%
Chi phí bán hàng và điều hành	684	6.3	613	6.2
Chi phí nghiên cứu và phát triển	461	4.2	412	4.2
Nghiên cứu và phát triển bán trong từng giai đoạn	548	5.1	-	-
Chi phí lợi tức	75	0.7	84	0.9
Các chi phí thực khác (thu nhập)	(3)	-	70	0.7
Tổng chi phí	1765	16.3%	1179	12.0%
Thu nhập (thâm hụt) từ việc tiếp tục các hoạt động trước thuế				
Khấu trừ vào việc nghiên cứu và phát triển bán; các chi phí tổn đặc biệt (96)	788	7.3	687	7.0
Tiền lãi được báo cáo (thâm hụt) trước thuế thu nhập	240	2.2	302	3.1
Thuế thu nhập	289	2.7	120	1.2
Thu nhập (thâm hụt) từ việc tiếp tục các hoạt động				
Khấu trừ vào việc nghiên cứu và phát triển; các chi phí đặc biệt (96)	499	4.6	434	4.4
Tiền lãi được báo cáo (thâm hụt) sau thuế thu nhập	(49)	(0.5)	182	1.8
Các hoạt động tạm ngừng, lợi ích từ khuynh hướng này, sau thuế	-	-	298	3.0

	1997	% bán	1996	% bán
Doanh thu thực (thâm hụt)	\$ (49)	(0.5)%	\$ 480	4.8%
Các cổ tức ưu tiên	-	-	1	-
Doanh thu (thâm hụt) có thể chấp nhận đối với nguồn vốn chung	\$ (49)	(0.5)%	\$ 479	4.8%
Mỗi cổ phần trong nguồn vốn chung:				
Số cổ phần bình quân nổi bật (triệu USD)				
Giảm bớt	123.7		132.8	
Cơ bản	123.7		128.7	
Doanh thu thực được giảm bớt (thâm hụt) trên mỗi cổ phần				
Từ việc tiếp tục các hoạt động				
Khấu trừ vào việc nghiên cứu và phát triển bán; các chi phí đặc biệt	\$ 4.03		\$ 3.27	
Được báo cáo	(0.40)		1.37	
Từ các hoạt động đã ngưng	-		2.25	
Doanh thu thực được giảm bớt (thâm hụt) trên mỗi cổ phần	\$ (0.40)		\$ 3.62	
Doanh thu thực cơ bản (thâm hụt)/cổ phần				
Từ việc tiếp tục các hoạt động				
Khấu trừ vào việc nghiên cứu và phát triển bán; các chi phí đặc biệt	\$ 4.03		\$ 3.29	
Được báo cáo	(0.40)		1.41	
Từ các hoạt động đã ngưng	-		2.31	
Doanh thu thực cơ bản (thâm hụt)/cổ phần	\$ (0.40)		\$ 3.72	
Chi trả cổ tức bằng tiền mặt	1.24		1.135	
Giá trị trên sổ sách của mỗi cổ phần (cuối năm)	13.19		17.29	
Giá trị dự trừ trên sổ sách/cổ phần (cuối năm)	6.58		15.62	
Dữ liệu khác (triệu USD):				
Sự sụt giá tài sản sở hữu, nhà máy xí nghiệp và trang thiết bị	\$ 480		\$ 442	
Sự thừa hưởng tài sản mơ hồ, những tài sản khác	10		10	
Các khoản chi	549		500	
Chi trả cổ tức	154		148	

Phân tích lãi gộp và giá vốn hàng bán

Một trong những tỷ số chung trong phân tích hoạt động chính là sự tính toán giá vốn hàng bán là tỷ lệ của doanh thu. Tỷ số này chỉ ra rằng phạm vi giá vốn hàng bán mua vào hoặc được sản xuất, hoặc giá vốn của các dịch vụ cung cấp, trong mỗi liên hệ với lãi gộp trước những chi phí hoạt động kinh doanh và lợi nhuận.

Các tỷ số được tính toán từ báo cáo mẫu về TRW của chúng ta cho thấy như sau:

$$\text{Giá vốn hàng bán} = \frac{\$8,826}{\$10,831} = 81.5\% \quad (\text{năm 1996: } 85.0\%)$$

$$\text{Lãi gộp} = \frac{\$2,005}{\$10,831} = 18.5\% \quad (\text{năm 1994: } 15.0\%)$$

Giá vốn hàng bán (81.5%) và lãi gộp (18.5%) chỉ ra lãi suất của “lợi nhuận ban đầu” từ các hoạt động. Hãy ghi nhớ rằng lãi gộp phản ánh mối liên hệ của giá, số lượng, và chi phí. Sự thay đổi trong lãi gộp có thể có từ việc kết hợp các thay đổi trong:

- + Giá bán sản phẩm.
- + Mức chi phí sản xuất sản phẩm.
- + Mọi sự thay đổi về cơ cấu sản phẩm của doanh nghiệp.

Trong việc buôn bán và tổ chức dịch vụ, lãi gộp có thể bị ảnh hưởng bởi sự kết hợp những thay đổi về:

- + Giá cả tính cho sản phẩm hoặc dịch vụ cung cấp.
- + Giá phải trả cho hàng hóa mua từ bên ngoài.
- + Giá vốn của các dịch vụ từ các nguồn bên trong và bên ngoài.
- + Mọi sự thay đổi về cơ cấu sản phẩm của doanh nghiệp.

Chẳng hạn, số lượng các hoạt động cũng có thể có ảnh hưởng đáng kể nếu công ty sản xuất đưa ra chi phí cố định cao (xem chương 6, nội dung về đòn bẩy kinh doanh), hoặc một công ty kinh doanh nhỏ có sức mua và lợi thế quy mô ít hơn đối thủ cạnh tranh lớn.

Trong trường hợp của TRW, giá vốn hàng bán và lãi gộp được đưa ra trong báo cáo thường niên cho thấy một sự thống nhất trong hai thành phần kinh doanh chủ yếu. Mặt khác, báo cáo thu nhập kết hợp với kinh doanh và phạm vi tự động, sự phòng bị cùng hệ thống thông tin. Chúng ta lưu ý sự tiến triển của lãi gộp tới 3,5% điểm trong năm đầu tiên, năm mà một phần bị ảnh hưởng bởi việc tái cơ cấu và các hoạt động thu mua trong suốt hai năm. Để hiểu thấu các chi tiết, chúng ta nên tính toán lãi gộp trong các lĩnh vực kinh doanh riêng nếu như thông tin này được phổ biến rộng rãi.

Trong báo cáo thường niên của mình, TRW đã cung cấp cho chúng ta một sự phân tích có lựa chọn theo dây chuyền sản phẩm, doanh thu, lợi nhuận hoạt động, các tài sản có thể xác định, khấu hao, và chi phí vốn, cho phép nhà phân tích đưa ra những so sánh mang tính tổng quát (xem trang 156 phần “các phân khúc ngành”). Tuy nhiên, những dữ liệu này cần được phụ thêm bằng thông tin bổ sung từ bên trong, có thể biểu hiện bằng sự phân tích tỷ lệ chi tiết – thường được thực hiện đều đặn trong công ty.

Có những phức tạp riêng trong việc phân tích các công ty sản xuất. Bản chất của các hệ thống tính toán giá thành sản xuất chi phối việc định giá cụ thể cho sản phẩm hiện tồn kho và bán. Những khác biệt đáng kể có thể tồn tại trong việc tạo ra giá cả hiển nhiên của các công ty trong khi sử dụng hệ thống định giá tiêu chuẩn toàn bộ (tất cả các loại giá, cố định và biến đổi, được định rõ đối với mỗi đơn vị sản xuất dựa trên ước tính các mức chi phí chuẩn) so với phương pháp định giá trực tiếp (chi phí sản xuất cố định không phân bổ cho từng sản phẩm riêng rẽ mà theo một khối hoạt động). Việc tính giá theo kỳ của các hoạt động có thể bị ảnh hưởng ở một mức độ nào đó bởi sự lựa chọn các phương pháp kế toán. Tuy nhiên, các công ty đang càng ngày càng chuyển sang kế toán dựa trên hoạt động vì các mục tiêu nội bộ, có thể đưa ra cơ sở chính xác hơn trong việc đánh giá các loại giá trị kinh tế của sản phẩm và dịch vụ. Lạm phát, điều có ảnh hưởng tới giá cả của cả chi phí đầu vào và hàng hóa hoặc dịch vụ bán ra, hoặc sự thay đổi thất thường của tiền tệ, trong trường hợp có kinh doanh quốc tế thì sẽ có sự sai lệch bức tranh kinh tế nhiều hơn nữa. Chúng ta sẽ mang đến một vài trong số những vấn đề như vậy ở phần tiếp theo trong chương này.

Bất kỳ sự thay đổi nào trong giá vốn hàng hóa bán ra của công ty hoặc lãi gộp trong một thời kỳ có liên quan đều cần có sự phân tích sâu hơn nữa để tìm hiểu rõ nguyên nhân. Độ dài của thời gian được chọn để phân tích xu hướng phụ thuộc vào bản chất kinh doanh. Chẳng hạn, như chúng ta giải thích trong chương 3, có nhiều lĩnh vực kinh doanh có sự thay đổi thất thường mang tính thời vụ thông thường, trong khi các lĩnh vực khác lại bị ảnh hưởng bởi chu trình kinh doanh dài hạn. Bởi vậy, tỷ lệ này giống như một dấu hiệu hơn là một giải pháp toàn diện, giải pháp mà chỉ có trừ phi hầu hết các giải pháp được đem ra thảo luận.

Tỷ suất lợi nhuận

Mối liên hệ giữa lãi ròng sau thuế (thu nhập ròng) với doanh thu bán hàng chỉ ra khả năng quản lý, điều hành công việc kinh doanh có tạo sự thành công toàn diện hay không. Thành công trong trường hợp này có nghĩa không chỉ bù đắp giá vốn hàng hóa hoặc các dịch vụ, những chi phí trong hoạt động kinh doanh (bao gồm cả sự sụt giá), giá trị của các khoản vay mượn mà

còn mang lại lợi nhuận hợp lý cho những người bỏ vốn đầu tư chịu rủi ro. Tỷ lệ lãi ròng / doanh thu đặc biệt nhấn mạnh hiệu quả giá trị chung của hoạt động. Tuy vậy, như chúng ta sẽ giải thích sau đây, có một tỷ lệ đáng kể hơn cho mục tiêu này, là mối liên hệ của lợi nhuận đối với lượng vốn sử dụng để tạo ra số lợi nhuận đó.

Ở điểm này, chúng ta nên lưu ý rằng doanh thu có thể bị ảnh hưởng đáng kể bởi những thay đổi về phương pháp tính toán. Có lẽ có những điều chỉnh về mức độ, như đã xảy ra trong đầu những năm 90, khi mà những nguồn lợi y học đối với nguồn nhân công tương lai phải được thừa nhận như là khoản phải trả (tiêu sản) cùng với sự bù đắp cho các khoản lãi kiếm được. Nhằm mục đích phân tích tỷ số và so sánh từ kỳ này qua kỳ khác, những khoản điều chỉnh bất thường cần được loại trừ, cùng với mọi khoản lãi, lỗ bất thường khác mà công ty có thể gặp phải trong một kỳ nào đó. Ở hầu hết trường hợp, các khoản mục đáng kể thuộc loại này được làm rõ trong các báo cáo tài chính của công ty, cho phép nhà phân tích cân nhắc có nên đưa chúng vào quá trình phân tích hay không. Việc tính toán tỷ số lãi ròng rất đơn giản, như chúng ta thấy qua các con số của công ty TRW. Chúng ta đã chọn sử dụng lãi ròng trước những khoản phí tổn đặc biệt và các hoạt động bị ngưng trong các phép tính toán này, nhằm có sự so sánh rõ ràng hơn về các kết quả của các hoạt động đang tiếp tục của TRW trong hai năm:

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận} = \frac{499}{10,831} = 4.6\% \quad (\text{năm 1996: } 4.4\%).$$

Lưu ý sự gia tăng 2/10% điểm từ năm 1996, sự gia tăng này chính là kết quả của cả số lượng và chính sách ngăn chặn chi phí tích cực.

Biến dạng về tỷ số này sử dụng lãi ròng trước thu nhập và thuế. Con số này phản ảnh lợi nhuận của hoạt động trước khi chi trả cho chủ nợ. Đó cũng chính là lợi nhuận trước khi có sự tính toán các khoản thuế thu nhập của liên bang và tiểu bang, thường dựa vào một loạt các chi phí khấu trừ và điều chỉnh cùng các khoản xoá sổ kế toán. Tỷ lệ này cũng chỉ ra quan điểm rõ ràng hơn về hiệu quả hoạt động, không bị sai lệch bởi các kiểu mô hình tài chính và những tính toán về thuế. Được cho là thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT), tỷ lệ lợi nhuận này trước thuế và trước lợi nhuận này đối với TRW như sau:

$$\text{EBIT (thu nhập trước lãi vay và thuế)} = \frac{(788 + 75)}{10,831} = 8.0\%$$

(năm 1996: 7.8%)

Trong số liệu công bố của TRW đã báo cáo rằng có lãi suất hoạt động trước thuế trong hai lĩnh vực kinh doanh chủ yếu, một thước đo phù hợp với

thu nhập trước lãi và thuế (EBIT) là 9.0% (9.4% trong năm 1996) đối với phân khúc tự động (65% doanh thu năm 1997), và 8.4% (7.3% trong năm 1996) của phân khúc không gian, quốc phòng, và các hệ thống thông tin (35% doanh thu năm 1997), giúp hiểu rõ hơn các thành quả.

Việc điều chỉnh được thực hiện thường xuyên bởi các nhà phân tích chính là EBIT, điều chỉnh cho khấu hao với nỗ lực nhằm chỉ ra thu nhập trước thuế không bị ảnh hưởng bởi các loại thuế và sự phân bổ các khoản chi trong quá khứ theo hình khấu hao. Ta gọi đó là EBITDA, một thước đo thu nhập có ảnh hưởng tới tỷ lệ như sau, sử dụng các con số trong báo cáo của TRW của hoạt động đang tiếp diễn:

$$\text{EBITDA} = \frac{(788 + 75 + 480 + 10)}{10,831} = 12.5\% \text{ (năm 1996: 12.4\%).}$$

Tuy nhiên, một cuộc tranh luận nhanh chóng có thể được thực hiện nhằm xem xét các loại thuế thu nhập như là một khoản chi phí liên tục trong công việc kinh doanh. Bởi vậy, công thức EBIT có thể được điều chỉnh bằng cách dùng lợi nhuận trước lãi nhưng sau thuế, cần có sự điều chỉnh thuế đối với số lãi. Hơn nữa, ý định này là nhằm tập trung vào hiệu quả hoạt động còn lại cho các chủ sở hữu vốn khác nhau.

Dùng các con số trong báo cáo của TRW, kết quả được điều chỉnh này như sau:

$$\text{EBIAT} = \frac{499 + (1 - 0.37) \cdot 75}{10,831} = 5.0\% \text{ (năm 1996: 4.9\%).}$$

Để thuận tiện trong việc loại bỏ ảnh hưởng của lãi từ lợi nhuận sau thuế, chúng ta giả sử rằng khoản lãi được chi trả trong kỳ chính là khoản có thể khấu trừ thuế. Bởi vậy, chúng ta chỉ cần cộng lại chi phí lãi sau thuế vào con số lợi nhuận đã nêu. Chúng ta có chi phí lãi sau thuế bằng cách nhân lãi trước thuế với yếu tố "1 - thuế suất", theo thuế suất hiệu quả (bình quân) trên thu nhập (37.0% trong trường hợp của TRW) hoặc là, theo như lý thuyết, thuế suất công ty.

Sự lựa chọn thuế suất dựa trên sự phức tạp trong mô hình thuế của công ty. TRW hoạt động trên toàn cầu, và bởi vậy, nó là đối tượng cho nhiều loại thuế, những loại thuế mà được kết hợp trong việc đưa ra các loại thuế thu nhập trong báo cáo thu nhập. Đó chính là sự phản ảnh trung thực nhất dựa vào tỷ lệ hiệu quả toàn diện được chi trả, tỷ lệ mà đối với TRW được ước tính xấp xỉ tỷ lệ thuế chung phổ biến năm 1997. Chương 9 bao gồm sự thảo luận riêng về giá trị của khoản nợ và bản chất của những điều chỉnh thuế cần thiết được thực hiện đối với giá trị của khoản lãi.

Định nghĩa EBIAT có thể được lọc ra theo phương thức NOPAT, lãi thuần của hoạt động sau thuế, phần mà khấu trừ đi các chi phí lãi và thu nhập cũng như bất cứ phần chi phí và thu nhập nào nằm ngoài tầm kiểm soát. Phương pháp NOPAT đã gạt hái được tầm quan trọng với sự chuyển dịch tới các biện pháp về tính giá của cổ đông, điều này chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn trong chương 12. Khi mà có sự tập trung vào khả năng thu nhập sau thuế trong các hoạt động kinh doanh, NOPAT trở thành công thức được đưa vào các thước đo giống như giá trị kinh tế được bổ sung. Trong trường hợp của TRW, NOPAT được tính như sau:

$$\text{NOPAT} = \frac{499 + (1 - 0.37) \cdot (75 - 3)}{10,831} = 5.1\% \quad (\text{năm 1996: } 5.4\%).$$

Chúng ta cần đề cập rằng kết quả năm 1996 được tăng 1/3% điểm do các chi phí khác là 70 triệu USD, được cộng thêm vào sau khi điều chỉnh thuế

Giống như một quy luật chung, khi có thu nhập và các phần chi phí tái định kỳ hoặc bất thường không trực tiếp liên quan tới các hoạt động đang diễn ra, nhà phân tích cần điều chỉnh những tỷ lệ bằng việc khấu trừ các phần này trong khi đánh giá hiệu quả hoạt động. Việc điều chỉnh cần được thực hiện trên cơ sở tương tự như chúng ta đã trình bày đối với phần lãi - đó là, ảnh hưởng của thuế lợi tức hoặc các khoản chi phí cần phải được tính toán nếu cần phải so sánh sau thuế.

Phân tích chi phí hoạt động

Có nhiều loại chi phí liên quan tới doanh thu. Những sự so sánh này bao gồm các phần như chi phí điều hành, các chi phí bán và phát triển cùng nhiều chi phí khác điển hình trong các lĩnh vực kinh doanh và công nghiệp.

Công thức thường được dùng để tính toán tỷ lệ chi phí này là:

$$\text{Tỷ lệ chi phí} = \frac{\text{Các khoản mục chi phí khác nhau}}{\text{Doanh thu}} = \%$$

Có một vài loại chi phí liên quan được chỉ ra trong báo cáo thu nhập vắn tắt của TRW, nhưng tỷ lệ đối với việc bán hàng được tính toán dành cho từng phần riêng trong bảng 4 - 3. Thực tế thì, cần có một sự phân tích thống kê tốt hơn nữa, một số thống kê mà đã có ở bên trong đóng vai trò như là vấn đề của tiến trình. Hầu hết các hiệp hội thương mại buôn bán sưa tập dữ liệu tài chính mở rộng - đa phần trong số các công ty đều được giữ bí mật đối với các thành viên của mình và thu thập những số liệu tổng kết được xuất bản về các tỷ lệ chi phí, cũng như hầu hết các tỷ lệ khác được thảo luận trong chương này. Những ấn phẩm này đưa ra các tiêu chuẩn so sánh rộng rãi đồng thời có thể coi như cơ sở của hướng phân tích. Tuy nhiên, giống như bất cứ trích dẫn tham khảo về số liệu nào, sự quan tâm phải được đặt trong

các nhóm công ty và lĩnh vực kinh doanh có thể so sánh một cách hợp lý nhằm đạt được những hiểu biết sâu sắc có ý nghĩa.

Trong những số liệu như vậy, lĩnh vực kinh doanh cần được phân loại một cách thận trọng về phạm vi ngành cùng với các đặc điểm khác nhằm làm giảm mức sai lệch đã được giới thiệu bởi việc đánh giá bình quân trong phạm vi rộng. Hơn nữa, các công ty có sản phẩm phức tạp hoặc những đề nghị về dịch vụ, hoặc các công ty có nhiều hoạt động quốc tế, có lẽ sẽ khó phân loại. Tuy vậy, ngay cả khi không có dữ liệu so sánh điển hình, một nhà phân tích chuyên nghiệp sẽ có thể xem xét tỉ mỉ cổ tức và các loại chi phí trong báo cáo thu nhập giống như một tiến trình kiểm tra đối với nhiều kỳ thời gian nhằm đánh giá xem liệu có bất cứ điều gì trong những khoản này chệch hướng hoặc ngả theo khuynh hướng bất lợi hay không.

Phân tích số dư đảm phí

Thể loại phân tích này đã và đang được sử dụng chủ yếu trong quản lý nội bộ, mặc dù đang được sử dụng ngày càng tăng trong phân tích tài chính. Loại phân tích này liên hệ doanh thu với số dư đảm phí (số dư đóng góp) của các nhóm sản phẩm riêng rẽ hoặc toàn bộ doanh nghiệp. Những tính toán như vậy cần một sự phân tích có chọn lọc hoặc ước lượng về biến phí và định phí của doanh nghiệp, đồng thời đánh giá tác dụng của đòn bẩy hoạt động (xem chương 6). Thường thì chỉ những biến phí trực tiếp được khấu trừ vào doanh thu nhằm chỉ ra sự đóng góp của các hoạt động đối với định phí và lợi nhuận trong kỳ.

Số dư đảm phí được tính như sau:

$$\text{Số dư đảm phí} = \frac{\text{Doanh thu biến phí}}{\text{Doanh thu}} = \%$$

Giữa các ngành khác nhau, số dư đảm phí sẽ khác nhau, do những nhu cầu khác biệt về vốn đầu tư và các điều kiện về quan hệ chi phí – khối lượng. Ngay cả ở một công ty cá biệt, có nhiều dòng sản phẩm hoặc dịch vụ có thể đóng góp khá khác nhau cho định phí và lợi nhuận. Lưu ý rằng biện pháp đánh giá phải nhạy bén đối với 3 tác nhân chủ yếu - số lượng, giá cả và chi phí trực tiếp - những yếu tố được trao đổi với nhau trong tiến trình điều hành các hoạt động kinh doanh. Bởi vậy, việc thấu hiểu những thay đổi trong mức đóng góp phụ thuộc vào sự hiểu biết về các thay đổi của các tác nhân dẫn đến kết quả đó, như chúng ta đã chỉ ra trong chương 2.

Số dư đảm phí rút ra từ báo cáo tài chính nói chung là một công cụ hữu dụng trong việc dự đoán các đặc điểm rủi ro của một doanh nghiệp. Thước đo này gợi mở giá trị của sự quản lý chặt chẽ về định giá sản phẩm hoặc dịch vụ, và khả năng kiểm soát chi phí trong các điều kiện kinh tế khác nhau.

Phân tích “đòn đẩy hoạt động” và các chiến lược định giá liên quan với số lượng trở nên quan trọng trong bối cảnh này. Chương 6 sẽ đề cập rộng rãi hơn về các quan điểm này.

Phương pháp phân tích dựa trên hoạt động có thể được sử dụng trong việc đánh giá sự đóng góp về mặt kinh tế từ nhiều bộ phận khác nhau của một công ty, do đó vượt qua được những hạn chế của các hệ thống kế toán chi phí hiện hữu. Trong suốt tiến trình này, tất cả các giai đoạn của một hoạt động trước tiên được định nghĩa một cách thận trọng bằng những thuật ngữ về mối quan hệ vật chất và các bước diễn biến. Tiếp đó là một quá trình phân bổ cụ thể về kinh tế/tài chính đối với tất cả các nguồn lực và các yếu tố chi phí, trực tiếp hoặc gián tiếp, nội bộ hoặc bên ngoài, mà hỗ trợ cho hoạt động, dòng sản phẩm, hoạt động kinh doanh, hoặc dòng kinh doanh. Kết quả này là cơ sở đánh giá chiến lược định kỳ các khoản đóng góp kinh tế liên quan hiện tại và tương lai trong lĩnh vực nghiên cứu.

Quản Lý Nguồn lực

Ở đây, chúng ta quan tâm tới việc xem xét hiệu quả qua đó quản lý đã sử dụng tài sản do chủ sở hữu doanh nghiệp giao phó. Khi xem xét bảng cân đối kế toán, một nhà phân tích có thể rút ra các kết luận cụ thể cho công ty về quy mô, bản chất, và giá trị của những tài sản được liệt kê, nhìn vào các tỷ lệ có liên quan, và đánh giá xem liệu công ty có một cơ sở tài sản vững chắc không. Các đầu mối như hao mòn lũy kế cao so với bất động sản, nhà máy, thiết bị ghi sổ có thể gợi mở ra rằng cơ sở vật chất đã ‘có tuổi’, cần được nâng cấp. Tương tự, một bước nhảy vọt đáng kể về số dư tiền mặt có thể cho thấy thiếu những cuộc đầu tư mới và sự tổn đọng vốn. Sự thừa mứa về các khoản mục vốn hoạt động như hàng tồn kho và các khoản phải thu có thể cảnh báo các vấn đề về quản lý hàng tồn kho hay các chính sách tín dụng dành cho khách hàng.

Nói một cách tổng quát hơn, có một vài tỷ lệ được sử dụng để đánh giá các khuynh hướng chung trong việc sử dụng nguồn lực. Những tỷ số như vậy đặc biệt liên quan tới các mối quan hệ về hệ số quay vòng và thể hiện, dưới nhiều hình thức khác nhau, số vốn tương ứng đã sử dụng để hỗ trợ khối lượng mà doanh nghiệp đang giao dịch.

Hệ số quay vòng tài sản.

Những tỷ số được dùng phổ biến nhất liên kết doanh thu với tổng tài sản, hoặc doanh thu với tài sản thực. Thước đo này chỉ ra quy mô tài sản cần thiết nhằm hỗ trợ một mức doanh thu cá biệt hoặc, ngược lại, giá trị doanh thu được tạo ra từ một đồng tài sản.

Dù tính toán rất đơn giản, hệ số quay vòng tài sản nói chung là một

thước đo thô vì các bản cân đối kế toán của hầu hết công ty được thiết lập tốt đều liệt kê ra tất cả các tài sản khác nhau ở các mức giá trị khác nhau của các kỳ trước. Những giá trị báo cáo này thường có ít quan hệ với các giá trị kinh tế hiện tại, và những 'bóp méo' gia tăng theo thời gian, cùng với sự thay đổi đáng kể về mức độ lạm phát, hoặc với sự tăng giá các tài sản như bất động sản. Những khác biệt về giá trị như vậy có thể thu hút nhóm những nhà đột phá cố gắng nhận ra giá trị kinh tế thực thông qua sự sang nhượng mang tính lựa chọn của công ty, như chúng ta sẽ thảo luận trong chương 12.

Về cơ bản, tỷ số quay vòng như là một trong những đầu mối mà khi kết hợp, có thể chỉ ra thành quả có thoả đáng hay không. Nếu tổng tài sản được dùng vì mục đích tính bình quân các giá trị đầu năm và cuối năm, thì việc tính toán tỷ số quay vòng của TRW như sau:

$$\begin{aligned} \text{Doanh thu / tài sản} &= \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tổng tài sản bình quân}} \\ &= \frac{10,831}{5(5,899 + 6,410)} = 1.76 \text{ lần (năm 1996: 1.70)}. \end{aligned}$$

Hoặc:

$$\begin{aligned} \text{Tài sản / doanh thu} &= \frac{\text{Tổng tài sản bình quân}}{\text{Doanh thu}} \\ &= \frac{6,154}{10,831} = 57\% \text{ (năm 1996: 59\%)}. \end{aligned}$$

Nếu tài sản thực (tổng tài sản trừ tổng công nợ) được sử dụng, cách tính như sau:

$$\begin{aligned} \text{Doanh thu / tài sản thực} &= \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tài sản thực bình quân}} \\ &= \frac{10,831}{5(3,742 + 3,691)} = 2.91 \text{ lần (năm 1996: 2.61)} \end{aligned}$$

Hoặc:

$$\begin{aligned} \text{Tài sản thực / doanh thu} &= \frac{\text{Tài sản thực bình quân}}{\text{Doanh thu}} \\ &= \frac{3,716}{10,831} = 34\% \text{ (năm 1996: 38\%)}. \end{aligned}$$

Sự khác nhau giữa hai cách tính toán ở chỗ giá trị tài sản được chọn, nghĩa là liệu nên sử dụng tổng tài sản hay tài sản thực. Việc sử dụng tài sản thực loại trừ nợ ngắn hạn trong tỷ số. Ở đây có giả thiết rằng nợ ngắn hạn,

mà hầu hết có bản chất kinh doanh (các khoản phải trả, thuế phải nộp, no95 dài hạn đến hạn trả trong năm...), luôn luôn có ở doanh nghiệp. Do vậy, giá trị của tài sản sử dụng trong doanh nghiệp bị giảm vì mối quan hệ công nợ trong kinh doanh này. Khái niệm này rất quan trọng trong doanh nghiệp thương mại, khi mà quy mô của các khoản phải trả thường chiếm một tỷ trọng khá lớn trên bảng cân đối kế toán

Một lần nữa báo cáo của TRW đã cung cấp thêm một số thông tin trên các báo cáo công khai của mình, cho thấy hệ số quay vòng tài sản ở hai phân khúc kinh doanh lớn. Phân khúc tự động có hệ số quay vòng 1.6 lần (1.8 lần năm 1996), trong khi phân khúc không gian, quốc phòng các hệ thống thông tin đạt kết quả lần lượt là 2.5 lần và 2.8 lần.

Quản lý vốn lưu động.

Trong số những tài sản của công ty, các tài khoản vốn lưu động chủ yếu, hàng tồn kho và các khoản phải thu thường được quan tâm đặc biệt. Những tỷ số được dùng để phân tích chúng thường thể hiện tính hiệu quả của việc quản lý hàng tồn kho và các khoản phải thu. Chúng hỗ trợ cho nhà phân tích phát hiện ra các dấu hiệu suy giảm về giá trị, hoặc sự tích lũy quá mức hàng tồn kho và các khoản phải thu.

Các mức hàng tồn kho không thể được đánh giá chính xác, thiếu so với kiểm kê thực tế, kiểm tra, và đánh giá giá trị hiện tại. Vì một nhà phân tích bên ngoài ít khi có thể làm được điều đó, bước tốt nhất tiếp theo là liên kết giá trị hàng tồn kho ghi sổ với doanh thu hoặc giá vốn hàng bán, để xem liệu rằng có sự chuyển đổi trong mối liên hệ này qua thời gian hay không. Thường thì, hàng tồn kho bình quân được sử dụng để thực hiện việc tính toán này (bình quân hàng tồn kho đầu kỳ và cuối kỳ). Ở nhiều thời điểm, có lẽ chỉ cần sử dụng hàng tồn kho cuối kỳ, nhất là trong trường hợp của những công ty tăng trưởng nhanh mà hàng tồn kho đang được tích lũy để hỗ trợ cho doanh thu tăng nhanh.

Hơn nữa, cũng cần xem xét các phương pháp đánh giá hàng tồn kho mà công ty sử dụng – thí dụ, nhập sau - xuất trước (LIFO), nhập trước - xuất trước (FIFO), giá trị bình quân - cùng bất cứ sự thay đổi nào trong kỳ phân tích, vì những điều này có thể ảnh hưởng đáng kể tới các giá trị trên bảng cân đối kế toán.

Dù mối quan hệ giữa doanh thu với hàng tồn kho thường đủ là thước đo tổng quát của thành quả, liên hệ hàng tồn kho với giá vốn hàng bán sẽ chính xác hơn. Chỉ khi đó cả hai yếu tố của tỷ số mới được nêu trên cùng mặt bằng so sánh về chi phí. Việc sử dụng doanh thu sẽ làm sai lệch, vì doanh thu ghi sổ bao gồm cả lợi nhuận mà không có đưa vào giá trị của hàng tồn kho trên

bảng cân đối kế toán.

Sự khác biệt trong 2 phương pháp tính toán quy mô của hàng tồn kho liên quan tới doanh thu hoặc giá vốn hàng bán được phản ánh trong các phương trình dưới đây:

$$\begin{aligned}\text{Hàng tồn kho / doanh thu} &= \frac{\text{Hàng tồn kho bình quân}}{\text{Doanh thu}} \\ &= \frac{0.5(\$573 + \$524)}{\$10,831} = 5.1\% \text{ (1996: 5.3\%)}\end{aligned}$$

Hoặc:

$$\begin{aligned}\text{Hàng tồn kho / Giá vốn hàng bán} &= \frac{\text{Hàng tồn kho bình quân}}{\text{Giá vốn hàng bán}} \\ &= \frac{\$548}{\$8,826} = 6.2\% \text{ (1996 : 6.3\%)}\end{aligned}$$

Trong các phép tính toán mẫu này, chúng ta đã sử dụng tổng doanh thu và tổng giá vốn hàng bán và dịch vụ. Thực tế cho thấy hàng tồn kho của TRW chủ yếu liên quan với nguyên vật liệu và sản phẩm từ các phân khúc tự động hóa và không gian, quốc phòng và hệ thống thông tin. Với bản chất khác nhau của hai lĩnh vực kinh doanh, thì điều có ích là nên tính các tỷ số riêng cho từng lĩnh vực, nếu có đủ số liệu.

Khi giải quyết với bất cứ công ty sản xuất nào, chúng ta cũng phải đặc biệt cảnh giác với vấn đề thước đo kế toán - vấn đề thường xuyên gặp phải khi sử dụng các phương pháp phân tích khác - bởi giá trị của hàng tồn kho có thể bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi hệ thống kế toán chi phí sử dụng.

Khi đánh giá hiệu quả của việc quản lý hàng tồn kho của một công ty, thước đo thường được sử dụng là số lần quay vòng hàng tồn kho trong kỳ phân tích, như sau :

$$\begin{aligned}\text{Hệ số quay vòng hàng tồn kho} &= \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Hàng tồn kho bình quân}} \\ &= \frac{\$10,831}{\$548} = 19.8 \text{ lần (1996 : 18.7 lần)}\end{aligned}$$

Hoặc:

$$\begin{aligned}\text{Hệ số quay vòng hàng tồn kho} &= \frac{\text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Hàng tồn kho bình quân}} \\ &= \frac{\$8,826}{\$548} = 16.1 \text{ lần (1996 : 15.9 lần)}\end{aligned}$$

Các phép tính này phản ánh tần suất quay vòng hàng tồn kho trong kỳ

hoạt động. Trong trường hợp của TRW, hệ số quay vòng tương đối cao do sự kết hợp việc quản lý hàng tồn kho với sự thay đổi về cơ cấu sản phẩm. Nói chung, hệ số quay vòng càng cao thì càng tốt, vì hàng tồn kho thấp thường ít rủi ro về hàng ứ đọng và việc sử dụng vốn có hiệu suất cao.

Tuy nhiên, các con số quay vòng cao tuy 'đẹp' nhưng cũng có thể là một dấu hiệu cảnh báo về sự thiếu hụt hàng tồn kho, dẫn đến dịch vụ chăm sóc khách hàng kém, và do vậy nguy cơ phải hứng chịu bất lợi cạnh tranh.

Phân tích "các khoản phải thu" cũng dựa trên doanh thu. Ở đây, câu hỏi đặt ra là liệu các khoản phải thu cuối kỳ có xấp xỉ bằng với giá trị doanh thu bán trả chậm mà chúng ta dự kiến chưa thu theo các kỳ hạn tín dụng hiện nay không. Chẳng hạn, doanh nghiệp bán theo kỳ hạn thực/30 ngày thường sẽ dự kiến số dư các khoản phải thu xấp xỉ bằng doanh thu ghi sổ của tháng trước. Nếu doanh thu của 40 hay 50 ngày được phản ánh trên bảng cân đối kế toán thì điều này có nghĩa là một số khách hàng đã gặp khó khăn chi trả hoặc hoặc đã đang lạm dụng kỳ hạn ưu tiên của họ, hoặc một số doanh thu đã phải kéo dài kỳ hạn tín dụng.

Một sự phân tích chính xác các khoản phải thu chỉ được thực hiện bằng việc kiểm tra tuổi của các tài khoản cá nhân ghi trên sổ của công ty. Quá trình tính tuổi bao gồm việc phân loại các khoản phải thu theo số ngày còn được nợ, 10 ngày, 20 ngày, 30 ngày, 40 ngày và v.v..., và liên hệ mô hình này với các kỳ hạn tín dụng áp dụng trong doanh nghiệp.

Quá trình này được thực hiện qua hai bước như sau:

$$(1) \text{ Doanh thu mỗi ngày} = \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Số ngày trong năm}}$$

$$= \frac{\$10,831}{360} = \$30.09 / \text{ngày} \quad (1996: \$27.38 / \text{ngày})$$

Và

$$(2) \text{ Số ngày trong kỳ hạn} = \frac{\text{Các khoản phải thu}}{\text{Doanh thu mỗi ngày}}$$

$$= \frac{\$1,617}{\$30.09} = 53.7 \text{ ngày} \quad (1996 : 50.3 \text{ ngày})$$

Tiến trình tương tự có thể được sử dụng để đánh giá việc quản lý các khoản phải trả. Việc phân tích phức tạp hơn một chút, bởi vì các khoản phải trả phải được liên quan cụ thể với các lần mua thực hiện trong kỳ. Thường thì thông tin hàng mua không có sẵn, ngoại trừ trong trường hợp các công ty thương mại, mà giá trị hàng mua có thể tính bằng cách trừ giá trị tồn kho đầu kỳ vào giá trị tồn kho cuối kỳ và giá vốn hàng bán trong kỳ. Trong công ty sản xuất, hàng mua vào được che dấu trong tài khoản giá vốn hàng bán

và trong hàng tồn kho cuối kỳ. Chúng ta có thể thực hiện ước tính gần đúng bằng cách liên hệ các khoản phải trả với mức sử dụng bình quân mỗi ngày của nguyên liệu, nếu khoản chi phí này có thể tính được từ các thông tin có sẵn.

Trong hầu hết trường hợp, chúng ta có thể theo phương pháp phân tích các khoản phải thu, nếu có thể ước tính hàng mua bình quân hàng ngày trong kỳ. Số ngày của các khoản phải trả sau đó được liên hệ trực tiếp với các kỳ hạn tín dụng thông thường theo đó công ty mua hàng, và chỉ ra những chênh lệch nghiêm trọng từ chuẩn chung đó.

Khả năng sinh lợi.

Khả năng sinh lợi được đánh giá qua các chỉ tiêu sau :

Lợi nhuận trên tài sản (ROA hoặc RONA)

Hình thức phân tích khả năng sinh lợi đơn giản nhất là liên hệ lợi nhuận thuần báo cáo (lãi thuần) với tổng tài sản trên bảng cân đối kế toán, hoặc tài sản thực. Công thức tính, minh hoạ bằng các giá trị của công ty TRW, như sau :

$$\begin{aligned} \text{Lợi nhuận trên tổng tài sản} &= \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Tổng tài sản}} \\ &= \frac{\$499}{\$6,410} = 7.8\% \text{ (1996 : 7.4\%)} \end{aligned}$$

Hoặc:

$$\begin{aligned} \text{Lợi nhuận trên tài sản thực} &= \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Tài sản thực}} \\ &= \frac{\$499}{\$6,410 - \$2,719} = 13.5\% \text{ (1996 : 11.6\%)} \end{aligned}$$

Dù cả hai tỷ số đều là chỉ số của khả năng sinh lợi chung, các kết quả có thể khác nhau nghiêm trọng do các thay đổi về cơ cấu vốn của công ty, quá trình tái cấu trúc và thu mua, và những thay đổi về thuế v.v...

Lợi nhuận trên tài sản trước lãi và thuế.

Như chúng ta đã biết, lãi thuần chính là kết quả hoạt động cuối cùng sau lãi và thuế đã được khấu trừ. Do vậy, lãi thuần bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn qua các khoản chi phí lãi liên quan được khấu trừ vào lợi nhuận trước thuế. Một kết quả có ý nghĩa hơn nữa khi chúng ta loại cả lãi và thuế ra khỏi con số lợi nhuận và sử dụng EBIT (lợi nhuận trước lãi và thuế), đã được cứng minh ở trên. Hơn nữa, sẽ có ích khi loại bỏ mọi khoản thu nhập hoặc chi phí bất thường đáng kể hoặc không thu hồi. Tỷ lệ lãi phản ảnh sức mạnh của khả năng tạo lãi từ nguồn vốn sử dụng trong kinh doanh,

độc lập với mô hình tài trợ, cung cấp vốn, đồng thời độc lập với những thay đổi trong các đạo luật về thuế.

Công thức tính, minh họa bằng số liệu của công ty TRW, như sau :

Lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân trước lãi và thuế:

$$\frac{\text{Lợi nhuận ròng trước lãi và thuế (EBIT)}}{\text{các tài sản bình quân}} = \frac{863}{6,154} = 14.0 \% (\text{năm } 1996: 13.3\%).$$

Hoặc:

Lợi nhuận trên tổng tài sản thực bình quân trước lãi và thuế:

$$\frac{\text{Lợi nhuận ròng trước lãi và thuế (EBIT)}}{\text{các tài sản thực bình quân (việc sử dụng vốn)}} = \frac{863}{3,716} = 23.2\% (\text{năm } 1996: 20.5\%)$$

Nếu chúng ta chấp nhận thuế thu nhập là một phần bình thường trong hoạt động kinh doanh, kết quả này có thể được điều chỉnh bằng cách sử dụng lãi thuần trước lãi nhưng sau thuế.

Khi có lý do để tin rằng thuế thu nhập được chính sửa vì bất kỳ lý do gì và thuế suất hiệu quả không phản ánh các điều kiện bình thường thì thuế suất thu nhập bổ sung sẽ được sử dụng để tính toán ảnh hưởng thực của lãi và các khoản mục khác được cộng lại để tính lợi nhuận trước lãi, sau thuế (EBIAT).

Công thức tính theo số liệu của công ty TRW, như sau:

Lợi nhuận trên tổng tài sản bình quân trước lãi, sau thuế:

$$\frac{\text{Lợi nhuận ròng sau thuế, trước lãi}}{\text{tổng tài sản bình quân}} = \frac{546}{6,154} = 8.9\% (\text{năm } 1996: 8.4\%).$$

Hoặc:

Lợi nhuận trên tài sản thực bình quân trước lãi, sau thuế:

$$\frac{\text{Lợi nhuận ròng sau thuế, trước lãi}}{\text{tài sản ròng bình quân}} = \frac{546}{3,716} = 14.7\% (\text{năm } 1996: 12.9\%).$$

Thước đo khả năng sinh lợi mới được sử dụng rộng rãi là khái niệm “lợi nhuận kinh tế”, hoặc “giá trị kinh tế gia tăng” (EVA). Thước đo này dựa trên giả thuyết rằng để tạo ra giá trị cổ đông, lợi nhuận kiếm được từ các nguồn lực sử dụng phải vượt quá giá trị vốn hỗ trợ cho các nguồn này. Ở hình thức đơn giản nhất, lợi nhuận kinh tế nhận được bằng cách khấu trừ từ những lợi nhuận hoạt động sau thuế một khoản chi phí vốn. Để tính được khoản chi phí vốn, trước tiên cần định nghĩa cơ sở tài sản liên quan, thường là các tài

sản thực (với một số điều chỉnh để tính tài sản hoạt động thực), và thứ hai, tính chi phí vốn bình quân gia quyền của cơ cấu vốn của công ty (được thảo luận chi tiết trong chương 9). Tiếp đó cơ sở tài sản được nhân theo tỷ lệ chi phí vốn, và kết quả được khấu trừ vào lợi nhuận hoạt động sau thuế. Nếu giá trị tính được dương, thì giá trị đã được tạo ra; nếu âm, giá trị đã bị phá hủy. Chúng ta sẽ tìm hiểu sâu hơn khái niệm này trong chương 12.

Như chúng ta sẽ thảo luận trong chương 7 và 8, khả năng sinh lợi cũng dựa trên sự phân tích kinh tế và việc thực hiện thành công các dự án đầu tư mới. Ở đây, đó là điểm then chốt để định nghĩa và phát triển các thay đổi dòng vốn liên quan được đưa ra bởi quyết định đầu tư, đồng thời đánh giá các kết quả thông qua tiến trình xác định giá trị kinh tế dựa trên các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền. Trong những năm gần đây, phương pháp này đã được mở rộng nhằm đánh giá lợi nhuận dòng tiền trên vốn đầu tư cho cả đầu tư mới và đang tồn tại.

Định nghĩa dòng tiền tự do cũng được thảo luận trong chương 12. Đó chính là nền tảng cho những kỹ thuật đánh giá giá trị của dòng tiền giúp thiết lập giá trị của công ty và các bộ phận của nó. Ở hình thức đơn giản nhất, dòng tiền tự do là giá trị thuần của (1) lợi nhuận được báo cáo, đã điều chỉnh khấu hao và các yếu tố kế toán phi tiền tệ khác, trừ (2) đầu tư mới về cơ sở vật chất, đồng thời cộng hoặc trừ (3) những thay đổi về vốn lưu động. Dòng vốn tự do gắn sát với khái niệm tiền vào – tiền ra của thành quả, và được dùng để đánh giá dòng tiền hiện tại và trong tương lai, là tác nhân của giá trị của công ty.

QUAN ĐIỂM CỦA CHỦ SỞ HỮU.

Bây giờ chúng ta quay sang phần thứ 2 trong số 3 quan điểm liên quan tới phân tích thực hiện, đó là quan điểm của chủ sở hữu doanh nghiệp. Đây là những nhà đầu tư mà phải chịu trách nhiệm quản lý và tính toán. Ta thấy khá rõ ràng rằng việc quản lý một công việc kinh doanh phải được nhận thức toàn diện, có trách nhiệm với việc thi hành và kết quả của các hoạt động. Đây là cơ sở tạo ra giá trị cổ đông, như chúng ta đã đề cập ở trên.

Lãi chủ yếu của chủ sở hữu doanh nghiệp - các cổ đông trong trường hợp công ty cổ phần - chính là lãi đầu tư. Trong bối cảnh này, chúng ta đang nói về các khoản lãi đạt được, bằng những nỗ lực và sự quản lý, dựa trên các quỹ đầu tư bởi những người chủ. Những người chủ cũng quan tâm đến cách sắp xếp các khoản thu nhập thuộc về họ; đó là, tái đầu tư trong kinh doanh bao nhiêu so với việc chi trả cổ tức cho họ, hoặc, ở một số trường hợp, bằng cách tái buôn bán các cổ phiếu đang lưu hành. Cuối cùng, họ quan tâm tới hiệu quả của các kết quả kinh doanh đã đạt được - và các kỳ vọng tương lai đối

với những kết quả này - về giá trị thị trường đối với việc đầu tư của họ, đặc biệt là trong trường hợp chứng khoán được buôn bán công khai. Các khái niệm chủ yếu liên hệ với khía cạnh cuối cùng được thảo luận chi tiết trong chương 10 và 11; bởi vậy, ở đây, chúng ta sẽ chỉ xem xét vấn đề.

Lãi Đầu Tư

Mối liên hệ của các khoản lợi nhuận kiếm được đối với khoản đầu tư của các cổ đông trong công ty được hội đồng tài chính xem xét tỉ mỉ. Nhà phân tích dò tìm các thước đo chủ chốt thể hiện thành quả của công ty trong mối liên hệ với số tiền đóng góp của chủ sở hữu doanh nghiệp.

Lợi nhuận trên vốn cổ đông

Tỷ số chung nhất được sử dụng trong việc đánh giá lợi nhuận trên vốn đầu tư của chủ sở hữu chính là mối quan hệ cân của lãi thuần với vốn chủ sở hữu, hoặc tổng đầu tư của các cổ đông. Khi tính, chúng ta không phải thực hiện bất cứ điều chỉnh gì đối với lãi, vì lãi thuần sẵn có cho các cổ đông đã được giảm vì chi phí trả lãi, nếu có, cho chủ nợ và người cho vay. Tuy nhiên, chúng ta buộc phải cân nhắc tác động của các sự kiện bất thường, như tái cơ cấu và những thay đổi lớn về kế toán và các khoản điều chỉnh.

Công thức tính, với số liệu của công ty TRW minh họa:

$$\begin{aligned} \text{Lợi nhuận trên vốn cổ đông} &= \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Vốn cổ đông}} \\ &= \frac{\$499}{\$1,624} = 30.7\% \text{ (1996 : 19.8\%)} \end{aligned}$$

Công thức này cũng có thể tính với vốn chủ sở hữu bình quân, như sau:

$$\begin{aligned} \text{Lợi nhuận trên vốn cổ} & & & \text{Lãi thuần} \\ \text{đông bình quân} & = & \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Vốn cổ đông bình quân}} \\ \text{Lợi nhuận trên vốn cổ} & & & \text{Lãi thuần} \\ \text{đông} & = & \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Vốn cổ đông bình quân}} \\ & = & \frac{\$499}{.5(\$1,624 + \$2,189)} = 26.2\% \text{ (1996 : 19.9\%)} \end{aligned}$$

Lợi nhuận trên vốn cổ phần thường (ROE).

Nếu công ty có nhiều loại cổ phiếu thì nên tính riêng lợi nhuận trên cổ phần thường. Giá trị lợi nhuận trước hết được trừ đi phần trả cổ tức ưu đãi và các khoản nợ bắt buộc khác như phần phân phối cho những người nắm lợi ích thiểu số. Tương tự, tổng vốn cổ đông cũng được khấu trừ phần vốn ưu đãi và các yếu tố tối thiểu. Công thức tính như sau :

$$\text{Lợi nhuận trên vốn} = \frac{\text{Lãi thuần của cổ phần thường}}{\text{Vốn cổ phần thường bình quân}} = \%$$

Lợi nhuận trên vốn cổ phần thường là một con số thống kê được công bố rộng rãi. Tỷ số này được các nhà phân tích chứng khoán xem xét chặt chẽ, sau đó là nhà quản lý và Hội đồng quản trị. Tuy nhiên, vì tỷ số này chỉ tập trung vào phần sở hữu chủ của cơ cấu vốn, lợi nhuận trên vốn cổ phần thường của các công ty có các tỷ lệ nợ dài hạn trong cơ cấu vốn khác nhau xa không thể so sánh được với nhau, vì đòn bẩy nợ sẽ làm tăng mạnh lợi nhuận của chủ sở hữu và làm cho lợi nhuận cao hơn so với các công ty không sử dụng nợ. Tuy nhiên, tính chính xác của các giá trị ghi trên bảng cân đối kế toán và các quá trình tính toán lợi nhuận cũng là một vấn đề của tỷ số này, và các nhà phân tích có thể thực hiện các điều chỉnh cần thiết nếu thấy có nhiều mâu thuẫn. Những mâu thuẫn này có giá trị kinh tế khá lớn không được phản ánh trên bảng cân đối kế toán, do đó kê thiếu vốn cổ đông.

Cuối cùng, có một vấn đề cơ bản của việc sử dụng giá trị ghi sổ của tài sản và giá thị trường. Vì vốn cổ phần thường ghi sổ là giá trị còn lại của tất cả các giao dịch kế toán và các khoản điều chỉnh, giá trị trình bày trên bảng cân đối kế toán nói chung rất khác với giá trị thị trường của cổ phiếu đại diện cho chúng. Ở các công ty thương mại có hoạt động kinh doanh thành công, thị giá của cổ phần thường sẽ cao hơn giá trị ghi sổ của những cổ phần này, thường hai đến ba lần hoặc hơn. Khi lợi nhuận trên vốn cổ phần thường được tính dựa trên cơ sở giá trị thị trường, do đó kết quả có khuynh hướng thấp hơn. Do đó, dù lợi nhuận trên vốn cổ đông dựa trên giá trị ghi sổ được sử dụng rộng rãi, thước đo này nhất định không phản ánh lợi nhuận kinh tế của cổ đông.

Thu nhập trên mỗi cổ phần.

Việc phân tích thu nhập theo quan điểm của chủ sở hữu thường tập trung vào thu nhập trên mỗi cổ phần trong trường hợp công ty cổ phần. Tỷ số chỉ bao gồm việc chia lãi thuần của cổ phần thường theo số lượng cổ phần thường bình quân đang lưu hành:

Thu nhập trên mỗi cổ phần:

$$\begin{aligned} \text{Thu nhập trên mỗi cổ phần} &= \frac{\text{Lãi thuần của cổ phần thường}}{\text{Số lượng cổ phần đang lưu hành bình quân}} \\ &= \$/C_p \end{aligned}$$

Thu nhập trên mỗi cổ phần chính là thước đo mà cả quản lý và cổ đông quan tâm. Thước đo được sử dụng rộng rãi trong việc đánh giá cổ phần thường, và thường là cơ sở xác định các mục tiêu cụ thể của công ty như một phần trong việc lập kế hoạch chiến lược. Tuy nhiên, sự gia tăng các khái

niệm giá trị cổ đông trong thập kỷ qua đã và đang gây ra sự tái đánh giá tầm quan trọng của thu nhập trên mỗi cổ phần, mà là một thước đo thuần kế toán, không phản ánh đầy đủ dòng tiền và các kỳ vọng tạo ra giá trị cho cổ đông.

Trong báo cáo hàng năm 1997 của TRW, thu nhập trên mỗi cổ phần từ các hoạt động đang tiếp diễn trước các khoản chi phí đặc biệt và các khoản xoá sổ được báo cáo là 4.03 vào năm 1997, và 3.27 năm 1996 (xem hình 4-3). Thu nhập trên mỗi cổ phần luôn được tính theo quý và năm, đồng thời là một nội dung ghi sổ mà bất cứ khi nào các cổ phần của một công ty được buôn bán công khai.

Dòng tiền trên mỗi cổ phần.

Trình bày cách tính gần đúng dòng tiền trên mỗi cổ phần từ các kết quả hoạt động kinh doanh thường được dùng là chỉ báo thô về khả năng thanh toán cổ tức bằng tiền của công ty. Công thức này được tính từ con số lãi thuần mà đã cộng lại các khoản khấu hao. Công thức tính :

Dòng tiền trên mỗi cổ phần:

$$\frac{\text{Lãi thuần cộng khấu hao của cổ phần thường}}{\text{Số lượng cổ phần đang lưu hành bình quân}} = \$/Cp$$

Sự tăng giá cổ phần.

Ngoài thu nhập hiện tại được tạo ra cho cổ đông, trong đó một số sẽ được nhận như cổ tức, các nhà đầu tư trong mong một sự tăng giá trị cổ phần thường của họ trên thị trường chứng khoán theo thời gian. Tác nhân chính cho sự tăng giá này là việc tạo ra giá trị kinh tế bổ sung bởi quản lý, nghĩa là, sự tạo ra nhiều dòng tiền dương hơn các dòng chi về lâu dài do sự kết hợp hiệu quả của các quyết định tài trợ, đầu tư và hoạt động kinh doanh.

Tổng lợi nhuận của cổ đông (TSR).

Lợi nhuận đạt được bởi các nhà đầu tư nắm giữ cổ phần trong một công ty chính là sự kết hợp việc tăng giá cổ phần (hoặc giảm) với các cổ tức tiền mặt nhận được qua các kỳ thích hợp được chọn để phân tích. Vì chỉ một phần thu nhập thuộc về các cổ đông được chi trả theo hình thức cổ tức, dòng tiền vào dương thích hợp cho cổ đông chính là dòng cổ tức nhận được, không phải là thu nhập trên mỗi cổ phần được thông báo. Lợi ích kinh tế toàn diện mà cổ đông nhận được là tổng cộng dòng cổ tức này cộng với mọi sự thay đổi về giá cổ phần. Quá trình tính toán chỉ bao gồm việc lấy thị giá cổ phần vào đầu kỳ, tổng cộng cổ tức hàng quý của quý, xác định sự thay đổi về giá vào cuối kỳ, và tính lợi nhuận năm của mô hình này theo thị giá ban đầu.

Khuyñh hướng Các Khoản Thu Nhậ

Việc định kỳ chia các khoản thu nhậ (lãi thuần) thành cổ tức thanh toán và lợi nhuận để lại để tái đầu tư được xem xét tỉ mỉ bởi các cổ đõng và cộng đõng tài chính, vì sự cân bằng giữa tiền mặt để lại hệ thống tài chính tiền lãi để lại, mà tạo thành vốn chủ sở hữu và là nguồn vốn để quản lý sử dụng.

Cổ tức bằng tiền mặt là hình thức chi trả phổ biến nhất, mặc dù cổ tức chứng khoán cũng thường được sử dụng. Trong trường hợp sau, tiền mặt không liên quan. Thay vào đó, các cổ phần bổ sung được phát hành cho cổ đõng tương xứng với lượng cổ phần nắm giữ. Nếu cổ tức tiền mặt thường được chi trả thì cuối cùng cổ tức sẽ dẫn tới tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao hơn.

Cổ tức trên mỗi cổ phần.

Cổ tức được công bố nói chung trên cơ sở mỗi cổ phần hàng quý bởi ban giám đốc của tập đõan, các đại diện cổ đõng được lựa chọn. Bởi vậy, việc tính toán là không cần thiết. Chính sách cổ tức chính là đặc quyền của cả ban, bộ phận mà có quyền quyết định chi trả ở bất cứ cấp độ nào phù hợp. Vì giá trị thị trường chứng khoán chung bị ảnh hưởng theo từng phần bởi cổ tức chi trả và cổ tức được dự báo trước, ban giám đốc này nói chung sẽ giải quyết và đưa ra quyết định kịp thời một cách thận trọng. Cổ tức được công bố mỗi quý và rồi được chi trả sau đó vào ngày đã được ấn định, có thể dẫn tới khác biệt đôi chút giữa cổ tức công bố và cổ tức thực được chi trả trong năm đã nêu. Trường hợp TRW, cổ tức được chi trả là 1.24 mỗi cổ phần năm 1997 và 1.135 năm 1996 (trái ngược với cổ tức công bố là 1.24 và 1.17 lần lượt theo thứ tự năm).

Tỷ lệ cổ tức

Cổ tức hàng năm được chi trả trên mỗi cổ phần có thể liên quan với giá bán cổ phần bình quân hoặc hiện tại sinh ra lợi tức cổ tức:

$$\text{Tỷ lệ cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức hàng năm của cổ phần}}{\text{Thị giá bình quân mỗi cổ phần}} = \%$$

Đây là thước đo lợi nhuận trên vốn đầu tư của chủ sở hữu từ cổ tức bằng tiền mặt. Trong trường hợp TRW, giá chứng khoán trong phạm vi 52 tuần từ tháng 1 năm 1997 tới tháng 12 năm 1997 từ 61.19 xuống 47.38 với mức bình quân xấp xỉ 54.25. Bởi vậy, tỷ lệ cổ tức là \$1.24 mỗi cổ phần, tức đạt 2.3% trên giá bình quân. Tuy nhiên, tỷ lệ này hơi thấp hơn khi so sánh với các công ty khác, vì các chính sách cổ tức khác biệt rất lớn.

Tỷ lệ chi trả.

Tỷ lệ thường được dùng có quan hệ với chính sách cổ tức chính là tỷ lệ chi

trả, phản ánh tỷ lệ thu nhập bằng tiền mặt được chi trả cho cổ đông trong năm, công thức:

$$\text{Tỷ lệ chi trả} = \frac{\text{Cổ tức bằng tiền / cổ phần thường}}{\text{Thu nhập của một cổ phần}} = \%$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$\text{Tỷ lệ chi trả} = \frac{\$1.24}{\$4.03} = 30.8\% \text{ (1996 : 34.5\%)}$$

Vì hầu hết các ban giám đốc có khuynh hướng thích chi trả cổ tức ổn định trên mỗi cổ phần, chỉ điều chỉnh dần dần nên tỷ lệ chi trả của một công ty có thể dao động lớn trong ngắn hạn đáp ứng sự lên xuống về thành quả thu nhập. Tuy nhiên, qua nhiều năm, tỷ lệ chi trả có thể được sử dụng nhằm chỉ ra khuynh hướng của các giám đốc muốn tái đầu tư vốn vào kinh doanh với chi trả thu nhập cho cổ đông.

Tỷ lệ đảm bảo cổ tức.

Những người chủ cũng quan tâm tới mức độ mà cổ tức của họ được đảm bảo bởi thu nhập và dòng tiền. Hơn nữa, họ quan tâm tới mức độ mà tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn và lãi suất gắn liền của chúng cùng với các nhu cầu thanh toán sẽ ảnh hưởng đến khả năng đạt được mức thu nhập tăng trưởng và ổn định của quản lý, và chi trả các cổ tức tương xứng với mong đợi của chủ sở hữu. Có thể tính nhiều loại tỷ lệ đảm bảo, nhưng chúng rất khác với các tỷ lệ chúng ta sử dụng theo quan điểm của người cho vay.

Cổ tức / tài sản.

Cuối cùng, đôi khi là có ích khi liên hệ cổ tức hàng năm được chi trả bởi một công ty với tổng tài sản hoặc tài sản ròng tham gia vào việc tạo ra chúng. Nguyên do giống như tỷ lệ cổ tức được thảo luận ở phần trước, ngoại trừ trong trường hợp này, không phải là thị giá cổ phần, mà là giá trị ghi sổ của tài sản được dùng làm mẫu số. Người ta có thể biện luận rằng thị giá là một chỉ báo hiện hành hơn về tỷ lệ sinh lợi so với giá trị lịch sử của tài sản trên bảng cân đối kế toán. Tuy nhiên, cổ tức / tài sản ở những thời điểm được thấy là một bộ phận của tập hợp dữ liệu phân tích thành quả.

Các chỉ báo Thị Trường

Chúng ta sẽ đề cập vấn đề hai tỷ số thường được dùng như những chỉ báo về thị giá cổ phần: tỷ số giá cả/ thu nhập và tỷ lệ từ thị trường so với ghi sổ. Chủ đề đánh giá thị trường sẽ được thể hiện chi tiết hơn trong chương 11 và 12.

Tỷ số giá cả / thu nhập.

Mối liên hệ đơn giản giữa thu nhập hiện tại với thu nhập kỳ vọng trên mỗi cổ phần và giá cả thị trường hiện hành của cổ phần thường được ban quản lý và các chủ sở hữu tính. Tỷ lệ này cũng được gọi là gia số thu nhập, và nó được dùng như một chỉ báo chung của việc thị trường chứng khoán đang đánh giá thành quả và triển vọng thu nhập của công ty như thế nào. Công thức tính như sau:

$$\text{Tỷ số giá / thu nhập} = \frac{\text{Thị giá cổ phần}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần}} = (\text{lần})$$

Kết quả là một hệ số. Các gia số thu nhập thay đổi giữa các ngành và giữa các công ty, và thực sự là một sự đánh giá gần đúng phán đoán hiện hành về ngành của thị trường và rủi ro của công ty với thành quả thu nhập trước đây và trong tương lai.

Gia số dòng tiền.

Biến thể thành quả thu nhập hiện tại so với thị giá hiện hành là việc sử dụng dòng tiền trên mỗi cổ phần, như đã thảo luận ở trên, phần dòng tiền trên mỗi cổ phần của TRW năm 1997 là \$7.99. Thường thường, định nghĩa về dòng tiền vì mục đích này chính là lợi nhuận sau thuế cộng với khấu hao, được chia theo số lượng cổ phần đang lưu hành. Trong chương 3 đã cho thấy điều này chỉ thể hiện một quan điểm giới hạn về việc tạo ra tiền mặt thực tế trong doanh nghiệp, nhưng thước đo được sử dụng rộng rãi và được đánh giá là một nguyên tắc quan trọng có liên quan với định nghĩa về dòng tiền hoạt động kinh doanh so với giá trị cổ phần.

Tỷ lệ thị giá / giá trị ghi sổ.

Chỉ báo thị giá hiện hành của cổ phần so với giá trị ghi sổ của vốn chủ sở hữu trên bảng cân đối kế toán, cũng tính trên mỗi cổ phần. Giá trị ghi sổ của mỗi cổ phần ngày 31 tháng 12 năm 1997 của TRW là \$13.19, trong khi thị giá bình quân năm 1997 là \$54.25, nhiều hơn 4 lần con số này. Tỷ lệ thị giá / giá trị ghi sổ là một thước đo thành quả vì nhiều lý do như đã nêu cho các tỷ số khác.

Biến động giá tương đối

Dù nhà đầu tư thường quan tâm đến sự thay đổi tuyệt đối về giá trị cổ phiếu nắm giữ, những hiểu biết về thành quả tương đối của cổ phần đối với cả thị trường và với bình quân ngành cụ thể sẽ hữu ích cho việc đánh giá xu hướng của một công ty cụ thể. Chúng ta sẽ thảo luận vấn đề này ở Chương 12, định hướng xây dựng giá trị cổ đông thường dựa trên việc xác định giá tương đối như một trong những biện pháp đã được sử dụng. Biến động giá có thể được thể hiện theo đơn vị tiền tệ tuyệt đối hoặc theo một vài loại tỉ số đã được đề cập ở trên.

Các tác nhân giá trị

Một phương pháp ngày càng được công nhận trong những năm gần đây là việc nhận diện các yếu tố chính thể hiện ý nghĩa trong việc tạo ra giá trị cổ đông của một công ty cụ thể. Theo quan điểm của chủ sở hữu thì các tác nhân giá trị chính có thể có tiềm lực phát triển các sản phẩm hoặc dịch vụ then chốt của công ty, có năng lực công nghệ mang lại lợi thế cạnh tranh, hiệu quả chi phí hơn hẳn trong các quá trình hoặc định vị chiến lược khác biệt. Tất cả những điều này tác động đến những kì vọng của thị trường về sự thành công trong tương lai và tiềm lực phát sinh dòng tiền của công ty. Rõ ràng là những nhân tố này và các tác nhân giá trị, mà có thể là các tỉ số hoạt động cụ thể, phải do công ty phát triển và kiểm soát và là một phần của quá trình quản lý dựa trên giá trị. Vấn đề này chúng ta sẽ thảo luận ở chương 12.

Giá trị của doanh nghiệp.

Đây là một khái niệm chung chỉ ra hai nhân tố chính trong cơ cấu vốn của một công ty, vốn chủ sở hữu và nợ, được định giá riêng biệt trên thị trường. Ở bất kì thời điểm nào thì giá trị thị trường của một doanh nghiệp cũng bằng tổng giá trị thị trường của cổ phiếu và các khoản nợ.

$$VF = VS + VD$$

Trong đó, VS là giá thị trường của mỗi cổ phiếu nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành. VD là giá thị trường của các loại nợ dài hạn khác nhau đang hiện hữu. Công thức này có thể được trình bày bằng cách khác để thể hiện giá trị các cổ phần của công ty là phần còn lại của giá trị doanh nghiệp trừ đi giá trị các khoản nợ :

$$VS = VF - VD$$

Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về những nguyên tắc đánh giá và việc tạo ra giá trị cổ đông của công ty ở Chương 11 và 12.

QUAN ĐIỂM CỦA NGƯỜI CHO VAY

Những người cho vay quan tâm đến việc tài trợ cho nhu cầu của một doanh nghiệp thành công mà sẽ phải thực hiện như được mong đợi. Đồng thời, họ phải cân nhắc các hậu quả vỡ nợ và không thanh toán được nợ có thể xảy ra. Không hề được chia thêm gì ngoài khoản thanh toán định kì về tiền lãi và vốn gốc, người cho vay phải đánh giá cẩn thận rủi ro về khả năng đảm bảo vốn gốc – nhất là khi cho vay dài hạn.

Có một số tỷ số được dùng để đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp, nợ, hay đòn bẩy kinh doanh ... nhằm đánh giá vị trí của chủ nợ với

chủ sở hữu.

Khả Năng Thanh toán

Các tỷ số đánh giá khả năng thanh toán gồm :

Tỷ số hiện hành

Tỷ số được sử dụng phổ biến nhất để xác định rủi ro nợ thể hiện trên bảng cân đối kế toán là tỷ số hiện hành. Mối quan hệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn là một nỗ lực nhằm thể hiện sự an toàn của các trái chủ trong trường hợp vỡ nợ. Công thức tính , minh họa bằng các giá trị của công ty TRW, như sau:

$$\text{Tỷ số hiện hành} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$= \frac{\$2,435}{\$2,719} = 0.90 : 1 \text{ (1996 : 1.29 : 1)}$$

Tỷ số này càng lớn thì vị thế của các trái chủ càng tốt. Theo quan điểm của người cho vay thì một tỷ lệ lớn hơn chắc chắn an toàn hơn trong trường hợp doanh nghiệp thất bại. Tài sản ngắn hạn càng lớn hơn nợ ngắn hạn sẽ càng đảm bảo, hàng tồn kho có thể buộc phải thanh lý, và đẩy mạnh thu hồi các khoản phải thu.

Tuy nhiên, nhìn từ góc độ khác thì tỷ lệ tài sản ngắn hạn cao quá có thể là dấu hiệu của việc quản lý yếu ớt. Điều này có thể cho thấy số dư tiền nhàn rỗi, hàng tồn kho quá nhiều so với nhu cầu hiện hữu và việc quản lý tín dụng kém mà sẽ dẫn đến hậu quả các khoản phải thu quá lớn. Cùng lúc đó doanh nghiệp có thể sẽ không tận dụng được hết vốn vay hiện tại.

Một kinh nghiệm rất phổ biến chỉ ra rằng tỷ lệ nợ ngắn hạn 2:1 là vừa đối với hầu hết doanh nghiệp bởi vì tỷ lệ này cho phép thu hẹp đến 50% giá trị nợ ngắn hạn trong khi vẫn cung cấp thời gian tối thiểu để thanh toán tất cả nghĩa vụ ngắn hạn. Vấn đề của khái niệm này là ở chỗ tỷ số hiện hành đo lường điều kiện về cơ bản không thay đổi và đánh giá một doanh nghiệp như thể các khoản nợ sắp được thanh toán. Tỷ số này không phản ánh việc làm ăn sôi động của doanh nghiệp mà phải là ưu tiên hàng đầu. Người cho vay hoặc chủ nợ tìm kiếm một doanh nghiệp có tương lai với một bản hàng thành công thì phải ghi nhớ điều này, và nên quay lại nội dung phân tích dòng tiền ở chương 3.

Tỷ số thanh toán nhanh

Tỷ số thanh toán nhanh được tính bằng việc sử dụng một phần tài sản

ngắn hạn – tiền mặt, chứng khoán thị trường, và các khoản phải thu – so với nợ ngắn hạn như sau :

$$\text{Tỷ số thanh toán nhanh} = \frac{\text{Tiền + chứng khoán thị trường} + \text{các khoản phải thu}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$= \frac{\$70 + \$1,617}{\$2,719} = 0.62 : 1 \text{ (1996 : 0.82 : 1)}$$

Khái niệm cơ bản này nhằm kiểm tra thu nợ ngắn hạn trong trường hợp khủng hoảng thực sự, với giả thuyết hàng tồn kho không còn giá trị.

Tuy nhiên, theo quan điểm kinh doanh thì tốt hơn nên phân tích một doanh nghiệp theo mô hình tổng dòng tiền tương lai dự kiến, mà dự tính các dòng vào và ra trong kỳ được hưởng tín dụng. Tỷ lệ của tài sản ngắn hạn so với nợ ngắn hạn thường chỉ bao gồm một phần nhỏ của bức tranh này.

Giá trị bán nhanh

Một tỷ số đánh giá khác là xác định, thông qua nhiều giả thuyết, giá trị bằng tiền mà các tài sản khác nhau của công ty sẽ mang lại khi phải bán gấp, và so sánh tổng số này với công nợ của doanh nghiệp. Một lần nữa, đây là quan điểm thanh toán mà không chấp nhận việc thừa nhận các mô hình dòng tiền liên tục.

Đòn bẩy tài chính

Việc sử dụng vốn vay hiệu quả làm tăng thêm lợi nhuận cho chủ sở hữu vì suất sinh lợi thu được từ những khoản vay này – lớn hơn lãi suất phải trả - thuộc về chủ sở hữu và như vậy sẽ tăng tiền lời trên vốn của chủ sở hữu. Tuy nhiên, theo quan điểm của người cho vay, khi lợi nhuận không vượt quá hoặc thậm chí thấp hơn chi phí lãi vay thì lãi suất cố định và vốn gốc vẫn phải trả đủ. Chủ sở hữu phải đáp ứng những nghĩa vụ này, mà có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến vốn chủ sở hữu. Ảnh hưởng dương hoặc âm của đòn bẩy tăng cùng với tỷ lệ nợ trong doanh nghiệp. Với đòn bẩy cao, rủi ro của người cho vay và của chủ sở hữu đều tăng.

Nợ / tài sản

Tỷ số đầu tiên và chung nhất là tỷ lệ tổng nợ, bao gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, so với tổng tài sản, theo công thức sau:

$$\text{Nợ / tài sản} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}} =$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$= \frac{\$4,681^*}{\$6,410} = 73.0\% (1996 : 61.9\%)$$

* Bao gồm nợ dài hạn và thuế thu nhập hoãn trả

Tỉ số này miêu tả tỉ lệ của “tiền của người khác” trong tổng nghĩa vụ so với tài sản của công ty. Tỉ lệ này càng cao thì rủi ro đối với người cho vay càng lớn. Tuy nhiên, tỉ số này không phải là tỉ số phản ánh chính xác khả năng đảm bảo nợ của doanh nghiệp. Như chúng ta đã thấy, giá trị tài sản được ghi trên bảng cân đối kế toán nói chung không chỉ rõ giá trị hiện hành, hoặc giá trị có thể thanh lý. Tỉ số này cũng không chỉ ra bất kì manh mối nào về lợi nhuận và những thay đổi của dòng tiền có thể tác động đến các khoản thanh toán tiền lãi và vốn gốc hiện hành.

Nợ / vốn sở hữu

Tỉ số Nợ / vốn chủ sở hữu so sánh tổng nợ trên vốn chủ sở hữu. Tỉ số này trình bày, theo hình thức khác, các tỉ lệ tương ứng của tất cả các quyền lợi của người cho vay so với tất cả các quyền lợi của chủ sở hữu, và được dùng là thước đo nợ. Thước đo được diễn tả bằng một số tỷ lệ. Công thức tính :

$$\text{Nợ / vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} =$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$= \frac{\$4,681}{\$1,729} = 271\% (1996 : 163\%)$$

Tính sẵn sàng trả nợ

Dù chọn tỉ số nào trong các tỉ số trên, phân tích tỷ lệ nợ vẫn có bản chất tĩnh, và không xét đến tính sôi động của hoạt động kinh doanh cũng như giá trị kinh tế của doanh nghiệp. Quá trình phân tích hoàn toàn dựa trên bảng cân đối kế toán mà bản thân bảng cân đối kế toán cũng chỉ là một bức ảnh chụp nhanh tình trạng tài chính của doanh nghiệp tại một thời điểm nào đó.

Tuy nhiên, tính dễ tính toán của chúng đã khiến chúng trở nên thông dụng. Các tỉ số này rất hữu ích khi là các chỉ báo về xu hướng, khi được tính cho một kỳ thời gian. Tuy nhiên, chúng vẫn không đạt được cốt lõi của quá trình phân tích tính đáng tin cậy, gồm khả năng trả lãi và vốn đúng hạn theo hợp đồng, nghĩa là luôn luôn đảm bảo trả nợ.

Hệ số đảm bảo lãi vay

Một tỉ số thường dùng phản ánh việc đảm bảo trả lãi vay của công ty sử dụng mối quan hệ giữa thu nhập trước khi trả lãi và đóng thuế (EBIT) so với chi phí lãi vay của một kỳ. Tỉ số này được xây dựng với dự kiến rằng thu

nhập hoạt động hàng năm được coi là nguồn quỹ cơ bản để đảm bảo lãi vay, và bất kì thay đổi đáng kể nào trong mối quan hệ cũng cảnh báo những khó khăn. Công thức :

$$\text{Hệ số đảm bảo lãi vay} = \frac{\text{Thu nhập trước thuế và trả lãi}}{\text{Tiền lãi}} =$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$= \frac{\$863}{\$75} = 11.5 \text{ lần (1996 : 9.2 lần)}$$

Hệ số đảm bảo thanh toán chung

Một sự phân tích tinh vi hơn hệ số đảm bảo nợ liên quan với lãi thuần trước thuế và trả lãi so với tổng các khoản thanh toán lãi và nợ gốc hiện hành, nhằm chỉ rõ khả năng thanh toán nợ của công ty trên tất cả các khía cạnh. Vấn đề phát sinh ở cách phân tích này vì các khoản trả lãi được khấu trừ thuế trong khi các khoản thanh toán nợ gốc thì không. Do vậy, chúng ta phải nghĩ đến việc đưa các giá trị này lên một cơ sở chung có thể so sánh được với nhau.

Cách điều chỉnh thường làm là chuyển đổi các khoản trả nợ gốc thành các giá trị trước thuế. Điều này được thực hiện bằng cách chia khoản trả nợ gốc cho hệ số "1-thuế suất hiệu lực". Công thức tính :

$$\text{Hệ số đảm bảo thanh toán chung} = \frac{\text{Thu nhập trước thuế và trả lãi}}{\text{Tiền lãi} + [\text{Khoản thanh toán nợ gốc} / (1 - \text{thuế suất})]} =$$

Với số liệu của công ty TRW :

$$= \frac{\$863}{\$75 + [\$89 / (1 - .37)]} = \frac{\$863}{\$75 + \$141} = 3.99 \text{ lần}$$

Hệ số đảm bảo chi phí cố định

Một khái niệm bao quát hơn là sự kết hợp của tiền lãi với chi phí thuê thành chi phí cố định, sau đó được so sánh với thu nhập trước thuế mà sau đó sẽ cộng lại chi phí cố định. Trong trường hợp của công ty TRW, các số thống kê công bố bao gồm quá trình tính toán hệ số đảm bảo chi phí cố định, là sự kết hợp của 1/3 chi phí thuê với tiền lãi đã trả, sau đó so với thu nhập trước thuế cộng với con số tổng cộng này. Trong năm 1997, hệ số đảm bảo chi phí cố định là 2.9 lần, năm 1996 là 3.4 lần.

Phân tích dòng tiền

Việc xác định khả năng trả nợ của một công ty có ý nghĩa nhất khi xem xét một mô hình dòng tiền và lợi nhuận trong một thời kỳ khá dài để chỉ rõ những dao động chính có tính chu kỳ và tính hoạt động mà bình thường đối với công ty và đối với ngành. Điều này có thể bao gồm các báo cáo tài chính của nhiều năm hay nhiều thời vụ nhằm nhận ra các điểm cao và thấp về thu nhập và nhu cầu vốn. Mô hình của các điều kiện quá khứ sau đó được dự kiến cho tương lai để xem số dư an toàn có đủ đảm bảo tiền lãi, trả nợ gốc, và các khoản chi phí cố định khác hay không.

Nếu doanh nghiệp có những dao động lớn về dòng tiền sau thuế, người cho vay sẽ phản đối việc kéo dài tín dụng khi các hệ số đảm bảo nợ không thể đảm bảo ở mức điểm thấp của mô hình hoạt động. Ngược lại, một doanh nghiệp ổn định sẽ không phải đối đầu với các nhu cầu đảm bảo khó khăn hơn. Loại phân tích này đòi hỏi lập mô hình tài chính mà có thể củng cố cả phạm vi và số lượng các điều kiện thay thế khả thi thông qua các mô hình kế hoạch.

HỆ THỐNG TỈ SỐ

Các loại tỉ số được đề cập trong chương này có rất nhiều điểm chung vì chúng xuất phát từ những thành tố chính của các bản báo cáo tài chính tương tự nhau. Trên thực tế, những tỉ số này thường tương quan và có thể xếp vào cùng loại. Nhà phân tích có thể đưa một loạt các tỉ số vào bảng các nhân tố hiển thị nổi bật là cấp độ quan trọng nhất có thể được sử dụng nhằm tác động đến hoạt động điều hành bằng cách quản lý.

Trong các phân tích nội bộ, rất nhiều công ty đưa hàng loạt hệ thống tỉ số và tiêu chuẩn vào thành các nhân tố mà có tác động đến các quyết định về hoạt động điều hành, toàn bộ lãi suất và hi vọng của cổ đông. Du Pont là một trong những công ty đầu tiên thực hiện sớm biện pháp này trong thế kỷ trước. Công ty này đã công bố một biểu đồ chỉ ra các tác động và mối quan hệ qua lại đến các quyết định trong các khu vực tập trung vào mối liên kết để quay lại về vốn sở hữu như một kết quả chính và biểu thị cho “biểu tượng” cho việc kinh doanh của công ty. Hệ thống của Du Pont đã được xây dựng chỉ bằng cách tính toán các mối quan hệ trong khi đó các khái niệm và biện pháp về dòng tiền thì không được tính đến tại thời điểm đó. Các công ty cam kết quản lý trên cơ sở giá trị, chúng ta sẽ thảo luận ở chương 12, phát triển các mối quan hệ theo mô hình kế hoạch và hệ thống điều hành tập trung vào giá trị của nguồn nhân lực và sự sáng tạo của giá trị của cổ đông thì đang sử dụng sự pha trộn các biện pháp về dòng tiền và tỉ số kế toán và khoa học tự nhiên thích hợp.

Với mục đích cung cấp các nguyên lý cơ bản nên ở phần này chúng ta sẽ chỉ tập trung vào mối quan hệ giữa tỉ số kế toán cơ bản đã được thảo luận trước đó, sử dụng hai tham số chính chia thành các thành tố: suất sinh lời của tổng tài sản là nhân tố quan trọng nhất trong hoạt động quản lý và suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu là biện pháp chính theo quan điểm của chủ sở hữu. Chúng ta sẽ tập trung vào điểm nổi bật của những tỉ số này trong mối liên kết của nó. Như chúng ta đã chỉ ra, có thể đây là mô hình hoạt động của một công ty cụ thể bằng việc mở rộng và liên quan đến những tỉ số này. Việc định nghĩa chính xác các nhân tố trong tỉ số này là việc hết sức quan trọng cho một công ty cụ thể nhằm đạt được sự thống nhất nội bộ. Hơn nữa việc đảm bảo các tỉ số này được giải thích theo cách thúc đẩy sự cân bằng và quyết định kinh tế hỗ trợ tính sáng tạo giá trị của cổ đông là rất quan trọng.

Các Yếu Tố của lợi nhuận trên Tài Sản

Như chúng ta đã nêu thì công thức tính suất sinh lời của tổng tài sản (ROA) là một công thức đơn giản trong đó chỉ ra sự khác biệt của các yếu tố được đưa vào:

$$\text{Lợi nhuận / tài sản} = \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Tài sản}}$$

Chúng ta cũng biết rằng lãi thuần liên quan đến cả hệ số quay vòng tài sản và doanh thu. Do vậy, công thức trên được viết lại như sau:

$$\text{Lợi nhuận / tài sản} = \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Doanh thu}} \times \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tài sản}}$$

Hãy lưu ý là nếu chúng ta loại yếu tố doanh thu ra khỏi công thức thứ 2 thì được kết quả như ở công thức 1. Nhưng chúng ta có thể mở rộng quan hệ này bằng cách thay thế một số yếu tố cơ sở hơn vào công thức:

$$\text{ROA} = \frac{(\text{lãi gộp} - \text{chi phí}) (1 - \text{thuế suất})}{\text{Giá} \times \text{khối lượng}} \times \frac{\text{Giá} \times \text{khối lượng}}{\text{Cố định} + \text{ngắn hạn} + \text{các tài sản khác}}$$

Mối liên hệ được thể hiện ở đây là một mô hình đơn giản về các tác nhân chính mà quản lý có thể tập trung vào để cải thiện lợi nhuận / tổng tài sản. Ví dụ, cải tiến lãi gộp là rất quan trọng, cũng như kiểm soát chi phí. Mối quan hệ Giá/số lượng có thể loại bỏ nhưng chúng ta biết rằng đây là những yếu tố quan trọng để đạt được lãi gộp mong muốn, cũng như kiểm soát giá vốn hàng bán.

Như chúng ta đã nói, quản lý tài sản là vô cùng quan trọng. Công thức trên chỉ ra rằng lợi nhuận trên tổng tài sản sẽ tăng nếu ít tài sản được sử dụng và nếu tất cả các biện pháp quản lý hiệu quả vốn hoạt động được áp dụng. Tối thiểu hóa thuế một các hợp pháp cũng sẽ gia tăng lợi nhuận.

Các Yếu Tố Của lợi nhuận Trên Vốn Chủ Sở Hữu

Một công thức cơ bản tương tự về lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, liên quan với lợi nhuận và số lượng vốn chủ sở hữu, như sau:

$$\text{Lợi nhuận / vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Nếu chúng ta sử dụng các mối quan hệ giữa lợi nhuận với hệ số quay vòng doanh thu để mở rộng công thức thì được:

$$\text{Lợi nhuận / vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Tài sản}} \times \frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Lưu ý, trong công thức trên cho thấy lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) bao gồm 2 yếu tố:

- Lãi thuần đạt được trên tài sản
- Mức độ của đòn bẩy hoặc vốn nợ sử dụng trong kinh doanh

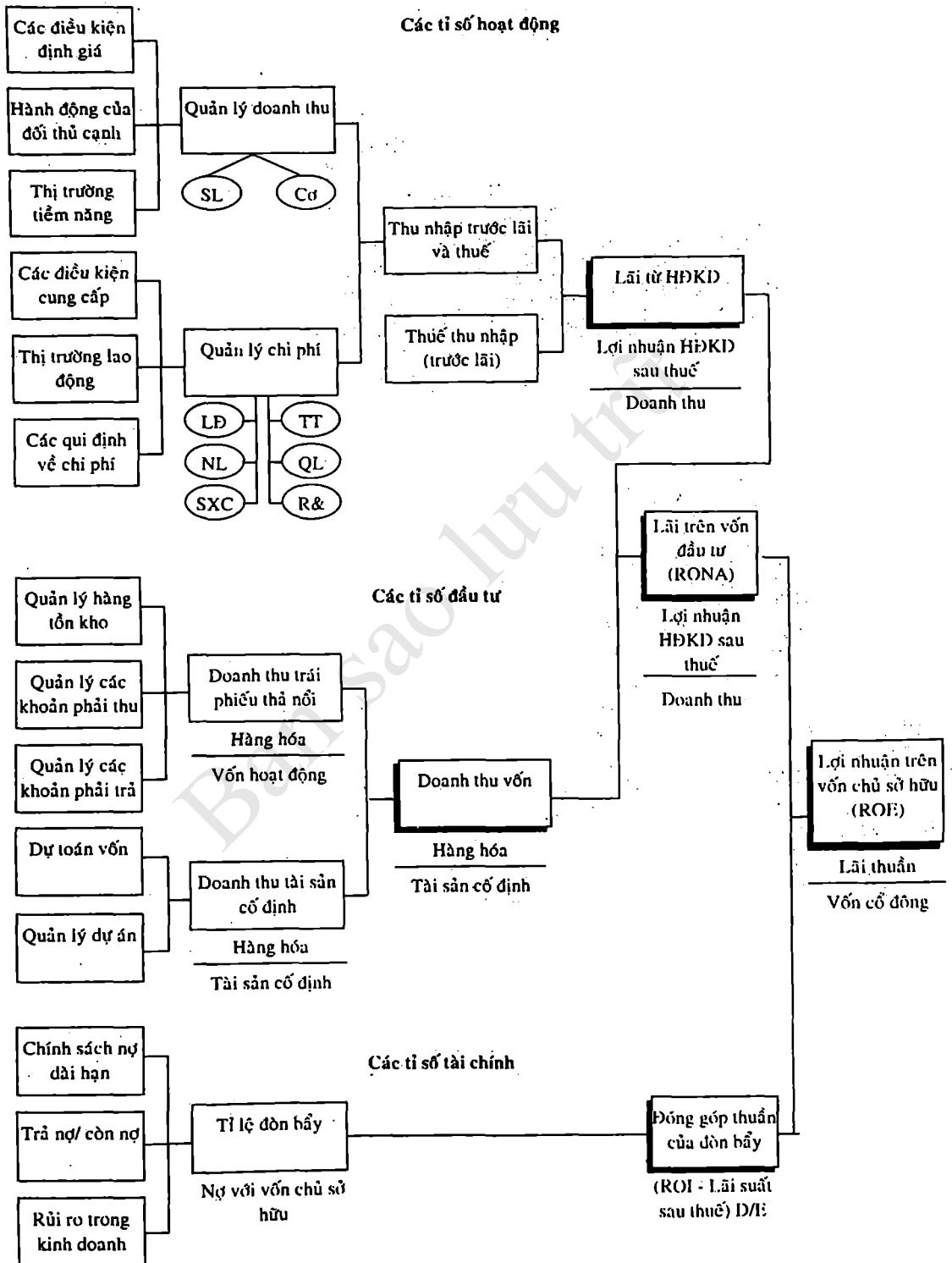
“Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu” là một cách miêu tả tỉ lệ đòn bẩy. Chúng ta có thể mở rộng công thức này hơn nữa để đưa vào các yếu tố chính của lợi nhuận trên tài sản:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lãi thuần}}{\text{Doanh thu}} \times \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tài sản}} \times \frac{\text{Tài sản}}{\text{Tài sản - công nợ}}$$

Một lần nữa chúng ta có thể thấy các tác nhân quản lý chính phải được dùng để làm tăng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Trước hết, phải cải thiện lợi nhuận trong doanh thu, hết hợp với việc sử dụng hiệu quả tài sản tạo ra doanh thu đó. Nhân tố bổ trợ là đẩy mạnh hiệu quả của việc sử dụng vốn nợ. Công nợ càng cao, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu càng được cải thiện, dĩ nhiên với giả thiết rằng doanh nghiệp thu được lợi nhuận trên vốn đầu tư cao hơn chi phí của nợ. Như chúng ta đã biết, việc tạo ra giá trị phụ thuộc vào lợi nhuận chung cao hơn chi phí vốn, điều này không được thể hiện trong công thức trên.

Một công thức tổng quát hơn về mối quan hệ của các tỉ số chính với nhau và với 3 lĩnh vực quyết định chính được trình bày trên hình 4-4 dưới đây:

Hình 4-4: - Hệ thống các tỉ số chính và các yếu tố của chúng



MỘT VÀI VẤN ĐỀ ĐẶC BIỆT

Tác động của thông lệ kế toán và các quyết định quản lý vốn đã được trình bày sơ lược ở chương 2, cho thấy việc kế toán các khoản xoá sổ và thuế hoãn trả là những lĩnh vực phải được xem xét.

Ở đây, chúng ta sẽ xem xét các chọn lựa về phương pháp tính giá hàng tồn kho và khấu hao, và ảnh hưởng của lạm phát.

Định Giá Hàng Tồn Kho

Một vấn đề kế toán được đặt ra là tính giá nào cho hàng hoá bán. Chúng ta có thể thấy các lớp chi phí cấu thành tài khoản hàng tồn kho có quan hệ với sự vận động của nguyên liệu, sản phẩm dở dang và thành phẩm nhập kho. Kế toán muốn doanh thu tương xứng với chi phí khi theo dõi tài khoản hàng tồn kho, nhưng theo quan điểm vật chất thì có thể xuất kho các đơn vị cũ nhất cũng như các đơn vị vừa mới nhập. Thủ kho có thể xuất hàng một cách ngẫu nhiên.

Nếu chi phí bình quân không bao giờ thay đổi thì việc cân đối chi phí với doanh thu không còn là vấn đề vì kế toán chỉ cần theo dõi số hàng hóa được chuyển đến và nhân với giá đơn vị không đổi, cho dù thủ kho chọn hàng tồn kho nào. Tuy nhiên, trong thực tế một vài vấn đề đã nảy sinh. Một công ty sản xuất có thể gặp phải các dao động có tác động lên chi phí bình quân ghi sổ của hàng tồn kho. Điều này thực tế dẫn đến các lớp chi phí khác nhau trong tài khoản thành phẩm tồn kho. Hơn nữa, giá của nguyên liệu thô và yếu tố đầu vào khác có thể bị ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực bởi cung và cầu. Tài khoản nguyên liệu tồn kho do đó sẽ phản ánh các lớp chi phí khác nhau. Tương tự, một công ty thương mại cũng gặp phải những biến động như thế về chi phí của các mặt hàng tồn kho, khi giá cung thay đổi. Hầu hết các hệ thống kế toán chi phí đều cho phép các dao động trong phạm vi dự báo được, nhưng những dao động lớn hơn có ảnh hưởng đến giá vốn tính trên các báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh định kỳ.

Cuối cùng, còn có ảnh hưởng của lạm phát chung, hoặc, hiểm hơn là sự giảm phát. Tác động của lạm phát đến hàng tồn kho nhìn chung làm tăng chi phí của các lần vừa mới mua dẫn đến tăng giá liên tục hàng loạt.

Vì vậy, kế toán phải đối mặt với một vấn đề thực sự trong nỗ lực cân đối chi phí và doanh thu. Nếu chi phí đơn vị tăng đáng kể từ kỳ này qua kỳ khác kia thì quyết định tính chi phí nào vào doanh thu trong một kỳ có thể có ảnh hưởng đáng kể đến các báo cáo tài chính. Phụ thuộc vào việc hàng tồn kho được giải quyết nhanh như thế nào, những chi phí như vậy có thể làm chậm trễ các điều kiện hiện tại trong nhiều tháng hoặc lâu hơn. Vì vậy, trong trường hợp giá tăng, phương pháp tính giá vốn hàng tồn kho nhập

trước, xuất trước (FIFO) sẽ mang lại lợi nhuận trong báo cáo thu cập cao hơn so với giá vốn bình quân. Đồng thời, bảng cân đối kế toán sẽ phản ánh giá trị của hàng tồn kho theo giá hiện tại vì giá cũ nhất và thấp nhất đã bị loại bỏ.

Nếu sử dụng phương pháp nhập sau xuất trước (LIFO), báo cáo thu nhập sẽ thể hiện giá hiện tại và vì thế phản ánh lợi nhuận thấp hơn nhưng thực tế hơn. Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán sẽ chỉ ra giá trị hàng tồn kho đúng thời điểm đó có thể không thực sự đúng vì giá cũ nhất và thấp nhất vẫn còn duy trì.

Chúng ta có thể tranh cãi rằng việc lựa chọn phương pháp không thực sự là vấn đề vì một trong hai bản báo cáo tài chính sẽ bị bóp méo trong cả hai trường hợp này. Câu hỏi trở nên đơn giản khi muốn giá trị bảng cân đối kế toán thực hơn hay lợi nhuận báo cáo thực hơn. Tuy nhiên, có một lĩnh vực về dòng tiền quan trọng liên quan. Việc lựa chọn phương pháp tác động đến số thuế thu nhập phải trả cho từng kỳ. Lợi nhuận cao hơn theo FIFO bị đánh thuế như là thu nhập từ hoạt động kinh doanh cho dù lợi nhuận đó có được từ hàng tồn kho cũ. Vì vậy, một tiêu chuẩn lựa chọn là sự khác nhau về thuế mà có tác động đến các quỹ của công ty. Theo quan điểm này thì LIFO được ưu đãi hơn cho dù lạm phát vẫn diễn ra, giá trị hàng tồn kho trên bảng cân đối kế toán càng ngày càng lỗi thời. Ngạc nhiên hơn, FIFO vẫn là một phương pháp tính giá hàng tồn kho phổ biến dù thuế cao hơn. Rõ ràng là theo FIFO, lợi nhuận được báo cáo cao hơn sẽ hấp dẫn nhiều nhà quản lý hơn dù bất lợi về thuế.

Các công ty kinh doanh, những nhà bán lẻ và các công ty có kinh nghiệm với các dao động lớn của giá trị hàng tồn kho hiện tại thường điều chỉnh giá trị hàng tồn kho, thường vào cuối năm bằng cách sử dụng phương pháp bảo thủ tính lại hàng tồn kho theo giá vốn hoặc theo giá thị trường, giá nào thấp hơn và xoá sổ khác biệt so với lợi nhuận hiện tại. Những khoản điều chỉnh định kỳ như vậy có khuynh hướng là giảm giá công bố, không tăng giá và cho phép các công ty không làm tăng giá trị hàng tồn kho. Trong điều kiện lạm phát cách làm này không hỗ trợ giải quyết vấn đề định giá hàng tồn kho mà chúng ta đã thảo luận.

Phương Pháp Khấu Hao

Khấu hao dựa trên mục tiêu của kế toán nhằm phản ánh việc tính giá cho những hoạt động hiện hữu một tỷ lệ thích hợp của giá vốn tài sản sử dụng trong quá trình tạo ra doanh thu.

Lựa chọn phổ biến nhất cho khấu hao là gì? Xét về phương diện lịch sử, thông lệ kế toán chọn khấu hao theo đường thẳng. Điều này được thực hiện

bằng cách chia nguyên giá tài sản (trừ giá trị thu hồi dự tính) theo cuộc đời dự tính. Ví dụ, tài sản có nguyên giá \$10,000, giá trị thu hồi là \$400 và vòng đời 6 năm thì tỉ lệ khấu hao hàng năm là \$1.600 (1/6 hoặc 16,2/3% của 9.600\$). Biến thể của phương pháp này là khấu hao theo số lượng, mà quá trình phân bổ dựa trên tổng số đơn vị dự tính sẽ sản xuất trong suốt cuộc đời của tài sản và mức khấu hao hàng năm dựa trên số lượng sản xuất của năm đó.

Vì nhiều loại tài sản như xe, thường giảm giá trị nhiều trong những năm đầu, và vì được phép khấu trừ nhanh hơn nên có một vài phương pháp khấu hao tăng tốc đã được xây dựng. Hai phương pháp phổ biến nhất được miêu tả dưới đây.

Khấu hao giảm dần theo số kép được tính toán bằng cách sử dụng 2 lần tỉ lệ khấu hao theo đường thẳng hàng năm (33 1/3 cho 6 năm sử dụng), chia cho toàn bộ giá gốc của tài sản trong năm đầu và giảm dần cho mỗi năm tiếp theo. Nói cách khác, trong ví dụ của chúng ta thì 1/3 chi phí dư lại sẽ được khấu hao vào mỗi năm (xem bảng 4-5). Khấu hao của năm cuối cùng là chi phí dư lại và các giá trị thu hồi được đề nghị giảm giá vào năm cuối cùng.

Khấu hao theo tổng số năm được tính toán bằng cách bổ xung tất cả số năm sử dụng tài sản (1 + 2 + 3 và nhiều hơn). Tổng là mẫu số trong phân số (trong 6 năm sử dụng thì tổng số là 21: 1+2+3+4+5+6). Mỗi con số thể hiện số năm sử dụng theo thứ tự lần lượt. (Trong ví dụ của chúng ta, các mẫu số là 6/21, 5/21, 4/21, 3/21, 2/21 và 1/21). Tại một nhất định, thì khấu hao tài sản là chi phí gốc của tài sản (thấp hơn giá trị thu hồi) được chia cho số năm đó.

Những hình thức khấu hao khác nhau do việc sử dụng các phương pháp khác nhau vì những mục đích kế toán được chỉ ra trong bảng 4-5, sử dụng ví dụ đơn giản của chúng ta để mô tả sự khác nhau trong số lượng hàng năm.

Các phương pháp khấu hao được phép theo mã IRS hiện hành thay đổi thường xuyên, đặc biệt trong những năm 1980. Theo quy định mã thuế của năm 1986 thì IRS kéo dài số năm của tài sản được khấu hao. Phân loại tài sản 6 năm được thiết lập là tài sản cá nhân, với số năm sử dụng là 3,5,7,10 và 20 năm. Đối với tài sản thực (như nhà cửa) với 2 phân loại năm sử dụng là 27,5 và 31,5 năm phải được khấu hao theo đường thẳng. Tất cả các phân loại đều có điểm chung, giả sử những tài sản mới được sử dụng chỉ trong 6 tháng của năm đầu tiên thì khấu hao năm đầu sẽ thấp hơn. IRS quy định phương pháp khấu hao giảm dần theo số kép sử dụng với tài sản sử dụng trên 10 năm và sự khác biệt trong phương pháp này là phương pháp giảm dần 150% đối với tài sản sử dụng 15 và 20 năm.

Bảng 4-5 So sánh các mô hình khấu hao hàng năm

(Tài sản trị giá 10.000\$ sử dụng trong 6 năm và giá trị thu hồi là 400\$)

	Phương pháp khấu hao theo đường thẳng	Phương pháp khấu hao giảm dần theo số kép*	Phương pháp khấu hao giảm 150%**	Phương pháp khấu hao theo tổng số năm
Năm 1	1,600 \$	3,333 \$	2,500 \$	2,743 \$
Năm 2	1,600	2,222	1,875	2,286
Năm 3	1,600	1,482	1,407	1,829
Năm 4	1,600	988	1,406	1,371
Năm 5	1,600	658	1,406	914
Năm 6	1,600	917	1,006	457
Tổng cộng	9,600 \$	9,600 \$	9,600 \$	9,600 \$

* Năm thứ sáu được chỉ ra giá trị thu hồi ròng là 400\$

** Chuyển thành đường thẳng ở năm thứ 4; được quy định đối với các loại tài sản 15 và 20 năm theo IRS

Bảng 4-6 chỉ ra những mô hình thuế đối với sáu loại tài sản khác nhau do IRS thiết lập theo hệ thống thu hồi chi phí nhanh (ACRS), sử dụng tỷ lệ đầu tư khấu hao được cho phép như khấu hao vào mỗi năm.

IRS cam kết chuyển đổi thành khấu hao theo đường thẳng vào những năm sau đó khi phương pháp này có lợi. Những phương pháp này phải được sử dụng nếu một công ty chọn sử dụng phương pháp khấu hao nhanh vì mục đích thuế, trong khi những phương pháp khác có thể được áp dụng để quản kho và báo cáo. Những chi tiết trong các điều lệ của thuế có thể áp dụng được tại thời điểm các bản phân tích đã được kiểm tra kỹ lưỡng bằng các phương pháp cụ thể do IRS cung cấp.

Bảng 4-6 Tỷ lệ khấu hao thuế theo xếp loại tài sản ACRS

Năm	Năm thứ 3	Năm thứ 5	Năm thứ 7	Năm thứ 10	Năm thứ 15	Năm thứ 20
1	33,33	20,00	14,29	10,00	5,00	3,75
2	44,45	32,00	24,49	18,00	9,50	7,22
3	14,81	19,20	17,49	14,40	8,55	6,68
4	7,41	11,52	12,49	11,52	7,70	6,18
5		11,52	8,93	9,22	6,93	5,71
6		5,76	8,93	7,37	6,23	5,28
7			8,93	6,55	5,90	4,89
8			4,45	6,55	5,90	4,52
9				6,55	5,90	4,46

Năm	Năm thứ 3	Năm thứ 5	Năm thứ 7	Năm thứ 10	Năm thứ 15	Năm thứ 20
10				6,55	5,90	4,46
11				3,29	5,90	4,46
12					5,90	4,46
13					5,90	4,46
14					5,90	4,46
15					5,90	4,46
16					2,99	4,46
17-20						4,46
21						2,25

Tác Động Của Lạm Phát

Các điều kiện lạm phát mạnh tại Mỹ vào đầu những năm 1970 dẫn đến tình trạng sai sót đáng kể trong rất nhiều tính toán như chúng ta đã thảo luận.

Trong những năm gần đây, khuynh hướng lạm phát gia tăng mạnh ở những quốc gia lớn và theo sự gia tăng đó thì lạm phát giờ đây được coi là tương đối ôn hòa. Rất nhiều các quốc gia khác, tất nhiên đã phải đối mặt những mức độ lạm phát tinh vi hơn vì thời gian lạm phát dài hơn và còn tiếp tục.

Ở Hoa Kỳ, chuyên gia kế toán và Ủy Ban Chứng Khoán đã gia tăng nhiều nỗ lực trong việc phát triển những cách mới để giải thích và vạch ra tác động của những thay đổi giá hàng hóa và dịch vụ và tỉ giá hối đoái dao động trong thời gian lạm phát. Tuy nhiên, những rắc rối và tranh luận khác nhau trong lĩnh vực phức tạp này nằm ngoài phạm vi của cuốn sách này. Chúng ta sẽ chỉ tập trung vào một vài cơ chế cơ bản được sử dụng chung để giải quyết những thay đổi về mức giá mà là điều rất cần thiết để hiểu tác động này lên những phân tích tài chính. Tóm lại, chương 3, 5 và 11 chỉ thảo luận tóm tắt những điều chỉnh mức giá cần thiết đi đôi với những mục tiêu quản lý, dự đoán và đánh giá quỹ hoạt động. Phụ lục 4 chứa đựng thảo luận những khái niệm cơ bản về hiện tượng lạm phát.

Trong các phân tích hoạt động, vấn đề chính gắn liền với lạm phát là việc sử dụng giá gốc như một nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung. Giá gốc của tài sản được sử dụng và tính giá hoạt động được ghi trong bảng cân đối kế toán. Khấu hao và hoàn nợ phần ảnh theo hình thức trả góp giá cũ thường thấp hơn giá hiện hành. Báo cáo tài chính của ngành công nghiệp nặng đặc biệt với khấu hao tài sản dài hạn và nguồn lực tự nhiên có khuynh hướng phản ánh thuế và lợi nhuận khổng lồ và giá trị tài sản không thật.

Điều này gia tăng tính cạnh tranh của công ty tại các thời điểm khác nhau và tất nhiên là tính cạnh tranh của cả ngành công nghiệp. Thậm chí những dao động giá trị ngắn hạn sẽ tác động đến công ty với số hàng tồn kho lớn, thí dụ, những người bán buôn (bán sỉ).

Một lĩnh vực khác của tình trạng sai sự thật này tác động đến quan điểm của người cho vay. Trong thời kỳ lạm phát, việc giảm giá trị đồng tiền sẽ tác động đến quan hệ vay/ cho vay bởi vì việc tái thanh toán cuối cùng sẽ tạo ra những đồng tiền mất giá. Tóm lại, người cho vay có thể gặp bất lợi trừ khi hợp đồng lãi suất đủ cao để bù đắp lại rủi ro này. Sự gia tăng mạnh mẽ lãi suất dài và ngắn hạn trong những năm 1970 và giảm sau những năm 1980 và đầu những năm 1990 kéo theo sự gia tăng và suy tàn áp lực lạm phát sẽ còn đọng mãi trong trí nhớ của những nhà cho vay dài hạn nói riêng.

Trong rất nhiều biện pháp được sử dụng để giải quyết những thay đổi về giá là phương pháp kế toán chi phí thay thế, những hình thức định giá hàng tồn kho mới và từng phần hoặc toàn bộ báo cáo tài chính định kì. Trên thực tế, lạm phát đã chuyển nguyên tắc cân đối chi phí và doanh thu đơn giản dễ nhầm lẫn thành thách thức trí tuệ và kinh tế. Cho đến nay vẫn không có những phương thức đánh giá sự khác nhau giữa cách báo cáo tái tính toán và báo cáo kế toán gốc.

NHỮNG VẤN ĐỀ CỐT LÕI

Những điểm dưới đây thống kê lại những vấn đề chính đã được đề cập trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Những vấn đề này được liệt kê ở đây nhằm giúp người đọc nhớ được những vấn đề đã thảo luận trong phạm vi mối quan hệ giữa lý thuyết tài chính và thực tế kinh doanh.

1. Phân tích hoạt động kinh doanh là một quá trình phức tạp đòi hỏi những quan điểm được định nghĩa rõ ràng và lựa chọn cẩn thận các biện pháp thích hợp.
2. Nội dung của các kết quả phân tích là phê bình vấn đề được nêu lên một cách thành công do các nhà phân tích giải quyết. Rất nhiều cách thức do các nhà phân tích chỉ ra được trực tiếp đảm bảo tính thống nhất giữa mục tiêu và nguồn dữ liệu và tiến trình tiến hành.
3. Dù các bản báo cáo tài chính được công bố là nguồn có sẵn lớn nhất cho các phân tích tài chính, thì những giới hạn vốn có trong quá trình soạn thảo chúng (dựa trên các nguyên tắc tài chính được chấp nhận chung) yêu cầu sự hiểu biết cơ bản về phần của người sử dụng kết quả phân tích như thế nào trong phạm vi hoạt động và đánh giá có thể bị bóp méo, và những điều chỉnh nào là cần thiết.

4. Không có một biện pháp nào hoặc đặt một biện pháp phù hợp với tất cả mọi tình huống mà trong đó hoạt động kinh doanh được đánh giá. Lựa chọn luôn phụ thuộc vào quan điểm và bối cảnh liên quan.
5. Phân tích hoạt động của một công ty hoặc một ngành kinh doanh cuối cùng cũng liên quan đến việc tạo ra giá trị cổ đông. Vì vậy và hoạt động trong quá khứ và những mong muốn trong tương lai phải được quan sát theo quan điểm phát sinh dòng tiền, lãi suất đầu tư và hiệu quả điều hành.
6. Rất nhiều biện pháp phân tích có mối tương quan lẫn nhau theo nhiều cách và các phân tích có cơ sở đòi hỏi một sự hiểu biết thấu đáo những mối liên kết này.
7. Các phân tích mang tính so sánh của các công ty và doanh nghiệp bị sự thiếu hụt thường xuyên dữ liệu có tính chất so sánh thực sự do sự khác biệt trong sự kết hợp sản phẩm/dịch vụ, lựa chọn hạch toán, quy mô và tuổi của các doanh nghiệp, sự khác biệt trong danh mục vốn đầu tư và phạm vi địa lý. Những con số thống kê ngành có sẵn từ các nguồn khác nhau cũng phải chịu những vấn đề có tính cạnh tranh như vậy.
8. Các phân tích hoạt động hiệu quả nhất trong một tiến trình năng động, sử dụng các mô hình tài chính khả thi nhằm đánh giá sự kết hợp dữ liệu và phương pháp với nhau qua thời gian.

TÓM TẮT

Trong chương này chúng ta đã thảo luận về những lĩnh vực thiết yếu của những bản báo cáo tài chính như một cơ sở đánh giá hoạt động kinh doanh, mặc dù chúng ta đã khẳng định rằng việc tạo ra giá trị thực sự là dựa trên sự phân loại và lập luận về dòng tiền. Với cơ sở này, sau đó chúng ta có thể chứng minh việc đánh giá hoạt động mang lại ý nghĩa khi quan điểm của những nhóm chính cho thấy sự quan tâm với thành công của công ty.

Chúng ta chọn cách tập trung đặc biệt vào quan điểm của ba nhóm – quản lý, chủ sở hữu và những người cho vay – là những nhóm trọng điểm trong hoạt động của doanh nghiệp. Những người khác sử dụng và mở rộng sự hiểu biết của ba nhóm này theo nhu cầu riêng của họ. Cả ba nhóm người này đều quan tâm đến thành công trong kinh doanh, mỗi nhóm đều có quan điểm riêng.

Nhiệm vụ đầu tiên trong quản lý là mang lại sự ổn định, tăng trưởng và thành tích lợi nhuận đáng tin cậy do người chủ giao trách nhiệm đầu tư. Chúng ta thấy rằng trong phạm vi hàng loạt tỉ số được đưa ra thì việc kiểm

tra có tính quyết định đó là lợi nhuận thu được trên số vốn đầu tư vào kinh doanh và hiệu quả đáng chú ý của nó lên giá trị của số vốn mà người chủ bỏ ra, vấn đề này chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn ở chương 11 và 12. Chúng ta cũng thấy rằng những tỉ lệ đã liên kết bằng cơ sở thông tin chung của nó và rất nhiều tỉ lệ đã kết nối trực tiếp thông qua việc sử dụng chung những nhân tố nhất định. Những tỉ lệ này được làm sáng tỏ khi doanh nghiệp được coi như là một hệ thống những điều kiện phụ thuộc lẫn nhau phù hợp với những điều kiện quản lý và ảnh hưởng đặc biệt của nguồn nhân sự giá trị đã được xác định cẩn thận. Cuối cùng, mô hình và sự mô phỏng máy móc là những tiến trình ý nghĩa vì rất nhiều tỉ số riêng lẻ, theo tự nhiên, chỉ là bài kiểm tra đơn thuần mà không thể thừa nhận sự năng động của một doanh nghiệp.

Những thiếu sót trong những bản phân tích liên quan đến những hạn chế của các nguyên tắc kế toán được sử dụng chung và chúng ta cũng mạnh mẽ đề nghị rằng những nhà quản lý và những nhà phân tích lấy quan điểm kinh tế (ngân lưu) để quyết định sẽ mang lại kết quả dài hạn trong hoạt động kế toán. Những điều không chính xác được đưa ra thông qua những thay đổi mức giá gây ra lạm phát, những dao động tiền tệ và những thay đổi giá trị kinh tế. Không có những cách thức cuối cùng nào đối với những vấn đề đo lường này cho đến nay đã được tìm thấy để làm cho những phân tích tài chính thực sự có ý nghĩa so sánh và kinh tế. Với kết quả đó, nhà quản lý và nhà phân tích phải sử dụng sự đánh giá và quan tâm tất cả mọi lúc khi đề cập đến bản giá hoạt động.

PHỤ LỤC 4 -1

TRW. TẬP ĐOÀN VÀ CÁC CÔNG TY CON

Bảng thuyết minh báo cáo tài chính

Tóm tắt các chính sách kế toán quan trọng

Những nguyên tắc của sự hợp nhất - Các báo cáo tài chính bao gồm các tài khoản của công ty đó và các công ty trực thuộc nó ngoại trừ hai công ty bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm trực thuộc do công ty mẹ sở hữu hầu hết cổ phiếu thường và phần lớn vốn đầu tư trong các chi nhánh, các công ty này không nhất thiết phải riêng lẻ, thường được giải trình thông qua phương pháp cổ phiếu.

Sử dụng giá trị ước lượng - Việc chuẩn bị các báo cáo tài chính tuân theo các nguyên tắc kế toán được đồng ý chấp nhận đòi hỏi sự khôn khéo để tạo những giá trị ước lượng và những giả định gây ảnh hưởng đến số lượng tài sản, và các khoản nợ được báo cáo. Làm sáng tỏ những tài sản và khoản nợ ngoài dự kiến như ngày 31 tháng 12 tương ứng các năm 1997 và 1996, số lượng bán và chi tiêu được báo cáo vào ngày 31 tháng 12 tương ứng năm 1997, 1996 và 1995, kết quả thực tế có thể khác biệt so với những con số ước lượng này.

Các hợp đồng dài hạn - Phương pháp "tỷ lệ hoàn thành" được sử dụng để ước lượng doanh thu trong những hợp đồng giá ròng và những hợp đồng giá ròng kích lệ. Lượng hàng hóa được bán dưới những hợp đồng chi phí hoàn lại được ghi là chi phí tự gánh chịu. Tiền thù lao dựa trên chi phí thực, phí thưởng, và phí kích lệ có trong hàng hóa bán ra vào thời điểm số lượng hàng hóa này được ước lượng hợp lý. Thua lỗ trong hợp đồng sẽ được xác định khi có thể định rõ.

Các khoản phải thu - Các khoản phải thu vào ngày 31 tháng 12 các năm 1997 và 1996 lần lượt là \$698 triệu và \$547 triệu, liên quan tới các hợp đồng dài hạn, trong đó tương ứng các năm là \$209 triệu và \$257 triệu không được làm hóa đơn. Những khoản chi phí, lệ phí và những khoản bồi thường không được vào sổ sách thể hiện khoản lợi tức được kiếm và có thể vào sổ sách trong tháng tiếp theo cũng như những khoản lợi tức kiếm được nhưng không thể vào sổ sách được trong thời hạn hợp đồng. Một khoản chia lớn của số này mong đợi sẽ được vào sổ sách trong năm kế tiếp. Những khoản phải thu để giữ lại những khoản sẽ phải thu để đàm phán là không đáng kể.

Hàng tồn kho - Các mặt hàng tồn kho được định giá thấp hơn, chủ yếu theo phương pháp hay thị trường "nhập trước xuất trước" (FIFO). Những mặt hàng tồn kho có thể dùng được trong các hợp đồng dài hạn là không nhiều.

Khấu hao - Khấu hao được tính toán thông qua tuổi thọ sử dụng của

hàng hóa được ước lượng thông qua phương pháp trả tiền đều đặn cho phần lớn tài sản được khấu hao của công ty đó. Số hàng hóa còn lại được khấu hao theo các phương pháp nhanh chóng.

Vốn giá trị của tài sản giảm sút (Khi giá trị sổ sách của tài sản lớn hơn giá trị thanh khoản thực tế của tài sản đó) – Công ty ghi lại vốn giá trị giảm sút bị mất đi ở những tài sản có tuổi thọ dài được sử dụng trong các hoạt động của công ty khi mà điều kiện và hoàn cảnh chỉ ra rằng những tài sản đó có thể bị mất giá trị và không thể giảm dòng tiền thực. Giá trị ước lượng của những tài sản đó là thấp hơn giá trị sổ sách của chúng.

Tài sản vô hình – Những tài sản vô hình được định giá trên nền tảng của chi phí. Tài sản vô hình nảy sinh từ việc mua công ty trước năm 1971 (\$49 triệu) mà chưa được thanh toán bởi vì không có dấu hiệu của việc giá trị bị giảm sút. Những tài sản vô hình nảy sinh từ việc mua công ty sau năm 1970 đang được thanh toán chủ yếu bằng phương pháp trả tiền đều đặn trong hơn 40 năm. Giá trị sổ sách của tài sản vô hình được định giá cho sự giảm sút theo hàng quý.

Hợp đồng hối đoái giao sau – Công ty tham gia vào hợp đồng hối đoái giao sau, phần lớn tự bảo hiểm những cam kết ngoại tệ ổn định và những giao dịch tất nhiên giữa hai công ty trong cùng một tập đoàn. Trong bản hợp đồng ngày 31 tháng 12 năm 1997, công ty đã hợp đồng được một số lượng khổng lồ lên tới \$186 triệu chủ yếu là các loại đô la Canada, Mỹ; Mark Đức; Bảng Anh và đồng Euro kỳ thanh toán rải rác vào các ngày của tháng 12 năm 1998. Những thay đổi trên thị trường giá trị của hợp đồng thường có trên nền tảng của các thương vụ. Các hợp đồng về hối đoái ngoại tệ thường được giao cho các viện tài chính lớn nhằm giảm thiểu những rủi ro tín dụng. không có tài sản thế chấp nào được kí giữ trong các hợp đồng đó, công ty phải lường trước rằng những viện tài chính này làm tròn bổn phận của mình trong các hợp đồng này.

Giá trị hợp lý của các công cụ tài chính

Đơn vị tính: triệu đôla	Năm 1997		Năm 1996	
	Giá trị sổ sách	Giá trị hợp lý	Giá trị sổ sách	Giá trị hợp lý
Tương đương tiền-tiền	\$ 70	\$ 70	\$396	\$386
Nợ ngắn hạn	\$411	\$411	\$ 52	\$ 52
Nợ dài hạn tỷ giá thay đổi	\$736	\$736	\$ 31	\$ 31
Nợ dài hạn tỷ giá cố định	\$509	\$584	\$499	\$553
Bảo hiểm lãi suất (khoản nợ)		(5)		(1)
Các hợp đồng hối đoái giao sau (Khoản nợ)		(2)		(4)

Giá trị hợp lý của khoản nợ dài hạn được ước lượng theo phương pháp phân tích các dòng tiền mất giá dựa trên tỷ lệ vay mượn với cùng thoả thuận vay hiện tại của công ty. Giá trị hợp lý của việc bảo hiểm tỷ lệ lãi suất và các hợp đồng hối đoái tiền tệ giao sau được ước lượng dựa trên giá trị trường qui định của các hợp đồng bù lại.

Các chi phí môi trường – TRW tham gia vào việc trả chi phí ấn định cho môi trường và các nỗ lực khắc phục trong vận hành trang bị, trước khi sở hữu hoặc sử dụng trang bị, và vào tổ chức Supperfund cũng như các địa điểm thải rác khác. Chi phí liên quan tới các lĩnh vực này được dồn lại cho đến khi khoản nợ này có thể được ước lượng hợp lý. Các chi phí ước lượng được ghi vớt mức tối thiểu dựa trên kinh nghiệm và việc đánh giá và thường được định giá có quy tắc khi các nỗ lực được thực hiện. Các khoản tiền bảo hiểm lấy lại được ghi vào khoản giảm chi phí môi trường khi điều chỉnh và định giá.

Lợi tức trên mỗi cổ phiếu – Năm 1997, TRW thông qua SFAS số 128, “lợi tức trên mỗi cổ phiếu”. Tuyên bố số 128 thay thế kết quả tính toán của lợi tức ưu tiên và lợi tức giảm hoàn toàn trên mỗi cổ phiếu bằng lợi tức cơ bản và lợi tức giảm dần trên mỗi cổ phiếu. Không giống như lợi tức ưu tiên trên mỗi cổ phiếu, lợi tức cơ bản loại trừ được bất cứ ảnh hưởng giảm giá nào của quyền mua bán và những cổ phiếu có thể chuyển đổi được. Lợi tức giảm dần tương tự như lợi tức giảm đầy đủ trên mỗi cổ phiếu trước đó. Tất cả lợi tức trên mỗi cổ phiếu cho tất cả các thời kỳ đã được định giá lại cho phù hợp với những yêu cầu của tuyên bố 128. Ảnh hưởng của cổ tức cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi được và các quyền mua bán cổ phiếu của người lao động đã được loại trừ từ kết quả tính toán của lợi tức trên mỗi cổ phiếu giảm dần năm 1997 khi chúng có thể được chống mất giá.

Đơn vị tính hàng triệu, trừ ra mỗi dữ liệu cổ phiếu	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1995
Từ số			
Lãi (lỗ) từ các hoạt động liên tục	\$ (48.5)	\$182.4	\$395.4
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi	(.7)	(.7)	(.8)
Từ số cho lãi suất cơ bản trên mỗi cổ phiếu lãi (lỗ) có thể của các cổ phiếu thường.	(49.2)	181.7	394.6
Ảnh hưởng của những cổ phiếu giá trị giảm dần; cổ tức của cổ phiếu ưu đãi		.7	.8
Từ số cho lãi suất giảm dần trên mỗi cổ phiếu; lãi (lỗ) có thể của các cổ phiếu thường sau khi chấp nhận chuyển đổi	\$(49.2)	\$182.4	\$395.4

Mẫu số			
Mẫu số cho lãi suất cơ bản trên mỗi cổ phiếu; các cổ phiếu thường cân bằng trung bình	123.7	128.7	130.6
Anh hưởng của các cổ phiếu giá trị giảm dần; cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi được		1.1	1.2
Các quyền mua bán cổ phiếu của người lao động		3.0	2.6
Các cổ phiếu có nguy cơ mất giá		4.1	3.8
Mẫu số cho lãi suất giảm dần trên mỗi cổ phiếu; Các cổ phiếu cân bằng trung bình đã được điều chỉnh	123.7	132.8	134.4
Lãi (lỗ) cơ bản trên mỗi cổ phiếu từ các hoạt động liên tục	\$(0.40)	\$1.41	\$3.02
Lãi (lỗ) giảm dần trên mỗi cổ phiếu từ các hoạt động liên tục	\$(0.40)	\$1.37	\$2.94

Nghiên cứu và phát triển

Đơn vị: hàng triệu	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1995
Quỹ khách hàng	\$1.501	\$1.425	\$1.360
Quỹ nghiên cứu và phát triển của tập đoàn	461	412	392
Phát triển sản phẩm	174	160	139
	635	572	531
	\$2.136	\$1.997	\$1.891

Chương trình nghiên cứu và phát triển của công ty bao gồm nghiên cứu và phát triển các sản phẩm thương mại, nghiên cứu và phát triển độc lập, giá cả và công việc đề xuất liên quan đến các sản phẩm và dịch vụ. Một phần chi phí cho nghiên cứu và phát triển độc lập, giá cả và công việc đề xuất có thể lấy lại được thông qua tổng chi phí cho các hợp đồng chính phủ. Các chi phí nghiên cứu sản phẩm bao gồm việc ứng dụng khoa học vào thiết kế và lĩnh vực đáp ứng các nhu cầu của khách hàng mới. Năm 1997 tổng số tiết kiệm được \$548 triệu chi phí cho mua sắm trong quá trình nghiên cứu và phát triển.

Dành quyền sở hữu công ty

Vào ngày 5 tháng 2 năm 1997, công ty này đã nắm giữ 80% lãi suất cổ phiếu trong lĩnh vực túi hơi và bánh lái của công ty Magna International với lượng tiền mặt là \$415 triệu cộng với khoản nợ không có thật là \$50 triệu. Doanh nghiệp này cung cấp các chi tiết túi hơi, bơm, chất nổ đẩy, bánh lái

và thành phần khác liên quan đến các linh kiện tự động hóa. Kết quả của các hoạt động đã bao gồm các báo cáo tài chính từ ngày nắm quyền sở hữu công ty. Việc dành quyền sở hữu công ty được giải trình bằng phương thức mua, do đó giá mua được phân bổ vào lượng tài sản ròng sở hữu được dựa trên giá trị hợp lý được ước lượng và phân bổ cho chi phí của các hoạt động tái cơ cấu phải hoàn thành năm 1998. Giá mua vượt quá lượng tài sản ròng là \$276 triệu và được trả dần trong hơn 40 năm.

Ngày 24 tháng 12 năm 1997 công ty đã mua cổ phần của công ty BDM International, Inc (BDM), với lượng tiền mặt \$880 triệu cộng với số nợ ròng ảo là \$85 triệu. BDM là công ty công nghệ thông tin hoạt động trong lĩnh vực tích hợp hệ thống và phần mềm, dịch vụ máy tính và kỹ thuật, quản lý doanh nghiệp và thị trường hoạt động. Việc dành quyền sở hữu công ty được giải trình bằng phương thức mua, giá mua được ước tính cho lượng tài sản ròng có được trên cơ sở giá trị hợp lý của chúng. Một việc định giá độc lập được thực hiện chủ yếu sử dụng sự ước lượng thu nhập cho việc định giá các tài sản vô hình. Kết quả của việc định giá đó là \$548 triệu được tính cho các dự án nghiên cứu và phát triển đang thực hiện, mà chưa đạt được tính tiện dụng về mặt kỹ thuật và không hề có công dụng thay thế trong tương lai. Số lượng này được biết đến như một khoản chi phí không phải chịu thuế tại thời điểm mua công ty. Lượng tài sản vô hình \$306 triệu sẽ được trả dần trong khoảng thời gian trung bình là 15 năm.

Thông tin tài chính hoạch định chưa được kiểm toán sau đây phản ánh kết quả các hoạt động hợp nhất của công ty như thể là việc mua công ty đã diễn ra ngay từ đầu từng thời kỳ riêng. Thông tin tài chính hoạch định bao gồm các điều chỉnh cho chi phí vay lãi mà lẽ ra được gán cho chi phí mua công ty, khấu hao phát sinh dựa trên giá trị hợp lý thị trường của tài sản, nhà xưởng và trang bị có được, nợ buộc phải xóa của nghiên cứu và triển khai đang thực hiện đã được mua, và sự chi trả từng kỳ của các tài sản vô hình nảy sinh trong các thương vụ. Thông tin tài chính hoạch định không nhất thiết phải biểu lộ kết quả của các hoạt động vì chúng sẽ là các thương vụ này bị ảnh hưởng trong kỳ hạn hiệu lực.

Đơn vị tính: triệu đô, trừ ra số lượng trên mỗi cổ phiếu		
Kết thúc năm (chưa kiểm toán)	1997	1996
Tiền bán hàng	\$11,758	\$11,231
Lỗ từ các hoạt động liên tục	(85)	(392)
Lỗ trên mỗi cổ phiếu	(.69)	(3.05)

Hàng loại và các chi phí đặc biệt

Trong suốt năm 1996, công ty đã bán đều đặn tất cả các mặt hàng của mình trong phân đoạn hệ thống thông tin và dịch vụ. Các báo cáo tài chính này phản ánh các hoạt động không liên tục trong tất cả các thời kỳ thể hiện các tài sản ròng và kết quả thực hiện đó của phân đoạn, cũng như thành quả của thương vụ liên quan. Tiền thu ròng \$1,1 tỷ tiền mặt đưa đến thành quả \$484 triệu (\$260 triệu sau thuế, hay \$1,96 trên mỗi cổ phần). Lượng tiền bán hàng trong các hoạt động không liên tục là \$453 triệu và \$604 triệu tương ứng với các năm 1995 và 1996.

Trong suốt năm 1996, công ty đã ghi số tiền chi phí trước thuế là \$285 triệu (\$252 triệu sau thuế, hay \$1,96 trên mỗi cổ phần) chủ yếu cho các hoạt động trong các lĩnh vực tự động hóa và không gian, hệ thống thông tin và phòng thủ. Các thành phần của các chi phí này bao gồm các chi phí đứt quãng \$40 triệu, hợp đồng dự trữ \$99 triệu, chi phí bảo hiểm và tranh chấp \$127 triệu, tài sản vào sổ \$96 triệu, và các khoản khác là \$ 23 triệu. Các chi tiêu tiền mặt liên quan đến các khoản chi tiêu đứt quãng về căn bản đã được hoàn thành trong năm 2007.

Các khoản chi này được trình bày chi tiết trong Báo cáo Lãi suất của năm 1996 như sau: \$321 triệu chi phí bán hàng; \$18 triệu chi phí vay lãi; \$65 triệu chi phí (thu nhập) khác – ròng; và giảm xuống \$19 triệu trong các đề mục khác. Vì các mục đích cân đối kế toán, các khoản dồn lại khác trong năm 1997 và 1996 lần lượt là \$96 triệu và \$225 triệu liên quan đến các chi phí này

Chi phí (thu nhập) khác – Ròng

Đơn vị tính: triệu đô	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1995
Khoản thu nhập khác	\$(66)	\$(67)	\$(37)
Khoản chi phí khác	48	199	25
Lãi suất tối thiểu	20	12	11
Thu nhập từ các chi nhánh	(12)	(1)	(2)
Thu đổi ngoại tệ	7	7	10
	\$(3)	\$(70)	\$(7)

Khoản thu nhập khác trong năm 1997 bao gồm một khoản thu \$15 triệu từ việc bán bất động sản. Khoản chi tiêu khác trong năm 1996 bao gồm \$65 triệu cho các chi phí đặc biệt

Các khoản thuế thu nhập

Tiền kiếm được các hoạt động liên tục trước khi đánh thuế thu nhập

Đơn vị tính: Triệu đô	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1995
Mỹ (U.S)	\$95	\$133	\$428
Không thuộc Mỹ (non-U.S.)	145	169	197
	\$240	\$302	\$625

Sự dự phòng cho các khoản thuế thu nhập

Đơn vị tính: Triệu đô	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1995
Loại tiền			
Liên bang Mỹ	\$136	\$176	\$90
Không thuộc Mỹ	84	73	57
Địa phương và quốc gia Mỹ	23	20	17
	243	269	164
Tiền trả chậm			
Liên bang Mỹ	46	(130)	31
Không thuộc Mỹ	(4)	(6)	14
Địa phương và quốc gia Mỹ	(4)	13	21
	46	(149)	66
	\$289	\$120	\$230

Tỷ lệ thuế thu nhập hiệu quả

	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1995
Tỷ lệ thuế thu nhập do luật pháp Mỹ quy định	35,0%	35,0%	35,0%
Chi phí không thể khấu trừ	2,7	1,4	2,3
Mạng lưới thuế thu nhập địa phương và quốc gia Mỹ của thuế lợi nhuận liên bang Mỹ	7,6	3,0	3,8
Mạng lưới tỷ lệ thuế thay đổi không thuộc Mỹ của thuế tín dụng nước ngoài	(2,2)	3,4	(,1)
Điều chỉnh các năm trước	(3,5)	(1,9)	(3,0)
Nghiên cứu và phát triển đang trong tiến trình đã được mua	80,0		
Các khoản khác	,7	(2,3)	(,2)
	120,3%	39,6%	36,8%

Tỷ lệ thuế hiệu quả năm 1997 là 120,3 phần trăm so với 39,6 phần trăm năm 1996. Trừ ra số nợ khó đòi của nghiên cứu và phát triển đang trong tiến trình đã mua, tỷ lệ thuế hợp lý là 36,6 phần trăm

Các khoản thuế thu nhập trả chậm phản ánh ảnh hưởng thuế ròng của sự khác biệt tạm thời giữa giá trị sổ sách của tài sản và các khoản nợ vì mục đích báo cáo tài chính với số lượng sử dụng cho mục đích khai thuế thu nhập. Tại thời điểm 31 tháng 12 lần lượt trong các năm 1997 và 1996, công ty đã có khoản lợi nhuận thuế không dùng tương ứng là \$30 triệu và \$23 triệu liên quan đến amngj lưới không thuộc Mỹ thực hiện khoản mang sang bị mất vì mục đích thuế thu nhập, trong đó \$13 triệu và \$18 triệu được mang sang vô hạn định và việc cân đối được ra hạn rộng rãi qua năm 2004. Một khoản chiết khấu định giá tại thời điểm 31 tháng 12 lần lượt các năm 1997, và 1996 là \$25 triệu và \$20 triệu đã được phát hiện để hoàn lại các tài sản thuế chậm có liên quan do sự không chắc chắn trong việc nhận biết lợi nhuận của các khoản mang sang bị lỗ.

Chính công ty có ý định đầu tư lại các khoản tiền kiếm được của các công ty con không thuộc Mỹ chưa được giải ngân và bằng các đó trì hoãn được vô thời hạn việc chuyển tiền của họ. Do đó, các khoản thuế thu nhập bị trì hoãn đã không được cung ứng vào khoản thu nhập không được giải ngân dồn lại là \$451 triệu tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997.

Đơn vị tính: triệu	Tài sản thuế trả chậm		Nợ thuế trả chậm	
	Năm 1997	Năm 1996	Năm 1997	Năm 1996
Lương hưu và các khoản phúc lợi khác sau nghỉ hưu	\$260	\$269	\$6	\$32
Phương thức hợp đồng hoàn thiện của việc tính toán cho các hợp đồng dài hạn.	49	53	457	421
Các khoản thuế nhà nước và địa phương	23	33		8
Dự trữ và tích lũy	85	186		
Khấu hao và trừ dần	10	11	91	86
Các tích lũy bảo hiểm	22	32		
Các khoản mang sang lỗ hoạt động ròng không thuộc Mỹ	30	32		
Các khoản khác	180	143	41	40
	659	750	595	578
Cho phép định giá các tài sản thuế trả chậm	(25)	(20)		
	\$634	\$730	\$595	\$758

Các kế hoạch lương hưu

Công ty đã định rõ kế hoạch phúc lợi lương hưu (nhìn chung không liên quan đến tiền đóng góp của công nhân trừ những người ở Vương quốc Anh) về căn bản cho tất cả những người lao động. Dự tính cho hầu hết những người lao động hưởng lương chi trả các khoản phúc lợi liên quan dựa trên số năm công tác. Dự tính cho những người lao động theo giờ chủ yếu chi trả các khoản phúc lợi dựa trên số lượng mặt bằng đôla và trên số năm công tác. Với chính sách gây quỹ của công ty, các khoản đóng góp hàng năm được dùng để gây quỹ cho các kế hoạch dự trữ trong suốt thời gian làm việc của người lao động, trừ các kế hoạch không được cấp tiền ở Đức và các kế hoạch hiển nhiên không đủ điều kiện ở Mỹ mà đã được cấp tiền như các khoản phúc lợi được chi trả cho những người tham gia. Những đóng góp hàng năm cho các kế hoạch được cấp tiền đã đáp ứng hoặc vượt hơn các yêu cầu quỹ tối thiểu của ERISA hay số lượng yêu cầu của luật pháp hay phong tục địa phương.

Công ty tài trợ một kế hoạch tiết kiệm và sở hữu cổ phiếu hội viên nhờ đó phần lớn người lao động Mỹ của công ty đều đủ điều kiện tham gia. Công ty đối chiếu các khoản đóng góp của người lao động lên tới 3 phần trăm tiền đền bù xứng đáng cho người tham gia. Các đóng góp của công ty được nắm giữ trong một kế hoạch sở hữu cổ phiếu không có tác dụng đòn bẩy của người lao động. Công ty cũng tài trợ đề án phúc lợi đóng góp rõ ràng khác bảo hộ cho người lao động trong một số hoạt động của công ty.

Tỷ lệ hoàn trả dài hạn được mong đợi trên các tài sản dự tính cho các sản phẩm bảo hiểm chính thuộc Mỹ là 9 phần trăm cho các năm 1997, 1996 và 1995. Đối với các sản phẩm bảo hiểm chính không thuộc Mỹ, tỷ lệ hoàn trả dài hạn được mong đợi dao động từ 7 phần trăm đến 9½ phần trăm trong năm 1997, 7 phần trăm đến 9¾ phần trăm trong năm 1996 và 7 phần trăm đến 9½ phần trăm trong năm 1995.

Đơn vị tính: Triệu	Năm 1997		Năm 1996		Năm 1995	
	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ
Các kế hoạch phúc lợi được định rõ						
Phúc lợi chi phí dịch vụ kiến được trong năm	\$27	\$16	\$73	\$14	\$52	\$15
Chi phí trả lãi trên trách nhiệm bảo hiểm đã được lên dự án	179	29	165	28	153	27
Hoàn trả có thật trên các tài sản bảo hiểm	(441)	(30)	(344)	(23)	(508)	(38)

Nợ ròng tả dẫn và trả chậm	207	6	137	8	306	19
Các kế hoạch phúc lợi được định rõ	17	21	31	27	3	23
Kế hoạch đóng góp được định rõ	1	5	1	5	1	5
Dự trữ tiết kiệm và sở hữu cổ phiếu của người lao động	44		40		36	
Tổng chi phí phúc lợi	\$62	\$26	\$72	\$32	\$40	\$28

Đơn vị tính: Triệu	Năm 1997		Năm 1996	
	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ
Giá trị hiện tại của các khoản nợ giải thể				
Nợ giải thể được bảo đảm	\$2.343	\$382	\$1.947	\$368
Các kế hoạch được cấp kinh phí thừa	\$2.291	\$260	\$2.050	\$253
Các kế hoạch cấp thiếu kinh phí	167	138	55	129
Tổng nợ giải thể tích lũy	\$2.458	\$398	\$2.105	\$382
Nợ giải thể dự án	\$2869	\$429	\$2381	\$421
Các kế hoạch được cấp kinh phí thừa	\$3.031	\$301	\$2.782	\$300
Các kế hoạch cấp thiếu kinh phí	105	21	5	14
Tổng tài sản bảo hiểm chính với giá trị hợp lý (chủ yếu là các cổ phiếu và trái phiếu được kê khai)	3.136	322	2.787	314
Các tài sản bảo hiểm chính vượt quá (ít hơn) nợ giải thể dự án	267	(107)	406	(98)
Thu nhập ròng không được phát hiện	(162)	(39)	(253)	(47)
Tài sản ròng không được phát hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 1986 (ngày 01 tháng 01 năm 1989 đối với các kế hoạch không thuộc Mỹ)	(23)	(11)	(41)	(11)
Chi phí dịch vụ trước không được nhận ra	33	11	22	9
Nợ phát sinh tối thiểu	(16)	(7)	(16)	(7)
Tài sản (nợ) lương hưu ròng trình bày trong bảng cân đối tài sản	\$99	\$(153)	\$118	\$(154)

Các giả định của chuyên viên thông kê bảo hiểm

	Năm 1997		Năm 1996	
	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ	Thuộc Mỹ	Không thuộc Mỹ
Tỷ lệ khấu trừ	7,0%	6,07,0%	7,5%	6,57,75%
Tỷ lệ mức độ chi trả lãi	4,4%	3,54,0%	4,4%	4,05,0%

Các khoản phúc lợi ngoài lương hưu sau khi nghỉ hưu

Công ty cung ứng quỹ bảo hiểm y tế và nhân thọ cho phần lớn người lao động nghỉ hưu của công ty ở Mỹ và Canada. Kế hoạch bảo hiểm cung cấp cho việc phân bổ chi phí, trong khuôn khổ đóng góp của người lao động, các khoản có thể khấu trừ và sự cộng đồng bảo hiểm, giữa công ty và những người nghỉ hưu. Kế hoạch bảo hiểm y tế sau hưu đảm đương phần lớn người lao động đã nghỉ hưu từ ngày 01 tháng tám năm 1988, hạn chế sự gia tăng hàng năm trong chi phí đóng góp xuống mức tối thiểu thấp hơn 50% lạm phát y tế hay 4%. Phúc lợi bảo hiểm nhân thọ nhìn chung không chịu phần gánh vác. Chính sách của công ty là cấp tiền cho khoản chi phí của phúc lợi bảo hiểm y tế và nhân thọ sau hưu với số lượng được định giá ở mức thận trọng của việc quản lý. Người nghỉ hưu ở các nước nào đó khác được cấp phúc lợi tương tự với các quỹ được chính phủ họ tài trợ.

Đơn vị: triệu	Năm 1997	Năm 1996
Nợ giải thể tích lũy sau hưu		
Người về hưu	\$511	\$512
Người tham gia đầy thực sự dù điều kiện.	43	35
Những người tham gia tích cực khác	240	213
	794	760
Tài sản bảo hiểm chính với giá trị hợp lý (chủ yếu là các cổ phiếu và trái phiếu được kê khai)	129	83
Nợ giải thể tích lũy sau hưu vượt quá tài sản được bảo hiểm	(665)	(677)
Chi phí dịch vụ trước không được nhận ra	(6)	(6)
Thặng dư ròng không được nhận ra	(30)	(35)
Nợ ròng được nhận ra trong bảng cân đối	\$(701)	\$(718)

Đơn vị tính: triệu	Năm 1997	1996	1995
Chi phí dịch vụ	\$13	\$13	\$10
Chi phí trả lãi	54	54	54
Hoàn vốn có thật trên các tài sản được bảo hiểm	(13)	(7)	(9)

Nợ ròng trả chậm	4	2	5
Chi phí phúc lợi sau hưu định kỳ	\$58	\$62	\$60

Tỷ lệ khấu hao sử dụng trong việc định giá nợ giải thể tích lũy sau hưu như trường hợp 31 tháng 12 năm 1997 và năm 1996 lần lượt là 7 phần trăm và 7½ phần trăm. Vào thời điểm 31 tháng 12 năm 1997 và năm 1998, tỷ lệ gia tăng hàng năm trong chi phí bảo hiểm y tế trên mỗi đầu người chiếm 8 phần trăm cho tất cả những người tham gia. Tỷ lệ này được thừa nhận giảm từ từ xuống 5 phần trăm vào năm 2009 và sau đó sẽ duy trì ở mức này. Vào thời điểm 31 tháng 12 năm 1996 và năm 1997, tỷ lệ gia tăng hàng năm trong chi phí bảo hiểm y tế trên mỗi đầu người chiếm 9 phần trăm cho tất cả những người tham gia dưới tuổi 65 và 8 phần trăm cho những người ở độ tuổi 65 hoặc già hơn. Tỷ lệ này được thừa nhận giảm từ từ xuống 6 phần trăm và 5 phần trăm vào các năm kế tiếp cho đến năm 2009 và sau đó sẽ duy trì ở mức này. Con số gia tăng hàng năm 1 phần trăm trong các tỷ lệ xu thế chi phí được thừa nhận này sẽ tăng khoản nợ giải thể tích lũy sau hưu tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997 xấp xỉ 14 phần trăm và sự tập hợp của các thành phần chi phí lãi suất và dịch vụ trong khoản chi phí phúc lợi định kỳ sau hưu cho năm 1997 là 14 phần trăm. Tỷ lệ hoàn vốn bình quân dài hạn được mong đợi trên các tài sản được bảo hiểm chính là 8 phần trăm trong các năm 1997, 1996, và 1995. Tín phiếu phần lớn tài sản bảo hiểm không phải là đối tượng của thuế thu nhập liên bang.

Nợ và các hợp đồng tín dụng

Nợ ngắn hạn

Đơn vị tính: Triệu	Năm 1997	Năm 1996
Khoản vay thuộc Mỹ	\$318	\$9
Khoản vay không thuộc Mỹ	93	43
Tổng	\$411	\$52

Nợ dài hạn

Đơn vị tính: Triệu	Năm 1997	Năm 1996
Khoản vay thuộc Mỹ	\$691	\$
Khoản vay không thuộc Mỹ	54	44
7,3% nợ ESOP đến kỳ hạn năm 1997		20
Trái phiếu trung hạn		
9,35% trái phiếu đến kỳ hạn năm 2020 (đến hạn năm 2000 tùy lựa chọn của người giữ trái phiếu)	100	100
938% trái phiếu đến hạn năm 2021	100	100
Các trái phiếu trung hạn khác	278	234

Các khoản khác	22	32
Tổng nợ dài hạn	1.245	530
Phần chia hiện tại ít hơn	128	72
	\$1.117	\$458

TRW duy trì hai hợp đồng tín dụng cam kết xoay vòng vốn thuộc Mỹ. Hợp đồng thứ nhất cho phép công ty vay vốn lên tới \$750 triệu với 17 ngân hàng kéo dài qua tháng 6 năm 2002. Hợp đồng thứ hai cho phép công ty vay vốn lên tới \$ 750 triệu với 15 ngân hàng kéo dài đến ngày 08 tháng 12 năm 1998. Tỷ lệ lãi suất dưới hợp đồng này hoặc là tỷ lệ thương lượng, tỷ lệ khởi điểm của các ngân hàng, một tỷ lệ dựa trên chi phí các quỹ trong thị trường chứng nhận tiền gửi thứ cấp, hoặc một tỷ lệ dựa trên Tỷ giá hối đoái liên ngân hàng. Các khoản vay mượn tín phiếu công ty của TRW được các hợp đồng này ủng hộ. Vào thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, các khoản vay mượn lớn theo các hợp đồng tín dụng xoay vòng vốn thuộc Mỹ lần lượt là \$ 60 triệu và \$65 triệu. Tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, \$600 triệu vốn vay ngắn hạn đã được chuyển thành nợ dài hạn khi công ty định bỏ vốn lại cho các khoản vay này trên cơ sở dài hạn và có khả năng làm như vậy theo các hợp đồng tín dụng xoay vòng vốn thuộc Mỹ của mình. Tháng 1 năm 1998, công ty đã phát hành kỳ phiếu và giấy nợ mệnh giá 500 triệu kỳ hạn thanh toán rải rác các ngày năm 2028.

Công ty cũng duy trì một hợp đồng tín dụng xoay vòng vốn đa tiền tệ được cam kết với 17 ngân hàng. Hợp đồng này cho phép công ty vay vốn lên tới \$250 triệu và kéo dài qua tháng 01 năm 2002. Tỷ lệ lãi suất trong hợp đồng dựa trên các chỉ số tỷ lệ lãi suất đa dạng. Tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, không có khoản vay lớn trong hợp đồng đa tiền tệ này.

Vào ngày 24 tháng 12 năm 1997, công ty đã có được các cổ phần của công ty BDM International. BDM đã duy trì một hợp đồng tín dụng xoay vòng vốn đa tiền tệ được cam kết với sáu ngân hàng. Tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, có \$91 triệu trong các khoản vay lớn của các hợp đồng tín dụng xoay vòng vốn đa tiền tệ được cam kết của BDM. Các khoản vay này đã được thanh toán và hợp đồng tín dụng này đã được định giá vào tháng 01 năm 1998.

Như trường hợp 31 tháng 12 năm 1997, công ty có các hợp đồng tỷ lệ lãi suất trao đổi với khoản vay ước tính là \$28 triệu trong đó công ty phải trả một tỷ lệ lãi cố định và nhận tỷ lệ thay đổi. Tỷ lệ trả và nhận lãi suất bình quân trong các hợp đồng này lần lượt là 6,2 phần trăm và 3,4 phần trăm. Các hợp đồng này đáo hạn rải rác các ngày qua năm 1998. Tỷ giá thả nổi theo các hợp đồng lãi suất trao đổi dựa trên tỷ giá LIBOR và đã được

tính toán bằng cách sử dụng tỷ giá của ngày 31 tháng 12 năm 1997. Thanh toán và nhận lại ròng theo các hợp đồng này được coi như một sự điều chỉnh chi phí lãi suất. Các hợp đồng này được ký kết với các viện tài chính lớn, và công ty đã lường trước rằng các viên tài chính này sẽ được hưởng lợi theo các hợp đồng này.

Tỷ lệ lãi suất trung bình của cá khoản vay ngắn hạn còn tồn đọng, bao gồm số vay đã chuyển thành nợ dài hạn vào thời điểm 31 tháng 12 là 6,4 phần trăm và 9,9 phần trăm tương ứng với các năm 1997 và 1996.

Các kỳ phiếu trung hạn khác nảy sinh lãi suất với tỷ lệ từ 5,98 phần trăm đến 9,25 phần trăm và đến hạn thanh toán tại nhiều ngày trong năm 2020.

Các khoản vay dài hạn không thuộc Mỹ sẽ nảy sinh lãi suất, được nói rõ trong khoản vay tiền tệ của địa phương, là từ 3,6 phần trăm đến 9,48 phần trăm tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997 và đến hạn thanh toán vào nhiều ngày trong năm 2005.

Kỳ hạn thanh toán của các khoản nợ dài hạn là (đơn vị: hàng triệu) năm 1998 - \$128; năm 1999 - \$37; năm 2000 - \$12; năm 2001 - \$33; năm 2002 - \$602; \$433 vào những năm tiếp theo.

Các bản kế ước và các hợp đồng vay nợ khác phải chịu, giữa các giao kèo khác, sự hạn chế trong nợ quỹ và sự duy trì giá ròng tối thiểu. Theo cách hiểu hạn chế nhất giữa các hợp đồng giao kèo này, khoản thanh toán cố tức được hạn chế xuống xấp xỉ \$729 triệu tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997.

Các thỏa thuận cân bằng bồi thường và lệ phí cam kết là không cần thiết.

Các cam kết hợp đồng thuê bất động sản

TRW thuê văn phòng, nhà xưởng, máy móc, xe ô tô, phương tiện sử lý dữ liệu và các vật dụng khác. Các hợp đồng thuê bất động sản như vậy, trong một số trường hợp là không thể trì hoãn được, và trong rất nhiều trường hợp bao gồm cả việc tân trang nâng cấp, và hết hạn vào các ngày khác nhau. Công ty thanh toán hầu hết phí bảo trì, bảo hiểm và thuế liên quan đến các tài sản thuê. Chi phí thuê cho việc thuê tài sản vận hành là \$146 triệu cho năm 1997, \$130 triệu cho năm 1996, và \$124 triệu cho năm 1995.

Tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, khoản thanh toán tối thiểu phải trả trong tương lai cho việc thuê tài sản vận hành thiết yếu tổng số là \$372 triệu và có thể trả như sau: năm 1998 - \$103; năm 1999 - \$79; năm 2000 - \$53; năm 2001 - \$34; năm 2002 - \$26 và \$77 các năm kế tiếp.

Vốn cổ phiếu

Cổ phiếu ưu đãi sê ri II- Tích lũy- công bố với giá \$2,75 trên một cổ phiếu; 5 triệu cổ phiếu đã được cấp phép.

Sê ri 1- Mỗi một cổ phiếu có thể chuyển đổi được thành 8,8 cổ phiếu phổ thông, có thể hoàn trả được với giá \$104 trên mỗi cổ phiếu, giá thanh lý ngẫu nhiên là \$104 một lô cổ phiếu, tỉ lệ cổ tức là 4,40 hàng năm.

Sê ri 3 - Mỗi một cổ phiếu có thể chuyển đổi được thành 7,448 cổ phiếu phổ thông, có thể hoàn trả được với giá \$100 trên mỗi cổ phiếu, giá thanh lý ngẫu nhiên là \$40 một cổ phiếu, tỉ lệ cổ tức là 4,50 hàng năm.

Sê ri 4 – Không thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông, giá mua lại và giá thanh lý ngẫu nhiên là \$125 một lô một trăm cổ phiếu. Mỗi cổ tức hàng năm trên một lô một trăm cổ phiếu là dưới \$400 hoặc bằng mức lợi tức hiện tại của cổ phiếu thường, không còn cổ phiếu nào còn tồn tại tại thời điểm ngày 31 tháng 12 năm 1997.

Cổ phiếu thường - \$0,652 giá trị pháp định; 500 triệu cổ phiếu được cấp phép; cổ phiếu còn tồn lại được giảm bớt do số cổ phiếu dự trữ là 10,9 triệu năm 1997 và 7,2 triệu năm 1996.

TRW có một bản dự trù các quyền lợi tức mỗi cổ đông theo bảng ghi ngày 17 tháng 5 năm 1997, được nhận $\frac{1}{2}$ của một quyền cho mỗi lô cổ phiếu thường đang nắm giữ. Mỗi cổ đông có quyền đầy đủ, trong mỗi lần giao dịch, có quyền mua một lô 100 cổ phiếu ưu đãi tích lũy loại II, sê ri 4 có thể hoàn trả được, với giá \$300. Trong các trường hợp khác, mỗi cổ đông với quyền đầy đủ, ngoài việc hưởng lợi, có quyền mua \$600 cổ phiếu thường của công ty TRW hoặc cổ phiếu thường của người khác với giá ưu đãi 50%. Trong các trường hợp nhất định, công ty có thể mua lại các quyền này với quyền lựa chọn giá một cent mỗi quyền.

Tại thời điểm tháng 12 năm 1997, 15,8 triệu cổ phiếu phổ thông được giữ lại cho việc thực hiện và bảo hiểm các quyền lựa chọn cổ phiếu và việc chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi loại II, sê ri 1 và sê ri 3. Có 1,2 triệu cổ phiếu ưu đãi tích lũy hưởng thụ loại II, sê ri 4, được giữ lại cho khoản dự trù các quyền mua của cổ đông.

Quyền mua cổ phiếu

TRW trao quyền mua cổ phiếu không điều kiện cho một số người lao động nhất định để mua cổ phiếu phổ thông của công ty theo giá thị trường vào thời điểm công bố. Các quyền mua cổ phiếu được công bố có thể thực thi được trong phạm vi 1/3 các cổ phiếu được quyền mua cho mỗi năm làm việc đầy đủ sau ngày công bố và có thời hạn 10 năm. Công ty áp dụng các điều khoản của báo cáo kiểm toán sơ bộ số 25 trong việc kiểm kê quyền mua cổ phiếu của người lao động và như vậy, không có chi phí bồi thường được phát hiện khi giá thực thi làm cân bằng giá thị trường của cổ phiếu vào ngày công bố.

	Năm 1997		Năm 1996		Năm 1995	
	Triệu cổ phiếu	Giá thực thi trung bình	Triệu cổ phiếu	Giá thực thi trung bình	Triệu cổ phiếu	Giá thực thi trung bình
Tổng động đầu năm	8,5	\$29,72	9,2	\$26,45	9,4	\$25,09
Được trợ cấp	2,0	50,19	1,7	43,98	1,4	32,32
Được thực hiện	1,6	25,96	1,9	25,28	1,4	23,33
Bị hủy bỏ, được gia hạn, hoặc được định giá	,4	38,63	,5	35,51	,2	28,23
Tổng động cuối năm	8,5	34,94	8,5	29,72	9,2	26,45
Có thể thực hiện được	5,3	27,81	5,6	25,18	6,6	24,07
Giá trị hợp lý trung bình của các quyền mua cổ phiếu được chấp nhận		11,92		9,45		8,24

Tại thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, gần 1.100 người lao động tham gia vào kế hoạch này. Vào thời điểm đó, giá thực thi trên mỗi cổ phiếu trong các quyền mua cổ phiếu còn tồn đọng dao động từ \$19,88 đến \$55,48. Thời hạn trung bình còn lại theo hợp đồng của các quyền mua cổ phiếu này là khoảng 6 năm.

Khoản thù lao trả cho quyền mua cổ phiếu được ban hành vào năm 1997, 1996 và 1995 quyết định dựa trên giá trị hợp lý tại thời điểm phát hành phù hợp với phương pháp giá trị hợp lý của SFAS số 128, lãi thuần và lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu đã giảm 9 triệu đô (0,08đô một cổ phiếu) vào năm 1997, 5 triệu đô (0,04 đô một cổ phiếu) vào năm 1996 và 2 triệu đô (0,02 đô một cổ phiếu) vào năm 1995. Vào năm 1996 và 1995, ảnh hưởng đến lãi thuần có thể không thể hiện ảnh hưởng đến số lãi thuần trong tương lai vì khoản thù lao phản ánh chi tiêu của 2 năm 1996 và 1995.

Giá hợp lý được đánh giá vào ngày phát hành sử dụng mô hình định giá Black – Scholes và sử dụng những giả thuyết trung bình trọng số (số gia quyền) cho năm 1997, 1996 và 1995 lần lượt là: lãi suất phi rủi ro 5,83%, 5,43% và 7,44%; lợi nhuận cổ tức 2,54%, 2,84% và 2,80%; thay đổi kì vọng 20%, 20% và 19% và thời gian 6 năm quyền kì vọng trong năm 1997, 1996 và 1995.

TRW công bố quyền mua cổ phiếu cho những người lao động nhất định với điều kiện những người lao động này được trao quyền nhận cổ phiếu phổ thông của công ty trên cơ sở thành quả lợi nhuận nhất định đối với tài sản thuê. Quyền này ghi rõ số cổ phiếu mục tiêu mà những người lao động này có

thể nhận trong mỗi năm với mục tiêu phải đạt được lợi nhuận trên tài sản thuê. Nếu vượt quá mục tiêu này thì người lao động có thể nhận đến 200% cổ phiếu mục tiêu trong đó vượt trên 100% được trả bằng tiền mặt trừ khi Ủy Ban về Quyền mua cổ phiếu và thù lao của Ban giám TRW quyết định trả khoản vượt chỉ tiêu bằng cổ phiếu. Số lượng mục tiêu quyền mua cổ phiếu hiện hành đã trao cho người lao động và đến ngày 31 tháng 12 năm 1997 và 1996 vẫn còn tồn đọng lần lượt là 0,2 triệu và 0,4 triệu.

Những trường hợp ngẫu nhiên

Công ty khó tránh khỏi những cuộc điều tra, những yêu sách và những vụ kiện pháp lý bao gồm một loạt những vấn đề gia tăng trong thời gian hoạt động kinh doanh. Ngoài ra, công ty đang chỉ đạo một số cuộc điều tra về môi trường và những hoạt động sửa chữa trong phạm vi công ty hiện tại và công ty cũ và cùng với các công ty khác đã chỉ ra một đối tác chịu trách nhiệm trong việc quản lý rác thải. Mỗi một vấn đề này đều khó tránh khỏi những biến đổi khác nhau và một vài vấn đề này có thể được giải quyết bất lợi cho công ty. Việc dự toán mỗi vấn đề tồn đọng được tính bằng cách sử dụng kỹ năng ước lượng chi phí công nghệ tiêu chuẩn. Quyết định những chi phí như vậy là sự cân nhắc đưa ra đánh giá chuyên nghiệp của những người phụ trách môi trường của công ty và hội ý với các chuyên gia môi trường ở ngoài khi cần thiết. Trong khu vực nhiều đối tác, thì việc dự toán này cũng phản ánh sự phân bổ kì vọng tổng chi phí của dự án giữa các bên chịu trách nhiệm khác nhau. Vào ngày 31 tháng 12 năm 1997, công ty đã chi cho vấn đề môi trường là 71 triệu đô bao gồm cả 6 triệu đô cho số lượng tích lũy bổ xung được sử dụng cho cả năm. Công ty nhận được khoản bồi hoàn chi phí môi trường từ các hãng bảo hiểm. Tuy nhiên, tiền bồi thường bảo hiểm không được thể hiện là giảm chi phí môi trường cho đến khi khoản tiền này cố định và rõ ràng. Vào ngày 31 tháng 12 năm 1997, “những tài sản khác” trong bảng cân đối kế toán bao gồm 30 triệu đô tiền bồi thường bảo hiểm liên quan đến những vấn đề môi trường. Công ty tin rằng bất kì khoản nợ nào đều có thể do việc giải quyết những vấn đề về môi trường mà vì thế mà thông tin đầy đủ sẵn sàng hỗ trợ những chi phí dự tính này sẽ không có tác động vật chất lên vị trí tài chính của công ty. Tuy nhiên, công ty không thể dự đoán tác động chi tiêu tài chính của công ty với các lĩnh vực nhất định với thông tin không đầy đủ. Hơn nữa, công ty không thể dự đoán được tác động của sự thật với luật và các điều khoản về môi trường đối với những vấn đề môi trường chưa được biết đến trong quan điểm tài chính của công ty hoặc những tác động có thể của sự thật với các yêu cầu về môi trường được đưa ra trong tương lai.

Hơn thế nữa, Số tiền nợ sản phẩm có thể dùng để trả nợ sau này trong

những trường hợp mà hiện tại người quản lý chưa biết. Mặc dù, trách nhiệm pháp lý sau cùng cho tiền dùng để trả nợ tiềm năng này không thể được xác định vào thời điểm 31 tháng 12 năm 1997, nhưng người quản lý không lường trước được rằng bất kỳ khoản nợ liên quan nào, sau khi cân nhắc lấy lại được tiền bảo hiểm, sẽ có ảnh hưởng bất lợi về vật chất lên vị thế tài chính của công ty.

Trong suốt năm 1997, TRW Vehicle Safety Systems Inc., một công ty con vốn toàn phần của công ty này, đã báo cáo lên cục Chất lượng Môi trường Arizona (ADEQ), những sự lạm dụng tiềm năng của luật chất thải độc hại Arizona tại vùng Queen, Arizona, tạo điều kiện cho thất bại có thể đối với việc phân loại và xử lý đúng nước thải mà đáng ra phải xếp vào hàng nước thải độc hại. ADEQ đang tiến hành một cuộc điều tra về việc lạm dụng tiềm năng này, và công ty đang hợp tác với cơ quan điều tra. Nếu ADEQ khởi tố vụ kiện lần nữa, thì công ty có thể sẽ bị phạt tiền và các khoản bồi thường khác. Công ty đã được các quan chức chính quyền liên bang thông báo cho biết cho biết rằng đang có những cuộc điều tra dân sự và hình sự đối với những vụ lạm dụng tiềm ẩn này. Người quản lý đang hiện thời xác định vấn đề này và không thể định ra được bất cứ một ước lượng có ý nghĩa về số lượng hoặc phạm vi của khoản nợ có thể nào vào thời điểm này.

Trong suốt năm 1996, công ty đã được Bộ tư pháp (DOJ) khuyên rằng nó lẽ ra phải được gọi là bị đơn trong hai vụ kiện do một người lao động cũ của công ty mang lại và phải được đệ trình còn nguyên niêm phong lần lượt vào các năm 1994, 1995 lên tòa án cấp tiểu bang của Mỹ cho lãnh đạo tiểu bang California theo các điều khoản QUITAM trong Đạo luật về các hành vi lừa đảo dân sự. Đạo luật này cho phép một cá nhân khởi kiện với tên là quốc gia Mỹ và chia sẻ trong bất cứ trường hợp nào đòi lại được. Các luận điệu này trong vụ kiện liên quan đến việc phân loại chi phí công ty phải gánh chịu mà đã được tính vào khoản nhất định trong các hợp đồng cấp liên bang của công ty. Theo luật này, chính phủ phải điều tra các luận điệu trên và quyết định xem liệu nó có có ý nghĩa gì trong vụ kiện hay không. Vào ngày 19 tháng 1 năm 1998, Bộ tư pháp đã can thiệp vào vụ kiện tụng trên đối với một số lượng có hạn các luận điệu. Hiện tại, công ty không thể tiên đoán được kết cục của các vấn đề này, mặc dù người quản lý tin rằng công ty đã có sự phòng vệ đáng khen ngợi.

Các phân khúc ngành

TRW Inc. là một công ty nền tảng của Mỹ, cung cấp các sản phẩm công nghệ tiên tiến và dịch vụ cho thị trường ô tô và hệ thống không gian, phòng thủ và thông tin. Thị trường chủ yếu cho các sản phẩm ô tô của công ty là Bắc Mỹ, Châu Âu, và các hãng sản xuất thiết bị, các nhà phân phối độc lập

gốc châu Á. Hệ thống không gian, phòng thủ và thông tin chủ yếu cung cấp sản phẩm và dịch vụ cho chính phủ Mỹ, các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ, và các khách hàng thương mại.

Ô tô- Hệ thống an toàn cho người sử dụng, bao gồm bộ cảm biến, bánh lái, túi khí, và hệ thống dây an toàn. Hệ thống bánh lái, bao gồm các thanh răng và pitong lái bằng điện và bằng tay đối với các xe hạng nhẹ, Hệ thống lái bằng hơi nước đối với các xe tải chuyên dụng và các xe chạy đường cao tốc, và các bộ phận giảm sóc treo. Điều khiển điện và điện tử, các khóa kỹ thuật, và hệ thống kỹ thuật hàn đinh tán và điều khiển. Van động cơ, van các bộ phận truyền động, và piston.

Hệ thống không gian, phòng thủ và thông tin- Tàu vũ trụ, bao gồm việc thiết kế và sản xuất các trang bị tàu vũ trụ dân và quân sự, các hệ thống đẩy phụ, hệ thống quang điện và dụng cụ, trọng tải tàu vũ trụ và các thiết bị mang theo, kỹ thuật laser năng lượng cao và công nghệ laser, và các bộ phận có độ tin tưởng cao khác. Tích hợp hệ thống, các dịch vụ kỹ thuật hệ thống, và phần mềm trong các lĩnh vực chỉ huy và điều khiển quân sự, thu thập tin tức tình báo, an ninh công cộng, mẫu và mô phỏng vật mẫu, đào tạo, bưu chính viễn thông, xử lý hình ảnh, quan sát trái đất, quản lý rác thải hạt nhân, kiểm soát không lưu, an ninh và chống khủng bố, và các hệ thống không gian phòng thủ, hỗ trợ chính phủ công nghệ cao khác. Hệ thống điện, trang bị, linh kiện và dịch vụ, bao gồm thiết kế và sản xuất hệ thống thông tin liên lạc không gian, hệ thống trinh sát trên không, các phương tiện chưa có tên gọi trên không, hệ thống khoa học điện tử áp dụng vào hàng không, thông tin liên lạc thương mại và các công nghệ điện tử khác cho chiết thuật và chiến lược không gian, phòng thủ, và các thiết bị thương mại chọn lọc, Hệ thống công nghệ thông tin, các sản phẩm và dịch vụ cho chính phủ và thị trường thương mại, tập trung vào phòng thủ, y tế và an toàn nhân lực, chuỗi cung cấp tích hợp, kho, hậu cần, tư pháp hình sự, hiện đại hóa hệ thống thuế, và các ứng dụng báo cáo tài chính.

DVT: Triệu đô	Cuối năm 31/12	Ngành xe hơi	Hệ thống không gian, phòng thủ và thông tin	Nhân lực và những chi phí khác của công ty	Tổng
Chi phí	1997	\$7.032	\$3.799	\$	\$10.831
	1996	6.493	3.364		9.857
	1995	6.468	3.100		9.568
Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1997	\$631	\$ (228) (A)	\$ (163)	\$ 240(A)
	1996	319	157	(174)	302
	1995	607	192	(174)	625

Tài sản hữu hình	1997	\$4.307	\$1.546	\$557	\$6.410
	1996	3.683	1.278	938	5.899
	1995	3.706	1.113	851	5.670
Khấu hao và hoàn nợ tài sản, máy móc và thiết bị	1997	\$352	\$115	\$9	\$476
	1996	321	112	10	443
	1995	304	102	9	415
Chi tiêu đầu tư	1997	\$390	\$156	\$3	\$549
	1996	342	157	1	500
	1995	314	114	38	466

Không bao gồm thu mua hàng tồn trong quá trình nghiên cứu và phát triển, Khoáng cách, hệ thống thông tin và phòng vệ và Tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh lần lượt là 320 triệu đô và 788 triệu đô.

Tài sản của công ty bao gồm phần lớn tiền mặt và những thứ tương đương với tiền, thiếu thu nhập ưu đãi hiện hành và thiết bị kinh doanh. Doanh thu từng giai đoạn không đáng kể. Ngành Hệ thống Thông tin và An ninh Vũ trụ chi phí phân phối cho các bộ ngành của chính phủ Mỹ chủ yếu là do là 3.523 triệu đô vào năm 1997, 3.121 triệu đô vào năm 1996 và 2.890 triệu đô vào năm 1995. Ngành xe hơi chi phí cho công ty ô tô Ford là 1.469 triệu đô vào năm 1997, 1.470 triệu đô vào năm 1996 và 1.474 triệu đô vào năm 1995.

Phân vùng địa lý

DVT: Triệu đô	Cuối năm 31/12	Mỹ	Châu Âu	Các khu vực khác	Nhân lực và những chi phí khác của công ty	Tổng
Chi phí	1997	\$6.919	\$3.002	\$910	\$	\$10.831
	1996	6.469	2.522	866		9.857
	1995	6.212	2.525	831		9.568
Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1997	\$94	\$245	\$64	\$(163)	\$240
	1996	212	224	40	(174)	302
	1995	514	220	65	(174)	625
Tài sản hữu hình	1997	\$3.415	\$1.980	\$554	\$461	\$6.410
	1996	3.056	1.411	590	842	5.899
	1995	2.871	1.464	537	798	5.670

Chi phí liên khu vực không quan trọng đối với tổng doanh thu của bất kỳ khu vực địa lý nào

Thông tin Tài chính hàng quý (không kiểm tra)

Tính theo triệu đô trừ mỗi số cổ phần

	Quý I		Quý I		Quý I		Quý I	
	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996
		(C)				(D)	(A)(B)	(E)
Chi phí	\$2.660	\$2.514	\$2.852	\$2.572	\$2.521	\$2.320	\$2.798	\$2.451
Tổng lợi nhuận	482	463	534	479	466	133	523	406
Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động kinh doanh trước thuế thu nhập	195	165	219	188	166	(218)	(340)	167
Lợi nhuận (lỗ) ròng	119	117	135	130	108	106	(411)	127
Lợi nhuận (lỗ) ròng của cổ phiếu (F)	0,92	0,86	1,05	0,97	0,85	0,82	(3,34)	0,98
Chia loãng								
Tiêu chuẩn	0,95	0,89	1,09	1,00	0,88	0,82	(3,34)	1,01

Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động kinh doanh trước thuế thu nhập là 548 triệu đô (4.46 đô một cổ phiếu) không tính bằng tiền mặt liên quan đến nghiên cứu và phát triển đang hoạt động mà không tính lợi tức thuế thu nhập.

Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động kinh doanh trước thuế thu nhập là 15 triệu đô (10 triệu đô sau thuế, 8 cent một cổ phiếu) liên quan đến chi phí tài sản.

Lợi nhuận (lỗ) từ hoạt động kinh doanh trước thuế thu nhập là 18 triệu đô lợi nhuận (12 triệu đô sau thuế, 9 cent một cổ phiếu) liên quan đến thanh toán bồi thường bảo hiểm và 15 triệu đô không tính bằng tiền mặt (13 triệu đô sau thuế, 10 cent một cổ phiếu) liên quan đến SFAS số 121.

Lợi nhuận (lỗ) ròng là 243 triệu đô lãi (1,90 đô một cổ phiếu) liên quan đến doanh thu kinh doanh dịch vụ thông tin và 233 triệu đô (1,83 đô một cổ phiếu) cho hoạt động kinh doanh của ngành xe hơi và hệ thống thông tin và an ninh vũ trụ.

Lợi nhuận (lỗ) ròng là 17 triệu đô lãi (13 cent một cổ phiếu) liên quan đến doanh thu của lãi suất duy trì trong kinh doanh dịch vụ thông tin, 10 triệu đô lợi nhuận (8 cent một cổ phiếu) liên quan đến chi phí thuế cố định và 28 triệu đô phí (22 cent một cổ phiếu) liên quan hàng đầu đến bảo hành sản phẩm.

Tất cả các số trên được ghi lại tuân theo SFAS số 128, "Lợi nhuận với Cổ phiếu." Theo các điều khoản của SFAS số 128 thì tổng lợi nhuận (lỗ) ròng trên mỗi cổ phiếu trong 4 quý không bằng tổng số của cả năm.

Giá cổ phiếu và Cổ tức (không kiểm tra)

Vào ngày 31 tháng 12 năm 1997, giá trị đặt mua mỗi cổ phiếu chung là 13,19\$ so với 17,29\$ vào cuối năm 1996. Các giám đốc của TRW tuyên bố cổ tức hàng quý tiếp theo 238 lần trong suốt tháng 12 năm 1997. Vào năm

1997, cổ tức được tuyên bố trên mỗi cổ phiếu là 1,24\$, tăng 6% so với năm 1996 là 1,17\$. Bảng dưới đây đánh dấu giá thị trường cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi của TRW và cổ tức trả cho các quý của năm 1997 và 1996.

	Quý	Giá cổ phiếu bán ra		Giá cổ phiếu bán ra		Cổ tức trả cho mỗi cổ phiếu	
		1997		1996		1997	1996
		Cao	Thấp	Cao	Thấp		
Mệnh giá cổ phiếu phổ thông 0.625 S mỗi cổ phiếu	1	\$5578	\$4818	\$4618	\$37716	\$0.31	\$0.275
	2	5838	4738	4812	4312	0.31	0.275
	3	61516	5114	5034	41116	0.31	0.275
	4	61316	5012	52	4334	0.31	0.275
Cổ phiếu ưu đãi tích lũy sêri II bằng 4,40S sêri I	1	500	300	379	379	1.10	1.10
	2	45712	442	418	414	1.10	1.10
	3	600	300	500	300	1.10	1.10
	4	495	495	427	427	1.10	1.10
Cổ phiếu ưu đãi tích lũy sêri II bằng 4,50S sêri III	1	400	364	33212	288	1.125	1.125
	2	402	396	352	350	1.125	1.125
	3	42314	42314	425	250	1.125	1.125
	4	420	400	329	329	1.125	1.125

Cổ phiếu loại I có thể quy đổi được 4,40\$ không được bán trực tiếp trong quý đầu của năm 1997 và quý 3 năm 1997 và năm 1996. Cổ phiếu loại III có thể quy đổi được 4,50\$ không được bán trực tiếp trong quý ba của năm 1996. Những mức giá này được chỉ ra trong các quý thể hiện mức độ giá chào bán (cao) và giá chào mua (thấp).

Chương 5

KẾ HOẠCH VỀ NHU CẦU TÀI CHÍNH

Cho đến thời điểm này, chúng ta đã thảo luận về đánh giá hiệu quả hoạt động và đánh giá việc quản lý các quỹ dành cho sản xuất kinh doanh ở bối cảnh các quyết định trong quá khứ về đầu tư, sản xuất kinh doanh và tài chính. Chương này sẽ chuyển trọng tâm sang cái nhìn về phía trước, đó là dự báo các tình hình có thể xảy ra trong tương lai. Đây là một nhiệm vụ vô cùng quan trọng trong quản lý bất cứ doanh nghiệp nào. Chúng ta sẽ thảo luận các khái niệm và kỹ thuật then chốt để dự kiến hoạt động sản xuất kinh doanh và những nhu cầu tài chính cần thiết hỗ trợ cho các hoạt động trong tương lai. Những dự kiến như thế thường liên quan đến các kế hoạch thay thế được vạch ra nhằm áp dụng cho những hoàn cảnh khác nhau, và để kiểm tra độ nhạy cảm của các kết quả đối với các thay đổi trong những giả định trọng yếu.

Dự kiến về nhu cầu tài chính chỉ là một phần trong quy trình hoạch định kinh doanh mà nhờ đó ban giám đốc định vị các hoạt động trong tương lai của công ty tương ứng với dự đoán về môi trường kinh tế, môi trường cạnh tranh, môi trường kỹ thuật và môi trường xã hội. Khi các kế hoạch kinh doanh được vạch ra, chúng thường được cơ cấu xoay quanh các mục tiêu và mục đích cụ thể do công ty và các bộ phận trong công ty cùng đặt ra. Thông thường các kế hoạch sẽ nêu rõ các chiến lược và các hoạt động nhằm đạt được những kết quả ngắn, trung và dài hạn mong muốn, và đặc biệt chú ý đến nhu cầu tạo ra giá trị cho các cổ đông bằng cách mở rộng chi phí vốn trong các hoạt động kinh doanh hiện hành cũng như các khoản đầu tư mới có tốc độ tăng trưởng cao.

Cuối cùng thì những kế hoạch như thế sẽ được định lượng về mặt tài

chính dưới dạng các báo cáo tài chính tính trước (báo cáo tài chính dự thảo) và nhiều ngân sách hoạt động khác. Ngân sách tiền mặt chi tiết và báo cáo lưu chuyển tiền mặt được dùng nhằm có thể thấu hiểu rõ hơn các ngụ ý về tài chính trong các hoạt động dự kiến. Cũng vậy, những tỷ suất then chốt thường được tính toán và trình bày. Các khái niệm và kỹ thuật được đề cập trong Chương 3 và chương 4 là cần thiết cho hoạt động định lượng này.

Phạm vi của cuốn sách này chỉ cho phép chúng ta tập trung vào những phương pháp và khuôn khổ dự kiến tài chính chủ yếu mà thôi. Trước khi các số lượng tài chính chưa thể hiện được ý nghĩa trọn vẹn của chúng thì chúng ta không thể nào cân nhắc một cách rõ ràng về các cơ cấu hoạch định chiến lược rộng hơn mà thông qua đó khám phá ra định hướng tương lai của công ty. Chúng ta cũng không thể đi vào chi tiết các phương pháp thống kê khác nhau thỉnh thoảng vẫn được dùng để hỗ trợ cho những đánh giá liên quan đến việc ước định các điều kiện tương lai.

Tuy nhiên, bản thân các kỹ thuật dự kiến tài chính có thể là các mô phỏng hữu dụng về các kết quả có thể đạt được của những giả định đa dạng mà ban quản lý đặt ra cho những điều kiện tương lai khác nhau. Sự dễ dàng trong việc lập các báo cáo tài chính dự kiến và các kế hoạch lưu chuyển tiền mặt tạo nên sức hút cho những phỏng đoán tiện lợi này- những phỏng đoán mà về sau có thể được cải tiến dựa vào những thông tin và những thấu hiểu thêm- đặc biệt là khi số lượng các thay thế cho hoạt động được thu hẹp lại.

Các bảng tính và mô hình hoạch định trên máy tính đã trở nên hết sức phổ biến, và ngày càng có nhiều chọn lựa về các gói phần mềm cung cấp các mô phỏng và khả năng dự kiến về tài chính. Những ứng dụng này đã giúp giảm đi những vất vả trong quá trình theo dõi các khoảng đầu tư, những giả định về hoạt động sản xuất kinh doanh và những giả định về tài chính thông qua các cơ cấu tài chính của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, đòi hỏi quan trọng nhất để sử dụng thành công các phương pháp dự kiến là kiến thức vững vàng về các kỹ thuật và mối quan hệ tài chính cơ bản, bởi vì bảng tính và các phần mềm phân tích không thể loại bỏ được các nhu cầu trọng yếu nhất về việc phán đoán và tính nhất quán. Chỉ khi có những hiểu biết như thế, nhà phân tích mới có thể tận dụng được hết khả năng của chúng. Do đó, cuốn sách này không tập trung vào những vấn đề chuyên môn về cách sử dụng bảng tính, mà sẽ chú trọng giải thích bản thân các kỹ thuật và khái niệm về tài chính, được cơ cấu xoay quanh bối cảnh ra quyết định của chúng ta.

Các kỹ thuật chính của dự kiến tài chính rơi vào ba loại sau:

+ Các báo cáo tài chính dự kiến

+ Các ngân sách tiền mặt

+ Các ngân sách cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Báo cáo để dự báo, như tên gọi cho thấy, là báo cáo tài chính dự kiến thể hiện một tập hợp các giả định về hoạt động trong tương lai của công ty và những nhu cầu về cung cấp quỹ. Các ngân sách tiền mặt là những dự kiến chi tiết về lưu lượng cụ thể của dòng tiền mặt chảy vào và chảy ra khỏi doanh nghiệp. Các ngân sách cho hoạt động sản xuất kinh doanh là những kế hoạch chi tiết về các mô hình doanh thu và/hoặc chi phí của phòng ban hay của cả công ty; và chúng là phụ trợ cho cả báo cáo tài chính dự báo và báo cáo lưu chuyển tiền mặt.

Cả ba loại kế hoạch này đều liên quan đến hàng loạt dữ liệu kinh tế và tài chính đã được sắp xếp nhằm phục vụ cho mục đích đánh giá hiệu quả hoạt động trong tương lai và những nhu cầu về nguồn vốn tài chính. Như chúng ta đã thấy, ba hệ phương pháp cũng có mối tương quan chặt chẽ với nhau- một sự nối kết có thể được khai thác để đạt được những dự báo nhất quán về tài chính.

Sau khi đã thảo luận cụ thể từng loại, chúng ta sẽ kiểm tra khái niệm về mô phỏng tài chính cơ bản và việc sử dụng các phân tích về độ nhạy cảm để kiểm nghiệm những tác động của các thay đổi lên các giả định trọng yếu trong các dự kiến, những chủ đề này chúng ta sẽ đề cập lại cụ thể hơn trong chương 6.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH ĐỂ DỰ BÁO

Có thể có một cái nhìn dễ hiểu nhất về hiệu quả hoạt động tài chính tương lai của công ty bằng cách tạo lập một tập hợp các báo cáo dự kiến. Chúng đơn thuần chỉ là những bản báo cáo thu nhập và bảng cân đối liên quan được mở rộng đến tương lai dựa vào nhiều giả định. Báo cáo thu nhập để dự báo thể hiện quy mô kế hoạch hoạt động của công ty, trong khi đó bảng cân đối dự báo phản ánh tác động tích lũy dự tính của những quyết định giả định trong tương lai về tình hình tài chính của doanh nghiệp. Cả hai báo cáo này có thể được lập bằng cách dựa vào những ước tính sẵn có về hoạt động trong tương lai rồi dự kiến cho từng tài khoản một những kết quả và tình hình giả định. Như ta thấy, phương pháp này không dựa trên những giao dịch kế toán chi tiết mà dựa trên việc sử dụng một cách sáng tạo các khung báo cáo tài chính như là một cơ cấu để từ đó sắp đặt các kỳ vọng cho tương lai.

Hầu như trong mọi lúc, một bản báo cáo thứ ba – bảng báo cáo về lưu chuyển tiền tính trước- phải được lập để giúp thấu hiểu hơn bằng cách thể hiện những chuyển động của các nguồn quỹ mong đợi trong suốt khoảng thời

gian dự báo; được sắp xếp vào những thể loại quen thuộc là hoạt động sản xuất kinh doanh, các khoản đầu tư và hoạt động tài chính. Như đã thấy trong chương 3, các báo cáo lưu chuyển tiền mặt cung cấp góc nhìn năng động nhất về những thay đổi kỳ vọng trong bức tranh cung cấp quỹ tài chính của công ty.

Các kế hoạch để dự báo có thể được vạch ra cho bất cứ khung thời gian nào và cho bất cứ mức chi tiết mong muốn nào. Trong bảng tóm tắt những báo cáo này là một trong những cách được sử dụng rộng rãi nhất nhằm đưa ra được những ước tính nhanh chóng về những nhu cầu ngân quỹ. Các nhân viên trong bộ phận cho vay của ngân hàng đặc biệt ưa chuộng chúng vì họ là những người phải đánh giá mức độ đáng tin cậy về tín dụng của công ty khách hàng dựa trên quan điểm tài chính toàn diện. Không cần phải có các kế hoạch chi tiết để xây dựng những báo cáo dự báo hoàn thiện, mặc dù sử dụng những kết quả của quy trình hoạch định chính thức có thể nâng cao mức độ chính xác. Thay vào đó, có thể khai thác những tỉ suất được tuyển chọn để tạo ra các báo cáo hoàn toàn thỏa đáng, đặc biệt khi nhằm cung cấp cái nhìn đầu tiên. Như chúng ta sắp trình bày, một khía cạnh quan trọng trong việc phân tích để dự báo chính là khả năng xác định những nhu cầu của công ty về lượng tiền mặt ròng cho thời điểm tương lai mà bảng cân đối tính trước dự báo.

Để trình bày cách tạo lập những báo cáo dự tính, chúng ta sẽ sử dụng một ví dụ về một công ty sản xuất không có thật tên là Công ty XYZ. Ở đây ta chọn công ty chuyên sản xuất vì những báo cáo của kiểu công ty này thường phức tạp hơn những báo cáo trong công ty dịch vụ, đặc biệt là trong lĩnh vực kinh doanh, và do đó chúng thể hiện nhiều mối tương quan hơn. Công ty XYZ sản xuất và kinh doanh ba loại sản phẩm riêng biệt, có mô hình sản xuất phụ thuộc vào mùa với thấp điểm rơi vào tháng 12, và hiện đang làm ăn có lãi. Các kết quả thực tế hiện hành gần nhất là các số liệu của quý 3 năm 1999. Tập hợp dữ liệu ban đầu này cho phép chúng ta đưa ra được dự kiến, nhưng chúng ta cũng có thể hỏi ban giám đốc để có thêm thông tin cần thiết. Kế hoạch dự kiến được lập cho quý cuối của năm 1999, với mục tiêu là xác định lợi nhuận cho quý cuối và trị giá ngân quỹ cần thêm vào cuối năm. Ta chọn mô hình theo quý cho minh họa này vì nó cho phép chúng ta xem xét những thay đổi theo mùa cộng với những thay đổi đơn giản từ thời kỳ này sang thời kỳ khác. Chúng ta đề cập đến cái nhìn toàn năm, thể hiện các kết quả ước định cho cả năm 1999 và kế hoạch dự kiến cho năm 2000. Không có khác biệt nào trong các nguyên tắc cơ bản để dự kiến cho quý hay cho cả năm- chỉ có độ dài khoảng thời gian là khác nhau mà thôi.

Báo Cáo Thu Nhập (Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh) Dự Báo

Chúng ta sẽ bắt đầu quy trình này bằng báo cáo dự tính về thu nhập cho công ty XYZ. Thông thường, báo cáo thu nhập sẽ được lập ra trước bởi vì khoảng lợi nhuận sau thuế phát sinh từ bảng báo cáo đó phải được phản ánh trong bảng cân đối dự kiến thể hiện những thay đổi trong khoảng lãi còn lại nhằm bảo đảm tính thống nhất giữa hai bảng báo cáo.

Được thể hiện ở dòng đầu của bảng 5-1, điểm bắt đầu cho báo cáo thu nhập là dự kiến về mức doanh số và doanh thu bán hàng. Có rất nhiều cách để dự kiến doanh số và doanh thu bán hàng, từ cách dự kiến dựa vào dòng xu hướng đến dự báo doanh số của từng phòng ban chi tiết theo từng sản phẩm, thường là căn cứ trên cơ sở những ước tính thực tiễn. Dĩ nhiên, trong trường hợp thiếu những thông tin khác, chúng ta vẫn có thể đưa ra những “ước định phỏng đoán” của mình dựa vào các kết quả toàn diện trong quá khứ. Trong trường hợp của Công ty XYZ, chúng ta biết là có mô hình theo mùa, và dự đoán doanh thu bán hàng có thể sẽ sụt giảm trong quý cuối. Trên cơ sở cả năm, chúng ta trình bày kết quả ước lượng cho cả năm 1999, trong đó bao gồm cả dự kiến cho quý cuối, và một kế hoạch để dự báo cho năm 2000.

Trong cột đầu tiên của Bảng 5-1, chúng ta sẽ ghi lại các số liệu thực tế của báo cáo thu nhập của quý 3 năm 1999. Các số liệu tiền mặt cũng như số liệu tính theo phần trăm và cả số thường sẽ được sử dụng để thể hiện các yếu tố doanh thu và chi phí chủ yếu. Để có thể đưa ra được số lượng các giá định cần thiết cho quý 4, chúng ta sẽ phải dựa vào các số liệu của quý 3 bởi vì ở đây chúng ta được bảo đảm rằng mô hình theo mùa của công ty này là tương đối ổn định qua nhiều năm. Những số liệu thống kê của công ty trong những năm trước cho thấy rằng trong quý 4, việc sụt giảm từ 18-20% doanh số bán hàng là một điều bình thường. Chúng ta sẽ lấy điểm giữa của khoảng này để bắt đầu cho giá định. Sau khi tính toán 19% giảm này thành số đơn vị hàng bán, chúng ta sẽ giá định thêm rằng cả giá và hỗn hợp sản phẩm vẫn giữ nguyên không đổi. Dĩ nhiên, vẫn có thể đưa ra được những giá định khác về số lượng, giá cả và hỗn hợp của ba loại sản phẩm để phản ánh những thấu hiểu cụ thể hoặc để kiểm nghiệm độ nhạy cảm của lợi nhuận hoạt động dưới tác động của các câu hỏi “nếu...thì sao”. Trong trường hợp của chúng ta, hỏi thông tin từ các giám đốc kinh doanh sẽ khẳng định được liệu tập hợp những giá định về việc bán hàng có giống với dự báo riêng của họ hay không?

Trong khi xác định doanh số ước lượng cho cả năm 1999, chúng ta đã được cung cấp thông tin về số lượng đơn vị hàng bán cho đến hết ngày 30/9/99 là 399.000. Chúng ta có thể cộng thêm vào con số này số lượng ước

định cho quý 4 là 111,000 đơn vị sản phẩm. Không có sự thay đổi nào trong giá cả và hỗn hợp hàng hóa, doanh thu bán hàng của năm 1999 sẽ là \$47,100,000. Trong năm dự kiến 2000, các giám đốc kinh doanh hi vọng sẽ tăng lượng hàng bán lên hơn 40000 đơn vị so với năm 1999, và hỗn hợp hàng hóa lẫn giá cả vẫn không thay đổi để có tổng doanh thu bán hàng là \$52,250,000.

Tiếp theo, chúng ta sẽ chuyển sang giá vốn hàng bán. Báo cáo thu nhập thực tế của quý 3 cung cấp các chi tiết về những thành tố chính - như lao động, nguyên vật liệu, chi phí tổng quát và chi phí giao hàng - có trong giá vốn hàng bán. Cách đơn giản nhất để dự tính là tính toán tỷ lệ chi phí mà mỗi yếu tố này chiếm trong tổng giá vốn hàng bán và giả định rằng những tỷ lệ này sẽ giữ nguyên trong quý 4.

Chúng ta cũng cần phải nhớ rằng quý cuối chính là thấp điểm theo mùa của công ty và chúng ta có thể giả định rằng tổng chi phí sản xuất có khả năng sẽ tăng vì khi hoạt động kinh doanh bị chậm lại thì có thể sẽ dẫn đến sự thiếu hiệu quả. Không cần có thêm dữ liệu chúng ta cũng có thể giả định việc một số khoản sẽ tăng lên chẳng hạn như tỷ suất giá vốn hàng bán của doanh thu bán hàng tăng lên 1% - là một cách nhanh chóng dẫn đến sự thay đổi theo mùa. Số tiền bị giảm mất dựa trên giả định này là biên gộp sẽ giảm đi 1% trong tổng doanh thu bán hàng, tương ứng là 102500 đôla. Dĩ nhiên, chúng ta có thể kiểm nghiệm được tác động của các mức tỷ suất giá vốn hàng bán bằng cách sử dụng chi phí được chia nhỏ ra chi tiết (như lao động, nguyên vật liệu...) đã được nêu trong báo cáo thu nhập ở quý 3. Nếu muốn chính xác hơn thì có thể đưa ra các giả định cụ thể cho những thành tố này. Đây là dạng cơ bản của phân tích độ nhạy cảm - kiểm nghiệm tác động của những thay đổi trong một hay nhiều giả định then chốt lên các kết quả.

Bảng 5-1 Công ty XYZ

Báo cáo thu nhập dự kiến cho cuối quý 4 vào ngày 31/12/1999 và cuối năm vào ngày 31/12/2000 (ngàn đô)

	Quý thực tế		Quý dự kiến		Cả năm ước lượng		Năm dự kiến	
	Kết thúc vào 30-9-99	100.0%	Kết thúc vào 31-12-00	100.0%	Kết thúc vào 31-12-99	100.0%	Kết thúc vào 31-12-00	
Doanh số bán hàng	137,000		111,000		510,000		555,000	Quý cuối là mùa ế; dữ liệu cũ cho thấy tỉ lệ giảm là 18-20% so với quý 3.
Doanh thu bán hàng	\$12,650	100.0%	\$10,250	100.0%	\$47,100	100.0%	\$52,250	100.0%
Giá vốn hàng bán	2,210		1,810		8,250		9,050	Quý này dự kiến sẽ giảm 19% doanh số, giá và hỗn hợp hàng hóa không thay đổi, năm dự kiến giá định tăng trưởng 7.3%
Lao động	2,045		1,680		7,675		8,400	Tiếp tục giữ 21.5% trong tổng giá vốn hàng bán
Chi phí tổng quát	5,685		4,660		21,315		23,350	Tiếp tục giữ 20% trong tổng giá vốn hàng bán
Giao nhận	305		250		1,150		1,250	Tiếp tục giữ 55.5% trong tổng giá vốn hàng bán
Tổng giá vốn hàng bán	10,245	81.0	8,400	82.0	38,390	81.5	42,050	80.5
Biên góp	2,405	19.0	1,850	18.0	8,710	19.5	10,200	19.5
Chi phí								Biên giảm 1% trong quý dự kiến do sự không hiệu quả, có sự cải thiện trong năm dự kiến.
Chi phí bán hàng	875	6.9	825	8.0	3,340	7.1	3,550	6.8
								Hoạt động giảm trong quý cuối, tăng lên trong năm dự kiến.

	Quý thực tế		Quý dự kiến		Cả năm ước lượng		Năm dự kiến	
	Kết thúc vào 30-9-99	4.6	Kết thúc vào 31-12-00	5.9	Kết thúc vào 31-12-99	4.7	Kết thúc vào 31-12-00	4.5
Chi phí quản lý chung	585	4.6	600	5.9	2.215	4.7	2.350	4.5
Tổng chi phí	1.460	11.5	1.425	13.9	5.555	11.8	5.900	11.3
Lợi nhuận kinh doanh trước lãi vay và có thuế (EBIT)	945	7.5	425	4.1	3.160	6.7	4.300	8.2
Lãi suất	190	1.5	175	1.7	785	1.7	850	1.6
Lợi nhuận trước thuế	755	6.0	250	2.4	2.375	5.0	3.450	6.6
Thuế thu nhập	272	2.2	90	0.9	855	1.8	1.250	2.4
Thu nhập ròng	483	3.8	160	1.5	1.520	3.2	2.200	4.2
Cổ tức	100	0.8	0	0.0	300	0.6	400	0.8
Lợi nhuận còn lại	383	3.0%	160	1.5%	1.220	2.6%	1.800	3.4%
Khấu hao được cộng lại	575		600		2.330		2.450	
Luồng tiền mặt ròng sau cổ tức	958		760		3.550		4.250	
Lãi suất thuế điều chỉnh được cộng lại	122		112		502		544	
Cổ tức được cộng lại	100		0		300		400	
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	\$1,180		\$872		\$4,352		\$5,194	

Tăng nhẹ trong quý; có cải thiện trong năm dự kiến

Quý 4 thể hiện tác động của việc

Do nợ chưa trả và các khoản vay ngắn hạn

Dự kiến là 36%

Không có khoảng chi trả nào trong quý cuối, sẽ cao hơn trong năm dự kiến

Được kết chuyển sang bảng cân đối

Từ sổ sách tài sản cố định (thuế và khấu hao trên sổ sách không đối)

Cũng tiến hành giống như trong trường hợp doanh thu bán hàng, để ước lượng cho cả năm 1999, dự kiến về giá vốn hàng bán của quý 4 sẽ được cộng vào các khoản doanh thu bán hàng của năm cho đến hiện tại, số liệu này do ban quản lý cung cấp. Chú ý rằng tỉ lệ phần trăm biên ròng của cả năm cao hơn của cả quý 3 và quý 4 do hoạt động của hai quý đầu tốt hơn. Dự kiến cho năm 2000 giả định rằng hiệu quả hoạt động của năm sẽ không thay đổi và vẫn giữ tỉ lệ là 19.5%.

Có thể ước lượng các loại chi phí chính bằng cách kiểm tra lại báo cáo thực tế của quý 3. Những số liệu được cung cấp có thể đơn giản được chấp nhận và sử dụng như là nền tảng cho dự kiến hoặc các giả định chi tiết khác có thể được kiểm nghiệm. Để có được cái nhìn nhanh ban đầu thì một phương pháp chung chung như thế thường là có thể chấp nhận được. Chi phí bán hàng trong bảng là \$875,000. Được biết là hoạt động bán hàng sẽ chậm hơn trong quý 4, chúng ta có thể đoán trước một sự sụt giảm nhỏ, chẳng hạn khoảng \$50,000. Tuy nhiên, sự sụt giảm hoàn toàn cân xứng với 19% giảm trong doanh số sẽ là một điều không thực tế bởi vì nhiều chi phí như lương căn bản của nhân viên bán hàng và nhân viên marketing cơ bản là cố định trong thời gian ngắn tới. Giả định này khi được cộng vào các kết quả cho đến hiện tại do nhân viên phòng tài chính cung cấp sẽ cho ra con số ước lượng là \$3,340,000 cho cả năm 1999 và dự kiến \$3,550,000 cho năm 2000, với giả định rằng sẽ có nhiều nỗ lực bán hàng thì mới đạt được doanh số tăng.

Chi phí quản lý có thể tăng lên một chút nhằm phục vụ cho những mục đích của dự kiến quý 4 của chúng ta do những kinh phí dự đoán không tuân hoàn vào cuối năm. Chú ý rằng cả hai nhân tố chi phí bây giờ chiếm tỉ lệ trong doanh thu bán hàng cao hơn với tỉ lệ chính xác của quý thực tế trước đó. Nếu có lý do xác đáng để tin rằng dường như các kết quả này sai thì tất nhiên ta có thể điều chỉnh lại. Nhưng ta phải nhớ rằng ngay cả khi đã có những mô hình rất chi tiết của những năm trước thì kế hoạch tài chính của chúng ta vẫn phải giải quyết tương lai, và mục đích của việc này là để đưa ra những giả định thực tế nhất có thể. Dĩ nhiên, những điều này vẫn sẽ chỉ là giả định cho đến khi những trải nghiệm thực tế thay thế chúng. Bao gồm cả số liệu của quý 4- một lần nữa dựa vào thông tin cho đến hiện tại của năm mà chúng ta được cung cấp thì ước lượng cho cả năm 1999 sẽ là \$2,215,000 và năm dự kiến 2000 sẽ là \$2,350,000.

Theo như tất cả các giả định của chúng ta thì lợi nhuận kinh doanh của quý 4 giảm đi nửa triệu đôla, và tỉ suất lợi nhuận giảm đi gần ½ so với mức của kỳ trước. Điều này phần lớn là do 19% giảm trong doanh số bán và khoản lợi nhuận mà lượng doanh số đó đóng góp. Tỉ lệ hàng bán giảm này

làm mất đi 2,4 triệu đôla trong doanh thu bán hàng, và với tỉ suất bán hàng bình thường là 81% thì sẽ đóng góp lợi nhuận là \$456,000. Hơn nữa chúng ta giả định sẽ có những hoạt động không hiệu quả nhất định trong sản xuất kinh doanh và chỉ sẽ dự đoán một phần khả năng này để giảm chi phí hầu như là cố định. Như đã đề cập ở trước, kết quả này có thể và nên được kiểm tra bằng những kinh nghiệm tốt nhất hiện có để đánh giá tính thích đáng của nó. Cho toàn bộ cả năm, lợi nhuận sản xuất kinh doanh kỳ vọng sẽ đạt được \$3,160,000, trong khi kết quả của năm 2000 được đẩy tăng vọt lên \$4,300,000. Điều này một phần là do giả định doanh số bán hàng sẽ tăng lên 40,000 đơn vị và cũng là do những cải thiện trong chi phí hoạt động như đã được phản ánh ở tỉ lệ thấp hơn của chúng trong doanh thu bán hàng so với kết quả được kỳ vọng trong năm 1999.

Chi phí lãi suất được tính dựa vào số liệu về các khoản nợ chưa trả của công ty, đây là những thông tin chúng ta được cung cấp bởi những tổ chức tài chính cho tất cả các khoảng thời gian dự kiến. Báo cáo thu nhập chỉ được hoàn tất một khi chúng ta tính xong thuế thu nhập (ở đây mức tỉ suất thuế giả định là 36%) để đi đến thu nhập ròng. Chúng ta nhận thấy rằng thu nhập ròng của quý 4 giảm đi đáng kể tương ứng với sự chậm lại trong hoạt động sản xuất kinh doanh, trong khi đó những kết quả năm 2000 so với năm ước lượng 1999 tăng gần \$700,000.

Một giả định nữa cần phải đưa ra đó là về cổ tức để đi đến lợi nhuận còn lại cho thời kỳ, số liệu này sẽ được phản ánh trong bảng cân đối dự tính. Trong trường hợp của công ty XYZ, số lượng cổ tức không được khai báo trong quý 4, mặc dù việc chi trả trong suốt năm 1999 lên đến \$300,000. Cổ tức được dự đoán là sẽ tăng lên đến \$400,000 vào năm 2000. Bước cuối cùng, chúng ta sẽ cộng các khoản khấu hao cho mỗi một thời kỳ, cũng như cộng cả lãi suất thuế điều chỉnh và cổ tức để tính toán dòng ngân lưu từ hoạt động sản xuất kinh doanh. Như ta nhớ lại ở chương 4, tổng số này là con số phòng chừng nhanh mà ta sẽ xem xét lại sau này trên bối cảnh của tất cả các chuyển động dự đoán của những quỹ vốn khác.

Bảng Cân Đối Dự Kiến

Được trang bị với những dữ liệu về hoạt động dự kiến, bây giờ chúng ta có thể lập ra được các bảng cân đối dự kiến cho cuối năm 1999 và 2000 như được minh họa ở bảng 5-2. Một lần nữa, chúng ta cần phải đưa ra những giả định cụ thể cho từng tài khoản bằng cách sử dụng dữ liệu trong bảng cân đối mà ta có vào lúc bắt đầu kỳ dự báo và áp dụng bất cứ thông tin nào mà ta có thêm được từ ban giám đốc. May mắn là chúng ta tương đối tự do trong việc đưa ra những ước lượng khác nhau trong bảng cân đối này- ngoại trừ một

điều là cần phải làm sao cho có sự nhất quán tuyệt đối giữa bất kì một giả định nào với cả bảng báo cáo thu nhập lẫn bảng cân đối kế toán. Dĩ nhiên, mục tiêu ở đây không phải là để đạt được sự chính xác về kế toán mà đúng hơn là để lập ra một chỉ dẫn cho những nguồn vốn áng chừng sẽ cần trong 3 tháng sau và để có một cái nhìn toàn diện về tình hình tài chính của công ty trong khoảng thời gian đó cũng như trong một năm sau.

Chúng ta sẽ bắt đầu từ tài khoản đầu tiên – tài khoản tiền mặt- và giả định rằng trong 3 tháng về sau, công ty chỉ cần giữ một số dư hoạt động tối thiểu trong tài khoản ngân hàng của mình và ta cũng áp dụng điều này đến ngày 31/12/00. Nguồn thông tin để lấy được con số này (\$1,250,000) vẫn lại là từ bộ phận tài chính. Trong trường hợp không có dữ liệu cụ thể đó, chúng ta có thể giả định dựa vào mức tiền mặt phổ biến của các công ty có cùng quy mô. Sau này ta sẽ thấy, lượng tiền mặt mà ta mong muốn có sẵn sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lượng vốn mà công ty phải vay. Cũng vậy, chúng ta phải nhớ rằng bất cứ số dư tiền mặt duy trì như là một đòi hỏi hoạt động trong bảng cân đối thể hiện một khoản đầu tư cũng giống như những cam kết về các nguồn lực khác.

Bây giờ, ta chuyển đến các khoản phải thu. Nếu công ty này bán sản phẩm của mình theo kỳ hạn là 30 ngày, thì nó có ít nhất là số tiền bán hàng 30 ngày chưa được trả hoặc là nhiều hơn nữa nếu khách hàng thanh toán trễ. Giả sử rằng không có sự trì hoãn bất bình thường nào trong các tập hợp đó, số dư các khoản phải thu trong bảng cân đối ngày 31/12 sẽ thể hiện doanh thu bán hàng cho cả tháng 12. Tuy nhiên, chúng ta không có con số ước lượng chính xác về doanh thu bán hàng của tháng 12 vì báo cáo thu nhập dự kiến cho quý 4 thể hiện doanh thu bán hàng cả 3 quý trước cộng lại, và chúng ta cũng chỉ có doanh thu ước lượng cho năm 2000.

Bảng 5-2 Công ty XYZ

Bảng cân đối dự kiến cho cuối quý 4 vào ngày 31/12/1999 và cuối năm vào ngày 31/12/2000 (ngàn đô)

	Thực tế đến 30/9/99	Thay đổi	Dự kiến đến 31/12/99	Thay đổi	Dự kiến đến 31/12/00	
Tài sản						
Tài sản ngắn hạn						
Tiền mặt	\$1,450	\$ -200	\$1,250	\$0	\$1,250	Lượng tiền mặt tại số dư tối thiểu ước lượng
Các khoản phải thu	4,250	-1,200	3,050	450	3,500	Thế hiện doanh thu bán hàng 30 ngày (doanh thu bán hàng dự kiến của tháng 12)
Nguyên vật liệu thô	1,500	0	1,500	100	1,600	Mức an toàn; nhu cầu mua cần thiết
Thành phẩm	<u>4,050</u>	<u>-750</u>	<u>3,300</u>	<u>500</u>	<u>3,800</u>	Giảm 19%; sản xuất trong quý; tăng lên trong năm 2000
Tổng tài sản ngắn hạn	<u>11,250</u>	<u>-2,150</u>	<u>9,100</u>	<u>1,050</u>	<u>10,150</u>	Con số giảm từ tháng 9 đến tháng 12 phản ánh mô hình theo mùa
Tài sản cố định						
Đất đai	<u>2,500</u>	<u>0</u>	<u>2,500</u>	<u>0</u>	<u>2,500</u>	Giá định không có sự thay đổi nào
Nhà xưởng và trang thiết bị	20,800	-1,500	19,300	1,750	21,050	Máy móc được thanh lý; chi phí tích lũy 1.500đôla. Khấu hao 950 đôla; mua trang thiết bị mới trong năm 2000
Trừ đi: khấu hao tích lũy	<u>8,350</u>	<u>-350</u>	<u>8,000</u>	<u>2,450</u>	<u>10,450</u>	Khấu hao 600 đôla cho quý; trừ đi 950đôla giảm từ doanh thu bán hàng; khấu hao bình thường trong năm 2000
Nhà xưởng và trang thiết bị ròng	<u>12,450</u>	<u>-1,150</u>	<u>11,300</u>	<u>-700</u>	<u>10,600</u>	
Tổng tài sản cố định	14,950	-1,150	13,800	-700	13,100	
Các tài sản khác	<u>1,250</u>	<u>0</u>	<u>1,250</u>	<u>200</u>	<u>1,450</u>	Không có thay đổi nào trong quý; mua các bằng sáng chế trong năm 2000
Tổng tài sản	<u>27,450</u>	<u>-3,300</u>	<u>24,150</u>	<u>550</u>	<u>24,700</u>	

	Thực tế đến 30/9/99	Thay đổi	Dự kiến đến 31/12/99	Thay đổi	Dự kiến đến 31/12/00
Nợ và giá trị ròng					
Nợ ngắn hạn					
Các khoản phải trả	1,120	-410	710	600	1,310
Giấy nợ phải trả	3,000	-1,500	1,500	-1,500	0
Nợ nhà thầu đến hạn	3,400	-2,900	500	-500	0
Thuế cộng góp	<u>1,250</u>	<u>-310</u>	<u>940</u>	<u>400</u>	<u>1,340</u>
Tổng nợ ngắn hạn	8,770	-5,120	3,650	-1,000	2,650
Nợ dài hạn	8,500	0	8,500	0	8,500
Cổ phiếu thưởng	4,250	250	4500	0	4500
Lợi nhuận còn lại	<u>5,930</u>	<u>160</u>	<u>6,090</u>	<u>1,800</u>	<u>7,890</u>
Tổng nợ và giá trị ròng	<u>\$27,450</u>	<u>\$-4,710</u>	<u>\$22,740</u>	<u>\$800</u>	<u>\$23,540</u>
Nguồn vốn cân					
		<u>1,410</u>	<u>1,410</u>	<u>-250</u>	<u>1,160</u>

Kỳ hạn thanh toán tiền mua hàng là 45 ngày từ mô hình dự đoán trong bảng 5-2; tăng lên trong năm 2000

Các khoản phải trả đã định.

Các khoản hợp đồng xây dựng thanh toán đã định

Thanh toán 400 đôla trong quý; cộng với các khoản cộng góp là 90đôla; tăng lên trong năm 2000

Giá định không có thay đổi nào

Bán các cổ phần theo lựa chọn trong quý 4, trong năm 2000 không có hoạt động này

Lợi nhuận còn lại như đã được tính toán trong bảng báo cáo thu nhập; cốt lõi ròng trong năm 2000

Con số "plug" thể hiện những nhu cầu về vốn cho đến 31/12; cùng số lượng như trong bảng 5-3 và 5-4

Một cách nhanh chóng và đơn giản, chúng ta có thể giả định rằng 1/3 doanh thu bán hàng trong quý dự kiến là chưa được thanh toán vào cuối quý 4 và 1/12 trong doanh thu bán hàng của năm vẫn chưa được trả vào ngày 31/12/00.

Đối với công ty XYZ, con số vào ngày 31/12/99 sẽ là 1/3 của \$10,250,000 doanh thu bán hàng trong bảng 5-1, tính ra là \$3,417,000. Nhưng ta rút ra được sau một số thảo luận với giám đốc kinh doanh rằng vì mùa ế rơi vào tháng 12 nên lực lượng bán hàng của công ty dự kiến doanh thu bán hàng của tháng chỉ đạt \$3,050,000. Do đó, khoản tiền này đại diện cho doanh thu bán hàng trong 30 ngày mà ta có thể giả định là chưa được thanh toán và tồn tại ở dạng các khoản phải thu vào cuối năm 1999, dựa theo kinh nghiệm thu tiền bình thường. Tương tự như thế, chúng ta có doanh thu bán hàng ước lượng cho tháng 12 trong năm 2000 là \$3,500,000.

Nguyên vật liệu thô có thể được dự kiến bằng cách sử dụng các mô hình xuất kho hoặc thu mua. Đây là những thông tin mà công ty có thể cung cấp. Tuy nhiên, giám đốc sản xuất thông báo cho chúng ta biết rằng vì lý do để duy trì tính liên tục, họ thích dự trữ sẵn nguyên vật liệu thô trị giá \$1,500,000 mọi lúc, và còn tiến hành mua thêm thường xuyên nếu cần để duy trì mức độ liên tục đó. Điều này được giả định cho cả hai năm 1999 và 2000.

Thành phẩm trong kho có khả năng giảm để phù hợp với hoạt động bán hàng và sản xuất bị chậm lại, và ta cho phép một tỉ lệ giảm là 19%. Nếu chúng ta coi đây là một giả định lạc quan, bởi vì có nhiều hoạt động không hiệu quả có khả năng xảy ra trong quá trình điều chỉnh sản xuất cho hoàn toàn phù hợp với mùa ế, thì ta có thể xác định được một con số còn cao hơn. Tuy nhiên, điều này tất yếu có nghĩa là sẽ xuất kho số quỹ ít hơn. Một con số tương đối cao hơn được giả định cho năm 2000, phản ánh mức số lượng hàng hóa bán cao hơn vào mùa ế của năm đó.

Khi chúng ta cộng tất cả các thay đổi trong các tài khoản ngắn hạn, chúng ta phát hiện rằng con số tổng vào cuối quý 4 được dự đoán là sẽ giảm đi 2 triệu đôla do tác động của việc rút các nguồn vốn để sử dụng cho các mục đích khác trong công ty. Phải chú ý rằng mô hình này phản ánh những đặc điểm bình thường về lưu chuyển nguồn vốn trong các hoạt động theo mùa của công ty như đã được thảo luận ở chương 3. Tuy nhiên, vào cuối năm 2000, doanh số bán hàng cao hơn đã đem lại khoảng doanh thu tăng là 1 triệu đôla và đòi hỏi phải cung cấp vốn.

Tài sản cố định bị tác động bởi nhiều sự kiện. Trong khi tài khoản đất đai giữ nguyên không đổi, chúng ta được biết rằng một số máy móc sẽ được bán đi trong quý cuối. Giá gốc của các máy móc này là 1,5 triệu đôla, trong

đó đã khấu hao được \$950,000. Chúng được bán với giá trị trên sổ sách là \$550,000, không tính đến thuế. Để phản ánh giao dịch này, tài khoản nhà xưởng và trang thiết bị trong bảng cân đối dự kiến phải được trừ đi khoản giá gốc, trong khi tài khoản khấu hao tích lũy phải bị trừ đi \$950,000 khoản đồ phế thải được ghi chép trong tài khoản đó. Hoạt động này loại bỏ một cách hữu hiệu mọi dấu vết về máy móc trong sổ sách của công ty trong khi số tiền \$550,000 sẽ được cộng vào tài khoản tiền mặt.

Từ bảng báo cáo thu nhập dự kiến chúng ta cũng biết rằng khoản khấu hao bình thường của công ty trong quý cuối sẽ là \$600,000. Khoản tiền này cũng phải được cộng vào tài khoản khấu hao tích lũy. Kết quả cuối cùng của hai thay đổi này là khấu hao tích lũy sẽ bị giảm đi \$350,000. Tổng lại, tác động kết hợp của các giao dịch trong tài sản cố định này sẽ làm giảm đi trong tài khoản nhà xưởng và trang thiết bị một khoản tiền là \$1,150,000.

Trong năm 2000, công ty dự định mua trang thiết bị mới trị giá là \$1,175,000. Con số này cũng phải được cộng vào tài khoản nhà xưởng và trang thiết bị. Số tiền khấu hao cho năm do nhân viên phòng tài chính tính toán và được thể hiện trong bảng báo cáo thu nhập dự kiến là \$2,400,000 và số liệu này phải được cộng vào tài khoản khấu hao tích lũy. Các tài sản khác được giả định là sẽ không thay đổi trong quý cuối của năm 1999, nhưng trong năm 2000 dự định sẽ mua một số bằng sáng chế trị giá \$200,000.

Về phía nợ, các khoản phải trả dự định sẽ giảm do ít hoạt động hơn trong quý cuối. Chúng ta được thông báo rằng các khoản phải trả phần lớn liên quan đến việc mua nguyên vật liệu thô. Chúng ta có thể áng chừng được các khoản phải trả có thời hạn thanh toán là 45 ngày bằng các giả định rằng do bảng báo cáo thu nhập dự kiến phản ánh nguyên vật liệu thô sử dụng cho 90 ngày cho nên một nửa khoảng thời gian này sẽ là chưa được trả (840,000 đôla). Tuy nhiên, chúng ta còn có thêm thông tin nội bộ về mức mua hàng thực tế đã được lên kế hoạch (bảng 5-4) và có thể cải tiến giả định để thể hiện tất cả các khoản mua của tháng 12 (460,000) và ½ khoản mua trong tháng 11 (250,000) thành tổng các khoản phải trả chưa thanh toán được vào cuối năm 1999 (710,000 đôla). Vào cuối năm 2000, dự tính là 1,3 triệu đôla vẫn chưa trả được.

Các khoản nợ khác phải được phân tích về mặt thời hạn trả cụ thể. Chúng ta được thông báo rằng cần phải chuẩn bị 1,5 triệu đôla để trả cho các giấy nợ phải trả trong quý 4 và số dư còn lại sẽ được trả trong năm 2000. Hơn nữa, tài khoản nhà thầu đến hạn bắt buộc công ty XYZ phải thanh toán 2,9 triệu đôla tiền nợ cho hoạt động xây dựng đang diễn ra, khoản này sẽ đáo hạn vào quý cuối, số dư nửa triệu còn lại sẽ đáo hạn vào năm 2000. Các khoảng cộng gộp phần lớn liên quan đến các nghĩa vụ về

thuế lũy kế tính trước dự kiến trong quý 4 là 90,000 đôla. Chúng ta biết là công ty phải thanh toán một khoản thuế ước chừng là 400,000 đôla trong quý này. Cả 2 khoản thuế đó tạo ra một khoảng giảm cuối cùng của thuế lũy kế tính trước là 310,000 đôla. Trong năm 2000, thuế lũy kế tính trước được dự đoán là sẽ tăng do toàn bộ các nghĩa vụ và các khoản thanh toán thuế đều cao hơn. Chú ý rằng với tất cả những thay đổi này, tổng các khoản nợ ngắn hạn được ước định sẽ giảm khoảng 5,1 triệu đôla vào 31/12/99, một sự suy giảm đáng kể về nguồn vốn trong quý, và một khoảng giảm 1 triệu đôla khác sẽ xảy ra vào 31/12/00.

Nợ dài hạn được giả định là giữ nguyên không đổi cả trong quý dự kiến lần trong năm 2000, trong khi đó giá trị ghi sổ của cổ phiếu thường có khả năng sẽ tăng 250,000 đôla bởi vì các lựa chọn mua bán cổ phiếu thường được tiến hành vào cuối năm 1999. Cuối cùng, thu nhập còn lại có thể tăng lên nhờ vào khoản lãi thuần (thu nhập) là 160,000 đôla như đã được tính toán trên bảng báo cáo thu nhập dự kiến cho quý và nhờ vào khoản thu nhập ròng là 1,8 triệu đôla sau khi chia cổ tức cho năm 2000.

Khi tất cả các khoản này được cộng lại với nhau, chúng ta phát hiện bảng cân đối không hề cân đối! Tuy nhiên, đừng ngạc nhiên về điều này vì chúng ta không dùng các cách quản lý sổ sách ghi kế toán kép để cân bằng các tính toán của mình. Thay vào đó, chúng ta đưa ra nhiều giả định độc lập cho nhiều tài khoản, chỉ quan tâm sao cho thống nhất với các dự kiến liên quan trong bảng báo cáo thu nhập dự thảo tương ứng. Nếu đã duy trì được sự nhất quán này, và với điều kiện chúng ta phải tương đối hài lòng với các giả định của mình, thì con số dư cần có để cân bằng tài sản và nợ vào cuối cả hai thời kì sẽ thể hiện cho nguồn vốn ròng mà con ty cần hoặc nguồn vốn vượt mức cho đến thời hạn theo bảng cân đối dự kiến.

Con số "plug"-như nó thường được gọi-được xem như là một ước lượng nhanh về món nợ tăng thêm mà công ty sẽ phải đối mặt vào ngày quyết toán, hay là các nguồn vốn bắt buộc công ty phải có sẵn. Nhưng con số plug không thể hiện được mức cao nhất hay mức thấp nhất trong nhu cầu về nguồn vốn có thể xảy ra trong mỗi tháng của quý. Tất nhiên, những dao động này có thể thấy được bằng cách lập các bảng cân đối trung gian thường xuyên hơn thay vì cứ 90 ngày một lần.

Nói cách khác, chúng ta có thể phát hiện bất cứ dao động lớn nào trong tình hình cung cấp vốn bằng cách "chụp các bức ảnh nhanh" về tài chính trong những khoản thời gian ngắn hơn, chẳng hạn như tháng hoặc tuần. Tuy nhiên, chúng ta sẽ thấy ngay rằng chuẩn bị ngân sách tiền mặt là một cách trực tiếp hơn nhiều để truy ra những mức tăng, giảm trong nhu cầu về vốn trong kỳ dự báo. Nhưng trước khi minh họa ngân sách tiền mặt chi tiết của

công ty XYZ, chúng ta cần thảo luận thêm về việc giải thích những thay đổi trong bảng cân đối dựa vào các phương tiện của việc phân tích dòng tiền, sử dụng bảng báo cáo tài chính thứ 3 thường được chuẩn bị sẵn trong dự kiến tài chính tính trước. Phương pháp này cho phép chúng ta thấy được việc sử dụng và nguồn của từng khoản tiền riêng rẽ và chúng hợp nhất với khoản dư tiền mặt hiện có.

Báo Cáo Lưu Chuyển Tiền Mặt Dự Kiến

Như chúng ta quan sát thấy trong bảng 5-2, có một số thay đổi quan trọng đã diễn ra giữa khoảng bắt đầu và kết thúc các bảng cân đối của hai kỳ dự báo. Một bảng báo cáo lưu chuyển tiền mặt sẽ giúp chúng ta nhận rõ được các chuyển động của dòng tiền mặt do những thay đổi này gây ra và tác động của chúng lên tình hình tài chính của công ty. Sử dụng những kỹ thuật đã được thảo luận ở chương 2, chúng ta có thể dùng những thay đổi trong các bảng cân đối tương ứng và lựa chọn các thông tin từ bảng báo cáo thu nhập có liên quan để xây dựng nên bảng phân tích luồng tiền mặt tính trước, được thể hiện trong Bảng 5-3.

Phản ánh những thực hành phổ biến, chúng ta sẽ tách các khoản tiền mặt lưu chuyển thành luồng tiền mặt từ hoạt động sản xuất kinh doanh, luồng tiền mặt từ hoạt động đầu tư và luồng tiền mặt từ hoạt động tài chính. Dễ dàng nhận thấy rằng việc hoạt động sản xuất kinh doanh giảm xuống trong quý cuối của năm 1999 dự kiến sẽ giải phóng cho một lượng tương đối lớn vốn lưu động (\$1,230,000), trong đó \$1,2 triệu xuất phát từ việc giảm các khoản phải thu xuống.

Công ty XYZ Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự kiến cho cuối quý 4 vào ngày 31/12/1999 và cuối năm vào ngày 31/12/2000 (ngàn đô)		
	Cuối quý 31/12/1999	Cuối năm 31/12/2000
Luồng tiền mặt từ hoạt động sản xuất kinh doanh		
Thu nhập ròng	\$160	\$2.200
Khấu hao	600	2.450
Thay đổi trong vốn hoạt động		
Giảm xuống (tăng lên) các khoản phải thu	1200	-450
Giảm xuống (tăng lên) nguyên vật liệu thô	0	-100
Giảm xuống (tăng lên) số lượng thành phẩm	750	-500
Tăng lên (giảm xuống) các khoản phải trả	-410	600
Tăng lên (giảm xuống) các khoản lũy kế tính trước	-310	400
Tổng thay đổi trong vốn hoạt động	1.230	-50
Luồng tiền mặt ròng từ sản xuất kinh doanh	1.990	4.600

Luồng tiền mặt từ các khoản đầu tư		
Mua trang thiết bị mới	0	-1,750
Mua bằng sáng chế (các tài sản khác)	0	-200
Tiền thu được từ bán các máy móc	550	0
Luồng tiền mặt ròng từ các khoản đầu tư	550	-1,950
Luồng tiền mặt từ hoạt động tài chính		
Thanh toán cho các giấy nợ	-1,500	-1,500
Thanh toán các khoản vay cho xây dựng	-2,900	-500
Tiền thu được từ hoạt động mua bán cổ phiếu	250	0
Trả cổ tức	0	-400
Luồng tiền mặt ròng từ hoạt động tài chính	-4,150	-2,400
Luồng tiền mặt ròng	-1,610	250
Số dư tiền mặt đầu kỳ	1,450	-160
Số dư tiền mặt cuối kỳ	-160	90
Số dư tiền mặt tối thiểu	\$1,250	\$1,250
Nhu cầu về nguồn vốn cho đến hết 31/12	1,410	1,160

Các nguồn quỹ vốn lưu động này gần như gấp ba luồng tiền mặt sản xuất kinh doanh cơ bản (thu nhập ròng là \$0.16 triệu cộng với khấu hao \$0.6 triệu) trong tổng dòng tiền khoảng 2 triệu đôla chảy vào công ty từ hoạt động kinh doanh.

Ngược lại, tỉ lệ tăng trưởng dự kiến cho năm 2000 dù là vẫn chịu tác động của một mô hình theo mùa tương tự lại cơ bản là không gây ra thay đổi nào trong nhu cầu về vốn lưu động. Như ta thấy, nguồn thu nhập ròng cao hơn, cộng với chi phí khấu hao cao hơn một chút hầu như đã đủ để cung cấp nguồn vốn cho các nhu cầu khác.

Tuy nhiên, trong quý dự kiến này, những nguồn vốn hoạt động bị áp đảo bởi những nhu cầu quan trọng về vốn cho hoạt động tài chính. Để đáp ứng được những nghĩa vụ tài chính hiện đã đáo hạn thì cần phải chuẩn bị sẵn 4.4 triệu đôla để hoàn trả. Trong tổng số này, 1.5 triệu đôla giấy nợ phải trả thể hiện cho việc thanh toán về cung cấp vốn cho mùa là có thể trả nhờ vào nguồn vốn lưu động tương đối lớn được giải phóng do hoạt động trong mùa này giảm. Trong khi khoảng tiền khá lớn 2.9 triệu đôla là để trả cho nhà thầu xây dựng. Tiền mặt thu được từ việc thanh lý máy móc và từ hoạt động mua bán cổ phiếu giúp trả một ít số tiền này. Nhưng cuối cùng thì có một luồng tiền mặt là 1.61 triệu đôla chảy ra khỏi công ty, và chỉ được đền bù rất ít nhờ vào khoảng giảm bớt theo kế hoạch trong số dư tiền mặt tối thiểu. Số còn lại phải được cấp vốn là 1.41 triệu đôla, như ta đã thấy từ bảng cân đối dự kiến của ngày 31/12/99.

Tình hình tài chính của năm 2000 cũng chịu tác động do việc thanh toán các giấy nợ (1.5 triệu đôla), và số dư còn lại phải trả cho nhà thầu xây dựng

(0.5 triệu đôla). Thêm vào đó, còn phải đầu tư một khoản tiền lớn vào máy móc (1.75 triệu đôla) và bằng sáng chế (0.2 triệu đôla). Việc chi trả 0.4 triệu tiền cổ tức cũng đòi hỏi phải cung cấp tiền. Ngược lại với mô hình trong quý 4, có một dòng tiền mặt 0.24 triệu đôla chảy vào công ty trong năm, nhưng để duy trì được số dư tối thiểu trong tài khoản tiền mặt thì cần phải cung cấp được 1.16 triệu đôla. Cũng vậy, đây là con số giống như con số mà chúng ta xem là số “plug” trong bảng cân đối dự kiến của ngày 31/12/00. Dường như là trong tương lai dự đoán được thì công ty XYZ phải dựa vào việc cung cấp vốn từ khoảng 1.0 triệu đôla đến 1.5 triệu đôla để tiến hành những dự định được phản ánh trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh, đầu tư và hoạt động tài chính trong hệ thống kinh doanh của công ty.

Cần phải làm rõ ngay từ bây giờ về bất cứ thay đổi nào trong những giả định cho các dự kiến về lưu chuyển tiền mặt tính trước sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kích cỡ của nguồn thiếu hụt cần phải cung cấp vốn. Thực sự thì, đây là một hoạt động rất hữu ích khi kiểm nghiệm độ nhạy cảm của các tình hình dự kiến đối với những dao động trong các giả định then chốt, chẳng hạn như doanh số bán hàng, các mô hình thu hồi vốn, và những sai biệt về chi phí chính.

Tuy nhiên, vì chúng ta xem quý 4 như là một tổng thể nên áp lực cung cấp vốn rơi vào từng tháng trong quý 4 của năm 1999 vẫn chưa được giải quyết. Những điều này xảy ra là bởi việc giải phóng dần dần các quỹ vốn cho hoạt động do sự giảm tốc độ sản xuất trong quý rất có khả năng tạo ra sự sụt giảm trong khối lượng hoạt động. Hậu quả là, việc lập kế hoạch chính xác cho các khoản trả nợ trong thời hạn 3 tháng có thể gây nên những thâm hụt nghiêm trọng tạm thời. Ví dụ như giả sử tất cả các khoản nợ phải trả đề đến hạn vào tháng 11, thì khoảng thiếu hụt cần phải được cấp vốn trong tháng đó sẽ cao hơn rất nhiều so với những bảng báo cáo dự kiến đã đề ra vào cuối tháng 12. Như chúng ta có thể thấy ngay, chỉ có ngân sách tiền mặt chi tiết mới có thể bộc lộ được những dao động tiềm ẩn đó.

Tóm lại, các bảng báo cáo tính trước là một cách thuận tiện và tương đối đơn giản để dự kiến những kỳ vọng về hiệu quả hoạt động của công ty. Để lập ra các báo cáo này đòi hỏi phải duy trì được những giả định nhất quán giữa báo cáo thu nhập và bảng cân đối, nhưng mặt khác, chúng ta cũng được phép đưa ra những đánh giá chủ quan. Yếu tố cân bằng trong bảng cân đối tính trước chính là khoản tiền vốn cần hoặc khoản vốn vượt trội theo các điều kiện được giả định. Con số “plug” dĩ nhiên là sẽ đổi khác nếu như thay đổi các giả định.

Các bảng báo cáo lưu chuyển tiền mặt giúp làm rõ các chuyển động vốn ẩn dưới những thay đổi trong bảng cân đối. Phân tích dự kiến là hạn chế do

bản chất tình của bảng cân đối vốn chỉ thể hiện các nhu cầu về vốn tại một thời điểm cụ thể chứ không phải theo sự dao động thường xuyên của chúng. Một phân tích năng động hơn trong thời kỳ đòi hỏi hoặc là phải lập ra những bảng báo cáo tính trước ngắn hạn vào những điểm ra quyết định quan trọng, hoặc là đưa ra những dự báo chi tiết về ngân sách được thể hiện trong ngân sách tiền mặt.

NGÂN SÁCH TIỀN MẶT

Ngân sách tiền mặt, hay những dự kiến chi tiết về dòng tiền là những công cụ hoạch định theo tuần hoặc theo tháng rất cụ thể và thường được nhân viên trong phòng tài chính của công ty lập ra. Những ngân sách này tập trung riêng vào những khoản tiền mặt thu được và những khoản phải trả để phân biệt với việc thu sớm và trả trễ được thể hiện trong phương pháp kế toán tính trước mà đa số các doanh nghiệp thường dùng. Nhà phân tích tài chính- người lập ra ngân sách tiền mặt- sẽ rất quan tâm đến những thay đổi đang diễn ra trong tài khoản tiền mặt khi đưa ra các giả định, với mục tiêu là duy trì một mức tiền vừa đủ để có thể thanh toán đúng thời hạn tất cả các khoản nợ khi chúng đáo hạn. Bởi vậy, nhà phân tích phải hoạch định hoạt động tiền mặt một cách cụ thể chi tiết, phản ánh chính xác thời điểm của dòng tiền mặt chảy vào và chảy ra khỏi công ty sao cho tương ứng với những quyết định về hoạt động sản xuất kinh doanh, đầu tư và hoạt động tài chính đã được hoạch định trước.

Như ta thấy, các ngân sách tiền mặt lại sẽ cho thấy được mức vốn cần hoặc mức vốn vượt trội. Thực tế, số lượng vào cuối kỳ kế hoạch sẽ khớp chính xác với nhu cầu vốn hoặc nguồn vốn vượt trội được ghi trong bảng cân đối tính trước- với điều kiện là ngân sách tiền mặt được chuẩn bị dựa vào cùng những giả định căn bản được dùng để lập ra các báo cáo dự thảo.

Nguyên tắc dự thảo ngân sách thì khá đơn giản. Nó cũng rất giống với việc dự thảo ngân sách cá nhân, đó là các hóa đơn đến hạn phải phù hợp với những khoản thu được từ phiếu trả lương, phiếu cổ tức và các khoản thanh toán lãi suất của ngân hàng, vv. Sự phù hợp này là cần thiết theo từng thời kỳ để sắp xếp giữa một bên là các nhu cầu về vốn và một bên là các khoản tiền mặt cần chuẩn bị sẵn để thanh toán. Thông thường, số dư tiền mặt sẽ dao động giữa ngày này với ngày khác, tuần này với tuần khác, tháng này với tháng khác dù đó có là ngân sách của cá nhân hay của một công ty. Nếu các khoản thu của một công ty từ việc buôn bán tín dụng bị chậm trễ nhiều tuần trong khi lương và các khoản tiền mua hàng cần phải được trả ngay thì có thể dẫn đến sự thiếu hụt tiền mặt nghiêm trọng. (khái niệm về việc chậm trễ trong quan hệ với mô hình lưu chuyển tiền mặt đã được giải thích bao

quát trong Chương 3). Tương tự, thanh toán tiền mặt cho các khoản không theo chu kỳ, chẳng hạn như kinh phí cho nguồn vốn trang thiết bị có thể gây ra những khó khăn tạm thời về cung cấp vốn mà ta không thể tránh khỏi. Khi đã biết tâm điểm và chi tiết, ngân sách tiền mặt sẽ chính là cách biểu hiện cơ bản cho phân tích về dòng tiền bởi vì cuối cùng thì tất cả những chuyển động nguồn vốn đều sẽ cuộn lại theo những thay đổi trong số dư tiền mặt.

Khi chuẩn bị ngân sách tiền mặt, cần phải nêu ra một cách cẩn thận thời biểu của những khoản thu, chi trả ước tính. Thời biểu này thể hiện theo từng thời kỳ tác động cuối cùng của các hoạt động được dự kiến trước lên số dư tiền mặt, loại trừ ra các khoản phân phối kế toán như khấu hao tài sản vì chúng không thể hiện việc lưu chuyển tiền mặt. Việc lựa chọn các khoản thời gian phân bổ ngân sách tiền mặt phụ thuộc vào bản chất của doanh nghiệp và kỳ hạn thương mại mà nó vận hành. Nếu những dao động hàng ngày là lớn, chẳng hạn như trong các ngân hàng thì cần phải có những kế hoạch dự kiến tài chính theo ngày. Trong những trường hợp khác thì các dự kiến theo tuần, theo tháng hoặc ngay cả theo quý là đã đủ.

Bây giờ chúng ta hãy quay lại với dữ liệu của công ty XYZ và chuẩn bị ngân sách tiền mặt theo tháng cho quý cuối của năm 1999. Hoạt động này sẽ giúp chúng ta hiểu thêm về các mô hình lưu chuyển tiền mặt của công ty mà chỉ mình bảng phân tích dự kiến thì không thể cung cấp được. Bảng 5-4 trình bày một số dữ liệu hoạt động cơ bản của công ty về doanh thu bán hàng, việc sản xuất và thu mua. Chúng ta trình bày hoạt động thực tế của hai tháng trước quý cuối bởi vì (do bản chất kỳ hạn tín dụng cho việc mua hàng hóa) lượng tiền mặt chậm trả từ 2 tháng này sẽ ảnh hưởng đến 3 tháng đang được dự kiến. Cũng vậy, chúng ta lại cho thấy những tổng số rất trùng khớp với nhau vào lúc kết thúc năm vào 31/12/00, mặc dù chúng ta đã lược bỏ những chi tiết cụ thể đằng sau những con số này. Theo đó, trong thảo luận này chúng ta sẽ tập trung vào quý dự kiến, còn những tổng số cho năm 2000 thì ta biết có thể suy ra tương tự như số liệu của quý dự kiến.

Tác động chậm trễ có thể giải thích một cách rõ ràng ngay từ mục đầu tiên là khoản thu tiền mặt, đó là việc thu tiền từ những khoản phải thu. Căn cứ trên giả định là khách hàng của công ty sẽ tiếp tục thanh toán trong kỳ hạn 30 ngày, khoản thu tiền mặt của bất cứ tháng nào sẽ chính là doanh thu bán hàng thực hiện được trong tháng trước đó. Ngược lại, nếu kỳ hạn thu tiền là 60 ngày thì các khoản thu sẽ thể hiện cho doanh thu bán hàng được thực hiện trước đó hai tháng. Do đó, bất cứ những thay đổi dự kiến nào trong hành vi khách hàng hoặc trong chính kỳ hạn tín dụng đều phải được phản ánh trong những mô hình các khoản thu khác nhau.

Sẽ rất có ích khi ta vẽ ra một bảng bao gồm các thời kỳ mà trong đó ghi chép lại lượng doanh thu tiền mặt của các ngày, các tuần hoặc các tháng khi chúng phát sinh lần đầu tiên. Sử dụng bảng này, ta có thể tái tạo được bất cứ giả định nào về kinh nghiệm thu tiền bằng cách “thụt lùi” (đó là trì hoãn) các khoản thu tiền mặt dựa theo số lượng ngày thích hợp. Ví dụ như một thời biểu về doanh thu bán hàng và các khoản thu theo kỳ hạn tín dụng 30 ngày sẽ có dạng sau:

	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6
Doanh thu bán hàng theo tín dụng	\$25,000	\$30,000	\$40,000	\$42,000	\$35,000	\$30,000
Các khoản thu	Doanh thu bán hàng của tháng 12	\$25,000	\$30,000	\$40,000	\$42,000	\$35,000

Trong công ty XYZ, tiền lãi thu được từ hoạt động mua bán cổ phiếu và từ việc thanh lý các máy móc đã qua sử dụng đều đã được lập ngân sách trong phạm vi các tháng tương ứng. Tổng các tài khoản thu tiền mặt cho mỗi tháng thể hiện mô hình ngày càng thu nhỏ lại, mô hình này kéo tụt doanh số bán hàng sụt lại một tháng. Việc sụt giảm các khoản thu này được làm dịu đi một ít nhờ vào những khoản tiền lãi phi hoạt động từ việc chọn và bán các máy móc đã sử dụng.

Khi chúng ta chuyển sang các khoản ứng chi bằng tiền mặt, chúng ta lại gặp một sự chậm trễ khác trong việc thanh toán những khoản tiền mua hàng được thực hiện bằng tín dụng. Theo thời hạn tín dụng thông thường là 45 ngày mà công ty XYZ được hưởng, chúng ta có thể giả định rằng các khoản thanh toán sẽ bị kéo dài đến 45 ngày sau. Bởi vậy, các khoản mua thực hiện trong nửa sau của tháng Tám và nửa đầu tháng Chín sẽ được thanh toán vào tháng 10, và mô hình tương tự cũng sẽ lặp lại vào tháng 11 và 12. Nói cách khác, trị giá các khoản mua của một tháng lùi lại 45 ngày sẽ được trả trong một tháng nhất định. Trong điều kiện này, một thang thời gian với khoảng cách là 15 ngày sẽ giúp minh họa cho mô hình thanh toán.

Phần lớn quý cuối của năm 1999 được dự kiến với một mô hình suy giảm theo tháng, giả định rằng mùa chậm vào tháng 12 về hoạt động bán hàng và sản xuất, sự điều hòa thời gian thụt lùi chuyển đổi sớm hơn, các khoản thu tiền mặt cao hơn một chút trong thời kỳ mà hoạt động sản xuất kinh doanh chậm hơn, và cũng trải qua cả việc giảm các khoản mua và thanh toán tiền lương. Các quỹ ròng được giải phóng trong quá trình này, nhưng các khoản này không đủ để vượt qua gánh nặng nợ phải trả sẽ đáo hạn vào tháng 10

và tháng 11, và chỉ có tháng 12 là hòa vốn về mặt các khoản thu tiền mặt và các khoản chi.

Nếu thay vào đó, có một sự tăng lên trong khối lượng hoạt động, lượng tiền mặt lớn hơn sẽ phải đổ vào vốn lưu động, đòi hỏi phải cung cấp thêm vốn. Thực tế, chúng ta quan sát được tác động này trong kết quả của năm 2000, vì trong các kết quả này thì vốn lưu động được giả định là tăng lên đủ lớn để bù đắp sự sụt giảm theo mùa trong quý cuối. Nếu quý cuối của năm 1999 là giai đoạn tăng trưởng thì ngân sách tiền mặt phải phản ánh tác động chậm trễ của các hoạt động chậm lại trong các tháng trước, với việc tăng lên các khoản thu thụt lùi, và chi phí sản xuất tăng. Cần phải làm rõ ngay từ bây giờ rằng có một nhu cầu thiết yếu về lập ngân sách tiền mặt chi tiết trong bất cứ doanh nghiệp nào có mức độ sản xuất kinh doanh, các khoản thu và khoản chi trả thường dao động nhiều.

Các khoản chi tiền mặt khác (tổng lương, chi phí sản xuất, bán hàng và giao nhận, và chi phí tổng quát) được trình bày ở đây mà không có bất cứ sự chậm trễ nào, trên cơ sở giả định là các khoản tiền cho những chi phí và nghĩa vụ này sẽ được thanh toán nội trong tháng mà nó phát sinh. Giả định này có thể sai một chút đối với trường hợp của chi trả lương và những chi phí sản xuất nhất định. Thực sự thì những mục đó có thể bị chậm trễ khoảng một hay 2 tuần. Những chậm trễ này được xử lý chính xác đến mức nào phụ thuộc vào quy mô tương đối và tầm quan trọng của việc lượng tiền mặt chi ra mà chúng thể hiện.

BẢNG 5-4 - Công ty XYZ - Mẫu ngân sách tiền mặt cho cuối quý 4 vào ngày 31/12/1999 và cuối năm vào ngày 31/12/2000 (ngàn đô)

	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12	Tổng quý	Tổng cuối năm 12/31/00
Dữ liệu cơ bản							
Số đơn vị hàng bán	48000	46000	42000	36000	33000	111000	550000
Số đơn vị sản xuất	50000	50000	35000	34000	31000	100000	560000
Thay đổi trong số đơn vị dự trữ trong kho	2000	4000	-7000	-2000	-2000	-11000	10000
Doanh thu bán hàng (theo tín dụng)	\$4450	\$4250	\$3850	\$3350	\$3050	\$10250	\$52250
Mua hàng (theo tín dụng)	\$760	\$740	\$520	\$500	\$460	\$1480	\$8400
Các khoản thu tiền mặt							
Thu được từ các khoản phải thu(doanh thu bán hàng của tháng trước)			\$4250	\$3850	\$3350	\$11450	\$52100
Lãi suất từ hoạt động mua bán cổ phiếu			0	250	0	250	0
Lãi suất từ thanh lý các máy móc theo giá trị sổ sách			0	0	550	550	0
Tổng khoản thu tiền mặt			4250	4100	3900	12250	52100
Các khoản chi tiền mặt							
Thanh toán mua hàng			750	630	510	1890	8300
Tổng lương sản xuất (từ ngân sách doanh nghiệp)			560	545	500	1605	9050
Các chi phí sản xuất (từ ngân sách doanh nghiệp)			1265	1260	1235	3760	21700
Chi phí bán hàng và giao nhận (từ ngân sách bán hàng)			350	345	335	1030	4800

	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12	Tổng quý	Tổng cuối năm 12/31/00
Chi phí tổng quát chung (từ ngân sách quản lý)	200	200	200	200	200	600	2350
Khoản lãi suất nợ	0	0	0	0	175	175	850
Thanh toán giấy nợ phải trả cơ bản	1500	0	0	0	0	1500	1500
Trả thuế liên bang	400	0	0	0	0	400	850
Thanh toán việc xây dựng nhà xưởng mới	0	2000	0	0	900	2900	500
Mua trang thiết bị mới	0	0	0	0	0	0	1750
Mua bằng sáng chế (các tài sản khác)	0	0	0	0	0	0	200
Chi trả cổ tức	0	0	0	0	0	0	400
Tổng các khoản chi tiền mặt	5025	4980	4980	3955	13860	13860	51850
Khoản thu (chi) tiền mặt ròng	-775	-880	-880	45	-1610	250	
Dòng tiền mặt ròng tích lũy	\$-775	\$-1655	\$-1610				
Phân tích các nhu cầu tiền mặt							
Số dư tiền mặt ban đầu	1450	675	675	-205	1450	1450	-160
Khoản thu tiền mặt ròng	-775	-880	-880	45	-1610	-1610	250
Số dư tiền mặt cuối	675	-205	-205	-160	-160	-160	90
Số dư tiền mặt tối thiểu	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250
Nhu cầu tiền mặt	\$575	\$1455	\$1410	\$1410	\$1410	\$1410	\$1160

Các khoản thanh toán liên quan đến sản xuất, chẳng hạn như tổng lương và các khoản mua nguyên vật liệu thô, được dựa trên mô hình sản xuất giảm xuống trong phần dữ liệu cơ bản của Bảng 5-4. Những dữ liệu này cũng phản ánh cả số lượng hàng trữ trong kho giảm dần. Tuy nhiên, trong bảng báo cáo thu nhập dự kiến cho kỳ, để làm cho việc dự kiến dễ hơn thì các giả định về giá vốn hàng bán lại được dựa vào mô hình của các hoạt động bán hàng. Do đó, bảng báo cáo dự kiến có thể sẽ khác một chút so với ngân sách tiền mặt chi tiết bởi vì các giả định liên quan đến bán hàng và sản xuất là khác nhau. Do đó, để đảm bảo được sự nhất quán tuyệt đối thì cần phải xác định một cách cẩn thận là liệu mô hình sản xuất có được dự kiến dựa trên một cơ sở khác với cơ sở để dự kiến mô hình bán hàng không.

Một ví dụ cho sự khác biệt tiềm tàng này là hoàn toàn có thể xảy ra việc ban giám đốc có thể sử dụng mùa ế để tích trữ hàng trước nhằm phục vụ khi việc bán hàng phục hồi lại. Nếu là như vậy thì giả định về dự trữ hàng hóa cho bảng cân đối dự kiến cần phải được điều chỉnh tăng lên để thể hiện sự tích lũy hàng dự trữ và nguồn vốn kéo theo cần thiết. Đến lượt mình, ngân sách tiền mặt cần phản ánh chi phí cao hơn liên quan đến sản xuất cho hàng tích trữ. Nhận ra được những khác biệt như thế trong mô hình sản xuất và bán hàng là chìa khóa để tra chuốt lại kế hoạch dự kiến cho hoạt động của công ty, và để làm cho các kết quả của lập ngân sách tiền mặt được nhất quán với các báo cáo tính trước.

Kết quả cuối cùng của hoạt động lập ngân sách của chúng ta là bức tranh về tác động lượng tiền mặt hàng tháng của các hoạt động kinh doanh lên doanh nghiệp, và lượng tiền mặt cần thiết hoặc lượng tiền mặt vượt mức phát sinh mỗi tháng. Chú ý rằng nhu cầu tiền mặt vào 31 tháng 12 năm 1999 (1.41 triệu đôla) và 31/12/2000 (1.16 triệu đôla) hoàn toàn khớp với các số chỉ mà chúng ta có được từ các bản báo cáo dự kiến. Điều này không có gì đáng ngạc nhiên bởi vì chúng ta đã sử dụng xuyên suốt cùng những giả định như nhau.

Trong khi chúng ta tập trung vào bối cảnh sản xuất trong ví dụ của mình, những nguyên tắc đó cũng có thể được áp dụng vào những điều kiện ít phức tạp hơn trong những doanh nghiệp dịch vụ hay các công ty bán sỉ hoặc lẻ. Ví dụ như tổng số lương và chi phí thuê mướn có thể lớn hơn rất nhiều trong doanh nghiệp dịch vụ, trong khi đó các khoản mua, hàng dự trữ và kỳ hạn tín dụng sẽ có vai trò quan trọng hơn trong các công ty bán sỉ hoặc lẻ. Trong một định chế tài chính, những thay đổi trong các khoản đầu tư ngắn và dài hạn cũng như những chuyển biến trong các khoản tiền gửi và các khoản nợ khác sẽ rất quan trọng, với các hoạt động tập trung vào chi phí nhân sự và cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, quy trình để đưa ra các giả định cho

các báo cáo dự kiến và ngân sách tiền mặt là tương tự với những điều mà chúng ta trình bày ở đây. Trong tất cả mọi trường hợp chúng đều phải được căn cứ vào đòn bẩy vật chất cũng như đòn bẩy về tài chính riêng biệt trong từng tình huống. Độc giả có thể sẽ nhớ lại thảo luận các ví dụ về các công ty bán sỉ và lẻ trong chương 3.

Tóm lại, các ngân sách tiền mặt sẽ trình bày chi tiết cụ thể các sự kiện theo thời gian chính xác của các khoản thu và chi tiền mặt. Giống như ngân sách của hộ gia đình, chúng cho phép chúng ta theo dõi được những lúc có nhiều tiền mặt và những lúc có ít tiền mặt và để lập kế hoạch cho việc cung cấp thêm tài chính hoặc cho các khoản chi trả nếu cần. Không giống như các bảng báo cáo dự kiến (chúng thường chỉ giới hạn vào lúc bắt đầu và kết thúc của một kỳ cụ thể nào đó hoặc vào tác động toàn diện cuối cùng) các ngân sách tiền mặt có thể được tạo lập cho bao nhiêu khoảng thời gian trong kỳ cũng được nếu chúng ta muốn để tái tạo lại các dao động trong dòng tiền. Với những giả định như nhau về doanh số sản xuất và bán hàng, và việc xử lý các khoản thu, khoản chi trả và tín dụng, ngân sách tiền mặt và các báo cáo dự kiến sẽ hài hòa với nhau trong việc báo hiệu lượng vốn cần thiết hoặc lượng vốn vượt mức vào cuối kỳ dự báo.

NGÂN SÁCH KINH DOANH

Các báo cáo dự kiến và ngân sách tiền mặt mà ta tạo lập cho Công ty XYZ cung cấp một cái nhìn toàn diện về hoạt động trong tương lai của công ty. Nhưng trong những công ty lớn, toàn bộ hệ thống thứ bậc các ngân sách tiền mặt chi tiết hơn thường được tạo lập. Các ngân sách kinh doanh về cơ bản là các tài liệu nội bộ. Theo những trình bày về các chi tiết của các hoạt động đang diễn ra, những ngân sách như thế được nối kết chặt chẽ với cơ cấu của công ty và với cách đo lường hiệu quả hoạt động được sử dụng bởi từng công ty riêng biệt. Chúng là một phần của quy trình hoạch định mà chúng ta đã đề cập từ trước và hữu ích như là một nền tảng cho các kế hoạch dự kiến và kế hoạch dòng tiền khi muốn có được một mức độ chi tiết và chính xác hơn.

Đa số các công ty cơ cấu các hoạt động của mình thành những phần có thể quản lý được, và mỗi phần này sẽ do một giám đốc điều hành hoặc quản lý chịu trách nhiệm. Cơ cấu này có thể được tổ chức theo chức năng, đó là bán hàng, sản xuất, thu mua... Trong các trường hợp khác, tổ chức này có thể là một tập hợp của những trung tâm lợi nhuận nhỏ hơn, mỗi trung tâm được kỳ vọng là sẽ có đóng góp lợi nhuận cho hoạt động chung của công ty. Một số hoạt động sẽ được nhóm vào các trung tâm chi phí, trong đó sự quan tâm của giám đốc tập trung vào hiệu suất phí tổn. Gần đây hơn các doanh nghiệp sử

dụng các nhóm chức năng chéo để thực hiện những hoạt động nhất định, có sự sắp xếp ngân sách cho cân xứng. Như ta đã đề cập từ trước, nhiều chi phí dựa trên hoạt động và những nỗ lực phân tích đã giúp cải tiến lại các quy trình lập ngân sách ngay cả khi chúng gây nên việc phải suy nghĩ lại và cơ cấu lại – và cả thuê ngoài- một số hoạt động nhất định trong công ty. Mặc dù có vô số các khác biệt trong cơ cấu của các công ty, những nguyên tắc của kế hoạch lập ngân sách và tài chính là không phức tạp và có thể áp dụng một cách phổ biến.

Bất cứ kế hoạch dự kiến nào về các kết quả kinh doanh cần phải được vạch ra ở dạng mà có thể phản ánh được quy mô hoạt động của đơn vị kinh doanh. Nó phải có quan hệ với những nhân tố mà người quản lý chịu trách nhiệm có thể kiểm soát được, và phải được thực hiện trên cùng một cơ sở dùng để đánh giá hiệu quả hoạt động của nhà quản lý. Rõ ràng, những tiêu chuẩn này đòi hỏi các ngân sách kinh doanh phải được thiết kế cẩn thận để phù hợp được với tình hình cụ thể của từng đơn vị và phù hợp với phong cách quản lý của toàn thể công ty. Điều này có nghĩa là sẽ có rất nhiều khác biệt trong cách thức mà các công ty áp dụng, ngay cả khi các công ty đó nằm trong cùng một ngành. Cũng có thể có những khác biệt trong cùng một công ty trong ngân sách kinh doanh giành cho các quy trình và đơn vị tổ chức khác nhau. Phần chính của một tài liệu đang phát triển đã nhận ra đóng góp tích cực của điều được gọi là kế toán trách nhiệm để theo dõi các kết quả quản lý, gần đây hơn được mở rộng ra bao gồm cả các khái niệm về quản lý nhóm và quản lý quy trình.

Để phục vụ cho các mục đích trong thảo luận của chúng ta, một số minh họa cơ bản về lập ngân sách kinh doanh là đã đủ. Trong số rất nhiều các ngân sách kinh doanh thường được công ty XYZ chuẩn bị là ngân sách bán hàng trong năm theo quý và ngân sách nhà máy theo quý. Ngân sách bán hàng được thiết kế để thể hiện đóng góp dự kiến của đơn vị bán hàng vào tổng lợi nhuận của công ty, trong khi ngân sách nhà máy phản ánh những kết quả mong đợi và tổng chi phí phát sinh để sản xuất được khối lượng hàng hóa dự báo. Còn có rất nhiều loại ngân sách chi phí và lợi nhuận khác, nhưng chúng ta chỉ giới hạn thảo luận của mình ở hai loại ngân sách này mà thôi. Chúng ta sẽ chỉ ra cách mà chúng được dùng để cung cấp thông tin nền tảng cho các nhà phân tích tài chính để họ lập và phân tích các bảng báo cáo tính trước và ngân sách tiền mặt. Các nguyên tắc được sử dụng trong các ví dụ của chúng ta sẽ là đồng nhất cho bất cứ kiểu sắp xếp ngân sách nào khác.

Ngân Sách Bán Hàng

Như được trình bày trong bảng 5-2, trước tiên giám đốc kinh doanh phải

dự đoán được mức đơn vị hàng bán có thể đạt được trong lãnh thổ thị trường mà công ty hoạt động. Dự kiến này được lập ra dựa vào các dòng sản phẩm chính. Thường thì dự báo này sẽ được xây dựng từ những đánh giá cá nhân của những người gần gũi nhất với khách hàng hiện tại và khách hàng tiềm năng. Các điều kiện kinh tế cũng có thể được tính đến, cả tác động của các chiến lược Marketing của công ty XYZ và những đối thủ cạnh tranh có khả năng tham gia vào.

Tiếp theo, cần phải ước lượng các mức giá cho mỗi sản phẩm. Thông thường, giá cả là một chức năng của 3 nhân tố sau:

- + Thực hành định giá trong ngành
- + Môi trường cạnh tranh
- + Hiệu suất phí tổn của các hoạt động sản xuất trong công ty

Một khi đã thiết lập được giá cả thì có thể tính được doanh thu bán hàng. Tiếp đến là xác định giá vốn hàng bán của các sản phẩm được chuyển dời trong nội bộ hoặc có thể được mua từ bên ngoài. Mức chênh lệch giữa thu nhập và chi phí chính là biên trước khi giao nhận mà đơn vị bán hàng đạt được. Rồi đến dự kiến chi phí giao hàng đến khách hàng nếu những chi phí này xuất phát từ công ty. Chi phí bán hàng có thể kiểm soát bao gồm đền bù cho nhân viên bán hàng, du lịch và giải trí, và chi phí hỗ trợ bán hàng.

Bảng 5-5 Công ty XYZ - Ngân sách bán hàng mẫu theo quý - Cho năm kết thúc vào ngày 31 tháng 12 năm 1999

	Quý				Tổng cộng
	Một	Hai	Ba	Bốn	
Dữ liệu cơ bản					
Doanh số bán (số đơn vị)					
Sản phẩm A	2700	2900	3000	2800	11400
Sản phẩm B	8000	8500	10000	8000	34500
Sản phẩm C	17500	18500	21000	16000	73000
Mức giá (mỗi đơn vị)					
Sản phẩm A	\$145	\$145	\$150	\$150	-
Sản phẩm B	92	92	95	95	-
Sản phẩm C	74	74	74	74	
Số nhân viên bán hàng	25	25	25	26	
Ngân sách kinh doanh (\$000)					
Tổng thu nhập bán hàng	\$2423	\$2572	\$2954	\$2364	\$10313
Trừ đi: trả lại, phụ cấp	25	26	28	24	103
Doanh thu bán hàng ròng	2398	2546	2926	2340	10210
Giá vốn hàng bán	1916	2051	2322	1868	8157

	Quý				Tổng cộng
	Một	Hai	Ba	Bốn	
Biên trước khi giao	482	495	604	472	2053
Chi phí giao hàng	56	60	68	54	238
Biên gộp	426	435	536	418	1815
Chi phí bán hàng (có thể kiểm soát)					
Đền bù cho nhân viên bán hàng	94	94	94	98	380
Du lịch và giải trí	32	32	32	33	129
Chi phí hỗ trợ bán hàng	23	23	24	26	96
Tổng chi phí bán hàng	149	149	152	155	605
Khoản góp ròng	277	286	384	263	1210
Chi phí của phòng ban	18	18	18	18	72
Khoản góp ròng	259	268	366	245	1138
Hỗ trợ của công ty (được chuyển)					
Hỗ trợ nhân viên	23	25	25	27	100
Quảng cáo	50	50	75	50	225
Chi phí tổng quát chung	63	63	63	63	252
Tổng hỗ trợ của công ty	136	138	163	140	577
Đóng góp lợi nhuận (trước thuế)	\$123	\$130	\$203	\$105	\$561

Kết quả là đóng góp gộp từ các hoạt động bán hàng phải được trừ cho các chi phí trong kỳ của phòng ban dự kiến (như tiền thuê, lương quản lý, và những mục không biến đổi với những dao động ngắn hạn về khối lượng) để tính ra được khoản đóng góp ròng do phòng ban đó cung cấp. Sau khi đã khấu trừ đi các chi phí hỗ trợ công ty được phân bổ bao gồm hỗ trợ nhân viên, quảng cáo và chi phí tổng quát chung thì đóng góp lợi nhuận trong quý sẽ được xác lập. Khi thực hiện tất cả những ước lượng này, giám đốc kinh doanh có thể sử dụng những mối liên hệ trong quá khứ và các tỉ số chọn lọc đã được điều hòa nhờ đánh giá của họ về những thay đổi của tình hình trong tương lai.

Trong ví dụ của chúng ta, cả dữ liệu cơ bản và các yếu tố tiền mặt đều đã được ước tính và trình bày cho quý cuối và cho cả năm 1999. Cách sắp xếp mà chúng ta chọn ở đây không phải là độc nhất vì có thể sắp xếp những thông tin đó theo những cách khác nhau sao cho phù hợp với từng tổ chức cụ thể. Thông thường, công ty sẽ quy định cách sắp xếp cho những người quản lý trong công ty để họ dựa theo đó mà tiến hành dự kiến cho ngân sách hoạt động, vừa là để duy trì tính thống nhất vừa là để làm giảm đi những vấn đề về kế toán trong việc củng cố các kế hoạch dự kiến khi chuẩn bị những dự

báo tài chính toàn diện. Đứng từ góc nhìn của kế hoạch dự kiến về tài chính thì dữ liệu về bán hàng và đóng góp trong ví dụ của chúng ta chính là nguyên vật liệu thô dùng trong kế hoạch hoạt động toàn diện của công ty.

Ngân Sách Sản Xuất

Ngân sách bán hàng chúng ta vừa thảo luận về cơ bản là một dự kiến về khoản lợi nhuận đóng góp. Tuy nhiên, các công ty cũng cần phải dự báo cho việc sản xuất kinh doanh hay các hoạt động chỉ liên quan đến chi phí. Một ví dụ cho loại dự kiến này là ngân sách chi phí cho nhà máy được trình bày ở bảng 5-6. Lần này, dữ liệu được cung cấp cho từng tháng. Chúng ta sẽ nói đến cả ba tháng và tổng số cho quý. Thời kỳ được trình bày ở đây là quý 2, dự đoán việc bán hàng và sản xuất trong suốt thời kỳ này sẽ bị giảm sút.

Một lần nữa, lượng chi tiết bao hàm và cách thức trình bày đã được lựa chọn để phù hợp với những nhu cầu và những ưu tiên riêng biệt của công ty. Lần này chúng ta sắp xếp các đề mục và dữ liệu để thể hiện rằng những mục chi phí nhất định (là những chi phí trực tiếp trong kỳ) đều nằm dưới tầm kiểm soát của các giám đốc bộ phận. (Những chi phí khác, như chi phí tổng quát chung đã phân bổ, được chuyển đến tổng công ty và do đó nằm ngoài tầm kiểm soát của các giám đốc bộ phận). Cách sắp xếp này cũng hữu ích nếu kế hoạch hoạt động được sử dụng như một công cụ kiểm soát để đo lường hiệu quả hoạt động của đơn vị.

Thông thường, cả ngân sách bán hàng và ngân sách chi phí đều có thêm nhiều cột nữa trong đó các con số thực tế sẽ được ghi chép để so sánh với các con số dự kiến. Thêm vào đó, các cột thể hiện sự dao động cũng thường được sử dụng để đo lường mức chênh lệch hướng so với kế hoạch. Chúng ta sẽ không đi vào những cải tiến như thế ở đây, bởi vì các ví dụ của chúng ta chỉ nhằm để thể hiện những loại kế hoạch dự kiến và hoạch định ngân sách trong nội bộ được sử dụng- chính thức hoặc không chính thức- trong hầu hết các công ty trong quá trình chuẩn bị để đưa ra những dự báo toàn diện về tài chính.

MỐI TƯƠNG QUAN CỦA CÁC KẾ HOẠCH TÀI CHÍNH

Cần phải làm rõ ngay từ bây giờ đó là tất cả các loại kế hoạch dự kiến được trình bày trong chương này có mối quan hệ mật thiết với nhau. Nếu cả ba dự báo-các bảng báo cáo dự kiến, các ngân sách tiền mặt và các ngân sách kinh doanh- đều dựa trên cùng một tập hợp các giả định về các khoản thu nhập, kế hoạch chi trả, tỉ lệ hoạt động, mức dự trữ,...thì chúng sẽ khớp tuyệt đối với nhau như được minh họa trong bảng 5-7.

Các kế hoạch tài chính và dự kiến nguồn quỹ cần hay vượt mức sẽ khác nhau chỉ khi những giả định không giống nhau về những động lực tác động

đến dòng tiền, đặc biệt giữa các bảng báo cáo dự kiến và ngân sách tiền mặt. Tuy nhiên, để làm hài hòa các báo cáo dự kiến và các ngân sách tiền mặt là không khó, bằng cách suy nghĩ cẩn thận lại những giả định then chốt đã được đưa ra, từng giả định một, và bằng cách đưa ra các cách sắp xếp sao cho chứa đựng đủ lượng chi tiết và dữ liệu nền tảng đã được định thời gian hợp lý.

Biểu đồ thể hiện cách thức mà những ngân sách hoạt động khác nhau chảy vào trong một ngân sách tiền mặt hợp nhất. Đến lượt mình, ngân sách tiền mặt này lại được gia cố nhờ những dữ liệu cụ thể từ các kế hoạch đầu tư và hoạt động tài chính. Thông tin kết hợp này hỗ trợ cho những bảng báo cáo dự kiến nằm ở đỉnh của biểu đồ.

BẢNG 5-6 Công ty XYZ - Ngân sách sản xuất mẫu Cho quý kết thúc vào 30/7/1999

	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tổng
Dữ liệu cơ bản				
Số ca (tuần 5 ngày)	3	3	3	3
Số ngày làm việc	20	21	22	63
Số nhân viên làm việc theo giờ trong một ca	33	33	33	33
Số lượng máy	35	35	34	
Số đơn vị sản xuất				
Sản phẩm A	1000	1050	1100	3150
Sản phẩm B	2400	2510	2640	7550
Năng suất sử dụng	94%	94%	96%	95%
Thời gian chết máy phải sửa chữa (giờ)	0	36	0	36
Ngân sách kinh doanh				
Chi phí trực tiếp (có thể kiểm soát)				
Lao động sản xuất	\$57600	\$60500	\$63400	\$181500
Nguyên liệu thô	53800	56400	59200	169400
Cung ứng sản xuất	6500	6900	7300	20700
Các bộ phận và lao động sửa chữa	7300	12400	6500	26200
Năng lượng, nhiệt, ánh sáng	4200	4500	4800	13500
Tổng chi phí trực tiếp	129400	140700	141200	411300
Các chi phí của kỳ (có thể kiểm soát)				
Giám sát	5500	5500	5500	16500
Nhân viên hỗ trợ	28500	28500	28500	85500
Bảo hiểm, thuế	8700	8700	8700	26100
Khấu hao	20500	20500	20500	61500
Tổng chi phí của kỳ	63200	63200	63200	189600
Tổng chi phí có thể kiểm soát	192600	203900	204400	600900
Chi phí tổng quát chung (đã được phân bổ)	72000	72000	72000	216000
Tổng chi phí	\$264600	\$275900	\$276400	\$816900

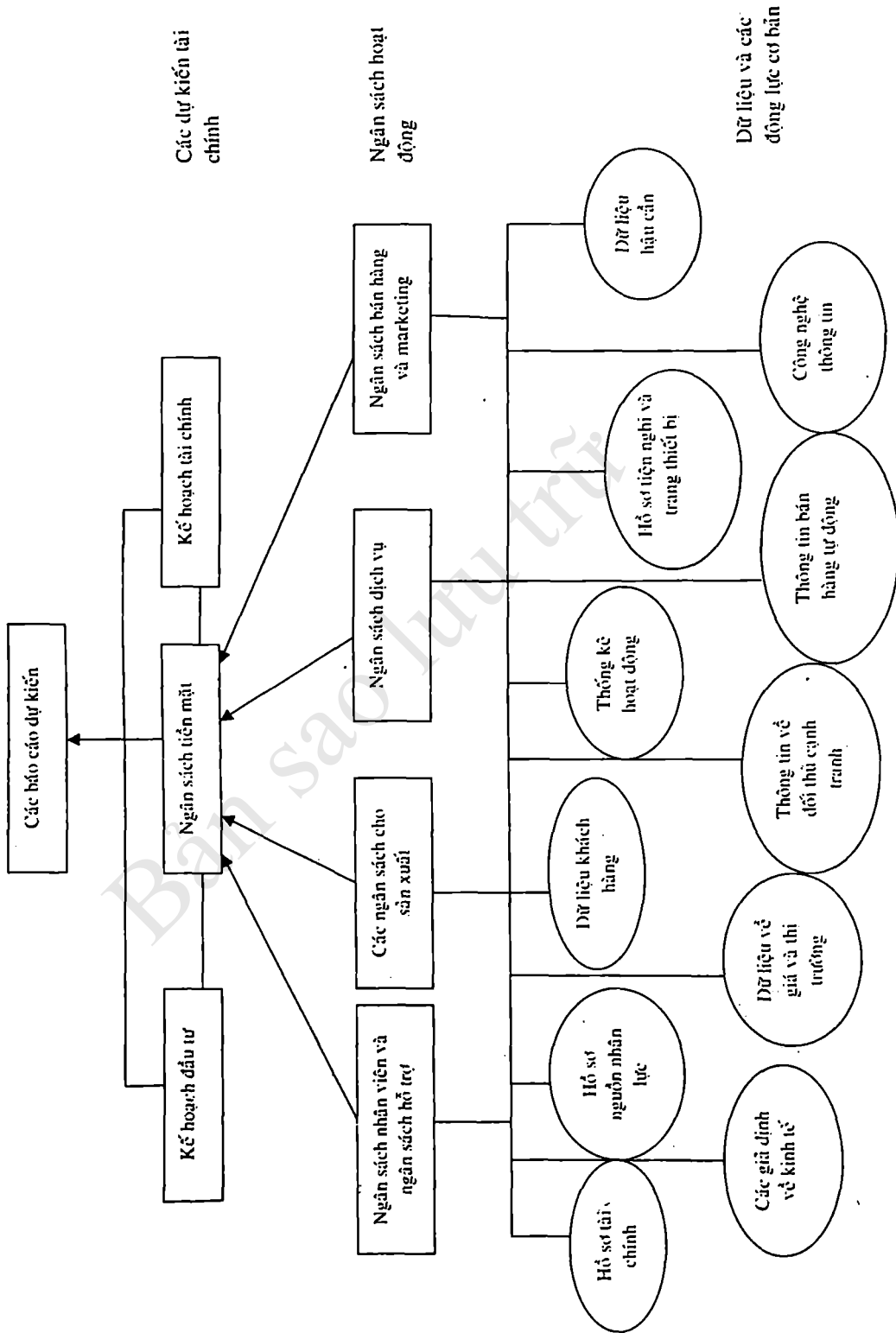
Do đó, các báo cáo tính trước là những thể hiện toàn diện cho những điều kiện được kỳ vọng trong kỳ dự kiến. Nếu ta chọn cho các mục đích hoạch định để lập ra kế hoạch dự kiến về tài chính có quy mô toàn diện bằng cách sử dụng trực tiếp những bảng báo cáo tính trước (thay vì xây dựng chúng lên từ những ngân sách và kế hoạch cụ thể của công ty), thì các kết quả nhất định sẽ gợi ra những giả định về tất cả các yếu tố khác trong biểu đồ.

Chúng ta vẫn chưa thảo luận đến một số yếu tố khác được trình bày trong hình 5-7. Các kế hoạch đầu tư (các ngân sách vốn) là những dự kiến về các khoản kinh phí mới cho đất đai, nhà cửa, máy móc và trang thiết bị, và tiền lãi của vốn lưu động liên quan, cũng như những khoản phí tổn lớn cho sản phẩm và dịch vụ mới, mở rộng thị trường, công nghệ mới, vv. Chúng cũng bao gồm cả các kế hoạch để bỏ đi một tài sản nào đó trong công ty. Việc mua lại hay gạt bỏ toàn thể công ty, những dòng kinh doanh và các hoạt động thường là một phần trong những dự kiến này.

Chúng ta nhớ lại là công ty XYZ đã có một sự sụt giảm nhỏ trong tài sản cố định của nó do bán đi một số máy móc đã qua sử dụng vào năm 1999, và dự định mua một số trang thiết bị mới vào năm 2000. Cũng vậy, nhà xưởng hiện đang được xây dựng đã đi vào giai đoạn hoàn thành cuối cùng, được minh chứng bằng khoản tiền đã đáo hạn phải trả cho nhà thầu xây dựng. Khoản đầu tư về cơ ngơi này đã được thể hiện trong bảng cân đối thực tế vào ngày 30/9/1999, phần lớn được hỗ trợ nhờ khoản nợ dài hạn phát sinh từ trước. Chỉ có khoản thanh toán hiện tại cho các nhà thầu mới được lập kế hoạch như là những khoảng chi tiền mặt tính trước. Được biết về quy mô của khoản đầu tư nhà xưởng này, công ty có thể xem xét đến việc vay thêm một khoản nợ dài hạn để cung cấp vốn cho cơ ngơi mới, bởi vì các kế hoạch dự kiến về các hoạt động đang diễn ra cho thấy có một sự thiếu hụt về lượng tiền mặt để trả hết nợ cho người thầu xây dựng.

Các kế hoạch về hoạt động tài chính là các kế hoạch dự kiến về việc tăng thêm hay giảm đi trong tương lai của các khoản nợ hay nguồn vốn chủ sở hữu trong suốt thời gian dự báo. Chúng có thể liên quan đến việc mở rộng đáng kể hoạt động tái cơ cấu lại cấu trúc vốn của công ty, phụ thuộc vào những nhu cầu dự kiến về vốn. Công ty XYZ không hoạch định hoạt động tài chính cụ thể nào trong tương lai, nhưng cần phải chuẩn bị các khoản dự trữ để cung cấp cho nguồn vốn lớn sắp cần đến thấy được nhờ sự giúp đỡ của các phân tích dự kiến, và để tránh việc kéo căng những nguồn vốn hiện có khi nợ xây nhà xưởng được trả hết.

Hình 5-7 Mối tương quan của các kế hoạch tài chính



Các dự kiến tài chính

Ngân sách hoạt động

Dữ liệu và các động lực cơ bản

Ngân sách nhân viên, theo như tên gọi ngụ ý, là những kế hoạch chi tiêu dựa trên những khoản phí tổn để thực hiện các chức năng hỗ trợ khác nhau trong công ty, chẳng hạn như bộ phận tài chính, nguồn nhân lực hay các sự kiện có liên quan đến pháp luật hoặc chính quyền,... Các ngân sách này được chuẩn bị và sử dụng giống như cách của các ngân sách chi phí khác, trong đó chi phí nhân sự thường là yếu tố lớn nhất. Ngân sách dịch vụ là những kế hoạch chi tiêu thể hiện những hoạt động dịch vụ như hỗ trợ khách hàng, hỗ trợ kỹ thuật, giao nhận và thông tin, và những dịch vụ trực tuyến khác,... Tất nhiên, các loại ngân sách sẽ khác biệt với nhau tùy thuộc vào bản chất của hoạt động.

Ấn sau những ngân sách hoạt động và các dự kiến về tài chính, bảng 5-7 thể hiện một tập hợp những nguồn dữ liệu cơ bản, chính thức hay không chính thức, mà từ đó những động lực cho các hoạt động về vật chất và tài chính có thể phát sinh. Cho dù có được thể hiện rõ ràng hay không rõ ràng thì cơ cấu của các kế hoạch dự kiến cũng đều được hỗ trợ bởi những giả định trực tiếp hoặc những giả định ngầm về những dữ liệu và điều kiện cơ bản đó. Trong ví dụ về công ty XYZ, chúng ta chỉ mới chạm vào một số lượng hạn chế những lĩnh vực này, trong tất cả các trường hợp đều dựa vào những thông tin được cung cấp bởi ban giám đốc- những người phải đưa ra các kỳ vọng của mình trên cơ sở những hiểu biết về tất cả các điều kiện tác động đến công ty.

Cần phải nói thêm một điều về hệ phương pháp dự kiến. Bất cứ dạng thức dự kiến tài chính nào đều phải tập trung vào việc kiểm tra về những xu hướng trong quá khứ và những giả định cụ thể về những hành vi trong tương lai như về tổng thu nhập, phí tổn, chi phí, và những khoản thu và chi trả khác. Phân tích xu hướng trong quá khứ có thể sắp xếp từ mức đơn giản "quan sát" những mô hình rõ ràng đến việc áp dụng những phương pháp thống kê khác nhau vào các dữ liệu hiện có nhằm xác lập được đường thẳng hay đường cong xu hướng làm cơ sở cho việc đánh giá các điều kiện trong tương lai. Việc dự kiến các biến số then chốt có thể được bắt đầu nhờ vào xu hướng đó. Nhưng những đánh giá cứng nhắc đã biết về những thay đổi có thể xảy ra cần phải vượt qua được sự cám dỗ đơn thuần chỉ để ngoại suy ra những điều kiện trong quá khứ. Không được để sự chính xác toán học của các phương pháp thống kê thay thế cho nỗ lực đưa ra những giả định thực tế trong tương lai về một công ty và những điều kiện cụ thể của thị trường, hiệu quả hoạt động của ngành, và triển vọng kinh tế của quốc gia và thế giới tác động đến hiệu quả hoạt động tài chính có thể có của doanh nghiệp. Tài liệu tham khảo ở cuối chương và Phụ lục V là những nguồn thông tin về các kỹ thuật dự báo và những quy trình khác sẽ hỗ trợ cho các nhà phân tích

trong các khía cạnh của các dự kiến tài chính về mặt kỹ thuật và đánh giá.

MÔ PHỎNG TÀI CHÍNH

Trong những năm gần đây, những phần mềm được phát triển cho việc mô phỏng tài chính đã mở rộng rất nhiều khả năng của các nhà phân tích tài chính trong việc khám phá ra những kết quả của những giả định, những điều kiện và những hoạch định khác nhau. Về nguyên tắc, những gói phần mềm như thế là những trình bày và khuôn mẫu của những mối quan hệ, tỉ suất và cách sắp xếp then chốt về kế toán tài chính, được hỗ trợ bởi những thường trình con dùng để tính toán, cập nhật và trình bày các dữ liệu và kết quả ở bất cứ dạng thức mong muốn nào. Mặc dù mức độ phức tạp của những phương pháp này chênh lệch nhau rất nhiều, nhưng cả quy trình thì lại dựa vào những bước, những lập luận như nhau mà chúng ta đã thảo luận trong chương này.

Có thể thấy được dạng thức đơn giản nhất của mô phỏng tài chính trong việc sử dụng thông thường những bảng tính thể hiện một tập hợp riêng biệt các mối quan hệ nhằm phục vụ cho việc phân tích và vận dụng. Ở đây, nhà phân tích sẽ định rõ những công thức và mối quan hệ cơ bản ẩn sau những dữ liệu và sự sắp xếp đang được xem xét lại, nhưng phải đặc biệt chú ý đến sự nhất quán nội tại. Ở cực kia là một mô hình tài chính hoàn chỉnh. Mô hình này thường được lập ra nhờ sự cộng tác của nhân viên công ty và người tạo phần mềm. Mô hình này bao hàm rất nhiều yếu tố chẳng hạn như thủ tục kế toán của công ty, các giới hạn và giao kèo về nợ, chính sách dự trữ,... Trong hầu hết các trường hợp, những thuật ngữ được dùng, những giả định then chốt, và những đầu ra đều được “chỉnh sửa theo thói quen” để cho mô hình phản ánh được những đặc trưng cụ thể của một công ty riêng biệt nào đó. Điều này cho phép các nhà phân tích có thể tính toán được các kết quả dự kiến của những điều kiện mà công ty mong đợi, kiểm tra nhiều tập hợp các giả định và đánh giá những kết quả thay thế.

Sự khác biệt lớn giữa các kỹ thuật dự kiến mà ta đã thảo luận trước đây trong chương này với việc sử dụng các mô hình trong máy tính chỉ là mức độ tự động hóa trong quy trình mà thôi. Một ngân sách tiền mặt, cho dù được lập bằng tay, thì về cơ bản cũng là mô hình của những khuôn mẫu lưu chuyển tiền mặt trong công ty. Để xây dựng được một ngân sách như thế, nhà phân tích phải cân nhắc những chính sách của công ty về phương pháp kế toán, báo cáo thuế và những quy tắc hoạt động chi tiết khác. Những hạn chế này cũng có thể được đưa vào trong các gói phần mềm hoạch định tài chính cơ bản, hoặc có khi được đưa vào một chương trình mô phỏng mạnh. Khác biệt chính ở đây là máy tính có thể chạy nhiều chọn lựa trong khi vẫn

đồng thời theo dấu được tất cả những mối quan hệ quan trọng một cách dễ dàng và nhanh chóng hơn so với khi thực hiện việc phân tích trên một bảng tính đơn giản.

Chương trình phần mềm mô phỏng tài chính được bán trên thị trường luôn luôn được cải tiến, và người đọc cần phải quen với những phần mềm mới. Trong phạm vi tương đối, các gói mô phỏng có thể xếp từ mọi cấp bậc từ những mẫu bảng tính đơn giản dùng để tính toán các bảng báo cáo dự kiến súc tích đến các biểu diễn phức tạp cao về hệ thống kế toán tài chính của công ty, và cả cái được gọi là mô hình doanh nghiệp. Trường hợp cuối cùng là một mô hình khái quát hóa được cải tiến một cách bao quát nhờ các chuyên gia để phản ánh tình huống cụ thể của công ty. Một số công ty còn phát triển những mô hình không những có thể tính toán được các kết quả của các tập hợp các giả định, mà còn bao gồm cả những thói quen tối ưu hóa để lựa chọn những mẫu hình tài chính và đầu tư thay thế được mong đợi nhất dựa vào những tiêu chuẩn do ban giám đốc quy định. Những mô hình khác bao gồm các chương trình dự kiến thống kê có thể được sử dụng để tìm ra những biến số then chốt từ các kinh nghiệm trong quá khứ. Rõ ràng hoàn toàn vượt qua tầm của cuốn sách này để có thể nói một cách chi tiết về một số lượng lớn những khái niệm và kỹ thuật liên quan đến việc xây dựng và sử dụng những mô hình tài chính trên máy tính. Tuy nhiên, độc giả có thể tham khảo Phụ lục I vì phần này mô tả phần mềm Financial Genome của tập đoàn Modernsoft, Inc- một ứng dụng tiên tiến về phân tích tài chính hiện đã có trên thị trường để sử dụng kết hợp với cuốn sách này và để sử dụng cho những chuyên môn chung.

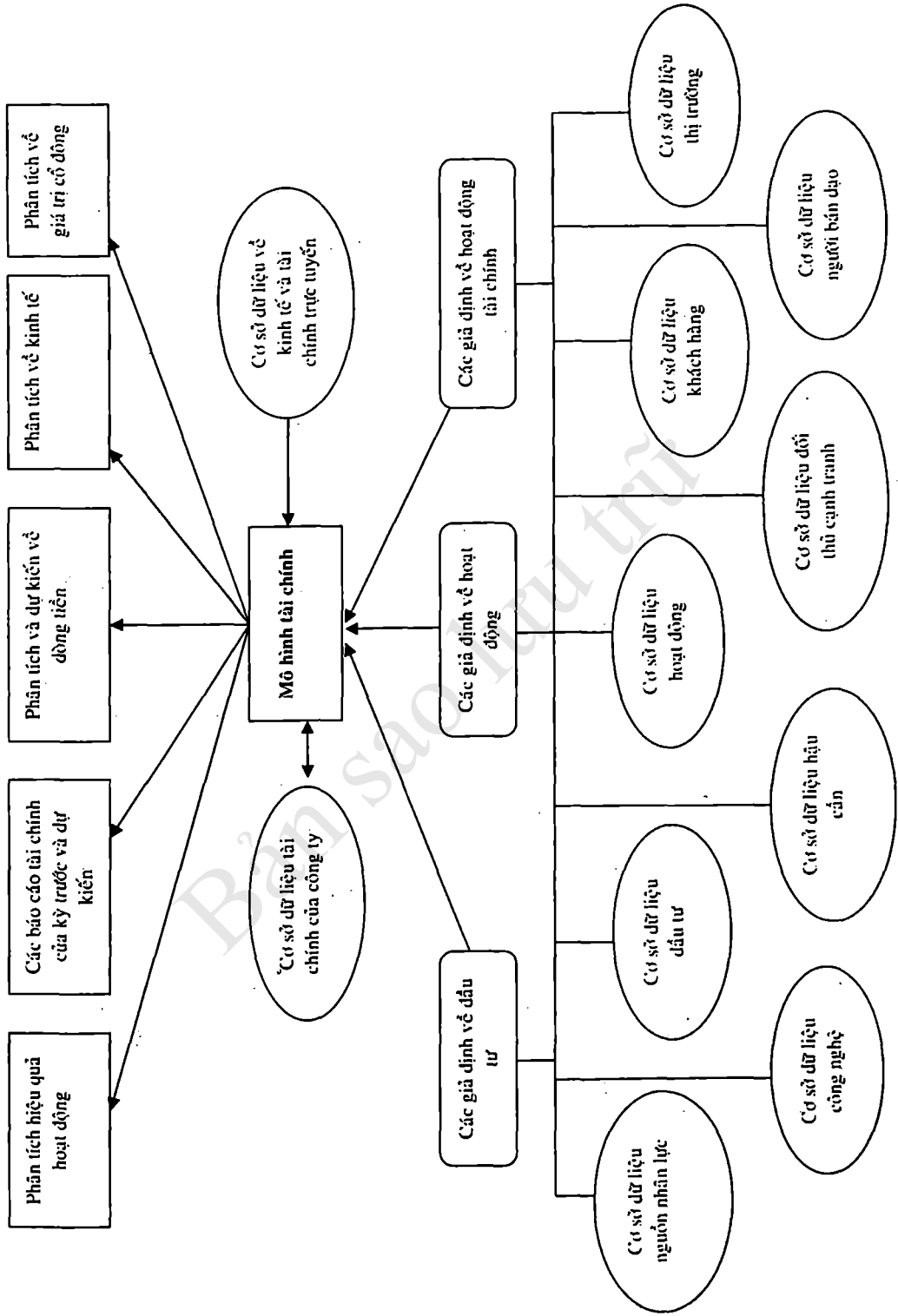
Hình 5-8 mô tả cái nhìn bao quát về những mối quan hệ chính được trình bày trong mô hình tài chính hoàn chỉnh, với những liên kết với các cơ sở dữ liệu bên trong và bên ngoài.

Yếu tố trung tâm là một chương trình phần mềm quản lý các tính toán và trình bày, trong đó những đầu vào lấy từ những nguồn và các cơ sở dữ liệu khác nhau cần thiết, và các đầu ra được nhóm vào những loại phân tích, bao gồm các phân tích về kinh tế và các tính toán về giá trị cổ đông. Những khả năng phân tích đó cho phép việc sử dụng những giả định đã được xác định rõ về chiến lược của công ty và các kế hoạch hoạt động, được hỗ trợ bởi phân tích về xu hướng của các dữ liệu nội bộ liên quan từ trước đến nay và những thông tin từ bên ngoài để lập ra những bảng báo cáo và những bảng phân tích nhất quán, có ý nghĩa. Một khi những động lực chủ yếu của tình hình tài chính và hoạt động đã được định rõ thì nhiệm vụ dự kiến các báo cáo tài chính, các mô hình lưu chuyển tiền mặt và việc đánh giá những khía cạnh sẽ tương đối đơn giản, cũng như việc sử dụng phân tích sâu về độ nhạy

cảm và hoạch định về bối cảnh. Các kế hoạch chiến lược cho nhiều năm sau, tác động tiềm năng của việc mua lại công ty hay tái cơ cấu, hoặc các điều kiện hoạt động trong thời gian ngắn sắp tới đều có thể được trình bày về phương diện tài chính.

Bản sao lưu trữ

Hình 5-8 Mô phỏng tài chính: tổng quan về các mối quan hệ then chốt



PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY CẢM

Như chúng ta đã đề cập, một trong những lợi thế của mô phỏng tài chính là khả năng thực hiện các hoạt động phân tích độ nhạy cảm dễ dàng một cách đáng kể. Phương pháp này đòi hỏi phải lựa chọn một số các động lực hoạt động chủ yếu và thay thế chúng để xác định độ nhạy cảm của các kết quả đối với những thay đổi này. Ví dụ như, một trong những giả định then chốt trong bảng phân tích dự kiến của chúng ta cho công ty XYZ là mô hình theo mùa thông thường với doanh số bán hàng giảm sút từ 18-20% trong vào quý cuối. Nếu có lý do để tin rằng có thể xảy ra một sự sụt giảm nghiêm trọng hơn, nhà phân tích phải ước lượng số tiền mất đóng góp mất đi của mỗi 1% doanh số giảm. Giả sử tất cả các điều kiện khác vẫn giữ nguyên không đổi, thì khoản tiền giảm đó chính là khoản đóng góp bị mất từ số lượng hàng hóa không bán được.

Có thể lần ra được tác động đến nhu cầu tiền mặt bằng cách điều chỉnh lợi nhuận sau thuế, và bằng cách nhận ra rằng sẽ có một sự thay đổi trong vốn lưu động bởi vì các cấp độ bán hàng thấp hơn, ngoại trừ kho nơi chứa số lượng hàng hóa chưa bán được. Nếu cân nhắc thấy giá cả không ổn định thì tác động của một loạt các giả định về ảnh hưởng của các mức giá thấp hơn cho một hay tất cả các dòng sản phẩm có thể được kiểm nghiệm. Trong mọi trường hợp, vấn đề trọng yếu vẫn là độ nhạy cảm của nhu cầu tiền mặt đối với các thay đổi trong mỗi tháng của quý. Rõ ràng, những bài kiểm tra khác có thể được áp dụng và liên hệ với những kết quả thay thế do những thay đổi trong bất cứ giả định đã cho tạo ra.

Mấu chốt trong loại lập luận này là đánh giá của nhà phân tích về việc nhân tố nào trong các khuôn mẫu hoạt động và khuôn mẫu tài chính dễ bị dao động nhất. Sau đó, nhiệm vụ tiếp theo là lập mô hình để thể hiện các kết quả mong muốn sẽ nhạy cảm đến mức nào đối với mỗi thay đổi. Cần phải chú ý quan sát tất cả các mối tương giữa những biến số đã chọn. Những mối tương quan này bao gồm những tác động trái ngược của những thay đổi về giá cả đến số lượng, và những điều kiện không theo tuyến chẳng hạn như những thay đổi khác nhau trong chi phí và một số hoạt động nhất định tương ứng với các giả định về doanh số và những nhân tố hàng hóa. Khi đã được cung cấp một dây kết quả như thế, người ra quyết định nếu có sử dụng bảng phân tích có thể đánh giá được rủi ro của kỳ dự báo và điều chỉnh các chính sách hoạt động và tài chính cho phù hợp. Không nhất thiết phải có một mô hình tài chính hoàn chỉnh để áp dụng những bài kiểm tra độ nhạy cảm như thế. Ngay cả các báo cáo dự kiến và các ngân sách tiền mặt đơn giản của chúng ta cũng có thể được thay đổi một cách dễ dàng trên bảng tính để trả lời cho những câu hỏi cơ bản thuộc loại này.

Tuy nhiên, với một phần mềm thích hợp, nhà phân tích có thể kiểm tra được nhiều khả năng hơn và xác định được tác động của nhiều giả định hơn. Các bài kiểm tra về độ nhạy cảm có thể thực hiện đồng thời cùng một lúc trên nhiều biến số, và toàn bộ chuỗi sự kiện trong tương lai có thể được phát triển với tác động về tài chính được phản ánh ở đầu ra. Chúng ta sẽ quay lại đề tài phân tích độ nhạy cảm một lần nữa trong những chương sau.

NHỮNG VẤN ĐỀ THEN CHỐT

Sau đây là bảng tóm tắt những vấn đề then chốt đã được nêu ra- trực tiếp hay gián tiếp- trong chương này. Chúng được liệt kê để giúp cho người đọc giữ các tài liệu đã thảo luận trong viễn cảnh lý thuyết về tài chính và thực hành kinh doanh.

1. Dự kiến về những nhu cầu tài chính của một doanh nghiệp là sự mở rộng hợp lý của việc lập ra báo cáo tài chính và tư duy về dòng tiền. Nó là đỉnh điểm của tập hợp các giả định hoạch định. Các giả định này cần phải được áp dụng một cách nhất quán trong suốt quy trình để đảm bảo được tính thống nhất giữa những biểu diễn khác nhau của doanh nghiệp do các báo cáo tài chính và ngân sách tiền mặt cung cấp. Khi đã đạt được tính nhất quán đó thì đường nối kết phổ biến giữa những mô hình trình bày sẽ là nhu cầu tài chính đã được xác định.
2. Quy trình lập các dự kiến về tài chính phải dựa vào các giả định rõ ràng hoặc các giả định ngầm về những hành vi của các động lực chủ yếu của kỳ tương lai đang được xem xét. Những điều này có thể bắt nguồn từ quy trình hoạch định chi tiết bao gồm định hướng về chiến lược, lập ngân sách hoạt động và những điều kiện chủ chốt khác có tác động đến hiệu quả hoạt động tương lai, hoặc chúng có thể được định rõ dưới dạng bao quát hơn để có được một sự đánh giá nhanh. Vấn đề chính ở đây là để nghĩ thông suốt những tác động của các hệ thống tài chính đối với tất cả các bộ phận trong doanh nghiệp.
3. Việc ngoại suy từ những xu hướng trong quá khứ, chẳng hạn như phần trăm biên, tỷ suất chi phí, các điều kiện tín dụng, và doanh thu tài sản chỉ nên được xem như là điểm khởi đầu, từ đó phải tiến hành chỉnh sửa lại để thấy được những thay đổi khả dĩ trong các điều kiện trong tương lai. Những động lực then chốt dự báo đó cần phải được xác định và được theo dõi để đảm bảo tính hợp lý.
4. Phân tích độ nhạy cảm là một đòi hỏi then chốt để hoạch định kỹ càng về các nhu cầu tài chính cũng như những kế hoạch dự kiến khác liên quan đến các sự kiện trong tương lai. Tác động đến kết quả cuối

cùng của những giả định khác nhau về từng biến số được xem như là động lực mấu chốt cần phải được kiểm nghiệm để hỗ trợ việc đánh giá những kết quả có thể. Tập trung vào các động lực có tác động nhiều nhất thường làm nhảy bèn quy trình phân tích và ra quyết định.

5. Bất cứ khi nào mà các dự kiến và các kế hoạch là không chắc chắn, đặc biệt là nếu các kỳ dự kiến là quá dài, thì việc phát triển các chuỗi sự kiện thay thế dựa trên những giả định về các tập hợp những động lực chủ yếu trong những điều kiện tiềm năng khác nhau sẽ rất hữu dụng.

6. Mô phỏng tài chính là một hoạt động quan trọng nhằm cung cấp những mức độ nối kết tự động khác nhau giữa những biến số then chốt và những khuôn khổ đầu ra. Tuy nhiên, nó không thay thế cho việc đánh giá bởi vì những giả định ngầm cần thiết cho hoạt động phân tích đòi hỏi phải có sự chọn lựa và thấu hiểu kỹ càng, cho dù mô hình đó là tiên tiến hay chỉ đơn thuần là một bảng tính đơn giản.

TỔNG KẾT

Các nguyên tắc của việc dự kiến tài chính được thảo luận trong chương này xoay quanh việc sử dụng những bảng báo cáo dự kiến và nhiều loại ngân sách khác nhau. Chúng ta thấy rằng dự kiến về tài chính chỉ là một phần nhỏ trong quy trình hoạch định kinh doanh. Dự kiến tài chính có thể được trình bày ở những dạng quen thuộc là các báo cáo tài chính và ở những dạng thức ngân sách đã được chỉnh sửa đặc biệt. Quy trình này đơn giản ở chỗ nó trình bày theo một cách có trật tự cách phân loại những tác động tài chính của việc đầu tư, của hoạt động sản xuất kinh doanh và của những quyết định về hoạt động tài chính. Quy trình này khó ở chỗ những đánh giá về các điều kiện trong tương lai thì rất không chắc chắn- một điều mà mọi loại hoạch định đều gặp phải.

Ở đây, việc sử dụng phân tích độ nhạy cảm, tính toán các tác động của những giả định thay thế có thể thu hẹp phạm vi không chắc chắn. Về cơ bản, dự kiến tài chính là một dạng mô phỏng tương lai trong bối cảnh những hạn chế về hoạt động và chính sách. Nếu muốn chi tiết hơn và có nhiều chọn lựa cho các kế hoạch trong tương lai hơn, mô phỏng tài chính có thể tạo ra được những lợi ích ý nghĩa về tốc độ và tính chính xác của các phép tính. Từ những mô phỏng như thế, ta có thể có được nhiều thấu hiểu hơn, nhưng các yêu cầu đánh giá cho những đầu ra thích hợp và những giả định giữ nguyên không thay đổi.

Chương 6

ĐỘNG LỰC VÀ TĂNG TRƯỞNG CỦA HỆ THỐNG KINH DOANH

Trong Chương 2 chúng ta đã miêu tả hệ thống kinh doanh như một mô hình phát triển năng động và mô tả bằng các thuật ngữ khái quát về mối tương quan của các quyết định, tiêu chuẩn so sánh về tài chính và các chính sách quản lý được sử dụng phù hợp với sự tạo thành giá trị của cổ đông. Trong ba chương trước đây, chúng ta đã đề cập đến các lĩnh vực cụ thể về quản lý tài chính: sự dịch chuyển tiền mặt trong hệ thống, đánh giá các kết quả tài chính của hệ thống và dự đoán các yêu cầu tài chính tương lai. Chúng ta đã kết thúc Chương 5 với một bản mô tả khái quát về các mô hình tài chính như sự hỗ trợ có giá trị trong việc phát triển các kế hoạch tài chính, sau khi xác định nguyên tắc cơ bản và các quy trình lập ngân sách tiền mặt như các công cụ phổ biến của lập kế hoạch tài chính. Bây giờ chúng ta cần quay trở lại khái niệm hệ thống của chúng ta và đề cập chi tiết hơn về một số đặc điểm nội bộ và phạm vi của hệ thống đã ảnh hưởng như thế nào đến các thay đổi của mô hình dòng tiền mà dẫn đến sự tạo thành giá trị của cổ đông.

Có hai yếu tố quan trọng mà cho đến bây giờ chúng ta mới chỉ đề cập ngắn gọn nhưng đó là một phần không thể thiếu để hiểu và lập mô hình hệ thống kinh doanh, là: đòn bẩy và tiềm năng phát triển. Độc giả sẽ nhớ lại đòn bẩy tài chính và tiềm năng lập quỹ để hỗ trợ cho sự phát triển đã được trình bày trong phần tài chính của biểu đồ hệ thống kinh doanh. Chúng ta cũng nhận ra sự tương tác của các định phí và các biến phí trong phần vận hành. Lúc đó, chúng ta chỉ mới nói ngắn gọn về sự cân bằng và những lựa chọn mà có thể được ban giám đốc thực hiện liên quan đến các lĩnh vực này. Bây giờ là lúc để kết hợp những khái niệm này thành một sự thảo luận lập

kế hoạch tài chính đầy đủ đề cập đến các yếu tố về chính sách và hoạt động ở dưới các bảng tiêu chuẩn và các ngân sách tiền mặt đã được đề cập trong chương trước.

Trước hết, chúng ta thảo luận về khái niệm đòn bẩy – tác động của các yếu tố cố định đối với các kết quả tổng thể – trong hai lĩnh vực quan trọng:

- Đòn cân định phí
- Đòn bẩy tài chính

Ở đây chúng ta sẽ khảo sát chi tiết tác động của những thay đổi lợi nhuận dưới nhiều giả định khác nhau về bản chất và mức độ của các yếu tố cố định trong mô hình chi phí của công ty và đề cập đến những hàm ý về lập cơ cấu và quản lý phần hoạt động của hệ thống đó. Sau đó chúng ta sẽ minh họa tác động của Đòn bẩy tài chính đối với lợi nhuận của công ty và giới thiệu các phí tiền lãi cố định vào trong hệ thống tài chính có thể được lợi như thế nào cho lợi nhuận của công ty và làm tăng sự thay đổi của những lợi nhuận này dựa trên cân bằng của rủi ro với lợi nhuận.

Cuối cùng, chúng ta sẽ chuyển sang cách tiếp cận lập mô hình kết hợp mà sẽ chứng minh các yếu tố trong hệ thống và những hàm ý tài chính của chúng. Chúng ta sẽ tập trung vào kiểm tra tác động tài chính của những thay đổi chính sách vĩ mô về đầu tư, hoạt động và cung cấp tài chính. Phương tiện cho quy trình này sẽ là hình mẫu kế hoạch phát triển tài chính cơ bản theo cách tóm tắt ở mức cao cho phép chúng ta hình dung mối tương quan của các phạm vi tài chính quan trọng và các yếu tố tác động đến hiệu suất và phát triển của toàn bộ hệ thống kinh doanh. Chúng ta sẽ đề cập chi tiết đến các khái niệm sau:

- Mô hình phát triển tài chính cơ bản.
- Xác định sự phát triển có khả năng và sự phát triển ổn định.
- Kế hoạch tài chính kết hợp.

Chúng ta khuyên độc giả nên xem lại phần một của Chương 2 – phần mô tả hệ thống kinh doanh và những mối liên kết quan trọng của nó mà chúng ta sẽ kiểm tra trong khi thảo luận. Khái niệm rộng hơn về sự tạo thành giá trị cổ đông sẽ được đề cập nhiều trong Chương 12.

ĐÒN BẰNG

Đòn bẩy, như được đề cập trước đây, đề cập đến điều kiện lợi nhuận thường xuyên, nhưng đôi khi khó giải quyết, ở bên trong mô hình chi phí tổng quát của hệ thống kinh doanh một yếu tố ổn định mà hỗ trợ nhiều hoạt động. Đòn cân định phí có nghĩa đơn giản là một phần chi phí sắp xảy ra của một doanh nghiệp được cố định trên phạm vi rộng về khối lượng hoạt

động kinh doanh. Kết quả là, lợi nhuận được tăng lên hoặc giảm xuống nhiều hơn tỉ lệ tương ứng do những thay đổi trong khối lượng bán hàng. Hiện tượng này là tích cực miễn là khối lượng đang tăng lên; khi khối lượng giảm xuống do điều kiện thị trường không thuận lợi, đó có thể là tác động tiêu cực lớn trên lợi nhuận hoạt động kinh doanh. Tương tự như vậy Đòn bẩy tài chính xảy ra khi cơ cấu vốn của công ty gồm các nghĩa vụ với các mức lãi suất cố định. Doanh thu sau khi thanh toán tiền lãi và lợi nhuận chủ sở hữu được tăng lên hoặc giảm xuống nhiều hơn tỉ lệ tương ứng khi khối lượng và lợi nhuận dao động. Tuy nhiên, có mức chênh lệch trong các yếu tố cụ thể có liên quan và các phương pháp tính toán của mỗi loại đòn bẩy. Cả hai đòn cân định phí và đòn bẩy tài chính có thể hiện diện trong bất kỳ doanh nghiệp nào, phụ thuộc vào những lựa chọn mà ban giám đốc chọn trong lập cơ cấu hoạt động kinh doanh và các yêu cầu cung cấp tài chính và tác động tương ứng trên lợi nhuận thuần sẽ tăng cường lẫn nhau. Chúng ta cần phải hiểu tác động cụ thể của đòn bẩy trong một công ty vì nó là yếu tố quan trọng trong quy trình lập kế hoạch tài chính.

Đòn Cân Định Phí

Phân biệt giữa định phí và biến phí (những chi phí này khác tùy theo từng lúc và các chi phí này khác nhau với mức độ của hoạt động) là một ý tưởng lỗi thời. Sự phân chia chi phí bằng hoạt động là điều cơ bản của phân tích điểm hoà vốn. Ý tưởng “điểm hoà vốn” dựa trên câu hỏi đơn giản về có bao nhiêu đơn vị sản phẩm hoặc dịch vụ mà một công ty bán để bù vào định phí của công ty trước khi bắt đầu có lợi nhuận. Giả sử giá của một đơn vị ở mức cao đủ để bù lại tất cả định phí (và biến phí) và để lại số dư của phần đóng góp vào định phí (kỳ hạn) và lợi nhuận. Một khi bán đủ các đơn vị để tích lũy toàn bộ phần đóng góp cần thiết để bù vào tất cả các định phí thì số dư của các đơn vị bổ sung đã được bán sẽ trở thành lợi nhuận – trừ phi một lớp mới của định phí phải được bổ sung vào tại một thời điểm tương lai để hỗ trợ cho khối lượng tăng lên.

Hiểu được nguyên tắc này sẽ giúp hiểu biết sâu sắc những lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp liên quan như thế nào đến lập kế hoạch và dự trù về tài chính. Kiến thức này cũng rất hữu ích trong việc thiết lập các chính sách hoạt động kinh doanh, đặc biệt trong lập kế hoạch kinh doanh không ổn định, ví dụ, có thể tập trung giảm thiểu định phí bằng cách nhờ các công ty khác làm dịch vụ cho một số hoạt động.

Cũng cần phải chú ý ở đây. Không có gì là đầy đủ về khái niệm định phí bởi vì trong hoạt động lâu dài, mỗi yếu tố chi phí sẽ thay đổi. Tất cả các chi phí phát sinh tăng lên hoặc giảm xuống do hậu quả của các chính sách và

các quyết định quản lý và vì vậy có thể bị thay đổi. Kết quả là, khái niệm điểm hoà vốn phải được xử lý một cách linh hoạt và suy xét.

Như chúng ta đã đề cập ở trên, định phí mở đầu đối với những hoạt động của một doanh nghiệp nhằm làm tăng lợi nhuận với các mức hoạt động cao hơn đến điểm mà khi lớp định phí khác có thể được cần thiết để hỗ trợ cho khối lượng lớn hơn. Điều này do sự tích lũy của phần đóng góp tiền lãi mà mỗi đơn vị bổ sung cung cấp cao hơn các biến phí sản xuất ra nó. Tuy theo tỷ lệ của định phí so với biến phí trong cơ cấu chi phí của công ty mà phần đóng góp lợi nhuận từ các đơn vị bổ sung sẽ tạo ra sự tăng trưởng đột ngột đáng kể trong lợi nhuận.

Phân tích tình hình hoạt động đã được cân bằng là khá rõ ràng. Một khi tất cả các định phí đã được khôi phục lại thông qua những đóng góp riêng lẻ tích lũy từ một số đơn vị đã đủ thì lợi nhuận bắt đầu xuất hiện khi bán các đơn vị bổ sung. Lợi nhuận sẽ phát triển tương ứng nhanh hơn sự phát triển trong khối lượng đơn vị. Thật không may, hiệu quả tương tự làm giảm khối lượng hoạt động dẫn đến sự sụt giảm về lợi nhuận và tăng thua lỗ không cân xứng với tỷ lệ giảm khối lượng. Đòn cân định phí là con dao hai lưỡi.

Chúng ta có thể tạo ra các định nghĩa cơ bản như sau:

$$\begin{aligned} \text{Lợi nhuận} &= \text{Tổng Doanh thu} - \text{Tổng chi phí} \\ \text{Tổng Doanh thu} &= \text{Khối Lượng (Số lượng)} \times \text{Đơn giá} \\ \text{Tổng Chi phí} &= \text{Tổng Định phí} + \text{Biến phí} \end{aligned}$$

Cách chính thức về mô tả các điều kiện của đòn bẩy khá đơn giản. Chúng ta quan tâm đến hiệu suất trên lợi nhuận (I) của những thay đổi trong khối lượng (V). Các yếu tố phải chịu là giá đơn vị (P), biến phí của đơn vị (C), và định phí (F). Mối quan hệ là:

$$I = VP - (VC + F)$$

Công thức này có thể được viết lại như sau:

$$I = V(P - C) + F$$

Minh họa lợi nhuận phụ thuộc vào lượng hàng và dịch vụ bán ra nhân với mức chênh lệch giữa giá đơn vị và biến phí của đơn vị – và là phần đóng góp vào yếu tố thường xuyên gọi là các định phí.

Khi khối lượng đơn vị thay đổi thì phần đóng góp của đơn vị (P - C) nhân với những thay đổi trong khối lượng sẽ bằng với tổng thay đổi trong lợi nhuận. Trong điều kiện bình thường thì các định phí thường xuyên (F) sẽ vẫn giữ ở mức đó. Sự thay đổi tương đối trong lợi nhuận đối với những thay đổi được cho trong khối lượng sẽ tăng lên nhờ yếu tố cố định này.

Cách khác khi nói về các mối quan hệ đòn bẩy là sử dụng lợi nhuận

như một phần doanh thu, một trong những tỷ số được phát triển trong Chương 4. Sử dụng chú giải trước đây.

$$s = \frac{I}{VP}$$

và xác định I về các yếu tố, công thức là:

$$s = \frac{V(P - C) - F}{VP}$$

và được viết lại là:

$$S = \left[1 - \frac{C}{P}\right] - \frac{F}{VP}$$

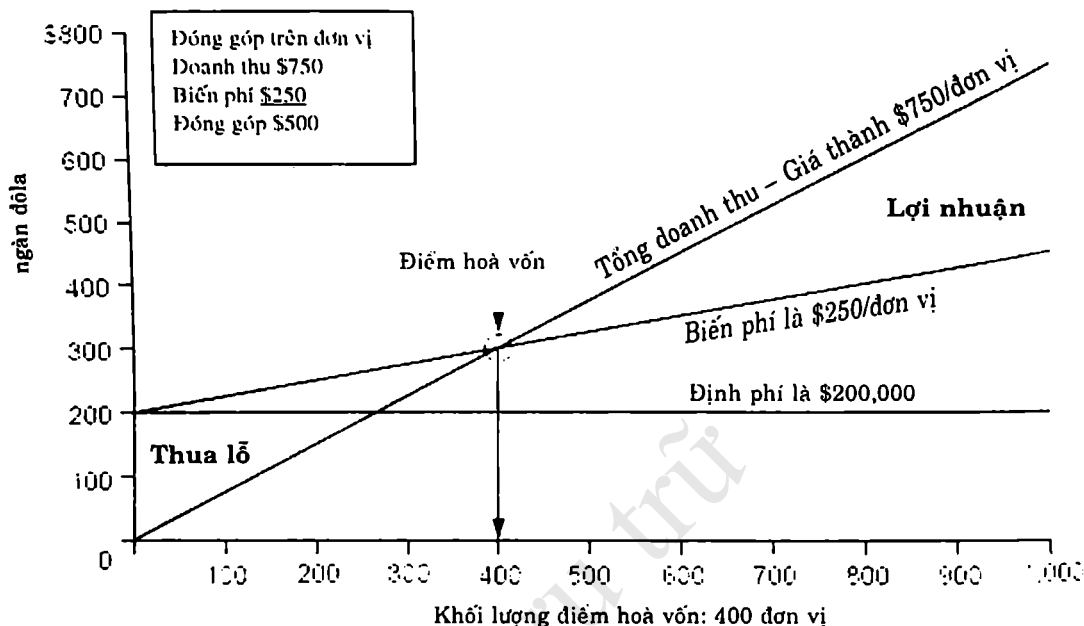
Mối quan hệ cho biết tỉ suất lợi nhuận/doanh thu phụ thuộc vào phần đóng góp trên đơn vị bán, ít định phí hơn như phần trăm thu nhập từ doanh thu. Chúng ta thấy rằng, đối với phạm vi có các định phí thì chúng làm giảm sút trong tỉ lệ lợi nhuận. F lớn hơn thì sự sụt giảm càng lớn hơn. Tuy nhiên, Bất kỳ thay đổi nào trong khối lượng, đơn giá hoặc chi phí của đơn vị sẽ có tác động đến s bởi vì F là thường xuyên.

Bây giờ chúng ta hãy kiểm tra quy trình này hoạt động như thế nào bằng cách sử dụng các ví dụ cụ thể. Chúng ta sẽ sử dụng các điều kiện về chi phí/lợi nhuận của một doanh nghiệp đơn giản với định phí khá cao là \$200,000 liên quan đến khối lượng sản lượng và các biến phí trên một đơn vị. Các định phí là các chi phí lớn và các chi phí có liên quan đến sở hữu và hoạt động các thiết bị sản xuất bao gồm tài sản khấu hao. Công ty của chúng ta có mức sản xuất tối đa là 1,000 đơn vị và để cho đơn giản thì chúng ta giả sử rằng không có sự chậm trễ giữa sản xuất và bán. Các đơn vị được bán là \$750 cho một đơn vị và các biến phí về vật tư, nhân công và cung cấp là \$250 trên một đơn vị. Vì vậy, mỗi đơn vị cung cấp phần đóng góp là 500\$ cho định phí và lợi nhuận.

Biểu đồ hoà vốn trong Hình 6.1 trình bày đơn giản các điều kiện đã nêu. Với khối lượng là zero thì số tiền định phí lên đến 200,000\$ và chúng duy trì ở mức khi khối lượng tăng lên cho đến khi đạt được toàn bộ công suất. Mặt khác, các biến phí tích lũy bằng 250\$ trên một đơn vị khi khối lượng tăng lên cho đến khi đạt được với công suất ở mức 250,000\$, cho đến khi toàn bộ doanh thu là 450,000\$. Doanh thu tăng lên từ zero, với tiền lời là 750\$, cho đến khi tổng doanh thu đạt được 750,000\$ đạt được công suất.

Trong trường hợp doanh thu và biến phí là đường thẳng (với 400 đơn vị sản lượng) thì điều kiện điểm hoà vốn - không có lợi nhuận và không có thua lỗ - đạt được.

HÌNH 6-1 CÔNG TY ACB - Biểu đồ điểm hoà vốn hoạt động đơn giản



Lợi nhuận và thua lỗ như một hàm số của những thay đổi khối lượng ở mức 25 %

Khối lượng	Tăng	Lợi nhuận	Tăng
400	-	-0-	-
500	25%	\$50,000	Vô hạn*
625	25	112,500	125%
781	25	190,500	69
976	25	288,000	51
Khối lượng	Giảm	Lợi nhuận	Giảm
400	-		-
300	25%		Vô hạn*
225	25		75%
169	25		32
127	25		18

* Vô hạn bởi vì số gốc là zero.

Điều này có nghĩa rằng tổng doanh thu lũy tích là 300,000\$ tại thời điểm đó đủ để bù vào định phí là 200,000\$, cộng với tổng các biến phí là 100,000\$ (400 đơn vị với 250\$ cho mỗi đơn vị). Nếu những hoạt động này

tăng vượt quá điểm này thì sẽ có lợi nhuận; với khối lượng ít hơn 400 đơn vị thì sẽ bị thua lỗ. Tất nhiên, điểm hoà vốn có thể được nhìn thấy bằng con số một cách đơn giản là chia tổng định phí ở mức 200,000\$ cho phần đóng góp của đơn vị là 500\$, kết quả là 400 đơn vị như chúng ta mong đợi:

$$\text{Điểm hoà vốn (I = zero): } \frac{F}{P - C} = V$$

$$\text{Lợi nhuận zero} = \frac{200,000\$}{500\$} = 400 \text{ đơn vị}$$

Tuy nhiên, khía cạnh thú vị nhất của biểu đồ điểm hoà vốn là sự xác định rõ ràng tăng và giảm trong lợi nhuận là không cân đối. Một miền tăng 25% trong khối lượng trên điểm hoà vốn sẽ tạo ra phần trăm tăng lớn hơn về lợi nhuận.

Số liệu thay đổi tương quan được hiển thị trong bảng dưới biểu đồ này. Chúng cho thấy sự sụt giảm một phần trong tỉ lệ tăng trưởng của lợi nhuận từ không xác định đến 51%. Tương tự như vậy, khi khối lượng giảm dưới điểm hoà vốn 25%, mức phát triển của thua lỗ sẽ xảy ra từ không xác định đến mức thấp nhất 18%, khi khối lượng đạt zero. Vì vậy, những thay đổi trong hoạt động kinh doanh gần với điểm hoà vốn, cho dù là tăng hoặc giảm, cũng có thể tạo ra sự dao động khá lớn trong thu nhập. Những thay đổi trong hoạt động kinh doanh ở trên hoặc dưới điểm hoà vốn sẽ tạo ra những dao động ít hơn.

Một công ty hoạt động càng gần với điểm hoà vốn bao nhiêu thì tác động lợi nhuận đối với những thay đổi càng sâu sắc bấy nhiêu. Một nhà phân tích đánh giá khả năng của công ty hoặc đưa ra các dự báo tài chính phải cố gắng hiểu những mức mà hoạt động hiện tại của công ty đó có tương quan đối với khối lượng bình thường và điểm hoà vốn đang ở đâu và sau đó giải thích các kết quả một cách hợp lý.

Rõ ràng thì mức tương quan của định phí càng lớn thì hiệu quả hoạt động đòn cân càng mạnh. Vì vậy, chúng ta cần phải hiểu yếu tố này về cơ cấu chi phí của công ty. Trong các ngành cần nhiều vốn như thép, mỏ, sản phẩm rừng và công nghiệp nặng, hầu hết chi phí sản xuất được cố định cho một khối lượng lớn. Điều này dẫn đến tập trung mức độ thay đổi lợi nhuận khi công ty nằm xa với các hoạt động hoà vốn.

Một ví dụ khác là trong ngành hàng không: khối lượng thiết bị các chuyến bay đã tăng lên đáng kể từ trước đến nay. Ban đầu, các định phí liên quan đến thuê và hoạt động của những máy bay đất tiền này làm giảm một phần lợi nhuận đối với nhiều hãng hàng không. Khi một công ty và một hãng tư nhân phát triển đạt đến công suất mới thì những hãng hàng không

được quản lý tốt có nhiều cải thiện đáng kể về lợi nhuận mà những người thực hiện liên tiếp chịu thua lỗ. Ngược lại, các ngành dịch vụ như các công ty tư vấn có thể ảnh hưởng trực tiếp đến các chi phí lớn của họ – lương bổng – bằng cách điều chỉnh số lượng nhân viên khi thay đổi nhu cầu. Vì vậy, họ ít phải chịu tác động về hiện tượng đòn cân định phí. Tại nhiều doanh nghiệp, việc sử dụng lao động hợp đồng hoặc lao động thời vụ tăng lên đáng kể trong các năm gần đây, phản ánh mong muốn giảm thiểu phần nào các nghĩa vụ dài hạn liên quan đến những lao động dài hạn.

Như chúng ta đã đề cập trước đây, trong hầu hết các tình huống thì ban giám đốc nên đánh giá xem liệu có hiệu quả trong việc giảm mức chi phí cố định thông qua các giải pháp sáng tạo như thuê công ty khác gia công, hợp tác với các công ty khác và sắp xếp công việc theo hợp đồng mà đẩy trách nhiệm của nghĩa vụ về định phí cho một bên khác. Những đánh giá này trở thành hiện tượng phát triển trong thập niên 90 trong nỗ lực toàn cầu hoá ở mức tái cơ cấu và cơ cấu lại công ty. Về bản chất, có nhiều cân bằng liên quan đến những lựa chọn đó, giống như từ bỏ kiểm soát mà có thể là những yếu tố quan trọng về những hoạt động tạo thành giá trị.

Có ba yếu tố chính có ảnh hưởng đến mối quan hệ đòn cân định phí :

- Định phí
- Biến phí
- Giá cả

Tất cả ba yếu tố này đều có chung một cách và cách khác liên quan đến khối lượng. Chúng ta sẽ chứng minh các tác động trong cả ba yếu tố này bằng cách thay đổi những điều kiện cơ bản trong ví dụ của chúng ta .

Tác động của định phí thấp hơn

Nếu ban giám đốc giảm định phí thông qua giảm nhiều chi phí bằng cách sử dụng các tiện ích một cách có hiệu quả hơn, bằng cách ký hợp đồng sản xuất từ bên ngoài hoặc thông qua việc tái cơ cấu các hoạt động của công ty thì điểm hoà vốn có thể thấp hơn nhiều. Kết quả là hiệu quả tăng lên về lợi nhuận sẽ bắt đầu ở mức hoạt động thấp hơn. Hình 6 – 2 mô tả sự thay đổi này.

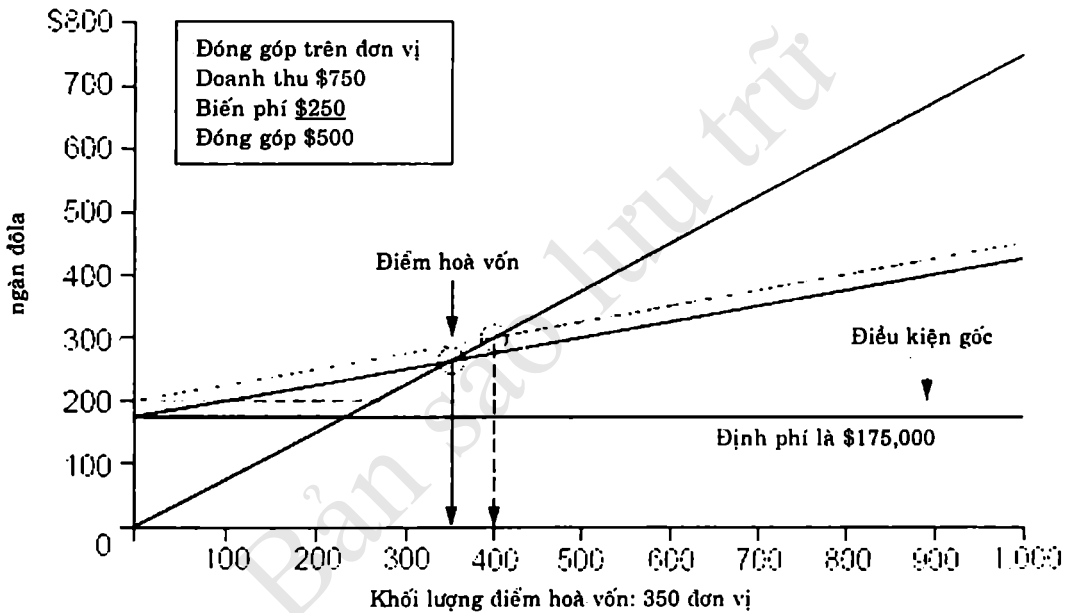
Chú ý rằng giảm định phí bằng một phần tám sẽ dẫn đến giảm khối lượng tương ứng của điểm hoà vốn. Bây giờ hãy lấy các đơn vị ít hơn một phần tám đóng góp 500\$ cho mỗi đơn vị để thu lại các định phí thấp hơn. Từ bảng trên, chúng ta có thể quan sát những thay đổi về khối lượng 25% tiếp theo từ điểm hoà vốn đã được giảm xuống làm tăng hoặc giảm lợi nhuận mà điều này khá giống với ví dụ đầu tiên của chúng ta trong hình 6 – 1. Vì vậy, phải giảm định phí là cách có hiệu quả và trực tiếp làm giảm các điểm hoà

vốn để cải thiện hiệu suất lợi nhuận của công ty.

Tác động của biến phí thấp hơn

Nếu ban giám đốc có khả năng giảm các biến phí sản xuất (các chi phí trực tiếp), thì làm tăng phần đóng góp trên từng đơn vị, hành động có thể tác động tương tự đến lợi nhuận ở các mức hiện tại và ảnh hưởng đến sự thay đổi của các điểm hoà vốn. Trong hình 6 – 3, chúng ta được giới thiệu về những thay đổi mang lại kết quả trên đường dốc của đường chi phí khác mà ảnh hưởng nhiều đến các khu vực lợi nhuận. Cùng lúc này, các điều kiện thua lỗ giảm xuống.

HÌNH 6-2 - CÔNG TY ACB - Biểu đồ điểm hoà vốn hoạt động đơn giản: tác động của định phí đã giảm xuống (giảm 25,000 đôla)



Lợi nhuận và thua lỗ như một chức năng của những thay đổi khối lượng là 25 phần trăm

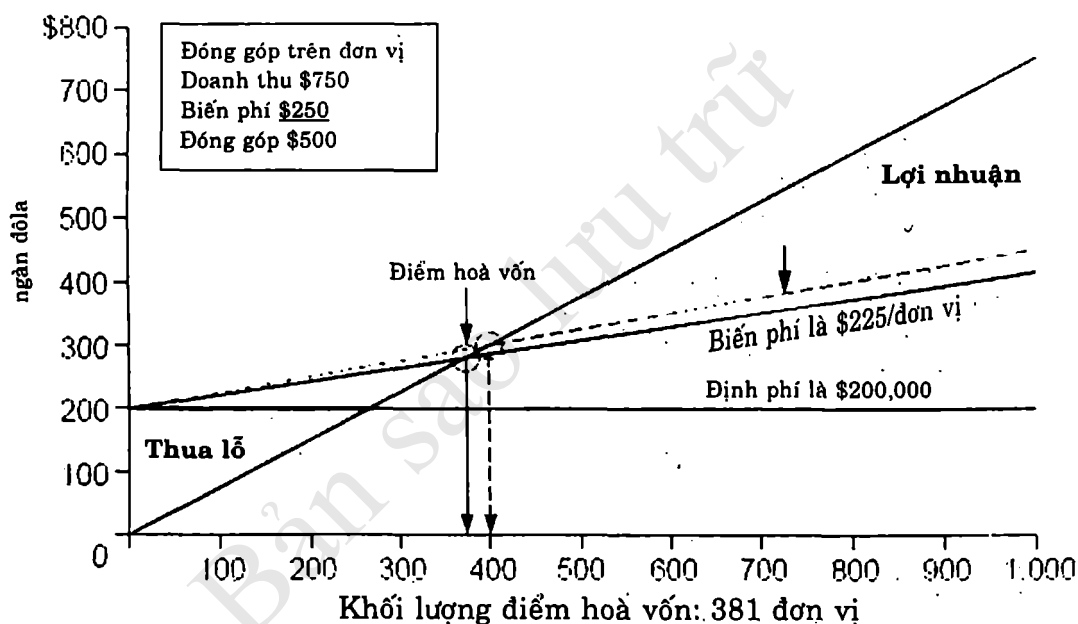
Khối lượng	Tăng	Lợi nhuận	Tăng
350	-	-0-	-
438	25%	\$44,000	Vô hạn*
547	25	68,500	125%
684	25	167,500	69
855	25	252,000	51
Khối lượng	Giảm	Lợi nhuận	Giảm
350	-	-0-	-
262	25%	\$44,000	Vô hạn*
196	25	77,000	75%
147	25	101,500	32

110	25	120,000	18
-----	----	---------	----

* Vô hạn bởi vì số gốc là zero.

Tuy nhiên, sự thay đổi trong khối lượng điểm hoà vốn xuất phát từ sự thay đổi 10% trong tất cả các biến phí là không tác động đáng kể như những thay đổi khi giảm định phí xuống một phần tám. Lý do của sự giảm xuống này áp dụng chỉ cho một phần nhỏ của tổng chi phí sản xuất, bởi vì các biến phí là khá thấp trong ví dụ này. (Điều này minh họa điểm mà chúng ta đã thực hiện trước đây về việc phải xem xét những tỷ lệ tương ứng về khi phí trong loại phân tích này.)

HÌNH 6-3 - CÔNG TY ACB - Biểu đồ điểm hoà vốn hoạt động đơn giản: tác động của biến phí đã giảm xuống (giảm 25 đôla trên một đơn vị)



Lợi nhuận và thua lỗ như một chức năng của những thay đổi khối lượng là 25 phần trăm

Khối lượng	Tăng	Lợi nhuận	Tăng
381	-	-0-	-
476	25%	\$49,900*	Vô hạn†
595	25	98,500	125%
744	25	167,500	69
930	25	252,000	51
Khối lượng	Giảm	Lợi nhuận	Giảm
381	-	-0-	-
286	25%	\$50,150	Vô hạn*
215	25	87,125	75%
161	25	115,475	32
121	25	136,475	18

* Thay đổi 25 đầu tiên không bằng chính xác do làm tròn.

† Vô hạn bởi vì số gốc là zero.

Chỉ ở mức hoạt động hết công suất (1,000 đơn vị) tạo ra sự tác động lớn là 25,000\$ tương ứng với tác động giảm xuống 25,000\$ trong định phí trong ví dụ trước đây, các mức hoạt động thấp hơn, khối lượng đơn vị thấp hơn và các tác động ít hơn của các biến phí kết hợp để giảm thiểu tác động. Tuy nhiên, kết quả có sự cải tiến rõ ràng trong điều kiện điểm hoà vốn và sự tăng lên về lợi nhuận để đạt được tỉ lệ khối lượng sớm hơn. Cần phải nói lại là 25% những thay đổi về tiền lãi đã được lập ra trình bày kết quả cụ thể.

Tác động của Giá thành Thấp hơn

Về phần này thì chúng ta tập trung đề cập đến những hiệu quả chi phí lớn dưới sự kiểm soát của ban giám đốc. Ngược lại, sự thay đổi giá cả phụ thuộc vào môi trường cạnh tranh của công ty. Kết quả là, sự thay đổi về giá thường ảnh hưởng đến sự cân bằng cạnh tranh và ảnh hưởng trực tiếp đến khối lượng đơn vị mà một doanh nghiệp có thể bán. Vì vậy, không đủ để theo dõi hiệu quả của các mức giá tăng lên hoặc giảm xuống trên biểu đồ điểm hoà vốn, nhưng chúng ta cũng phải dự đoán về tác động có thể trên khối lượng xuất phát từ sự thay đổi về giá. Nói cách khác, tăng giá có tác động hợp lý hơn đến khối lượng đơn vị mà công ty có thể bán đủ khả năng cạnh tranh và hành động giá có thể thực sự tạo ra tổng lợi nhuận thấp hơn. Ngược lại, hạ giá có thể được đền bù nhiều hơn cho phần đóng góp bị thua lỗ trên một đơn vị bằng cách tăng đáng kể tổng khối lượng đơn vị có thể được bán so với cạnh tranh.

Hình 6 - 4 chứng minh hiệu quả của giảm giá 50\$ đôla trên một đơn vị, sự giảm bớt là 6.7%. Chú ý rằng sự thay đổi này làm tăng khối lượng điểm hoà vốn theo yêu cầu là khoảng 11% đối với 444 đơn vị. Nói cách khác, công ty cần phải bán 44 đơn vị bổ sung chỉ để bù vào phần đóng góp thua lỗ là 50\$ từ doanh số của mỗi đơn vị.

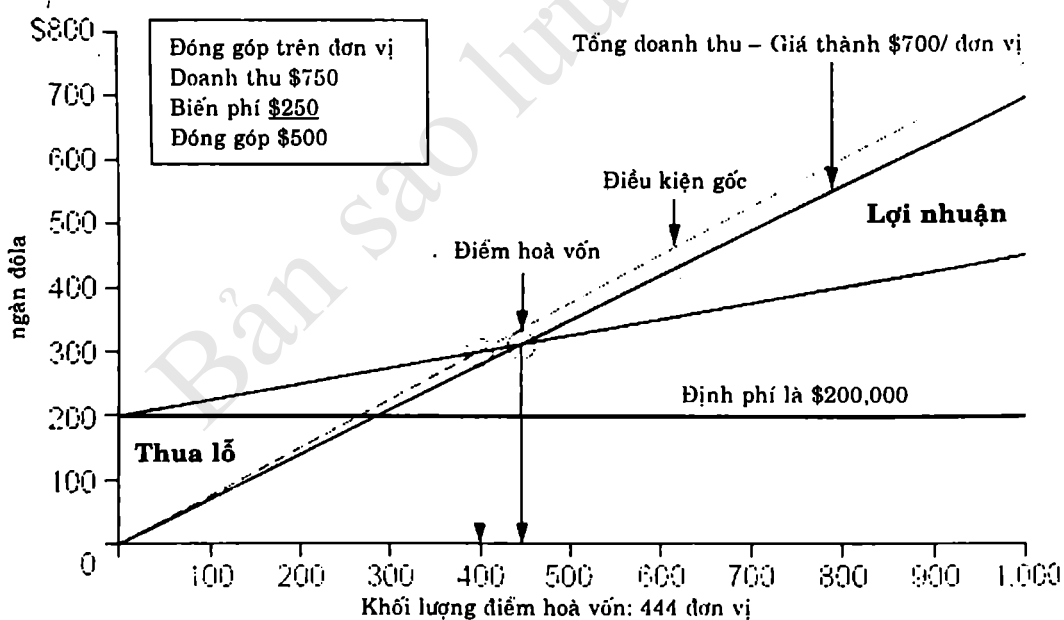
Ví dụ, nếu khối lượng hiện tại là 800 đơn vị, phần đóng góp là 400,000\$ và lợi nhuận là 200,000\$, sự giảm giá là 50\$ trên một đơn vị đòi hỏi doanh số của các đơn vị bổ sung đủ để thu hồi lại là 800 nhân 50\$ hoặc 40,000\$. Tất nhiên là các đơn vị mới theo yêu cầu sẽ cung cấp phần đóng góp trên đơn vị thấp hơn là 45\$.

Trong những điều kiện này, có nhiều đơn vị bổ sung là 89 (40,000\$ ÷ 450\$) phải được bán ở mức giá thấp hơn để duy trì mức lợi nhuận 200,000\$ tượng trưng cho sự tăng lên về khối lượng là 11%. Chú ý rằng kết quả này trong sự thay đổi tương xứng nhiều hơn trong khối lượng đơn vị (11%) so với giảm giá (6.7%). Những thay đổi về giá tác động đến các kết quả hoạt động nội bộ nhưng chúng có thể có tác động rõ ràng và kéo dài đến môi trường

cạnh tranh. Nếu thuận lợi về khối lượng tỉ lệ nhiều hơn và vì vậy lợi nhuận được cải thiện – có thể nhận được trong một thời gian đáng kể sau khi đã được giảm giá thì điều này có thể thay đổi tình hình cạnh tranh về sự thuận lợi của công ty. Mặt khác, nếu các đối thủ cạnh tranh khác có thể mong muốn giảm giá nhanh chóng thì tác động cuối cùng có thể đơn giản chỉ là sự sụt giảm về lợi nhuận đối với mọi người bởi vì nếu có bất kỳ sự thay đổi trong thị phần tương quan thì sẽ mang lại kết quả. Sự cạnh tranh về giá của hãng hàng không như được đề cập ở trên là ví dụ sinh động về hiện tượng này.

Ở đây, chúng ta không bàn đến các vấn đề mang tầm chiến lược liên quan đến chính sách định giá mà chỉ trình bày hiệu quả của yếu tố này về phạm vi hoạt động của hệ thống kinh doanh và cung cấp cách thức phân tích các điều kiện có thể.

HÌNH 6-4 - CÔNG TY ACB - Biểu đồ điểm hoà vốn hoạt động đơn giản: tác động của định phí đã giảm xuống (giảm 50 đôla trên một đơn vị)



Lợi nhuận và thua lỗ như một hàm của những thay đổi khối lượng ở mức 25%

Khối lượng	Tăng	Lợi nhuận	Tăng
444	-	-0-	-
555	25%	\$49,750*	Vô hạn†
694	25	112,300	125%
867	25	190,500	69

1084	25	287,800	51
Khối lượng	Giảm	Lợi nhuận	Giảm
444	-	-0-	-
333	25%	\$50,150*	Vô hạn*
249	25	87,950	75%
187	25	115,850	32
140	25	136,000	18

Thay đổi 25 đầu tiên không bằng chính xác do làm tròn.

† Vô hạn bởi vì số gốc là zero.

Tác dụng Kép đối với các Điều kiện của Điểm hoà vốn

Cho đến bây giờ, chúng ta đã phân tích về chi phí, khối lượng và sự liên quan đến giá cả và tác động của nó đến lợi nhuận một cách riêng rẽ. Trên thực tế, nhiều điều kiện và áp lực mà doanh nghiệp gặp phải thường đồng thời tác động đến những thay đổi này. Chi phí, khối lượng và giá cho một sản phẩm có thể đang thay đổi đồng thời một cách tinh vi và thường bằng những cách không thể đo lường được. Sự phân tích là khá phức tạp khi liên quan đến một vài sản phẩm hoặc dịch vụ. Đây là sự thật đối với hầu hết các công ty lớn. Trong những trường hợp này thì những thay đổi trong sự hoà hợp về doanh thu có thể mở đầu cho nhiều điều phức tạp bổ sung.

Hơn nữa, giả định đơn giản của chúng ta tạo ra sản xuất và doanh thu đồng thời không cần thiết phải giữ nguyên trong thực tế, sự chậm trễ bình thường giữa sản xuất và buôn bán có tác động đáng kể. Trong một công ty sản xuất thì bán hàng và sản xuất có thể không tuân theo giai đoạn cụ thể. Một số sự liên quan của điều kiện này đã được thảo luận trong Chương 3, khi chúng ta đề cập đến các mô hình sơ đồ quỹ được tạo ra bằng cách thay đổi các mức hoạt động và trong Chương 5 khi chúng ta kiểm tra mối quan hệ về ngân sách tiền mặt và các báo cáo thu nhập theo tiêu chuẩn.

Cho đến bây giờ, chúng ta cũng đã giả định rằng các điều kiện hoạt động về bản chất là theo hình tuyến tính. Điều này cho phép chúng ta đơn giản hoá phân tích đòn cân và các điểm hoà vốn. Sườn làm việc thực tế hơn được đề nghị trong hình 6 - 5. Biểu đồ này cho thấy sự thay đổi tiềm năng trong cả các biến phí và định phí trên toàn bộ các vận hành. Những tăng trưởng về doanh thu - giá cũng có thể được nêu lên. Nói cách khác, những thay đổi trong ba yếu tố ảnh hưởng đến đòn cân định phí được phản ánh cùng lúc.

Hình 6 - 5 mô tả nhiều hơn về mối quan hệ đường thẳng quan hệ được sử dụng từ Hình 6 - 1 đến Hình 6 - 4 thì thường là những phép tính xấp xỉ về "các chức năng từng bước" và những thay đổi dần dần trong chi phí và giá cả thường gặp phải trong các tình huống thực tế. Sự méo mó về lạm phát

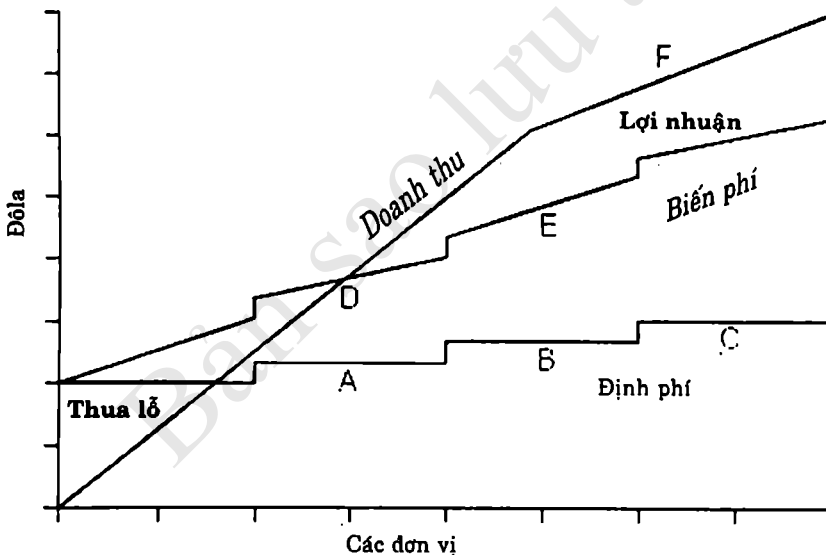
tăng lên sau này cũng phải được quan tâm. Một vài ví dụ về sự thay đổi và lý do có thể sẽ được mô tả dưới đây.

Phân Tích Lợi Nhuận Mục Tiêu

Một ứng dụng về những tính toán của đòn cân định phí là sử dụng phân tích lợi nhuận mục tiêu như một phần của quy trình lập kế hoạch của công ty. Nó thể hiện các tỉ lệ tương quan của biến phí và định phí mong đợi xảy ra trong hệ thống của công ty. Các kế hoạch đã nói của tổng định phí (F), những ước tính của biến phí (C) và mức giá mong đợi (P), khối lượng đơn vị theo yêu cầu để đạt được bất kỳ lợi nhuận mục tiêu trước thuế như mong muốn (TP) có thể được xác định bằng công thức điểm hoà vốn cơ bản sau:

$$\text{Khối lượng cho lợi nhuận mục tiêu: } V = \frac{F + TP}{P - C}$$

HÌNH 6 – 5 - CÔNG TY ABC - Biểu đồ Điểm hoà vốn đã được khái quát: Cho phép thay đổi chi phí và điều kiện doanh thu



- A. Lớp mới của các định phí được bắt đầu bằng cách tăng khối lượng.
- B. Sự thay đổi mới được bổ sung, với những yêu cầu bổ sung cho tổng chi phí.
- C. Lợi nhuận nhỏ cuối cùng của chi phí xảy ra khi một vài hoạt động đòi hỏi làm thêm.
- D. Những hiệu quả trong các hoạt động làm giảm các chi phí của đơn vị khác nhau.
- E. Sự thay đổi mới tạo nên sự không có hiệu quả và sản lượng thấp hơn, với nhiều sản phẩm hư hỏng hơn.
- F. Lợi nhuận cuối cùng của sản lượng phải được bán trên hợp đồng với các mức giá thấp hơn.

Tương tự như vậy, nếu ban giám đốc muốn kiểm tra mức các biến phí (C) được phép cho bất kỳ lợi nhuận mục tiêu trước thuế mong muốn nào (TP),

với khối lượng đơn vị ước tính (V) và giá thành (P) dựa trên các điều kiện thị trường mong muốn và định phí đã được lập kế hoạch (F), thì công thức có thể được viết lại như sau:

$$\text{Chi phí đơn vị thay đổi cho lợi nhuận mục tiêu: } C = P - \frac{(F + TP)}{V}$$

Chúng ta khuyến khích đọc giả viết lại công thức này cho mức giá theo yêu cầu để đạt được lợi nhuận trước thuế như mong muốn và cũng để xác định sự thay đổi theo yêu cầu để đặt công thức dựa trên tính toán sau thuế. Các tính toán loại này đáp ứng tốt để đối phó với kích thước của quy trình lập kế hoạch nhưng không thể thay thế cho phân tích chi tiết và các kế hoạch như được thảo luận trong Chương 5. Cách tiếp cận này là hữu ích cho các nhà phân tích và các nhà quản lý để nhận ra bằng các thuật ngữ rộng về những hàm ý của đòn cân định phí của công ty.

Đòn Bẩy Tài Chính

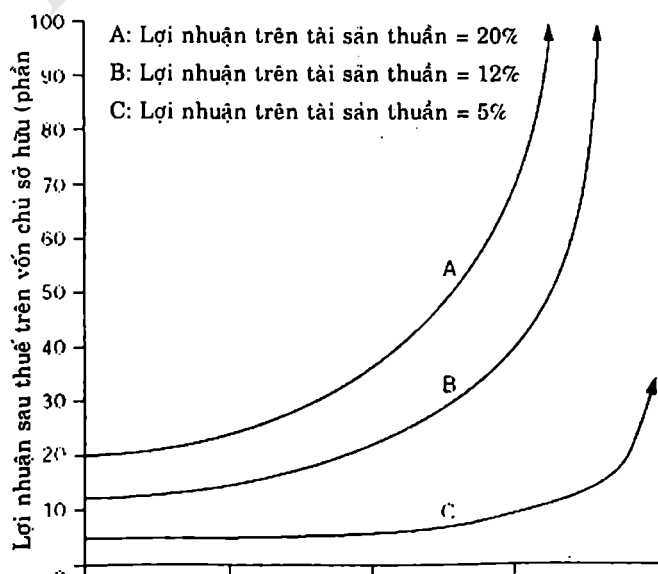
Khái niệm về giới thiệu một yếu tố của định phí vào trong hệ thống tài chính cũng áp dụng cho đòn bẩy tài chính. Trong trường hợp đòn cân định phí, chúng ta thấy rằng có thể đạt được điều thuận lợi từ mức cố định của chi phí mà đáp ứng những điều kiện khác nhau. Với đòn bẩy tài chính thì điều thuận lợi đạt được từ mong muốn rằng các quỹ đi vay với một mức lãi suất cố định có thể được sử dụng cho những cơ hội đầu tư với tỷ lệ doanh thu hoàn trả cao hơn tiền lãi thanh toán trong các quỹ. Tất nhiên, mức chênh lệch này dồn lại như lợi nhuận của chủ sở hữu doanh nghiệp và làm tăng tiền lời vốn chủ sở hữu như được trình bày trong Chương 4. Đã được xem bề ngoài, hàm ý sẽ là miễn rằng những đầu tư của công ty liên tục cung cấp lợi nhuận trên mức lãi suất này, tỷ lệ tăng lên của lợi nhuận vốn chủ sở hữu sẽ mang lợi ích cho cổ đông. Tất nhiên, ngược lại sẽ được áp dụng nếu công ty thu được lợi nhuận về đầu tư dưới mức lãi suất đã trả.

Tuy nhiên, chúng ta nhớ rằng nguyên tắc cơ bản của tạo giá trị đòi hỏi lợi nhuận trên tổng đầu tư tại chỗ cũng như trên bất kỳ đầu tư tương lai phải vượt quá không chỉ tiền lãi đã trả trên nợ mà còn là những mong đợi của cổ đông của công ty. Giá trị của cổ đông có thể được tạo ra nếu chi phí vốn kết hợp thể hiện tất cả các nguồn cấp vốn dài hạn là liên tục vượt qua. Chúng ta thành lập nguyên tắc này trước đây và sẽ xem xét lại chi tiết trong Chương 9 và Chương 12. Yêu cầu lợi nhuận này không tác động hoặc thay đổi các nguyên tắc đòn bẩy nhưng nó buộc chúng ta phải nghĩ cẩn thận về mức lợi nhuận tối thiểu mà các nguồn lực phải được sử dụng. Thay vì xem xét mức lãi suất như lợi nhuận ngưỡng thì nó là tổng chi phí vốn mà phải đáp ứng và vượt qua.

Tuy nhiên, giả sử tiêu chuẩn cao hơn thì các tác động của đòn bẩy tài chính vẫn được rút ra từ bản chất phí tiền lãi cố định liên quan đến tổng lợi nhuận tạo ra với sự chênh lệch: âm hoặc dương, dồn tích cho cổ đông. Nguyên tắc là đơn giản: sử dụng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu như những tiêu chuẩn, tỷ lệ nợ cao hơn – và phí tiền lãi cố định – trong cơ cấu vốn, cái nào cao hơn sẽ là phần đóng góp đòn bẩy đối với lợi nhuận trên tài sản của cổ đông, đối với lợi nhuận dương được cho là đã nhận được trên các khoản đầu tư. Ngược lại, khi lợi nhuận đạt được giảm xuống dưới mức tiền lãi (đã điều chỉnh thuế) thì bản chất phí tiền lãi cố định sẽ bắt đầu phóng đại sự giảm xuống trong lợi nhuận của chủ sở hữu.

Để minh họa thêm cho mối quan hệ này, Hình 6 – 6 trình bày hiệu quả đòn bẩy trên biện pháp lợi nhuận chủ sở hữu trong ba mức khác nhau của lợi nhuận trên tài sản thuần. Tất cả ba đường cong được vẽ với giả định rằng các quỹ có thể được vay ở mức 4% cho một năm sau thuế. Nếu lợi nhuận bình thường trước tiền lãi, sau thuế trên vốn của công ty là 20% (đường cong A) thì tỉ lệ tăng của nợ tạo ra sự tăng lên đáng kể trong lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Lợi nhuận này tăng lên đến vô định khi nợ gần bằng 100% - rõ ràng thì điều này là cực kỳ nguy hiểm trong tỷ lệ cơ cấu vốn. Các đường cong B và C trình bày tác động đòn bẩy dưới các điều kiện lợi nhuận đầu tư vừa phải hơn. Trong khi thấp hơn một chút, lợi nhuận của chủ sở hữu vẫn cho thấy mức tăng nhen khi tỷ lệ nợ tăng lên. Chúng ta không vẽ đường cong nghiêng xuống mà sẽ phản ánh sự sụt giảm nhẹ trong lợi nhuận vốn chủ sở hữu âm khi lợi nhuận giảm xuống 4%, chỉ phí tiền lời sau thuế. Hiệu quả này cũng được đề nghị bằng sự tăng lên trong khoảng cách giữa đường cong A, B và C với các mức nợ cao hơn.

HÌNH 6 -6 - CÔNG TY ABC - Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bị ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính (lãi suất sau thuế trên nợ là 4%)



Để trình bày các mối quan hệ về đòn bẩy tài chính bình thường, chúng ta bắt đầu bằng cách định nghĩa về các yếu tố như chúng ta đã thực hiện trong phần đòn cân định phí. Lợi nhuận sau thuế (I) bây giờ phải liên quan đến tài sản của cổ đông (E) và nợ dài hạn (D). Chúng ta cũng lựa chọn lợi nhuận trên tài sản cổ đông (R), và lợi nhuận trên vốn (tài sản thuần) (r) trước lãi và sau thuế và mức lãi suất sau thuế (i).

Trước hết, chúng ta xác định lợi nhuận trên vốn của chủ sở hữu như sau:

$$R = \frac{I}{E}$$

và lợi nhuận trên vốn (tổng tài sản và nợ) như sau:

$$r = \frac{I + Di}{E + D}$$

Bây giờ chúng ta trình bày lại lợi nhuận (I) dưới dạng các yếu tố của nó:

$$I = r(E + D) - Di$$

thể hiện mức chênh lệch giữa lợi nhuận trên tổng vốn (E + D) và chi phí tiền lãi sau thuế trên nợ khó đòi (Di). Chúng ta thay thế lợi nhuận đã được nói này cho R trong công thức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ban đầu thì bây giờ chúng ta đọc:

$$R = r \frac{(E + D) - Di}{E}$$

và chúng ta có thể viết lại như sau:

$$R = r + \frac{D}{E}(r - i)$$

Công thức này nhấn mạnh hiệu quả đòn cân được thể hiện xác thực sau r (đó là, tỷ lệ nợ trên tài sản) nhân với mức chênh lệch giữa doanh thu của tài sản thuần và chi phí tiền lãi sau thuế. Vì vậy, trong phạm vi nợ được đưa vào trong cơ cấu vốn thì lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu được tăng lên miễn là chi phí tiền lãi sau thuế không vượt quá doanh thu. Đây là phần đóng góp của đòn cân thuần mà chúng ta đã trình bày trong hệ thống của chúng ta. Các công ty với các mức độ đòn cân khác nhau sẽ, thậm chí nếu doanh thu giống nhau, đạt được lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu khác nhau do phần đóng góp của đòn bẩy thuần cụ thể (hoặc khấu trừ) gây ra bởi cơ cấu vốn của chúng. Vì vậy, các nhà phân tích phải cẩn thận trong việc đưa ra so sánh

trực tiếp về các kết quả ROE.

Khi chúng ta áp dụng công thức này cho một chuỗi các điều kiện liên quan đến Hình 6 – 6 thì các kết quả có thể được tính toán như sau. Giả sử $i = 4\%$, và $r = 12\%$, nếu

- (1) $D = 0$ và $E = 100\%$, thì R bằng 12.0%
- (2) $D = 25\%$ và $E = 75\%$, thì R bằng 14.7%
- (3) $D = 50\%$ và $E = 50\%$, thì R bằng 20.0%
- (4) $D = 75\%$ và $E = 25\%$, thì R bằng 36.0%

Trong minh họa này, chúng ta có bốn tỉ suất nợ/ tài sản, thay đổi từ không có nợ trong trường hợp đầu tiên đến mối quan hệ 3:1 nợ/ tài sản trong trường hợp thứ tư. Giả sử rằng chi phí lãi sau thuế là 4% và cơ hội bình thường thu được là 12% sau thuế trên tài sản thuần đã đầu tư thì lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trong trường hợp thứ nhất cũng là 12% sau thuế – bởi vì không có nợ và tổng vốn được thể hiện bằng tài sản.

Tuy nhiên khi tăng số nợ được giới thiệu trong cơ cấu vốn thì lợi nhuận chủ sở hữu tăng lên đáng kể bởi vì trong từng trường hợp, lợi nhuận về đầu tư tăng vượt quá chi phí tiền lãi thanh toán cho chủ nợ. Tất nhiên, điều này đã được chứng minh trong biểu đồ của Hình 6 – 6. Chúng ta khuyến nghị thực hiện các hiệu suất ngược lại, đó là, các chi phí lãi suất vượt quá khả năng đạt được lợi nhuận về đầu tư được thực hiện với các quỹ.

Chúng ta cũng quan tâm đến tác động của đòn bẩy đến lợi nhuận trên tài sản thuần, hoặc vốn (r) mà trước hết, chúng ta nhận được bằng cách lặp lại công thức:

$$R = r + \frac{D}{E}(r - i)$$

thành

$$r = \frac{RE + Di}{E + D}$$

Giả sử $i = 4\%$ và $R = 12\%$, chúng ta có thể xác định được lợi nhuận tối thiểu trên vốn cần thiết để nhận được lợi nhuận của vốn chủ sở hữu là 12%, cho

- (1) $D = 0$ và $E = 100\%$, thì R bằng 12%
- (2) $D = 25\%$ và $E = 75\%$, thì R bằng 10%
- (3) $D = 50\%$ và $E = 50\%$, thì R bằng 8%
- (4) $D = 75\%$ và $E = 25\%$, thì R bằng 6%

Đây là cách hữu ích để kiểm tra lợi nhuận mong muốn từ khoản đầu tư

mới. Cách tiếp cận đơn giản làm thay đổi các tính toán xung quanh bằng cách cố định lợi nhuận vốn chủ sở hữu và để cho lợi nhuận mong muốn về đầu tư thay đổi. Quy trình này không phức tạp. Chú ý rằng số tiền thu nhập theo yêu cầu trên tài sản thuần hoặc vốn giảm nhẹ như đòn cân được giới thiệu cho đến khi nó bắt đầu đến gần 4% chi phí tiền lãi sau thuế. Tuy nhiên, nó không bao giờ bằng con số này bởi vì thường thì số tiền của tài sản phải được duy trì trong cơ cấu vốn để giữ cho công ty có thể tồn tại được.

Trong khi thật đơn giản để tính toán các mối quan hệ toán học thì sự dịch chuyển những điều kiện này vào các chiến lược tài chính thích hợp lại phức tạp hơn. Ban giám đốc không thể hoàn toàn tự do thay đổi cơ cấu vốn theo ý của mình và có những hạn chế thực tế cũng như theo hợp đồng và luật pháp về nợ phải trả của bảng cân đối. Trong khi không có các quy tắc tuyệt đối nào thì những bài kiểm tra khác nhau về mức độ tin cậy về tín dụng hoạt động toàn bộ những tỉ suất như đã được thảo luận trong Chương 4, đặc biệt là những biện pháp đo lường hướng đến quan điểm của người cho vay.

Với chính tiền lãi đã được thông thoáng trong đầu thì những người cho vay sẽ áp đặt những giới hạn trên số tiền của vốn nợ để bất kỳ người đi vay tiềm năng nào cũng có thể sử dụng. Đối với các công ty sản xuất, số tiền nợ dài hạn sẽ dao động từ 0 đến 50% vốn, trong khi các ngành dịch vụ công thì dao động giữa 30 và 60%. Các công ty thương mại có tài sản khả dụng cao có thể có tỉ lệ nợ cao hơn. Cùng lúc này, tái cơ cấu và công việc của công ty đang thay đổi cả những yêu cầu về vốn và các mức nợ trong nhiều trường hợp. Ví dụ, thuê các công ty khác làm dịch vụ là một phần chiến lược của công ty có thể làm giảm được nhu cầu về vốn, gồm cả nợ, bởi vì một phần tài sản được chuyển một cách hiệu quả cho các nhà cung cấp. Sự tăng trưởng lớn trong mua đứt đã được cân bằng trong những năm của thập niên 1980 được giới thiệu các mức nợ cao hơn bình thường trong cơ cấu vốn của nhiều công ty. Trong những trường hợp này, đòn bẩy tài chính được sử dụng ở phạm vi cao nhất làm tăng đáng kể quảng cáo của công ty làm cho tác dụng phụ của dòng tiền mặt rơi xuống dưới mức mong đợi.

Tuy nhiên, vấn đề quan trọng nhất xung quanh việc sử dụng đòn bẩy tài chính liên quan đến tác động của nó đến giá trị thị trường chung của công ty. Lý thuyết tài chính đã xác nhận chắc chắn rằng đưa đòn bẩy tài chính vào trong cơ cấu vốn chưa được cân bằng của công ty sẽ làm tăng giá trị thị trường của công ty vì sự thay đổi trong tổng lợi nhuận đối với nợ và chủ tài sản –nhưng chỉ đến một điểm. Thực ra, tăng giá trị thị trường là một chức năng giảm thuế của công ty về chi phí tiền lãi của nợ, như được mô tả trong Hình 6 – 7. Khi nợ tăng lên thì tác động bảo vệ thuế ưu đãi này cũng tăng

lên. Ở đây chúng ta giả sử rằng tổng vốn là 2.0 triệu đôla trong đó doanh thu hoạt động trước thuế là 30% hoặc 600,000\$. Không có nợ, không có chi phí tiền lãi và thu nhập thuần sau thuế 40% là 360,000\$. Nếu, thay vào đó, chúng ta giả sử mức nợ là 50%, lãi suất 8% trên 1.0 triệu đôla đến số tiền 80,000, giảm xuống thuế và thuế thu nhập phải trả, cộng với sự giảm xuống về thu nhập thuần đến 31,000\$. Ở mức nợ 75% thì chúng ta giả sử rằng tỉ lệ lãi suất cao hơn là 10%, do trình bày tài chính lớn hơn và thu nhập thuần giảm xuống đến 270,000\$.

Tuy nhiên, chú ý rằng các nhà đầu tư của Công ty XYZ có thể tuyên bố về sự phân bố tiềm năng của thu nhập sau thuế dưới hình thức cổ tức đến các cổ đông, cộng với khoản thanh toán tiền lãi thực sự đến các chủ nợ, tổng cộng tăng từ 360,000\$ đến 420,000\$ dưới ba điều kiện này. Kết quả là tăng 32,000\$ trong sự phân bố tiềm năng từ zero đến 50% nợ, chính xác là số tiền thuế tiết kiệm được thông qua giảm tiền lãi (40% của 80,000\$). Tăng trong phân phối của 60,000\$ từ zero đến 75% nợ cũng thể hiện tiết kiệm thuế của 40% trên 150,000\$ tiền lãi. Được trình bày trong chuỗi các chữ số tiếp theo là kết quả nếu không có thuế thu nhập – và như chúng ta có thể mong đợi, không có bất kỳ sự thay đổi nào trong tiềm năng phân phối, không tính đến số tiền đòn cân đã giới thiệu, bởi vì không còn bảo vệ thuế. Tất nhiên, trong một môi trường không chịu thuế thì toàn bộ luôn có sẵn để phân phối sẽ ở mức cao hơn; thực ra, nó duy trì ở mức EBIT, với mô hình phân phối một lần nữa chuyển dần đến các chủ nợ khi đòn cân và rủi ro tăng lên.

Ở đây, chúng ta đã chứng minh bằng các thuật ngữ rất cơ bản mà sự thực hiện thành công của đòn bẩy tài chính thực sự tạo ra tổng doanh thu cao hơn, nếu tất cả sự phân phối tiềm năng được ghi vào sổ, bởi vì có những khoản tiết kiệm kinh tế thực sự từ sử dụng tiền lãi có thể khấu trừ thuế, tiền lãi cố định trong cơ cấu vốn. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 12, thị trường cổ phiếu quy cho giá trị thị trường cao hơn đối với một công ty là có thể mang lại kết quả đã cải thiện từ quan điểm dòng tiền tệ.

Tuy nhiên, có sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận thu được. Khi tỉ lệ nợ với những yêu cầu cố định tăng đến các mức mà rủi ro không hoàn thành và thậm chí khả năng phá sản tăng cao hơn, những mong đợi của cổ đông và chủ nợ sẽ là yếu tố tăng lên, khó khăn tiềm tàng và giá trị thị trường của công ty sẽ mất cân bằng và thậm chí giảm xuống. Ở đây, sự cân đối là đơn giản giữa những hàm ý của dòng tiền mặt về kinh tế khỏi áp lực tài chính và thậm chí là thất bại. Mức độ “đúng” của đòn cân định phí sẽ khác nhau nhiều giữa các công ty, các ngành nghề và các mô hình quản lý khác nhau. Tìm ra mức đòn cân tối ưu cho một doanh nghiệp đòi hỏi có sự đánh giá cần

thận về rủi ro tài chính tiềm năng, như hiệu suất hệ thống kinh doanh của công ty, quan điểm cho các thị trường hoạt động, những điều kiện cạnh tranh, lập vị trí chiến lược và v.v... Nói ngắn gọn thì áp dụng thành công đòn bẩy tài chính cần có nhiều thứ chứ không chỉ đơn thuần là một bài tập số học thông thường và chúng ta sẽ quay lại về vấn đề này khi thảo luận về lập kế hoạch cơ cấu vốn trong Chương 10. Độc giả cũng sẽ được tham khảo nhiều nguồn lực khác nhau được liệt kê cuối chương này để biết thêm thông tin.

HÌNH 6 – 7 - CÔNG TY XYZ - Tác động của đòn cân định phí đối với doanh thu và phân phối (\$1,000)

	Tỉ lệ nợ		
	0	50	75
Tổng vốn	\$2,000	\$2,000	\$2,000
EBIT @30% vốn	600	600	600
Chi phí tiền lãi @8% và 10%	0	80	150
Thu nhập trước thuế	600	520	450
Thuế thu nhập @40%	240	208	180
Thu nhập thuần	360	312	270
Sự phân phối của thu nhập sau thuế:			
Cổ tức	360	312	270
Tiền lãi	0	80	150
Tổng thu nhập của chủ đầu tư *	360	392	420
Sự phân phối của thu nhập giả định không chịu thuế:			
Cổ tức	600	520	450
Tiền lãi	0	80	150
Tổng thu nhập đối với chủ đầu tư	\$600	\$600	\$600

*Trước thuế thu nhập cá nhân

Mối quan tâm hàng đầu của chúng ta trong phần còn lại của chương này là hiệu quả có thể được chứng minh của đòn bẩy tài chính trên phạm vi rộng hơn của lập kế hoạch tài chính của một công ty. Như, nó chỉ là một trong những lĩnh vực ảnh hưởng đến hiệu suất chung. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ kết hợp các lĩnh vực về số học của đòn bẩy tài chính cũng như các yếu tố quan trọng khác vào trong một kế hoạch tài chính rộng hơn.

CÁC KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH

Hầu hết các nhà quản lý đều mong muốn xây dựng doanh nghiệp lớn hơn, bất kỳ khi nào cơ hội thị trường cho phép làm điều này. Về cơ bản thì cổ đông cũng mong muốn phát triển lợi ích kinh tế để tích lũy quyền sở hữu cổ phần. Và kết quả là, sự phát triển ổn định và mang lợi nhuận trong phạm vi môi trường cạnh tranh là một trong những nền tảng quan trọng của sự tạo

thành giá trị của cổ đông như chúng ta sẽ thảo luận trong chương 12. Vì vậy, không có gì ngạc nhiên khi một yếu tố quan trọng của lập kế hoạch tài chính là sự đánh giá tiếp tục các hiệu quả phát triển về đầu tư, hoạt động và cung cấp tài chính. Những lựa chọn về chính sách của ban giám đốc có các tác động khác nhau trên các kết quả mong đợi và vì vậy phải được kiểm tra cùng với những yếu tố hoạt động của các kế hoạch này.

Ban giám đốc có thể lập ra nhiều mục tiêu tài chính và các chính sách tài chính để hướng dẫn và ép buộc nỗ lực lập kế hoạch của công ty và những dự định tài chính cụ thể dựa trên những kế hoạch này. Một trong những mục tiêu tài chính được sử dụng thông thường nhất là lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của cổ đông, mặc dù sự đo lường này được tính toán dựa trên và không phải nhất thiết là một chỉ báo của sự tạo thành giá trị. Mục tiêu của lợi nhuận cụ thể trên vốn chủ sở hữu của cổ đông đến lượt mình được rút ra từ các mục tiêu ở dưới đây về:

- Sự gia tăng doanh thu trên cổ phần.
- Sự gia tăng cổ tức trên cổ phần.
- Sự gia tăng tổng lợi nhuận.
- Sự gia tăng tài sản của cổ đông.
- Sự gia tăng giá trị thị trường.

Tất nhiên là không có các mục tiêu nào ở đây được sử dụng riêng lẻ như một tiêu chuẩn tổng thể. Thực ra, tầm quan trọng mạnh mẽ trong những năm gần đây về sự tạo thành giá trị cổ đông và tổng lợi nhuận của cổ đông đạt được đã đặt nhiều biện pháp đo lường dựa trên kế toán không còn thực sự quan trọng như trước đây. Như chúng ta sẽ thảo luận và chứng minh chi tiết trong Chương 11 và Chương 12 về sự tạo thành giá trị của cổ đông dựa trên dòng tiền mặt và những mong muốn của thị trường trong khi tổng lợi nhuận của cổ đông ghi vào sổ lợi nhuận kết hợp đối với chủ đầu tư từ cổ tức và những thay đổi trong giá trị trường của cổ phiếu. Tuy nhiên, các biện pháp kế toán vẫn còn quan trọng vì chúng được rút ra từ các báo cáo tài chính đã được công bố và có thể liên kết một cách rõ ràng đối với các chính sách tài chính. Điều đầu tiên trong số những chính sách tài chính này là khoản tiền của đòn bẩy tài chính mà công ty xem là thận trọng trong khi các công ty con coi đó là những biện pháp khác nhau về mức độ tin cậy của tín dụng mà ban giám đốc mong muốn. Để chứng minh việc xây dựng một kế hoạch tài chính kết hợp giúp chúng ta có thể quan sát hiệu quả phát triển và mối quan hệ của nó đối với các mục tiêu tài chính và các chính sách thì chúng ta sẽ bắt đầu bằng cách lựa chọn chỉ một trong các mục tiêu được nêu ở trên để làm việc qua một mô hình khái niệm có tính giả thuyết đơn giản

của công ty. Mô hình công ty này là một khung cơ bản mà chúng ta sử dụng sau này để xây dựng một kế hoạch tài chính kết hợp. Nó cũng phục vụ để chứng minh khái niệm phát triển ổn định.

Mô Hình Phát Triển Tài Chính Cơ Bản

Một cách đơn giản để xác định các yếu tố tương quan có ảnh hưởng đến sự phát triển trong hệ thống kinh doanh là sử dụng mục tiêu phát triển trong tài sản của cổ đông, như được ghi trong bảng cân đối tài chính. Đây không chỉ là một yếu tố đặc biệt dễ dàng để tính toán mà còn bao hàm những hiệu quả của phát triển lợi nhuận và thanh toán hết cổ tức.

Hình 6 – 8 trình bày mô hình tài chính đơn giản, cho phép chúng ta theo dõi những lĩnh vực có ảnh hưởng đến sự phát triển vốn chủ sở hữu trong công ty gọi là: đòn cân, khả năng sinh lợi, sự bố trí thu nhập và cung cấp tài chính.

Có ba trường hợp: trường hợp thứ nhất là một công ty không sử dụng đòn bẩy với 500.000\$ vốn chủ sở hữu, không thanh toán cổ tức và tái đầu tư tất cả lợi nhuận vào các hoạt động tương tự như những hoạt động hiện tại của công ty. Trường hợp thứ hai trình bày cũng công ty đó, nhưng trong điều kiện đã sử dụng đòn bẩy với nợ là 50% vốn. Trường hợp thứ ba thì chúng ta lấy các điều kiện của trường hợp thứ hai nhưng giả sử thanh toán cổ tức chiếm 50% lợi nhuận. Tất cả các điều kiện tài chính khác được cho là không đổi.

Chúng ta hãy theo dõi thông qua số liệu của trường hợp I. Giả sử tổng lợi nhuận trên tài sản thuần (vốn) là 10% sau thuế, số tiền lợi nhuận thuần được tạo ra trong năm này là 50.000\$, tất cả là tiềm năng cấp vốn cơ bản mà có thể được tái đầu tư trong các hoạt động của công ty dưới hình thức đầu tư mới để mở rộng, cải thiện lợi nhuận và v.v...

HÌNH 6-8 - Mô hình tăng trưởng tài chính: Ba chính sách khác nhau (\$ 1,000)

	Trường hợp I	Trường hợp II	Trường hợp III
Cơ cấu vốn:			
Nợ theo phần trăm vốn	0	50%	50%
Nợ	0	\$ 250	\$ 250
Vốn chủ sở hữu	\$ 500	\$ 250	\$ 250
Tài sản thuần (vốn)	\$ 500	\$ 500	\$ 500
Khả năng sinh lời (sau thuế)			
Tổng lợi nhuận trên tài sản thuần**	10%	10%	10%
Số tiền lợi nhuận	\$ 50	\$ 50	\$ 50

Lãi suất	0	4%	4%
Tiền lãi	0	10	10
Lợi nhuận sau khi trừ lãi	\$ 50	\$ 40	\$ 40
Phân chia lợi nhuận			
Chi trả cổ tức	0%	0%	50%
Cổ tức đã trả	0	0	20
Tái đầu tư lợi nhuận	\$ 50	\$ 40	\$ 20
Cung cấp tài chính :			
Nợ bổ sung	0	40	20
Tiềm năng cung cấp vốn	\$ 50	\$ 80	\$ 40
Những hàm ý của dòng tiền :			
Số tiền lời sau thuế	\$ 50	\$ 40	\$ 40
Hiệu quả khấu hao	25	25	25
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	75	65	65
Cổ tức đã trả	0	0	20
Dòng tiền dành cho tái đầu tư	75	65	45
Nợ bổ sung	0	40	20
Tổng tiềm năng đầu tư	\$ 75	\$ 105	\$ 65
Kết quả:			
Lợi nhuận thuần trên tài sản thuần	10%	8%	8%
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	10%	16%	16%
Sự tăng trưởng về vốn chủ sở hữu †	10%	16%	8%

** Lợi nhuận trước khi trừ lãi, sau thuế liên quan đến tài sản thuần (vốn)

† Lợi nhuận sau khi trả lãi, thuế liên quan đến tài sản thuần.

‡ Sự tăng trưởng về vốn chủ sở hữu dựa trên lợi nhuận tái đầu tư sau khi thanh toán cổ tức.

Kết quả của Trường hợp I là lợi nhuận thuần trên tài sản thuần (vốn) sau khi trả tiền lãi, là zero, và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là 10%. Trường hợp sau cũng thể hiện sự phát triển của vốn chủ sở hữu là 10% trong kỳ này. Tình huống này xảy ra vì tất cả lợi nhuận được giữ lại trong doanh nghiệp để tái đầu tư.

Trong Hình 6-9, chúng ta đã tính toán ba kỳ bổ sung của các hoạt động kinh doanh ở công ty của Trường hợp I, không thay đổi bất kỳ giả định nào. Chúng ta có thể nhanh chóng quan sát thấy rằng với các chính sách và điều kiện ổn định, sự tăng trưởng về vốn chủ sở hữu sẽ tiếp tục ở mức 10% / năm đối với kỳ 2 và 3, phù hợp bởi sự tăng trưởng về lợi nhuận sau khi thanh toán tiền lãi.

Quay trở lại Hình 6-8, chúng ta tiếp tục kiểm tra các hàm ý dòng tiền cho Trường hợp I mà cho thấy rằng khi bổ sung hiệu quả khấu hao là 25000\$ thì tổng tiền mặt dành cho đầu tư thực sự là 75000\$, không làm tăng bất kỳ một khoản nợ bổ sung nào. Trong phạm vi của mô hình này thì chúng ta giả sử rằng khoản tiền khấu hao cũng được tái đầu tư, nhưng dưới

hình thức thay đổi các thiết bị cần thiết để duy trì các khả năng sinh lời của các tiện ích đang tồn tại. Vì vậy, với sự lựa chọn này, doanh thu trên tài sản thuần 10% phải được duy trì. Chúng ta cũng áp dụng cách tiếp cận này với các kỳ bổ sung của Hình 6-9 trong từng trường hợp.

Trường hợp II chỉ khác về việc sử dụng vốn nợ. Vì \$250000 đã được vay sau với mức 4% sau thuế, \$10000 tiền lãi sau thuế phải được chiết khấu khỏi số tiền lợi nhuận thu được trên tài sản thuần, điều này làm giảm số tiền có sẵn cho tái đầu tư \$40000. Nếu ban giám đốc muốn duy trì chính sách với mức nợ là 50% thì \$40,000 bổ sung có thể được vay phù hợp với sự tăng trưởng của vốn chủ sở hữu. Điều này làm tăng tiềm năng cấp vốn cho tái đầu tư tới 80,000\$. Tuy nhiên, theo quan điểm về dòng tiền thì tổng vốn tiềm năng bây giờ là 105,000\$, vì hiệu quả khấu hao phải được bổ sung vào, như đã được thực hiện trong Trường hợp I.

So sánh với Trường hợp I, kết quả đã thay đổi ở một số mặt. Lợi nhuận thuần trên tài sản thuần (vốn) đã giảm xuống đến 8% vì chi phí tiền lãi. Tuy nhiên, như chúng ta mong đợi, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu đã tăng lên 16% do hiệu quả của đòn bẩy tài chính. Trong Hình 6-9, một lần nữa lại cho thấy trong những điều kiện này thì sự phát triển của vốn chủ sở hữu có thể được duy trì tương tự ở mức 16% cho các kỳ 2 và 3, miễn là tất cả các quỹ được tạo ra nội bộ đã được tái đầu tư vào các cơ hội có tỷ suất lợi nhuận là 10%, và phù hợp với các khoản vốn nợ đã nhận và đã đầu tư tương tự.

Các hàm ý của dòng tiền trong trường hợp II một lần nữa cho thấy tổng tiềm năng đầu tư cao hơn theo số tiền khấu hao, và chúng ta một lần nữa giả định rằng khoản tiền này được tái đầu tư để duy trì lợi nhuận trên tài sản thuần, điều này được thực hiện trong Hình 6-9. Ở đây, chúng ta quan sát thấy sự phát triển nhanh hơn về tài sản thuần trong kỳ 2 và 3, do mức tái đầu tư cao hơn mà cũng được hỗ trợ bằng cách tăng các khoản nợ mới trong từng kỳ tiếp theo để duy trì tỷ lệ nợ 50% mà ban giám đốc mong muốn.

Trong Trường hợp III, sự thay đổi chỉ là việc đưa vào cổ tức. Mức 50% giả định cho thanh toán cổ tức làm giảm các loại quỹ nội bộ dành cho tái đầu tư chỉ còn \$20000 và cũng làm giảm số nợ bổ sung còn \$20000, theo chính sách nợ 50% đã nêu. Vì vậy, tiềm năng tài trợ để tái đầu tư đã giảm xuống còn \$40000. Hoạt động cổ tức đã ảnh hưởng đáng kể đến mục tiêu tăng trưởng của vốn chủ sở hữu, bây giờ chỉ bằng một nửa mức trong Trường hợp II. Từ quan điểm dòng tiền thì tổng tiềm năng đầu tư gồm khấu hao bây giờ chỉ là 65000\$. Con số này thấp hơn so với hai trường hợp khác do tác động kết hợp của thanh toán cổ tức cao và giới hạn nợ nhiều hơn. Các kỳ 2 và 3 phản ánh

sự tăng trưởng liên tục ở mức thấp hơn do chính sách cổ tức mới.

Khung đơn giản trong Hình 6-8 và 6-9 minh họa hiệu quả của việc kết hợp các quyết định về đầu tư, hoạt động và phân phối lợi nhuận và chiến lược cung cấp tài chính. Nó cho phép phân tích dễ dàng những thay đổi và kiểm tra độ nhạy cảm của những kết quả khi các giả định thay đổi.

Bản sao lưu trữ

HÌNH 6-9 Kết quả mô hình phát triển tài chính của ba chính sách khác nhau được thực hiện liên tục trên ba kỳ (\$1,000)

	Trường hợp I			Trường hợp II			Trường hợp III		
	Kỳ 1	Kỳ 2	Kỳ 3	Kỳ 1	Kỳ 2	Kỳ 3	Kỳ 1	Kỳ 2	Kỳ 3
Cơ cấu vốn:									
Nợ theo phần trăm vốn	0%	0%	0%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
nợ	0	0	0	250.0	290.0	336.4	250.0	270.0	291.6
vốn chủ sở hữu	\$500.0	\$550.0	\$605.0	250.0	290.0	336.4	250.0	270.0	291.6
Tài sản thuần (vốn)	\$500.0	\$550.0	\$605.0	\$500.0	\$580.0	\$672.8	\$500.0	\$540.0	\$583.2
Sinh lời (sau thuế)									
Tổng lợi nhuận trên tài sản thuần**	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Số tiền lãi	\$50.00	\$55.00	\$60.50	\$50.00	\$58.00	\$67.28	\$50.00	\$54.00	\$58.32
Lãi suất	-	-	-	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Tiền lãi	0	0	0	10.00	11.60	13.46	10.00	10.80	11.66
Lợi nhuận sau tiền lãi	\$50.00	\$55.00	\$60.50	\$40.00	\$46.40	\$53.82	\$40.00	\$43.20	\$46.66
Phân phối lợi nhuận:									
Thanh toán hết cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	50%	50%
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0	0	\$20.00	\$21.60	\$23.33
Tái đầu tư lợi nhuận	\$50.00	\$55.00	\$60.50	\$40.00	\$46.40	\$53.82	\$20.00	\$21.60	\$23.33
Tài trợ:									
Nợ bổ sung (năm sau)	0	0	0	\$40.00	\$46.40	\$53.82	\$20.00	\$21.60	\$23.33
Tiền nâng cấp vốn (năm sau)	\$50.00	\$55.00	\$60.50	\$80.00	\$92.80	\$107.64	\$40.00	\$43.20	\$46.66
Những hàm ý của dòng tiền:									
Số tiền lãi sau thuế	\$50.00	\$55.00	\$60.50	\$40.00	\$46.40	\$53.82	\$40.00	\$43.20	\$46.66
Hiệu quả khấu hao	25.00	28.00	31.00	25.00	30.00	36.00	25.00	27.00	29.00
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	75.00	83.00	91.50	65.00	76.40	89.82	65.00	70.20	75.66
Cổ tức đã trả	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	20.00	21.60	23.33
Dòng tiền dành cho tái đầu tư	75.00	83.00	91.50	65.00	76.40	89.82	45.00	48.6	52.33
Nợ bổ sung	0.00	0.00	0.00	40.00	46.40	53.82	20.00	21.60	23.33
Tổng tiền nâng đầu tư	\$75.00	\$83.00	\$91.50	\$105.00	\$122.80	\$143.64	\$65.00	\$70.20	\$75.66
Kết quả:									

	Trường hợp I			Trường hợp II			Trường hợp III		
	Kỳ 1	Kỳ 2	Kỳ 3	Kỳ 1	Kỳ 2	Kỳ 3	Kỳ 1	Kỳ 2	Kỳ 3
Lợi nhuận thuần trên tài sản thuần †	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	10	10	10	16	16	16	16	16	16
Sự tăng trưởng vốn chủ sở hữu †	10	10	10	16	16	16	8	8	8
Sự tăng trưởng lợi nhuận sau đầu tư	-	10	10	-	16	16	-	8	8

** Lợi nhuận trước tiền lãi, sau thuế liên quan đến tài sản thuần (vốn) như là một biện pháp của lợi nhuận hoạt động trên tài sản.

† Lợi nhuận sau tiền lãi và thuế liên quan đến tài sản thuần, thường được trình bày trong các báo cáo tài chính.

‡ Sự phát triển trong tài sản đã lưu dựa trên thu nhập đã tái đầu tư sau khi thanh toán cổ tức.

Tăng trưởng bền vững và phương trình tăng trưởng bền vững

Một trong những vấn đề quan trọng trong lập kế hoạch về sự phát triển thành công trong tương lai của công ty là phải vật lộn với những giới hạn vốn có và những hạn chế của hệ thống kinh doanh. Những giới hạn là những khía cạnh cố hữu như số tài sản cần thiết để hỗ trợ cho mức doanh thu nhất định, phụ thuộc nhiều vào bản chất của hoạt động và thay đổi nhiều giữa các công ty dịch vụ, các công ty thương mại và các công ty sản xuất hoặc các công ty tài nguyên thiên nhiên, hoặc khả năng sinh lợi cơ bản của các hoạt động. Những hạn chế là những chính sách mà theo đó ban giám đốc điều hành như mức độ đòn bẩy áp dụng, sự sẵn sàng ban hành vốn chủ sở hữu mới hoặc chính sách cổ tức tuân theo.

Khi xây dựng tiềm năng để phát triển thông thường thì chúng ta phải đưa ra một số giả định cụ thể về các giới hạn và chính sách quan trọng, như chúng ta đã thực hiện trước đây trong mô hình phát triển tài chính đơn giản. Ở đó, chúng ta đã quan sát thấy sự phát triển về vốn của cổ đông thực sự là đại diện tốt để thể hiện tiềm năng phát triển theo các giả thuyết đã định. Nếu chúng ta hình dung một công ty đang phát triển trong những chính sách ổn định, doanh thu tăng sẽ đòi hỏi sự tăng tương ứng về vốn lưu động cũng như đầu tư tương ứng về tài sản cố định và tài sản khác hỗ trợ cho các mặt hoạt động. Nguồn tài chính của những yêu cầu này đến từ hai nguồn: các quỹ chủ sở hữu và nợ. Trong phạm vi lợi nhuận được giữ lại trong doanh nghiệp thì chúng cấu thành vốn cổ đông ghi sổ và sự cấu thành này, cùng với nợ gia tăng, sẽ thể hiện tiềm năng nguồn vốn cho tăng trưởng như chúng ta đã thấy. Với các chính sách và thành quả ổn định, tỷ lệ tăng về vốn chủ sở hữu vì vậy sẽ thể hiện tỷ lệ mở rộng của bảng cân đối kế toán cần thiết để hỗ trợ cho sự phát triển. Nếu công ty muốn tăng nhanh hơn mức tăng trưởng về vốn chủ sở hữu bằng các chính sách ổn định thì phải huy động thêm nợ hay vốn chủ sở hữu, như vậy, thay đổi một hoặc nhiều kiểm chế chính sách tài chính. Nếu công ty muốn tăng trưởng với tốc độ thấp hơn, một số tiềm năng vốn có thể được dùng để trả cổ tức gia tăng, mua lại cổ phần đang lưu hành, hoặc thu hồi nợ thay vì cung cấp hoặc mở rộng cơ sở tài sản, một lần nữa thay đổi một vài sự kiểm chế của chính sách. Vì vậy, khái niệm phát triển bền vững được định nghĩa đơn giản là sự phát triển trong doanh nghiệp mà có thể duy trì bằng những chính sách ổn định trong một kỳ thời gian, và được phản ánh bằng sự phát triển của vốn cổ đông.

Bây giờ chúng ta hãy quay trở lại cách thức mô tả bình thường các tác nhân của sự phát triển và các mối quan hệ của chúng. Xem xét lại mô hình phát triển đơn giản trong Hình 6-8 và 6-9 thì chúng ta thấy rằng trong Trường hợp I, khi không sử dụng nợ và không trả cổ tức thì mối quan hệ

như sau:

$$g = r$$

trong đó g là mức tăng trưởng về vốn chủ sở hữu và r là tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên vốn. Phương trình này chỉ thể hiện rằng trong những điều kiện cơ bản này thì lợi nhuận trên vốn bằng với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và sự tăng trưởng của vốn chủ sở hữu là bằng với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

Trong trường hợp II, nợ được đưa vào cơ cấu vốn, vì vậy chúng ta phải bổ sung tác động đòn bẩy vào công thức để được cách thể hiện sự phát triển như sau:

$$g = r + \frac{D}{E}(r - i)$$

Trong đó D là nợ, E là vốn chủ sở hữu và i là lãi suất sau thuế. Đòn bẩy, như chúng ta đã thảo luận trước đây, là hàm số trực tiếp của hai yếu tố sau:

- Tỷ lệ của nợ trong tổng cơ cấu vốn
- Mức chênh lệch giữa lợi nhuận trên vốn với chi phí tiền lãi của vốn nợ, cả hai đều sau thuế.

Vì trong Trường hợp II, tất cả lợi nhuận được giả định là được tái đầu tư, tỷ lệ phát triển của vốn chủ sở hữu phải bằng với lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu – trong trường hợp này là sự kết hợp của lợi nhuận trên tài sản thuần với phần đóng góp thuần từ đòn bẩy.

Trong trường hợp III, giới thiệu thêm yếu tố thanh toán cổ tức làm chậm lại sự phát triển của vốn chủ sở hữu vì chỉ có lợi nhuận để lại có thể được tái đầu tư. Bây giờ chúng ta phải điều chỉnh từng yếu tố của hai yếu tố cấu thành của công thức phản ánh sự thay đổi này. Yếu tố p tượng trưng cho tỷ lệ của lợi nhuận giữ lại là phần trăm của tổng lợi nhuận. Phương trình này sẽ là:

$$g = rp + \frac{D}{E}(r - i)p$$

Bây giờ chúng ta có một công thức tổng quát cho tỷ lệ phát triển của vốn chủ sở hữu mà một doanh nghiệp có thể duy trì nếu có các điều kiện và chính sách ổn định. Công thức này được gọi là phương trình tăng trưởng bền vững. Nếu doanh nghiệp, sau một thời gian dài, được quản lý trong phạm vi các thông số sau, sự phát triển của vốn chủ sở hữu sẽ ổn định ở tỷ lệ mà phương trình này xác định:

- Có khả năng tiếp tục đầu tư vốn ở mức lợi nhuận như đã nêu.
- Duy trì tỷ lệ nợ/vốn ổn định.

- Lãi suất và tỷ số thanh toán cổ tức không thay đổi.

Tuy nhiên, vì những thay đổi trong các chính sách và các điều kiện, những dao động về thành quả hàng năm có thể nghiêm trọng. Thực ra, hầu hết công ty không thể hoạt động trong các kỳ kéo dài với tỷ lệ phát triển bền vững cá biệt.

Chúng ta có thể kiểm tra chi tiết hơn các tác nhân phát triển ngầm ẩn trong phương trình này. Trước hết là lợi nhuận trên vốn (r), là chỉ báo quan trọng của tính hiệu quả của vốn lưu động, tài sản cố định và các tài sản khác được tài trợ bằng vốn sử dụng. Lợi nhuận càng lớn thì tiềm năng phát triển càng cao. Tỷ số r , lợi nhuận hoạt động kinh doanh sau thuế, là một hàm số rõ ràng của khả năng sinh lợi của doanh thu trong khi đó mẫu số, nợ cộng với vốn cố định, thể hiện quy mô tương ứng của cơ sở tài sản mà nó hỗ trợ. Vì vậy, cả lợi nhuận hoạt động kinh doanh và việc sử dụng hiệu quả tài sản là những tác nhân chính của tăng trưởng. Tiếp theo là chính sách về lợi nhuận giữ lại với thanh toán cổ tức. Như chúng ta có thể thấy trong trường hợp III, sự phát triển bền vững có thể giảm đáng kể nếu theo đuổi chính sách thanh toán cao. Cuối cùng thì mức đòn bẩy tài chính trực tiếp ảnh hưởng đến tiềm năng phát triển. Sử dụng đòn cân càng thành công tiềm năng phát triển càng lớn – tất nhiên trong phạm vi những kiểm chế của cung cấp tài chính thận trọng.

Một cách xem xét khác sự phát triển bền vững là nhân lợi nhuận trên doanh thu (lợi nhuận sau thuế P chia cho doanh thu S) (bằng phần trăm), hệ số quay vòng tài sản (số lần), đòn bẩy tài chính (tài sản A chia cho số dư đầu kỳ của vốn cố định E_b) (số lần) và tỷ lệ giữ lại (p) của lợi nhuận (bằng phần trăm). Tất nhiên những yếu tố này cũng là cơ sở của công thức trước đây, chỉ có cách thể hiện chúng thay đổi.

Công thức đã bổ sung như sau:

$$g = \frac{P}{S} (\%) \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E_b} \times p (\%)$$

Bây giờ các tác nhân phát triển phản ánh sự tập trung vào khả năng sinh lời của doanh thu, hiệu quả tài sản về hệ số quay vòng doanh thu, mức độ đòn bẩy và sự giữ lại tiền lãi. Một lần nữa, sự phát triển bền vững rút lại còn quản lý khả năng sinh lời, quản lý việc sử dụng nguồn lực, sử dụng đòn bẩy một cách thận trọng và lựa chọn chính sách cổ tức bền vững.

Những hàm ý của phân tích phát triển bền vững là gì? Rõ ràng, một công ty trong ngành đang phát triển nhanh được mô tả bằng số dư hoạt động kinh doanh nhỏ và nhu cầu tài sản cao không thể duy trì mức độ phát triển như mong muốn chỉ từ các nguồn bên trong, thậm chí nếu công ty đó

trả cổ tức rất ít. Các chính sách tài chính mà ban giám đốc phải quan tâm bao gồm mở rộng cơ sở vốn chủ sở hữu ngoài lợi nhuận giữ lại bằng cách phát hành cổ phiếu mới và sử dụng đòn bẩy tăng lên, đặc biệt nếu sự phát triển nhanh chóng trong những giai đoạn đầu của cuộc đời của sản phẩm/dịch vụ là cần thiết để đạt được lợi thế chiến lược. Có rất nhiều khả năng công ty bị thiếu hụt tiền mặt nghiêm trọng trong kỳ tăng trưởng. Ngược lại, một công ty trong môi trường kinh doanh chính muồi có thể có tỷ lệ tăng trưởng bền vững vượt quá nhu cầu phát triển chiến lược nội bộ, dẫn đến tích lũy tiền mặt quá nhiều. Ban giám đốc có thể phải kiểm tra lại các chính sách tài chính, xem xét cổ tức cao hơn, mua lại cổ phần và giảm nợ, trừ phi có thể tìm thấy các cơ hội chiến lược khác để sử dụng các nguồn lực do những sản phẩm và dịch vụ cũ hơn tạo ra.

NHỮNG VẤN ĐỀ QUAN TRỌNG

Sau đây chúng ta tóm tắt những vấn đề chính đã được nêu ra trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này.

1. Hệ thống kinh doanh là sự liên kết năng động của những quyết định, chính sách và những hạn chế, phải được xem xét một cách tổng thể khi xử lý tất cả các tập hợp các yếu tố. Đòn bẩy hoạt động và tài chính có tác động đáng kể trong toàn bộ hệ thống, và những điều này nên được hiểu bằng các thuật ngữ cụ thể như là các điều kiện phải phân tích và những thay đổi phải xem xét.
2. Đòn cân định phí có cả ngụ ý về mặt chiến lược lẫn tài chính vì nó không thể tách rời khỏi những cân bằng liên quan đến định giá, hiệu quả chi phí bao gồm thuê công ty khác làm dịch vụ và sự hiểu biết sâu sắc từ phân tích dựa trên hoạt động. Nó không chỉ gắn chặt với tất cả các lĩnh vực hoạt động của hệ thống kinh doanh mà còn có những ngụ ý về những lựa chọn đầu tư và những xem xét các nguồn tài trợ.
3. Sử dụng đòn bẩy tài chính là một vấn đề chính sách phức tạp không chỉ liên quan đến tác động cụ thể của chi phí tiền lãi cố định có thể khấu trừ thuế đối với đặc điểm lợi nhuận của doanh nghiệp, mà còn yêu cầu phải hiểu về quan hệ cân bằng giữa rủi ro/phần thưởng ngầm ẩn khi một công ty cá biệt đối mặt với rủi ro khủng hoảng tài chính. Vì vậy đòn bẩy tài chính là một phần của hỗn hợp chính sách mà vừa giúp thành công vừa giúp phù hợp với phong cách quản lý của công ty.
4. Mục đích sau cùng của việc sử dụng đòn bẩy tài chính là tăng cường giá trị thị trường chung của công ty.

5. Sự phát triển bền vững là một khái niệm dựa trên các chính sách ổn định về đầu tư, hoạt động kinh doanh và tài trợ. Với giả định về sự ổn định, sự bền vững đó thuộc về sự thay đổi đáng kể khi những điều kiện và những hạn chế quan trọng được thay đổi. Tuy nhiên, khái niệm sự phát triển bền vững có thể là tiêu chuẩn so sánh so với kết quả thực tế của công ty có thể duy trì qua thời gian.
6. Lập mô hình tài chính là hữu ích khi trình bày các tác nhân và kết quả quan trọng của một tập hợp các điều kiện giả định có ảnh hưởng đến sự tăng trưởng. Mức độ tinh vi có thể thay đổi; thường sử dụng các ước tính trong bối cảnh thích hợp có thể đạt được với những tập hợp các quan hệ tương đối cơ bản.

TÓM TẮT

Trong Chương này chúng ta đã nỗ lực kết hợp một vài khái niệm quan trọng đã thảo luận trong các chương trước. Chúng ta bổ sung cách xử lý mở rộng đòn cân định phí và đòn bẩy tài chính để chứng minh tác động quan trọng của các yếu tố định phí khi các điều kiện hoạt động kinh doanh thay đổi, và những cân bằng rủi ro/phần thưởng ngầm ẩn trong việc sử dụng nợ. Thông qua việc sử dụng mô hình tăng trưởng tài chính đã được đơn giản hoá, chúng ta đã mô tả về nhu cầu đồng bộ trong việc thiết lập các mục tiêu và các chính sách tài chính và hoạt động kinh doanh. Chúng ta nhấn mạnh những hàm ý khác nhau về tăng trưởng và phát triển chính sách hợp lý về sự tăng trưởng có thể chứng minh được, với một tập hợp các điều kiện và lựa chọn ổn định. Cuối cùng, chúng ta áp dụng phương pháp mô hình đối với các nhu cầu và chính sách của một công ty mẫu.

Chương 7

DÒNG TIỀN VÀ THỜI GIÁ CỦA TIỀN TỆ

Trong quyển sách này, chúng ta dựa vào mục tiêu kinh doanh cơ bản của doanh nghiệp là tạo ra giá trị cổ đông bằng các quyết định kinh tế thành công do ban giám đốc công ty thực hiện. Chúng ta đã xác định sự tạo thành giá trị là sự trao đổi dương của tiền mặt sinh ra so với tiền mặt đã chi tiêu cho đầu tư, hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính. Chúng ta cũng đề cập đến điểm mà dòng tiền liên quan đến hầu hết các quyết định cho tương lai. Để phân tích một cách hợp lý những hàm ý của một quyết định thì chúng ta cần hiểu làm sao để đo lường, tại một thời điểm nào đó, các dòng tiền trong tương lai và giá trị của chúng đối với người ra quyết định. Các kỹ thuật và các chỉ báo cần thiết cho mục đích này khá rõ ràng do bản chất toán học của chúng – liên quan đến các phương pháp tính kép và chiết khấu - mặc dù việc áp dụng chúng và đặc biệt là việc giải thích các kết quả đòi hỏi một sự hiểu biết sâu hơn về phạm vi ra quyết định và nhiều đánh giá liên quan đến việc xây dựng các ước tính và ngụ ý của các số liệu và các dòng tiền mặt mong muốn.

Trong chương này, trước hết, chúng ta sẽ tập trung vào các khái niệm cơ bản về thời giá của tiền tệ. Sau đó, chúng ta sẽ xem xét các yếu tố cấu thành thông thường liên quan đến việc thiết kế các quá trình phân tích mô hình đầu tư trong phạm vi doanh nghiệp, tiếp theo là các kỹ thuật và những chỉ báo chính được sử dụng trong phân tích kinh tế dòng tiền mặt. Trong Chương 8, Chúng ta sẽ tập trung vào những nội dung rộng hơn của các quyết định đầu tư, xác định các vấn đề và những phức tạp gặp phải và đưa ra nhiều ví dụ minh họa các trường hợp phức tạp hơn.

THỜI GIÁ CỦA TIỀN TỆ

Với định hướng tương lai của hầu hết các quyết định, để suy luận đúng đắn về mặt kinh tế đòi hỏi chúng ta phải nhận diện sự liên hệ gắn gũi giữa hai yếu tố:

- Thời gian cụ thể của từng dòng tiền vào và ra liên quan đến quyết định.
- Giá trị kết hợp của tất cả các dòng tiền có liên quan tại thời điểm quyết định.

Có một câu châm ngôn đơn giản nói rằng một đôla nhận được vào ngày hôm nay có giá trị hơn một đôla nhận được sau một năm, bởi vì chúng ta đã lỡ mất cơ hội đầu tư sinh lời hôm nay đồng đôla trong tương lai mà chúng ta phải chờ để nhận. Tương tự như vậy, tiêu xài một đôla một năm sau thì thích hơn tiêu xài nó bây giờ, bởi vì nó có thể tạo ra lợi nhuận trong thời gian đó. Như vậy, về nguyên tắc thời giá của tiền tệ liên quan đến cả tính thời gian của mọi khoản tiền thu và tiền chi và với mọi cơ hội của công ty hoặc cá nhân để kiếm được lợi nhuận trên vốn đầu tư.

Chiết Khấu, Tính kép Và Tương Đương

Cảm giác bình thường mách bảo chúng ta rằng chúng ta không nên thờ ơ giữa hai cơ hội đầu tư có thể hoàn toàn giống nhau về tất cả các khía cạnh ngoại trừ khác biệt về tính thời gian của các khoản lợi nhuận tương lai. Chắc chắn một nhà đầu tư thích khoản đầu tư mang lại ngay lợi nhuận hơn.

Ngược lại, cảm giác thông thường cũng cho thấy với lựa chọn giữa thực hiện chi tiêu bây giờ với thực hiện cũng khoản chi tiêu đó trong tương lai, thì có lợi hơn khi chậm chi tiền. Một lần nữa, lý do là cơ hội thu được lợi nhuận trên các nguồn vốn trong lúc đó. Như chúng ta đã nói trước đây, giá trị thời gian của một khoản tiền hoặc một chuỗi các dòng tiền bị ảnh hưởng trực tiếp bởi thời gian cụ thể của số thu và số chi và mức lợi nhuận mà chủ đầu tư hoặc doanh nghiệp có thể đạt được trên vốn đầu tư.

Một ví dụ đơn giản sẽ giúp minh họa cho điểm này. Nếu một người bình thường có tài khoản tiết kiệm với mức lãi suất 5% / năm trên vốn đầu tư, thì khoản tiền gửi là \$1000 hôm nay sẽ tăng lên \$1050 trong vòng một năm. (Để đơn giản thì chúng ta không quan tâm đến thông lệ tính lãi kép hàng ngày hay hàng tháng mà các ngân hàng hay sử dụng). Nếu vì một số lý do nào đó, một người phải đợi một năm để gửi \$1000, cơ hội kiếm được \$50 tiền lời sẽ bị mất đi. Không có gì phải nghi ngờ, số tiền \$1000 cung cấp cho một người một năm sau có giá trị ít hơn với cùng số tiền đó được cung cấp ngay. Cụ thể, giá trị hôm nay của \$1000 phải được liên hệ với cơ hội được chọn

thông thường của một người để kiếm được mức lợi nhuận 5%. Với mục tiêu lợi nhuận này, chúng ta có thể tính toán hiện giá của \$1000 nhận được sau một năm như sau:

$$\text{Hiện giá} = \frac{1000\$}{1 + 0.05} = 952.38\$$$

Phương trình cho thấy, với tỉ suất lợi nhuận giả định là 5%, \$1000 nhận được sau một năm kể từ bây giờ chỉ bằng với \$952.38 của hôm nay. Vì, \$952.38 đầu tư với mức 5% hôm nay sẽ tăng thành \$1000 vào cuối năm. Cách tính toán này rõ ràng phản ánh sự cân bằng về kinh tế giữa số tiền nhận được ngày hôm nay so với ngày mai, dựa trên khoảng thời gian liên quan và cơ hội có sẵn để thu lợi nhuận. Nếu lúc này, chúng ta không quan tâm đến rủi ro thì chủ đầu tư sẽ sẵn sàng chỉ \$952.38 hôm nay để được \$1000 một năm sau.

Thời gian chờ đợi càng dài thì hiện giá của tổng số tiền nhận được càng thấp vì mất đi cơ hội để kiếm được doanh thu trong một thời gian nhất định. Như chúng ta đã chỉ ra trước đây, khái niệm này áp dụng cho chi tiêu. Trì hoãn chi tiêu càng lâu càng tốt vì nó cho phép cá nhân có thể thu được lợi nhuận trên số tiền chưa chi.

Việc tính các thay đổi về giá trị của số thu và số chi khá đơn giản khi chúng ta biết được kỳ hạn và tỷ suất lợi nhuận cơ hội. Ví dụ, số tiền \$1000 sẽ nhận vào cuối 5 năm sẽ chỉ có giá trị hôm nay là \$783.53 ở mức lãi suất 5%, vì số tiền đã được đầu tư hôm nay ở mức 5% tính kép hàng năm sẽ tăng lên đến \$1000 năm năm sau đó, nếu lợi nhuận được tích lũy và tiền lãi được tính trên số tiền tăng dần hàng năm.

Công thức tính:

$$\text{Hiện giá} = \frac{1000\$}{(1 + 0.05)^5} = \frac{1000\$}{1.27628} = \$783.53$$

Kết quả \$783.53 tính được bằng cách liên kết giá trị tương lai của \$1000 với thừa số thu nhập lũy tiến ở mức 5% trong vòng 5 năm, bằng 1.27628 _ là 1.05 lũy thừa 5. Khi chúng chia giá trị tương lai cho thừa số thích hợp thì chúng ta có giá trị tương lai đã được chiết khấu thành hiện giá thuần tương đương.

Về bản chất thì có thể tính toán giá trị tương lai của các giá trị hôm nay bằng cách nhân hiện giá với thừa số thu nhập lũy tiến. Vì vậy chúng ta lấy điều kiện của ví dụ trên thì chúng ta có thể rút ra giá trị tương lai của \$1000 nhận được sau 5 năm từ hiện giá là \$783.53 như sau:

$$\text{Giá trị tương lai} = 783.53 + (1 + 0.05)^5 = 783.53 + 1.27628 = \$1000$$

Chúng ta gọi cách tính toán giá trị hiện tại là quá trình chiết khấu, trong khi quá trình ngược lại, tính toán giá trị tương lai, được gọi là quá trình tính kép. Những vấn đề toán học cơ bản này cho phép chúng ta rút ra giá trị tương đương của mọi số tiền nhận được hoặc thanh toán ở bất kỳ thời điểm nào đó, dù là thời điểm hiện tại hoặc bất kỳ ngày cụ thể nào trong tương lai.

Qui trình chiết khấu và tính kép cũng lâu đời như việc cho vay tiền và được các định chế tài chính sử dụng từ thời xa xưa. Mặc dù áp dụng phương pháp này trong đầu tư kinh doanh là khá đặc trưng trong thời gian gần đây, các kỹ thuật sử dụng chiết khấu và tính kép đã phổ biến.

Mặc dù chúng ta đề nghị sử dụng các chương trình máy tính và bảng tính để có được kết quả dòng tiền mặt đã được điều chỉnh theo thời gian nhanh chóng nhưng chúng ta sẽ trình bày trong các ví dụ của chúng ta các thừa số chiết khấu để nhấn mạnh tác động của chúng. Những thừa số này được lấy ra từ các bảng hiện giá mà các nhà phân tích đã sử dụng trước khi có phương tiện điện tử. Dù những bảng này không còn cần thiết để thực hiện các tính toán thực sự, chúng vẫn có thể chứng minh rõ ràng ảnh hưởng của quá trình chiết khấu, mà càng mạnh hơn nếu lãi suất càng cao hơn và thời gian càng dài hơn. Hai trong số các bảng chiết khấu được cung cấp ở cuối chương.

Chúng ta có thể làm rõ một vài điểm với sự giúp đỡ của các bảng này. Bảng 7-I gồm các thừa số để chuyển thành hiện giá tương đương một số tiền đơn nhận được hoặc chi tiêu vào cuối mỗi kỳ, với các giả định khác nhau về lãi suất. Chúng dựa trên công thức chung sau:

$$\text{Hiện giá của tổng số tiền} = \frac{1}{(1+i)^n}$$

Trong đó i là lãi suất cơ hội áp dụng (cũng được xem là tỉ suất chiết khấu) và n là số kì chiết khấu. Thực ra, các thừa số của Bảng này là các thừa số thu nhập lũy tiến được thành 1. Bảng này gồm một phạm vi từ 1 đến 60 kì và tỉ lệ chiết khấu từ 1 đến 50%. Tuy nhiên, các tỉ lệ liên quan đến các kì đã được xác định. Ví dụ, nếu các kì đại diện cho các năm, các tỉ suất theo năm, còn nếu sử dụng các tháng thì những tỉ lệ này theo tháng. Vì vậy, hiện giá của một số tiền có thể tính bằng cách nhân số tiền có liên quan với thừa số thích hợp:

$$\text{Hiện giá} = \text{thừa số} \times \text{số tiền}$$

và giá trị tương lai của bất kì số tiền nào cũng có thể tính được bằng cách chia hiện giá cho thừa số thích hợp trên bảng:

$$\text{Giá trị tương lai} = \frac{\text{Giá trị hiện tại}}{\text{Thừa số}}$$

Chú ý rằng hiện giá tính được từ thí dụ trên có thể thấy trong Bảng 7-1 ở cột 5%, hàng 1 và 5, cho các thí dụ 1 năm và 5 năm tương ứng. Kết quả tương tự cho trường hợp đầu tiên có thể lấy ra từ bảng tính, bằng cách sử dụng hàm hiện giá thuần, điền vào 5% và đặt \$1000 trong kì đầu tiên. Kết quả thứ hai có thể nhận được bằng cách điền vào 5%, giá trị zero trong kì 1 đến 4 và \$1000 trong kì 5. Tương tự như vậy, Hiện giá có thể rút ra từ bảng tính, bằng cách sử dụng hàm giá trị tương lai, và điền vào tỉ lệ %, số kì, và hiện giá thích hợp.

Các thừa số trong Bảng 7-II, biến thể của Bảng 7-I, cho phép tính toán trực tiếp hiện giá của một chuỗi các khoản thu hoặc chi bằng nhau trong nhiều kì. Các chuỗi các dòng tiền như vậy được gọi là niên khoản, và hầu như liên quan với các công cụ tài chính, như cầm cố. Tất nhiên là có thể nhận được kết quả tương tự bằng cách sử dụng Bảng 7-I và nhân lập lại số tiền định kì với một chuỗi các thừa số liên kế và cộng tất cả các kết quả lại. Bảng 7-II cung cấp trực tiếp một chuỗi các thừa số cộng, cho phép tính được hiện giá của một niên khoản với thừa số thích hợp.

$$\text{Hiện giá} = \text{thừa số} \times \text{niên khoản}$$

Ví dụ, Hiện giá của niên khoản là \$100 / năm trong 7 năm là $5,206 \times \$100$, hoặc \$520,60. Bằng cách sử dụng bảng tính, chúng ta có thể nhận được kết quả này bằng cách lựa chọn hàm giá trị hiện tại, điền 8% và 7 kỳ với mức \$100 cho mỗi kì, chú ý giải thích chính xác ký hiệu của giá trị được hiển thị. Những mối quan hệ toán học trong bảng này và trong bảng tính được thể hiện bằng công thức niên khoản sau:

$$\text{Hiện giá niên khoản} = \frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^n}$$

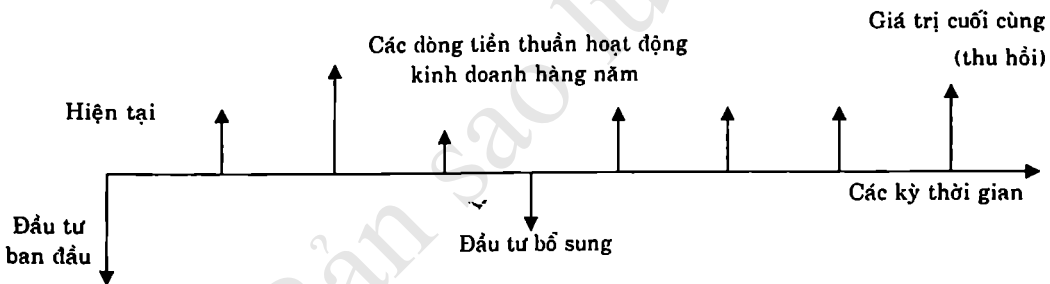
Trong thực tế, một người có thể chọn nhiều phương án và thời gian nhưng chiết khấu thường xuyên hơn (hàng tháng hoặc hàng tuần), hoặc giả định rằng niên khoản nhận được hoặc chi tiêu hàng tháng hoặc hàng tuần chứ không phải cuối kì. Việc sử dụng tùy chọn dòng liên tục tạo ra sự thay đổi về thời gian dẫn đến các hiện giá cao hơn không đáng kể, cả đối với từng số tiền và các niên khoản. Những cải tiến như cách chiết khấu hoặc tính kép hàng ngày được áp dụng phổ biến cho các công cụ tài chính, như tiền thế chấp, trái phiếu, v.v..., tất cả đều liên quan đến những sắp xếp cụ thể theo hợp đồng.

Bây giờ chúng ta quay trở lại khung phân tích cơ bản cho đầu tư kinh

doanh, và xác định các yếu tố quan trọng có liên quan. Sau đó, chúng ta sẽ đề cập đến từng biện pháp phân tích đầu tư, hầu hết những biện pháp này đều áp dụng các nguyên tắc chiết khấu này. Chúng ta sẽ đề cập đến căn nguyên cơ bản mà các biện pháp dựa trên đó và khả năng ứng dụng chúng vào phân tích đầu tư kinh doanh, cũng như những hạn chế của chúng. Minh họa và thảo luận của chúng ta sẽ được xây dựng xung quanh các dự án đầu tư kinh doanh cơ bản, nhưng khả năng áp dụng vào phạm vi rộng hơn của các khoản đầu tư dựa trên dòng tiền và các công cụ sẽ rõ ràng hơn.

Vì phân tích kinh tế các khoản đầu tư kinh doanh gồm quá trình dự tính toàn bộ chuỗi và mô hình dòng tiền, cả âm và dương, và thường không đều, chúng ta cần thực hiện điều chỉnh giá trị thời gian để chuyển một cách phù hợp các dòng tương lai thành các giá trị tương đương tại thời điểm quyết định. Hình 7-1 trình bày mô hình các dòng tiền gắn liền với một khoản đầu tư tiêu biểu, gồm chi phí ban đầu, một chuỗi các khoản tiền lời dương, một khoản chi bổ sung giữa kỳ, và khoản thu hồi cuối cùng dưới hình thức giá trị kết thúc.

HÌNH 7-1 - Mô hình dòng tiền tiêu biểu của một khoản đầu tư kinh doanh



Tất cả những dòng tiền tương lai này phải được đưa trở lại thời điểm quyết định hiện tại bằng phương pháp thích hợp, để xác định xem liệu sự trao đổi giữa các dòng tiền âm và dương dự kiến có thoả đáng hay không. Như chúng ta đã thảo luận, thể hiện số tiền tương lai theo số tiền tương đương hiện tại cần chiết khấu. Đây là điều cơ bản cho hầu hết kĩ thuật hiện đại về phân tích đầu tư và tính giá trị trong cuốn sách này.

CÁC YẾU TỐ CẤU THÀNH QUÁ TRÌNH PHÂN TÍCH

Về bản chất thì các nguồn tài chính được đầu tư vì một lý do cơ bản: thu đủ lợi nhuận kinh tế trong tương lai để bảo đảm thu hồi đủ chi phí ban đầu và mọi khoản chi phí tương lai liên quan, nghĩa là, các khoản thu tiền trong suốt cuộc đời của dự án đủ để bù đắp các khoản chi tiền.

Để đánh giá tính hấp dẫn của mọi khoản đầu tư, chúng ta phải xem xét 4 yếu tố sau khi quyết định:

- Số tiền chi - đầu tư thuần
- Tiền lời tiềm năng- dòng tiền vào thuần từ hoạt động kinh doanh
- Độ dài thời gian của lợi nhuận – tuổi thọ kinh tế.
- Mọi khoản thu hồi vốn cuối cùng - giá trị kết thúc.

Quá trình phân tích mặt kinh tế thích hợp phải xem xét cả 4 yếu tố này để xác định liệu cuộc đầu tư có xứng đáng hay không.

Ví dụ

Chi \$100000 cho thiết bị cần để sản xuất sản phẩm mới mà được dự kiến mang lại dòng tiền sau thuế là \$25000 trong kì 6 năm, không có biến động đáng kể hàng năm. Dù thiết bị này không bị hư hỏng hoàn toàn sau 6 năm, vẫn không chắc chắn thu được giá trị tận dụng cao hơn sau thời gian đó, do lạc hậu về mặt kỹ thuật. Chi phí thanh lý được dự tính được bù trừ bằng giá trị tận dụng này. Ảnh hưởng của khấu hao theo đường thẳng trong 6 năm (\$16,667 mỗi năm) được khấu trừ vào dòng tiền hàng năm \$25,000, được cộng trở lại khoản lợi nhuận sau thuế dự kiến là \$8,333.

Đầu Tư Thuần

Yếu tố đầu tiên trong phân tích, đầu tư thuần, thường gồm toàn bộ nhu cầu vốn cho tài sản mới, được giảm bằng mọi nguồn thu hồi từ việc trao đổi hay bán tài sản hiện có. Các khoản thu hồi này phải được điều chỉnh theo thuế thu nhập từ lãi hay lỗ từ thanh lý tài sản hiện có.

Qui tắc cơ bản để tìm thấy số tiền đầu tư theo quyết định này là tính số tiền thuần của dòng chi ban đầu và các khoản thu hồi để đầu tư. Trong ví dụ đơn giản của chúng ta không có một khoản thu hồi nào tại thời điểm ra quyết định, vì vậy đầu tư thuần là toàn bộ dòng chi \$100000.

Khi thực hiện đầu tư cho sản phẩm hoặc dịch vụ mới, hoặc để tăng khối lượng sản phẩm hoặc dịch vụ hiện hữu thì bất kì sự bổ sung cần thiết nào vào vốn lưu động do mức doanh thu tăng lên đều phải đưa vào bảng phân tích. Thông thường, bất kì vốn lưu động gia tăng ban đầu nào cũng được cộng vào đầu tư thuần, và các nhu cầu trong tương lai được thể hiện như các dòng tiền theo các kỳ tương ứng.

Dòng chi đầu tư tiếp theo cũng có thể cần thiết trong cuộc đời của dự án, và có thể ước tính khi phân tích. Nếu các dòng chi trong tương lai này là hậu quả tiềm năng của quyết định ban đầu, chúng phải được xem như một phần của qui trình quyết định hiện tại, được phản ánh như dòng tiền chi trong các kỳ được dự kiến sẽ xảy ra.

Dòng Tiền Thuần Từ Hoạt Động Kinh Doanh

Cơ sở xác định lợi nhuận kinh tế trong thời gian đầu tư trong đầu tư là sự thay đổi thuần ước tính từ kỳ này qua kỳ khác về doanh thu và chi phí do đầu tư tạo ra, sau khi điều chỉnh thuế thu nhập và ảnh hưởng của khấu hao. Những thay đổi gia tăng này bao gồm các yếu tố như tiết kiệm hoạt động kinh doanh từ thay máy móc, lợi nhuận bổ sung từ một dây chuyền sản xuất hoặc dịch vụ mới, lợi nhuận tăng lên từ mở rộng nhà máy hoặc lợi nhuận tạo ra từ khai thác đất hoặc các tài nguyên thiên nhiên khác. Nhìn chung, những thay đổi này sẽ được phản ánh dưới hình thức lợi nhuận tăng lên trên các bản báo cáo hoạt động kinh doanh định kì, một khi đầu tư đã ổn định và đang hoạt động. Tuy nhiên, trọng tâm của chúng ta là tìm tác động thuần ước tính trên dòng tiền định kì, đã điều chỉnh thuế và khấu hao. Chúng phải được xác định cẩn thận vì chỉ những thay đổi thực sự do các quyết định đầu tư, nghĩa là, chỉ các dòng tiền vào và ra có liên quan.

Trong ví dụ minh họa đơn giản của chúng ta, chúng ta giả sử rằng dòng tiền vào thuần sau thuế hàng năm ở mức \$25,000 trong suốt cuộc đời của dự án. Con số này phản ánh lợi nhuận sau thuế thuần ước tính là \$8,333, sẽ cộng thêm khoản khấu hao \$16,667. Như chúng ta sẽ thấy dưới đây, mô hình thay đổi các dòng tiền định kì có thể ảnh hưởng đáng kể đến các kết quả phân tích. Dòng tiền định kì rất dễ xử lý, và thường thấy trong các loại hợp đồng tài chính khác nhau, nhưng chúng lại khá hiếm trong các thoả thuận kinh doanh. Dòng tiền không đồng đều thông thường hơn và chúng làm cho việc phân tích phức tạp hơn – nhưng những mô hình này có thể được xử lý sẵn cho mục đích tính toán, như chúng ta sẽ thấy sau đây.

Cuộc đời Kinh Tế

Yếu tố thứ ba, kì thời gian phân tích, thường đề cập như cuộc đời kinh tế của dự án đầu tư. Nhằm phân tích đầu tư, chỉ có kì thời gian liên quan là cuộc đời kinh tế, được phân biệt với tuổi thọ vật lý của thiết bị hoặc tuổi thọ công nghệ của qui trình cá biệt hoặc dịch vụ.

Mặc dù một toà nhà hoặc một thiết bị có thể được sử dụng hoàn hảo theo quan điểm vật lý thì cuộc đời kinh tế của khoản đầu tư đó vẫn chấm dứt nếu thị trường cho sản phẩm hoặc dịch vụ đó biến mất. Tương tự như vậy, cuộc đời kinh tế của bất kì dịch vụ hoặc công nghệ nào cũng bị ràng buộc với trạng thái kinh tế của thị trường – qui trình tốt nhất là vô ích nếu sản phẩm hoặc dịch vụ tạo ra không bán được. Theo quan điểm này, bất kì nguồn lực nào vẫn có thể sử dụng sẽ được định vị lại, điều này đòi hỏi một quyết định đầu tư khác, hoặc chúng có thể được thanh lý. Tất nhiên, khi tái triển khai những nguồn lực cho dự án khác thì giá trị đầu tư thuần cho quyết định đó

sẽ là giá trị thu hồi ước tính sau thuế.

Trong ví dụ đơn giản của chúng ta, chúng ta giả định cuộc đời kinh tế là 6 năm, thời kỳ mà sản phẩm được sản xuất bằng thiết bị đó sẽ bán được. Cuộc đời tính khấu hao của kế toán hoặc thuế không phản ánh tuổi thọ thực của đầu tư và trong trường hợp này, chúng ta chỉ xem nó tương đương với tuổi thọ kinh tế cho đơn giản. Như chúng ta đề cập ở trên, các khoản khấu trừ được dựa trên chuẩn mực kế toán và thuế, và không nhất thiết phản ánh sự hữu ích về mặt kinh tế của cuộc đầu tư.

Giá Trị Kết Thúc (Còn lại)

Vào cuối cuộc đời kinh tế, phải tiến hành đánh giá giá trị còn lại. Thông thường thì nếu một người cho rằng khoản thu hồi vốn từ thanh lý tài sản cuối cùng đáng kể, phải tiến hành phân tích số tiền ước tính này. Các khoản thu hồi có thể là những khoản tiền thu được từ bán thiết bị (ngoài giá trị phế liệu không nhiều được giả định trong ví dụ của chúng ta), cũng như mọi khoản thu hồi vốn lưu động gắn liền với cuộc đầu tư. Như vậy, đây là những tình huống mà trong đó giá trị liên tục của một doanh nghiệp, một thiết bị hoặc một qui trình được dự kiến nằm ngoài kỳ phân tích đã chọn. Điều kiện này đặc biệt quan trọng trong phân tích giá trị, mà chúng ta sẽ bàn đến trong Chương 11 và 12.

CÁC PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH

Cho đến bây giờ, chúng ta đã đặt nền tảng để phân tích bất kì khoản đầu tư kinh doanh bình thường nào bằng cách mô tả bốn yếu tố cấu thành cơ bản của quá trình phân tích. Mục đích của chúng ta là tập trung vào *những gì phải được phân tích*. Bây giờ chúng ta quay trở lại câu hỏi về thực hiện *như thế nào* - các phương pháp và các tiêu chuẩn phân tích mà sẽ giúp chúng ta đánh giá các trạng thái kinh tế của quyết định.

Chúng ta liên hệ bốn yếu tố cơ bản như thế nào-

- Giá trị đầu tư thuần
- Dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh
- Cuộc đời kinh tế
- Giá trị kết thúc

-để xác định sức thu hút của dự án? Trước hết, chúng ta sẽ trình bày một vài phương pháp phân tích đơn giản, đó là thời gian hoàn vốn và tỉ suất lợi nhuận đơn giản, cả hai vẫn được sử dụng trong thực tế mặc có những hạn chế nhất định.

Chúng ta sẽ nhấn mạnh vào các thước đo sử dụng thời giá của tiền tệ

như đã được thảo luận trước đây, giúp các nhà phân tích có thể đánh giá sự trao đổi giữa các dòng tiền, không tính đến tính thời gian của chúng. Những thước đo quan trọng này là *hiện giá thuần*, *thời gian hoàn vốn theo giá trị hiện tại*, *chỉ số sinh lời* và *suất nội hoàn* và ngoài ra, *hiện giá thuần hàng năm*. Chúng ta sẽ tập trung vào ý nghĩa của các thước đo này, mối quan hệ giữa chúng, và minh họa về cách sử dụng của chúng qua các thí dụ đơn giản. Trong chương 8, chúng ta sẽ thảo luận rộng hơn về phân tích đầu tư kinh doanh, trong đó những thước đo này đóng vai trò như các chỉ báo về sự tạo thành giá trị, và thảo luận các vấn đề phân tích phức tạp hơn. Như là một phần của nội dung rộng hơn, chúng ta cũng đề cập đến phân tích rủi ro, các phạm vi ước tính, mô phỏng, lập luận xác suất, và các tiêu chuẩn lợi nhuận đã điều chỉnh rủi ro.

Các Thước đo đơn giản

Thời gian hoàn vốn

Thước đo này liên quan trực tiếp đến dòng tiền mặt vào giả định hàng năm từ một dự án so với nhu cầu đầu tư thuần. Sử dụng số liệu từ ví dụ đơn giản của chúng ta, tính được:

$$\begin{aligned} \text{Thời gian} &= \frac{\text{Đầu tư thuần}}{\text{Dòng tiền HĐKD bình quân hàng năm}} \\ &= \frac{\$100,000}{\$25,000} = 4 \text{ năm} \end{aligned}$$

Kết quả là số năm cần thiết để thu hồi chi phí ban đầu, trả lời cho câu hỏi, “Phải mất bao lâu tôi mới lấy lại tiền?” Đây là một cách kiểm tra thô về liệu số tiền đầu tư có được thu hồi trong vòng cuộc đời kinh tế hay không. Ở đây, thời gian hoàn vốn đạt được chỉ 4 năm so với thời gian ước tính là 6 năm. Tất nhiên, việc thu hồi lại vốn là chưa đủ vì theo quan điểm kinh tế, người ta còn hi vọng thu lợi nhuận trên vốn đầu tư.

Hãy hình dung tài khoản tiết kiệm với \$100, sau đó, cuối mỗi năm rút ra \$25. Sau 4 năm, vốn gốc đã được hoàn trả. Nếu báo cáo của ngân hàng cho thấy tài khoản đến nay đã rút hết tiền thì người gửi tiết kiệm sẽ yêu cầu được trả lãi suất 4% đến 5% mỗi năm trên số dư giảm dần của tài khoản.

Chúng ta có thể minh họa những điều cơ bản này về các trạng thái đầu tư kinh tế trong Hình 7-2, trong đó, chúng ta trình bày cả dòng tiền thu hồi vốn gốc và dòng lãi trên số dư trong suốt cuộc đời kinh tế. Một lần nữa, chúng ta sử dụng khoản đầu tư \$100,000, với dòng tiền hoạt động kinh doanh sau thuế hàng năm. Nếu công ty đạt được mức lợi nhuận sau thuế 10% trên vốn đầu tư thì một phần của dòng tiền mặt hàng năm sẽ được xem

như là lợi nhuận bình thường, với phần còn lại được dùng để giảm số dư còn hiệu lực.

Dòng đầu tiên cho biết số dư đầu kỳ của vốn đầu tư hàng năm. Trong hàng thứ hai, lợi nhuận bình thường của 10 phần trăm được tính trên những số dư này. Dòng thứ ba là các dòng tiền mặt hoạt động kinh doanh mà, khi được giảm theo lợi nhuận bình thường, được khấu trừ vào số dư đầu kỳ của vốn đầu tư để tính số dư cuối kỳ mỗi năm. Kết quả là kế hoạch thu hồi vốn đầu tư đơn giản của chúng ta kéo dài đến 6 năm- cần thêm khoản 2 năm lợi nhuận hàng năm nữa so với thước đo thời gian thu hồi đơn giản đã tính. Nếu dự án kết thúc vào năm 4, thì sẽ bị lỗ cơ hội khoảng \$30,400, trong năm thứ năm, lỗ khoảng \$8,400. Chỉ có trong năm thứ 6 thì số dư tiền gốc còn lại được thu hồi và tiền lãi khoảng \$15,700.

HÌNH 7-2 – Quá trình thu hồi khoản đầu tư \$100,000 ở mức 10%

	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6
Số dư đầu kỳ	\$100,000	\$85,000	\$68,500	\$50,350	\$30,385	\$8,424
Lợi nhuận của công ty ở mức 10%	10,000	8,500	6,850	5,035	3,039	842
Dòng tiền vào từ HĐKD của dự án	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
Số dư cuối kỳ phải được thu hồi	85,000	68,500	50,350	30,385	8,424	-15,734
Thời gian hoàn vốn đơn giản (4 x \$25,000)				Năm 4		

Bây giờ chúng ta có thể nhanh chóng khẳng định rằng thước đo thời gian hoàn vốn là một chỉ báo về tính thoả đáng của cuộc đầu tư: nó nhạy cảm với cuộc đời kinh tế và vì vậy không phải là tiêu chuẩn có ý nghĩa về sức mạnh của lợi nhuận. Thước đo này sẽ cùng kết quả “4 năm với thêm điều gì đó” cho các dự án khác mà cũng có các dòng tiền tệ tương tự nhưng cuộc đời kinh tế 10 năm hoặc 8 năm, cho dù những dự án này rõ ràng là hơn hẳn so với ví dụ của chúng ta. Thước đo hoàn toàn giả định các mức dòng tiền mặt hoạt động kinh doanh hàng năm và không thể đánh giá chính xác dự án có tăng hoặc giảm các mô hình dòng tiền mặt – mặc dù những mô hình này rất phổ biến. Nó không thể thích nghi với bất kỳ các khoản đầu tư bổ sung nào thực hiện trong kỳ, hoặc thừa nhận những khoản thu hồi vốn vào cuối cuộc đời kinh tế.

Tình huống duy nhất có thể áp dụng thước đo này là khi so sánh các dự án đơn giản với các mô hình dòng tiền mặt khá giống nhau, nhưng thậm chí

khi đó áp dụng các kỹ thuật kinh tế có sẵn trên máy tính và các bảng tính vẫn thích hợp hơn.

Tuy nhiên, có thể sử dụng khái niệm đã gạn lọc về thời gian hoàn vốn mà được thể hiện bằng các kỳ kinh tế, nhưng thước đo này đòi hỏi quy trình chiết khấu để đạt được thời gian hoàn vốn theo giá trị hiện tại. Đây là một trong những chỉ báo về tính thoả đáng của cuộc đầu tư mà đưa nhu cầu về lợi nhuận vào phân tích, chúng ta sẽ thảo luận chi tiết về nội dung này sau.

Tỷ suất lợi nhuận đơn giản

Tỷ suất lợi nhuận đơn giản nêu lên tính thoả đáng của cuộc đầu tư theo tỷ lệ lợi nhuận trên vốn gốc. Phương pháp này chia sẻ tất cả các hạn chế của thời gian hoàn vốn, vì, một lần nữa, nó chỉ liên quan đến hai trong bốn yếu tố cơ bản của mọi dự án, đầu tư thuần và dòng tiền hoạt động kinh doanh, và bỏ qua cuộc đời kinh tế và tất cả giá trị kết thúc.

$$\begin{aligned}\text{Lợi nhuận trên} &= \frac{\text{Dòng tiền HĐKD bình quân hàng năm}}{\text{Đầu tư thuần}} \\ &= \frac{\$25,000}{\$100,000} = 25\%\end{aligned}$$

Kết quả này chỉ cho thấy \$25,000 chiếm 25% của \$100,000 vì không có tham chiếu với cuộc đời kinh tế và không có sự thừa nhận nhu cầu thu hồi dần vốn đầu tư. Thước đo này sẽ đưa ra câu trả lời giống nhau cho dù cuộc đời kinh tế là 1 năm, 10 năm hoặc 100 năm. Ở đây, lợi nhuận 25% chỉ có giá trị về mặt kinh tế nếu cuộc đầu tư mang lại đều đặn 25,000\$ / năm – không phải là một điều kiện có tính thực tế!

Các Thước đo Kinh Tế

Trước đây, chúng ta đã mô tả phân tích đầu tư kinh doanh là một quy trình lượng giá sự trao đổi giữa đồng tiền chi hôm nay với dòng tiền thuần tương lai dự kiến nhận được trong tương lai trong suốt kỳ thời gian thích hợp. Khái niệm giá trị kinh tế này áp dụng cho tất cả các loại đầu tư, cho dù do cá nhân hoặc tổ chức thực hiện. Giá trị tiền tệ được sử dụng làm nền tảng phương pháp luận cho tất cả các trường hợp. Chúng ta sẽ sử dụng các nguyên tắc cơ bản của chiết khấu và tính kép đã được thảo luận trước đây để giải thích và chứng minh các thước đo phân tích đầu tư chính. Các thước đo này sử dụng các nguyên tắc đó để làm cơ sở tính toán nhằm lựa chọn dự án đầu tư.

Hiện giá thuần

Thước đo hiện giá thuần (NPV) trở thành chỉ báo quan trọng, phổ biến nhất trong phân tích giá trị và kinh tế của công ty và được thừa nhận là

thước đo được ưa chuộng nhất trong nhiều quy trình phân tích. Thước đo này lượng giá sự trao đổi giữa dòng tiền chi cho đầu tư, tiền lời trong tương lai và các giá trị kết thúc theo hiện giá tương đương, và cho phép nhà phân tích xác định liệu số dư thuần của các giá trị này có thoả đáng hay không. Từ quan điểm tạo ra giá trị cho cổ đông, hiện giá thuần dương ngụ ý rằng dự án, nếu được thực hiện và thể hiện như mong đợi, sẽ tạo thêm giá trị do sự trao đổi thoả đáng của dòng tiền vào so với dòng tiền ra đã điều chỉnh theo thời gian. Ngược lại, hiện giá thuần âm sẽ huỷ hoại giá trị do sự vượt trội của dòng tiền ra so với dòng tiền vào đã điều chỉnh theo thời gian. Như một nguyên tắc cơ bản, NPV dương càng cao, thì tiềm năng tạo ra giá trị càng tốt.

Để sử dụng công cụ này, tỷ lệ chiết khấu phản ánh tỷ suất lợi nhuận mong muốn trước hết phải được quy định cụ thể là tiêu chuẩn phải đạt. Như chúng ta sẽ thấy sau đây, tỷ suất này thường dựa trên chi phí vốn trung bình trọng mà công ty phải gánh chịu, bao gồm lợi nhuận mong muốn của nhà cung cấp vốn và nợ trong cơ cấu vốn của công ty, như được mô tả ở chương 9. Sau đó, các dòng tiền vào và ra trong suốt cuộc đời kinh tế của dự án đầu tư được quy định cụ thể và chiết khấu theo tỷ suất lợi nhuận tiêu chuẩn. Cuối cùng, hiện giá của tất cả các dòng vào (các giá trị dương) và dòng ra (các giá trị âm) được cộng lại. Chênh lệch giữa những số tổng này phản ánh hiện giá thuần. NPV có thể là dương, zero hoặc âm, phụ thuộc vào liệu có dòng vào thuần, các dòng tiền bằng nhau, hoặc dòng ra thuần trong suốt cuộc đời kinh tế của dự án.

Được sử dụng như tiêu chuẩn so sánh, thước đo này cho biết liệu đầu tư, trong suốt cuộc đời kinh tế, có đạt được tiêu chuẩn lợi nhuận mong muốn áp dụng trong tính toán, với các số ước tính cơ sở có thực tế thực hiện được hay không. Vì các kết quả hiện giá phụ thuộc cả vào tính thời gian của dòng tiền và tỉ suất lợi nhuận tiêu chuẩn theo yêu cầu, hiện giá thuần dương cho biết rằng dòng tiền mặt dự kiến được tạo ra từ đầu tư trong suốt cuộc đời kinh tế sẽ:

- Hoàn lại chi phí gốc (cũng như bất kỳ chi vốn trong tương lai hoặc các khoản thu hồi được xét đến trong Bảng phân tích).
- Thu được lợi nhuận tiêu chuẩn cụ thể trên số dư.
- Cung cấp “một tấm đệm” về giá trị kinh tế cao hơn và lớn hơn việc đáp ứng tiêu chuẩn tối thiểu.

Ngược lại, hiện giá thuần âm cho biết dự án là không đạt tiêu chuẩn lợi nhuận và vì vậy, nếu thực hiện thì sẽ bị thua lỗ kinh tế. NPV zero là giá trị không thay đổi. Rõ ràng, kết quả sẽ bị ảnh hưởng bởi mức lợi nhuận giả định, mô hình thời gian cụ thể của các dòng tiền mặt, và độ lớn tương đối

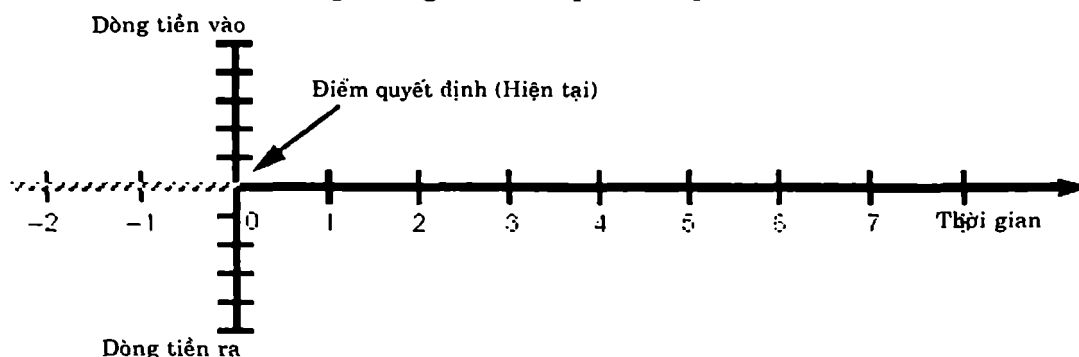
của các số tiền liên quan.

Cần phải nói thêm về điểm này đối với tỷ lệ chiết khấu. Từ quan điểm kinh tế, tỷ lệ chiết khấu phải là mức lợi nhuận mà chủ đầu tư được hưởng từ đầu tư, có bản chất và rủi ro giống như chúng ta đã giải thích khi thảo luận về giá trị thời gian của đồng tiền. Trong thực tế, tiêu chuẩn này lại thể hiện tỉ suất lợi nhuận cơ hội. Trong phạm vi của công ty thì sự lựa chọn của tỷ lệ chiết khấu khá phức tạp cả về sự khác nhau của những khả năng đầu tư và loại hình cung cấp tài chính của chủ sở hữu và người cho vay. Tiêu chuẩn lợi nhuận công ty thường sử dụng để chiết khấu dòng tiền mặt đầu tư của kinh doanh phải phản ánh yêu cầu lợi nhuận tối thiểu mà sẽ cung cấp mức lợi nhuận được mong đợi bình thường trên mức đầu tư của công ty, trong các điều kiện rủi ro bình thường.

Tiêu chuẩn sử dụng phổ biến nhất dựa trên chi phí vốn của công ty, có bao gồm những mong muốn của cổ đông, rủi ro và đòn bẩy kinh doanh. Như chúng ta đã đề cập trước đây, giá trị của cổ đông được tạo thành chỉ bằng cách đầu tư mà có lợi nhuận của đầu tư vượt quá chi phí vốn. Vì vậy, tiêu chuẩn thực sự được công ty xây dựng thường cao hơn chi phí vốn, phản ánh mục tiêu quản lý cụ thể để đạt được lợi nhuận cao hơn chi phí vốn. Đôi khi, tiêu chuẩn lợi nhuận của công ty chia thành một chuỗi các tỷ lệ chiết khấu cho các dòng kinh doanh khác nhau trong phạm vi một công ty, nhằm nhận diện những khác biệt rủi ro cụ thể. Chúng ta sẽ đề cập đến những khái niệm này sâu hơn trong Chương 8 và 9. Để thảo luận ở đây, chúng ta giả định ban giám đốc đã chọn tiêu chuẩn lợi nhuận thích hợp để chiết khấu các dòng tiền đầu tư, và chúng ta sẽ tập trung vào các thước đo hiện giá được sử dụng như thế nào để đánh giá các dự án đầu tư tiềm năng về mặt kinh tế.

Hình 7 – 3 dưới đây khai quát khung thời gian để phân tích đầu tư. Các dòng tiền âm và dương sau đó được thêm vào ở các vị trí thích hợp. Chú ý khung thời gian bắt đầu ở điểm thời gian 0, điểm quyết định hiện tại, và kéo dài theo cuộc đời kinh tế của dự án. Bất kỳ sự kiện nào xảy ra trước điểm quyết định (được trình bày như các kỳ âm) không thích hợp cho quá trình phân tích, trừ phi quyết định này là nguyên nhân của khoản thu hồi một khoản chi trước đây, thí dụ như bán tài sản cũ.

HÌNH 7 -3 - Khung thời gian khái quát cho phân tích đầu tư



HÌNH 7 – 4 - Phân tích Hiện giá thuần ở mức 8%

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Tổng cộng
chi phí đầu tư (dòng tiền ra)	\$ -100.000	0	0	0	0	0	0	\$ -100.000
Lợi nhuận (dòng tiền vào)	0	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	150.000
Các thừa số giá trị hiện tại mức 8%*	1.000	0.926	0.857	0.794	0.735	0.681	0.630	
Hiện giá của dòng tiền	-100.000	23,150	21,425	19,850	18,375	17,025	15,750	15.575
Hiện giá tích lũy	-100.000	-76,850	-55,425	-35,575	-17,200	-175	15,750	
Hiện giá thuần mức 8%								\$15.575

* Từ Bảng 7 - 1 (trang 252), giá sử lợi nhuận xảy ra vào cuối năm. Do các dòng tiền vào là không thay đổi, chúng ta có thể sử dụng thay thế thừa số hàng năm 4.623 từ Bảng 7 - II, cũng cho kết quả tương tự.

Để minh họa quy trình này, chúng ta hãy quay lại ví dụ đầu tư đơn giản được sử dụng trước đây trong chương này. Chúng ta sẽ chỉ ra thông tin về mặt số học trong Hình 7 - 4. Hình 7 - 4 chứng minh rằng mô hình trong thí dụ đầu tư thuần \$100,000 với sáu dòng lợi nhuận vào hàng năm \$25,000 từ năm thứ nhất đến năm thứ sáu, dẫn đến kết quả hiện giá thuần khoảng \$16,000. Điều này giả định rằng công ty xem xét tỉ lệ sau thuế 8% khá thấp. Tổng dòng tiền ra sẽ thu hồi trong sáu năm, trong khi 8% lợi nhuận sau thuế sẽ kiếm được trên vốn đầu tư giảm dần trong suốt cuộc đời của dự án.

Hiện giá thuần dương cho thấy sự tạo thành giá trị khoảng \$15,600 theo hiện giá tương đương nếu các ước tính dòng tiền là đúng và nếu dự án sống hết cuộc đời kinh tế của nó.

Trong khái niệm thời gian hoàn vốn đơn giản mà chúng ta đã thảo luận trước đây, chúng ta đề cập đến sự thu hồi vốn đầu tư gốc cộng thêm “một cái gì đó”. Tuy nhiên, sự khác biệt cơ bản giữa thời gian hoàn vốn đơn giản và hiện giá thuần nằm ở chỗ hiện giá thuần có yêu cầu lợi nhuận ngoài sự thu hồi toàn bộ vốn đầu tư. Vì vậy, giá trị “tám dặm” ẩn trong hiện giá thuần dương thực sự là giá trị lợi nhuận kinh tế tính toán mà vượt quá tiêu chuẩn lợi nhuận theo yêu cầu. Thực vậy, chúng ta có thể nhận thấy từ đường hiện giá lũy kế rằng nếu dự án thực hiện như mong đợi thì các dòng tiền mặt đủ để thu hồi vốn gốc và lời được 8% vào cuối kỳ 5, trong khi đó hiện giá tích lũy là khá gần với zero.

Nếu đòi hỏi tiêu chuẩn lợi nhuận cao hơn, giả sử là 12% thì các kết quả sẽ là các con số được trình bày trong Hình 7 - 5. Hiện giá thuần vẫn là dương nhưng quy mô sự tạo thành giá trị bị giảm xuống đáng kể, chỉ còn \$2,800. Chúng ta dự kiến sự giảm sút này vì tỉ lệ chiết khấu cao hơn, hiện giá của dòng tiền mặt vào trong tương lai phải giảm xuống, với tất cả các tình hình khác không thay đổi. Chú ý rằng lần này, thời gian hoàn vốn đòi hỏi toàn bộ là sáu năm.

Với doanh thu giả định là 14% thì hiện giá thuần giảm xuống nhiều hơn. Thực vậy, nó được chuyển vào trong kết quả âm ($\$25,000 \times 3.389 - \$100,000 = -\$2,775$). Những kết quả này phản ánh tính nhạy cảm lớn của Hiện giá thuần đối với những lựa chọn về các tiêu chuẩn doanh thu đặc biệt ở các mức cao hơn.

Hàng giá trị lũy tích trong hai tập hợp tính toán mô tả tầm quan trọng về chiều dài của cuộc đời kinh tế của sự đầu tư. Chúng ta có thể quan sát thấy thời gian cần thiết cho hiện giá tích lũy để chuyển sang dương (và vì vậy đạt được thời gian hoàn vốn theo giá trị hiện tại) được kéo dài khi tiêu chuẩn lợi nhuận tăng lên. Với mức 8%, cuộc đời kinh tế phải kéo dài khoảng 5 năm để có thay đổi (hiện giá thuần sau lợi nhuận của năm thứ năm là zero), trong khi ở mức 12%, hầu hết năm thứ sáu của cuộc đời kinh tế là cần thiết cho sự thay đổi thành hoàn toàn dương (khoảng \$10,000 của hiện giá vào cuối năm 5 phải được thu hồi lại từ lợi nhuận của Năm thứ 6). Ở mức 14% thì cần nhiều thời gian hơn cho cuộc đời kinh tế để đạt được hiện giá thuần dương, làm cho dự án không có tính kinh tế.

HÌNH 7 – 5 - Phân tích hiện giá thuần ở mức 12%

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Tổng cộng
Chi phí đầu tư (dòng tiền ra)	\$ -100.000	0	0	0	0	0	0	\$ -100.000
Lợi nhuận (dòng tiền vào)	0	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$ 25.000	\$150.000
Các thừa số giá trị hiện tại mức 12%	1.000	0.893	0.797	0.712	0.636	0.567	0.507	
Hiện giá của dòng tiền	-100,000	22,325	19,925	17,800	15,900	14,175	12,675	2,800
Hiện giá tích lũy	\$-100,000	-77,675	-57,750	-39,950	-24,050	-9,875	2,800	
Hiện giá thuần mức 12%								\$2,800

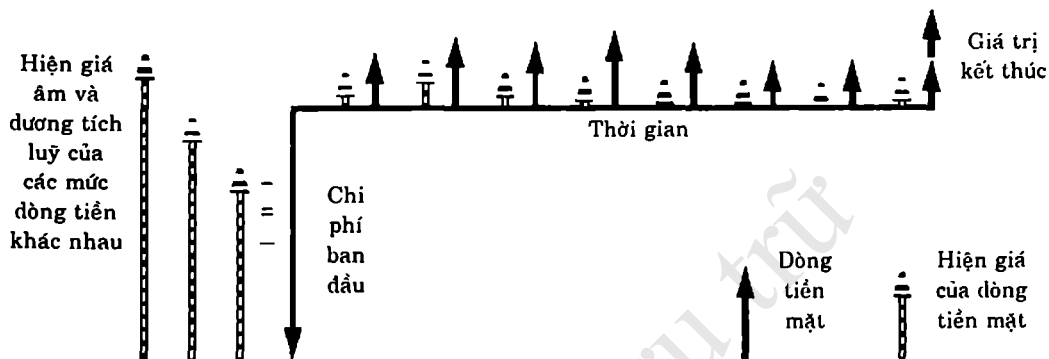
** Từ Bảng 7 – 1 (trang 252), giá sử lợi nhuận xảy ra vào cuối năm. Vì các dòng tiền vào là không thay đổi, chúng ta có thể sử dụng thay thế thừa số hàng năm 4.623 từ Bảng 7 – II sẽ cho kết quả tương tự.

Trong ví dụ trên, chúng ta giả định dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh là \$25,000. Các mô hình dòng tiền mặt không đều có tác động đáng kể đến các kết quả, dù phương pháp tính giống nhau. Tất nhiên, phương pháp hiện giá thuần có thể thích nghi với mọi sự kết hợp các mô hình dòng tiền mà không có bất kỳ khó khăn nào. Độc giả hãy kiểm tra điều này, với mô hình dòng tiền vào tăng lên từ, thí dụ, \$15,000 đến \$40,000 và mô hình khác với dòng tiền vào giảm từ \$40,000 còn \$15,000, mỗi mô hình có giá trị tổng cộng là \$150,000 trong sáu năm. Khi sử dụng bảng tính, độc giả có thể lựa chọn hàm npv, xác định tỷ lệ chiết khấu, điền vào các dòng tiền từ Năm 1 đến Năm 6, và khấu trừ đầu tư thuần vào kết quả để được hiện giá thuần.

Hiện giá thuần là thước đo trực tiếp sự tạo thành giá trị giống như thiết bị sàng lọc cho biết liệu tiêu chuẩn lợi nhuận tối thiểu quy định, như chi phí vốn, có được đáp ứng trong suốt cuộc đời của dự án đầu tư hay không. Chúng ta đã nói trước đây rằng khi hiện giá thuần dương thì có tiềm năng cho lợi nhuận cao hơn tiêu chuẩn và vì vậy, tạo ra giá trị kinh tế. Khi hiện giá thuần âm, không thể đạt được tiêu chuẩn lợi nhuận tối thiểu và thu hồi vốn với các dòng tiền dự kiến. Khi hiện giá thuần gần với hoặc bằng 0 thì đạt được tiêu chuẩn lợi nhuận. Trong trường hợp này, đầu tư sẽ được đánh giá huê vốn. Tất nhiên tất cả các điều kiện này chỉ có ý nghĩa dựa trên giả định các ước tính của dòng tiền và tuổi thọ dự kiến sẽ thực sự đạt được. Hình 7 – 6 trình bày bằng đồ thị hiện giá thuần, giải thích ba kết quả trên.

Dù hiện giá thuần là công cụ được sử dụng thường xuyên nhất khi đánh giá lựa chọn dự án đầu tư, nó vẫn không trả lời tất cả các câu hỏi về sức hấp dẫn của chi tiêu vốn. Ví dụ, khi so sánh các dự án khác nhau, làm sao một người có thể đánh giá quy mô tương ứng của giá trị tạo ra được tính theo tiêu chuẩn lợi nhuận cho sẵn, nhất là khi số tiền đầu tư khác nhau nhiều? Cũng giống như vậy, phạm vi tuổi thọ kinh tế mong muốn đạt được trong những so sánh này nên là bao nhiêu?

HÌNH 7 – 6 - Trình bày hiện giá thuần



Ngoài ra, làm sao một người có thể xác định số lượng sai sót và không chắc chắn tiềm năng vốn có trong các ước tính dòng tiền và thước đo này làm sao hỗ trợ lựa chọn dự án đầu tư nếu những độ lệch này là đáng kể? Cuối cùng, một người có thể hỏi liệu lợi nhuận cụ thể mà dự án sẽ mang lại nếu tất cả những ước tính đó được thực hiện? Các thước đo và các phương pháp phân tích sâu hơn là cần thiết để trả lời cho những câu hỏi này, chúng ta sẽ trình bày sau về sự kết hợp các kỹ thuật sẽ giúp như thế nào trong việc hạn chế các lựa chọn phải làm.

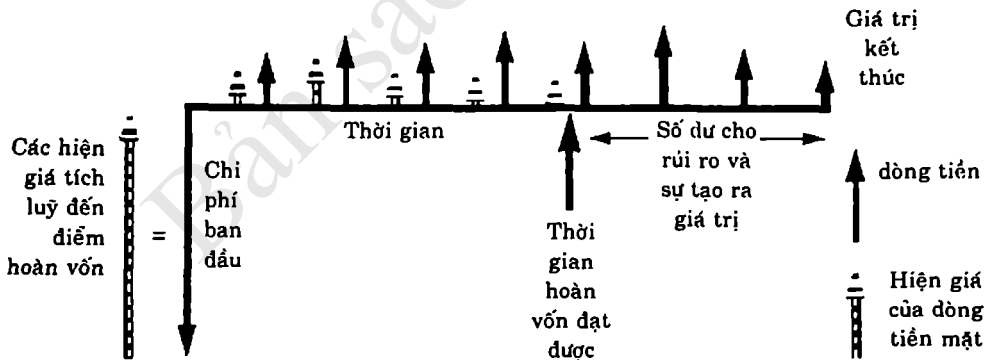
Thời gian hoàn vốn hiện giá

Chúng ta đã đề cập đến thước đo này khi thảo luận hiện giá thuần. Như chúng ta đã thấy ở trên, khái niệm xác định tuổi thọ tối thiểu cần thiết cho một dự án đầu tư hoạt động như mong đợi, và vẫn đáp ứng tiêu chuẩn lợi nhuận của phân tích hiện giá thuần, điều kiện điểm hoà vốn khi tạo ra giá trị. Nói cách khác, thời gian hoàn vốn theo hiện giá đạt được ở điểm thời gian cụ thể khi hiện giá tích lũy của các dòng lợi nhuận dương bằng với hiện giá tích lũy của tất cả các dòng chi âm – thực vậy, điều kiện hiện giá thuần bằng zero. Đó là điểm trong cuộc đời kinh tế của dự án khi vốn đầu tư ban đầu đã được thu hồi dần toàn bộ và lợi nhuận bằng với tiêu chuẩn lợi nhuận xây dựng trên số dư giảm dần – điểm mà tại đó dự án thu hút hơn về mặt kinh tế và có thể bắt đầu tạo ra giá trị. Hình 7 – 7 dưới đây, trình bày bằng

đồ thị khái niệm này, tương tự với hình trình bày hiện giá thuần.

Hãy nhớ lại trong Hình 7 – 4 và Hình 7 – 5, chúng ta đưa vào một dòng cho hiện giá thuần tích lũy của dự án. Dòng này có tác dụng như sự kiểm tra bằng hình ảnh để xác định được thời điểm mà tại đó hiện giá thuần chuyển sang dương. Thời gian hoàn vốn theo hiện giá của ví dụ của chúng ta, với tỉ lệ chiết khấu là 8% trong khoảng 5 năm, trong khi đó tiêu chuẩn 12% cần 6 năm. Thời gian tối thiểu cần thiết để thu hồi vốn đầu tư và thu được tiêu chuẩn lợi nhuận trên số dư giảm dần của vốn đầu tư, khi so sánh với tuổi thọ kinh tế, cũng là một cách thể hiện rủi ro tiềm ẩn của dự án. Thước đo này không đề cập cụ thể đến bản chất của rủi ro mà chỉ xác định mọi phần còn lại của cuộc đời kinh tế như là khoản phụ cấp rủi ro chung. Sau đó, có thể đánh giá liệu rủi ro có trong các yếu tố dẫn dắt quan trọng của dự án hay không – hoặc trong bất kỳ biến số cá biệt chính nào hay không – có thể tăng thêm đệm an toàn trong thời gian gia tăng mà dự án có thể hoạt động một khi nó đã vượt qua điểm hoàn vốn theo giá trị hiện tại. Tuy nhiên, nên nhớ rằng biện pháp này chỉ tập trung vào tuổi thọ của dự án, với giả định hoàn toàn rằng các điều kiện hoạt động hàng năm được dự kiến sẽ tiếp tục đạt được.

HÌNH 7 – 7 - Trình bày thời gian hoàn vốn theo hiện giá



Khi dự kiến các mô hình dòng tiền mặt phức tạp và không đều, điều kiện chúng ta sẽ xem xét sau, thì việc kiểm tra cuộc đời tối thiểu của thời gian hoàn vốn theo hiện giá cần một quá trình lũy kế từ năm này qua năm khác các hiện giá dương và âm, như đã thực hiện theo hình thức đơn giản trong Hình 7 – 5 và 7 – 6.

Nếu một dự án là sự kết hợp rõ ràng của một khoản chi tại điểm zero với các dòng tiền vào dự kiến hàng năm từ hoạt động kinh doanh, thực tế phản ánh một dòng niên kim, thì quá trình phân tích đặc biệt đơn giản và

có thể được thực hiện dễ dàng trên máy tính hoặc bảng tính. Tuy nhiên, để minh họa cho khái niệm này, chúng ta lại một lần nữa sử dụng các bảng giá hiện tại, lần này sử dụng các thừa số niên khoản trong Bảng 7 – 2 để xác định nhanh thời gian hoàn vốn theo giá trị hiện tại, theo mối quan hệ sau:

$$\text{Hiện giá} = \text{Thừa số} \times \text{Niên khoản}$$

Chúng ta đang tìm điều kiện mà theo đó hiện giá của dòng tiền ra bằng chính xác với hiện giá của dòng tiền vào. Vì đầu tư thuần (dòng chi) phải được thu hồi lại bằng các dòng vào, chúng ta có thể thay đổi công thức thành:

$$\text{Đầu tư thuần} = \text{Thừa số} \times \text{Niên khoản}$$

Vì chúng ta biết mức niên khoản được thể hiện bằng các dòng vào hàng năm từ hoạt động kinh doanh, chúng ta có thể tìm được thừa số thoả mãn điều kiện:

$$\text{Thừa số} = \frac{\text{Đầu tư thuần}}{\text{Niên khoản}}$$

Với ví dụ chiếc máy của chúng ta thì chúng ta có thể tính toán các kết quả như sau: $\$100,000 \div \$25,000 = 4.0$. Chúng ta có thể tìm thừa số gần nhất trong cột thứ tám của Bảng 7 – 2. Câu trả lời nằm chính xác trong hàng cho kỳ 5 (3.993), cho biết tuổi thọ tối thiểu của dự án trong điều kiện hoạt động giả định phải là 5 năm để đạt được lợi nhuận tiêu chuẩn 8%. Nếu tiêu chuẩn là 12%, thì tuổi thọ tối thiểu phải là khoảng 5 2/3 năm (phép nội suy giữa 3.605 và 4.112)

Kiểm tra về thời gian hoàn vốn theo hiện giá thuần (tuổi thọ tối thiểu) ở mức tiêu chuẩn lợi nhuận cho sẵn là một yếu tố khi đánh giá số dư cho sai sót trong các số ước tính của dự án. Nó làm tăng sự hiểu biết của nhà phân tích về mối quan hệ của cuộc đời kinh tế và kết quả có thể chấp nhận, và là một phiên bản đã được cải thiện nhiều về quy tắc chung của thời gian hoàn vốn đơn giản. Thước đo này là sự đồng hành hiệu quả đối với tiêu chuẩn hiện giá thuần. Tuy nhiên, nó không đề cập đến các yếu tố rủi ro cụ thể và thực sự để lại việc lượng giá các mức chênh lệch có lợi giữa cuộc đời kinh tế và tuổi thọ tối thiểu cho người ra quyết định đánh giá.

Chỉ số sinh lời (BCR)

Sau khi tính toán các hiện giá thuần của một chuỗi các dự án, chúng ta có thể phải đối mặt với sự lựa chọn liên quan đến các dự án đầu tư có quy mô khác nhau. Trong những trường hợp này, chúng ta không thể bỏ qua sự thật rằng thậm chí các hiện giá thuần của các phương án có thể gần nhau hoặc thậm chí bằng nhau, chúng vẫn bao gồm những cam kết vốn ban đầu với

những số tiền rất khác nhau.

Nói cách khác, nó không cho thấy sự khác biệt liệu một dự án đầu tư hứa hẹn hiện giá thuần là \$1,000 với chi phí \$10,000, hoặc liệu trường hợp khác, hiện giá thuần \$1,000 cần đầu tư là \$25,000 - thậm chí cả khi chúng ta giả định cuộc đời kinh tế và rủi ro tương đương. Mặc dù cả hai dự án đều tạo ra giá trị nếu thực hiện thành công, sự tạo thành giá trị trong trường hợp thứ nhất là tỷ lệ lớn hơn nhiều so với đầu tư thuần, điều này làm cho dự án đầu tư đầu tiên rõ ràng là hấp dẫn hơn, miễn là các điều kiện khác có thể so sánh được.

Chỉ số sinh lời là cách bình thường để thể hiện mối quan hệ của lợi nhuận so với chi phí, tỉ suất này cũng được gọi là tỉ suất chi phí lợi nhuận (BCR):

$$\text{Chỉ số sinh lời} = \frac{\text{Hiện giá các dòng vào từ HĐKD}}{\text{Hiện giá các dòng chi đầu tư thuần}}$$

Hiện giá trong công thức này là các số tiền giống nhau mà chúng ta đã sử dụng trước đây để tính ra hiện giá thuần, mặc dù sau đó chúng ta trừ các dòng vào với các dòng ra. Trong trường hợp chỉ số sinh lời, câu hỏi đơn giản: Mỗi đồng chi phí đầu tư thuần tạo ra được bao nhiêu đồng theo hiện giá ?

Hai trường hợp trên sẽ cho các kết quả như sau:

$$1. \text{ Chỉ số sinh lời} = \frac{\$11,000}{\$10,000} = 1.10$$

$$2. \text{ Chỉ số sinh lời} = \frac{\$26,000}{\$25,000} = 1.04$$

Chỉ số càng cao thì dự án càng tốt. Như chúng ta dự tính, dự án đầu tiên có nhiều triển vọng hơn, giả sử tất cả các lĩnh vực khác của đầu tư được so sánh hợp lý. Nếu chỉ số là 1.0 hoặc thấp hơn thì dự án chỉ đáp ứng hoặc dưới tiêu chuẩn lợi nhuận tối thiểu. Chỉ số chính xác bằng 1.0 tương ứng với hiện giá thuần 0 và không có sự tạo thành giá trị nào cả. Ví dụ đơn giản về chiếc máy của chúng ta có chỉ số sinh lời là 1.16 ở mức 8% trong Hình 7-4 (\$115,575 ÷ \$100,000), và 1.03 ở mức 12% trong Hình 7-5 (\$102,800 ÷ \$100,000).

Chỉ số sinh lời cung cấp các kết quả thống nhất với thước đo hiện giá thuần. Nó cũng dựa trên các số liệu nhập vào tương tự nhưng khác về hình thức, tập trung vào qui mô tương đối của sự trao đổi. Khi được sử dụng kết hợp với hiện giá thuần, nó giúp nhà phân tích hoặc những người quản lý có hiểu biết sâu sắc hơn. Như chúng ta đã đề cập trước đây, nó cho phép chúng ta lựa chọn giữa những phương án đầu tư với các độ lớn khác nhau. Nhưng

vẫn còn một số điểm chưa được trả lời và có một số vấn đề lý thuyết có liên quan mà chúng ta sẽ đề cập sau .

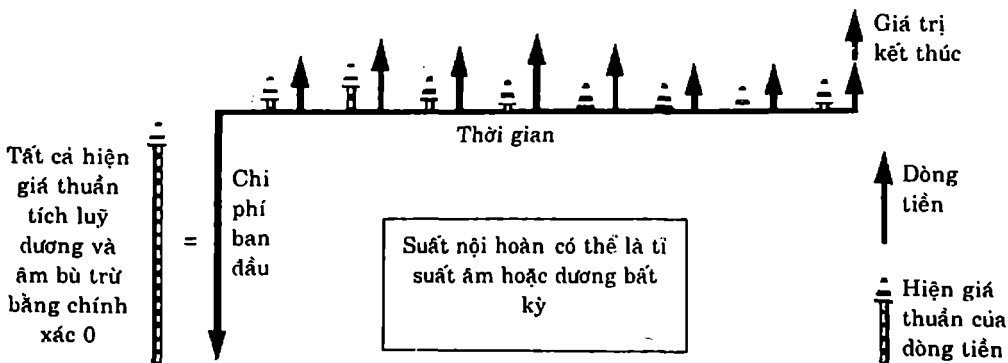
Suất nội hoàn (IRR)

Khái niệm lợi nhuận “thực” được tạo ra khi đầu tư trong suốt cuộc đời kinh tế cũng được gọi là lợi nhuận dòng tiền chiết khấu, hoặc DCF, đã được đề cập ngắn gọn khi chúng ta thảo luận về hiện giá thuần. Suất nội hoàn chỉ là tỷ lệ chiết khấu duy nhất mà, khi áp dụng cho dòng tiền vào và dòng tiền ra trong cuộc đời kinh tế của vốn đầu tư, mang lại hiện giá thuần bằng 0 – nghĩa là, hiện giá của dòng tiền vào chính xác bằng với hiện giá của dòng tiền ra. Nói cách khác, nếu đạt được các dòng tiền ước tính, vốn đầu tư sẽ được thu hồi dần trong suốt cuộc đời kinh tế cụ thể, đồng thời kiếm được lợi nhuận đúng như ngụ ý theo tỷ suất chiết khấu cơ sở. Hình 7-8 thể hiện các khía cạnh của thước đo này.

IRR của dự án có thể trùng, có thể vượt quá, hoặc dưới tiêu chuẩn mong muốn. Ba điều kiện này song song với các điều kiện của hiện giá thuần. Một trong những hấp lực của suất nội hoàn là sự so sánh dễ dàng với tiêu chuẩn lợi nhuận, và/hoặc chi phí vốn, thể hiện theo tỷ lệ phần trăm.

Về cơ bản, kết quả của một dự án sẽ thay đổi theo những thay đổi về cuộc đời kinh tế và mô hình dòng tiền. Thực vậy, suất nội hoàn được tìm thấy bằng cách để nó trở thành một biến số phụ thuộc vào các dòng tiền và cuộc đời kinh tế. Trong trường hợp hiện giá thuần và chỉ số sinh lời thì chúng ta đã sử dụng tiêu chuẩn lợi nhuận cụ thể để chiết khấu các dòng tiền của dự án đầu tư. Đối với suất nội hoàn thì chúng ta chuyển vấn đề này thành việc tìm ra một tỷ lệ chiết khấu mà làm cho các dòng tiền vào và dòng tiền ra thực sự bằng nhau.

HÌNH 7-8 - Trình bày suất nội hoàn (DCF)



Một lần nữa, chúng ta có thể sử dụng công thức cơ bản (Hiện giá = thừa

số x niên khoản) nếu dự án chỉ liên quan đến một khoản chi phí đầu tư và chỉ một mức dòng tiền vào hàng năm. Công thức có thể được thể hiện như sau:

$$\text{Thừa số} = \frac{\text{Hiện giá (đầu tư thuần)}}{\text{Niên khoản}}$$

Sau đó có thể xác định thừa số này trong bảng hiện giá để biết niên khoản (Bảng 7-II). Vì cuộc đời kinh tế được cho sẵn, chúng ta có thể tìm ra tỷ suất lợi nhuận bằng cách di chuyển trong hàng kỳ thời gian cho đến cột có thừa số gần đúng với kết quả của công thức. Rõ ràng, kết quả có thể tìm được nhanh chóng bằng cách máy tính hoặc bảng tính (sử dụng hàm IRR và ghi rõ các dòng tiền mặt theo kì), nhưng một lần nữa, chúng ta sẽ trình bày chi tiết ở đây để hiểu rõ cơ chế cơ bản.

Để minh họa, ví dụ đầu tư trước đây có một thừa số là 4.0 (\$100,000 ÷ \$25,000). Trong hàng của kì 6 trong Bảng 7-II, chúng ta thấy 4.0 nằm chính xác giữa 12% (4.112) và 14% (3.889). Phép nội suy gần đúng cho kết quả là khoảng 13% (kết quả chính xác từ bảng tính là 12.98%).

Khi một dự án liên quan đến mô hình dòng tiền phức tạp hơn, áp dụng phương pháp sai số và thử nghiệm. Áp dụng liên tiếp các tỷ lệ chiết khấu khác nhau cho tất cả các dòng tiền mặt trong suốt cuộc đời kinh tế của dự án đầu tư cho đến khi tìm được mức gần đúng với hiện giá thuần 0. Chúng ta quan sát hiệu quả này trong ví dụ trước đây, khi hiện giá thuần giảm vì tỷ lệ chiết khấu tăng lên từ 8% đến 12% (xem Hình 7-4 và 7-5). Một lần nữa, các máy tính đã lập trình và các bảng tính sẽ đưa ra kết quả ngay, một khi đã nêu cụ thể các dòng tiền mặt cho tất cả các kì liên quan.

Như một thiết bị xếp hạng các dự án đầu tư, suất nội hoàn không phải không có vấn đề. Trước hết, có khả năng về mặt tính toán là một dự án phức tạp với nhiều dòng tiền vào và dòng tiền ra khác nhau trong suốt cuộc đời kinh tế có thể tính ra hai suất nội hoàn khác nhau. Mặc dù sự kiện này hiếm khi xảy ra nhưng kết quả không thuận lợi do mô hình cụ thể và tính thời gian của các dòng tiền vào và ra khác nhau.

Tuy nhiên, điều quan trọng hơn là vấn đề lựa chọn giữa các dự án trong số các dự án bao gồm các khoản đầu tư thuần khác nhau rất nhiều và có các suất nội hoàn ngược lại với qui mô của dự án (dự án đầu tư nhỏ hơn có lợi nhuận cao hơn). Dự án đầu tư \$10,000 với suất nội hoàn 50% không thể so sánh trực tiếp với chi phí \$100,000 với suất nội hoàn 30%, đặc biệt khi rủi ro giống nhau và công ty yêu cầu mức tiêu chuẩn lợi nhuận 15%. Dù cả hai dự án vượt quá lợi nhuận mong muốn, điều có thể tốt hơn là nên sử dụng số tiền lớn hơn ở mức 30% thay vì số tiền nhỏ hơn ở mức 50%, trừ phi có đủ

vốn để thực hiện cả hai dự án. Nếu cuộc đời kinh tế của những dự án khác nhau nhiều, điều có lợi là sử dụng vốn ở mức lợi nhuận thấp hơn cho kỳ thời gian dài hơn so với kỳ thời gian ngắn hơn với mức lợi nhuận cao hơn. Điều kiện này áp dụng nếu phải lựa chọn giữa hai dự án đầu tư, cả hai đều vượt qua tiêu chuẩn lợi nhuận.

Rõ ràng suất nội hoàn, giống như tất cả các thước đo khác, phải được sử dụng cẩn thận. Vì suất nội hoàn cung cấp cho nhà phân tích tỷ suất lợi nhuận duy nhất vốn có của từng dự án, IRR của một dự án đầu tư cho phép xếp hạng các dự án tiềm năng theo chỉ một con số và bằng so sánh trực tiếp với tiêu chuẩn lợi nhuận. Ngược lại, phương pháp hiện giá thuần xây dựng tiêu chuẩn lợi nhuận cụ thể, phản ánh mong muốn của công ty từ những dự án đầu tư, và sự xếp hạng được dựa trên sự tạo thành hiện giá tương ứng theo đơn vị usd.

Khi so sánh suất nội hoàn của các dự án khác nhau, cũng có những giả định ngụ ý rằng các dòng tiền rút ra khỏi dự án trong cuộc đời của từng dự án thực sự có thể tái đầu tư theo các tỷ suất duy nhất. Tuy nhiên, chúng ta đều biết rằng tiêu chuẩn lợi nhuận của công ty thường được thể hiện bằng lợi nhuận dài hạn của công ty, cho dù chỉ là sự xấp xỉ. Vì vậy, các nhà quản lý sử dụng tiêu chuẩn lợi nhuận 15% hoặc thậm chí 20% cho số tiền đầu tư phải nhận ra rằng, dự án với suất nội hoàn, thí dụ là 30%, không thể được giả định có các dòng tiền tái đầu tư ở mức tỷ suất duy nhất cao hơn này. Trừ khi tiêu chuẩn lợi nhuận chung không thực tế, vốn rút ra chỉ có thể được mong đợi tái sử dụng ở mức tỷ suất trung bình thấp hơn mức này.

Hiện giá thuần niên khoản

Cách hữu ích khác về sử dụng nguyên tắc niên khoản của chiết khấu là ước tính mức thâm hụt hàng năm là bao nhiêu trong dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh sẽ được chấp nhận trong suốt cuộc đời kinh tế của dự án, trong khi vẫn đáp ứng tiêu chuẩn lợi nhuận tối thiểu. Chúng ta biết rằng cách tính hiện giá thuần thường dẫn đến hoặc mức tích lũy cao hơn hoặc mức tích lũy thấp hơn hiện giá lợi nhuận so với đầu tư thuần. Chúng ta cũng biết rằng nếu hiện giá thuần dương thì số tiền đó có thể được xem là sự tạo thành giá trị vượt quá chi phí vốn, nếu đó là tiêu chuẩn sử dụng. Con số này cũng được xem như, ít nhất là từng phần, là tấm đệm cho sai số ước tính trong dòng tiền vào tương lai, đặc biệt khi tỷ lệ chiết khấu được xây dựng cao hơn chi phí vốn.

Trừ phi dự án có các dòng tiền hàng năm bất thường cao, còn thì thường hữu dụng khi chuyển hiện giá thuần dương tại điểm quyết định thành niên khoản tương đương trong suốt cuộc đời kinh tế của dự án. Với mức tương đương hàng năm, phản ảnh biên độ sai sót được phép, có thể sau đó được so

sánh trực tiếp với các số ước tính ban đầu của các dòng tiền vào hàng năm từ hoạt động kinh doanh. Điều này có thể vì hiện giá thuần có thể “tái thiết” thành một chuỗi các dòng tiền dựa trên cùng một cơ sở như các số ước tính của chính chúng, nghĩa là, dưới hình thức các dòng tiền hàng năm chưa điều chỉnh thành giá trị hiện tại. Để minh họa, chúng ta có thể chuyển hiện giá thuần trình bày trong Hình 7-4, \$15,575, thành niên khoản trong chu kỳ 6 năm chỉ dựa trên mối quan hệ hiện giá quen thuộc dưới đây:

$$\text{Hiện giá} = \text{thừa số} \times \text{niên khoản}$$

hoặc bằng cách sử dụng thủ tục tính niên khoản trong máy tính và bảng tính, chọn hàm pmt (thanh toán) và cụ thể tỷ lệ chiết khấu, số lượng kỳ thời gian và sẽ tính được hiện giá. Vì chúng ta quan tâm đến việc tìm ra niên khoản được thể hiện bằng hiện giá thuần, và muốn thực hiện như vậy trong suốt cuộc đời kinh tế đã biết theo một tỷ lệ chiết khấu cụ thể – là tiêu chuẩn lợi nhuận áp dụng trong tính toán hiện giá thuần tại điểm đầu tiên – chúng ta có thể chuyển công thức tính niên khoản như sau:

$$\text{Giá trị niên khoản} = \frac{\text{Hiện giá (thuần)}}{\text{Thừa số}}$$

Ví dụ của chúng ta có kết quả sau:

$$\text{Giá trị niên khoản} = \frac{\$15,575}{4.623} = \$3,369$$

Dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh hàng năm được ước tính ban đầu là \$25,000. với kết quả trên, dòng tiền thực tế có thể thấp hơn khoảng \$3,400 / năm và dự án vẫn đáp ứng được tiêu chuẩn tối thiểu là 8%, nhưng rõ ràng là không tạo nên giá trị. Tuy nhiên, hãy lưu ý rằng dự án đầu tư sẽ phải hoạt động ở mức các dòng tiền trên thấp hơn đó trong suốt cuộc đời kinh tế vì điều kiện giá trị trung tính sẽ có thực.

Trong trường hợp này, mức dự phòng thiếu hụt được chuyển trực tiếp thành khoản điều chỉnh giảm được phép của các dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh ước tính là 22%. Tuy nhiên, chúng ta phải nhớ rằng, dòng tiền hàng năm bao gồm lợi nhuận hoạt động sau thuế ước tính, là \$8,333, trong đó đã cộng lại khoản khấu hao \$16,667. Trên quan điểm của của mức dự phòng khấu hao lớn – không phải là đối tượng của tính không chắc chắn – mức giảm được phép liên quan chỉ áp dụng cho lợi nhuận sau thuế. Sự điều chỉnh này làm giảm lợi nhuận sau thuế khoảng \$5,000 (\$8,333 - \$3,369 = 4,964\$), làm tăng lên đến 40%! Như chúng ta có thể thấy, loại phân tích này thể hiện một phương pháp trực tiếp hơn để đánh giá dao động được phép của những số ước tính quan trọng hơn, so với thời gian hoàn vốn theo giá trị

hiện tại, mà tập trung vào kỳ thời gian thay vì vào các số ước tính dòng tiền.

Quá trình tính niên khoản có thể được sử dụng như một công cụ phân tích khái quát tính hấp dẫn của một dự án đầu tư, nhưng chưa đi sâu vào chi tiết. Phương pháp này nhằm tìm ra dòng tiền vào gần đúng từ hoạt động kinh doanh hàng năm cần thiết để chứng minh cho chi tiền ước tính, tại thời điểm khi các dòng lợi nhuận hoạt động kinh doanh cụ thể đã xác định. Với ước tính về cuộc đời kinh tế và các tiêu chuẩn lợi nhuận, chúng ta có thể sử dụng công thức sau :

$$\text{Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh} = \frac{\text{đầu tư thuần}}{\text{Thừa số}}$$

để xác định dòng tiền mặt tương đương hàng năm mà, tính bình quân, sẽ là lợi nhuận mục tiêu tối thiểu. Tất nhiên, chúng ta có thể sẵn sàng sử dụng phương tiện điện tử để thực hiện phép biến đổi này trực tiếp bằng cách áp dụng một lần nữa hàm pmt và điền vào tỷ suất chiết khấu, số lượng kỳ thời gian, và khoản đầu tư phải được thu hồi dần.

Tuy nhiên, chúng ta phải hết sức cẩn thận để giải thích con số này cho đúng. Vì, theo định nghĩa thì đó là dòng tiền mặt sau thuế, kết quả phải được điều chỉnh cho đúng theo khoản khấu hao giả định hàng năm để biến nó thành khoản cải thiện trước thuế tối thiểu cần thiết từ hoạt động kinh doanh để điều chỉnh chi phí. Quy trình này chỉ bao gồm việc đi ngược lại quá trình phân tích, sử dụng kiến thức cho rằng dòng tiền bao gồm tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh sau thuế và mức khấu hao hàng năm. Chúng ta có thể áp dụng điều này cho ví dụ trên Hình 7-4.

Trước hết, chúng ta tìm lợi nhuận dòng tiền mục tiêu trong 6 năm ở mức 8%, sử dụng thừa số thích hợp từ Bảng 7-II hoặc tìm chúng trực tiếp từ bảng tính, sử dụng hàm pmt và điền vào 8%, 6 kì và hiện giá là \$100,000:

$$\frac{100,000\$}{4.623} = 21,631\$$$

Tiếp theo, chúng ta chuyển dòng tiền mặt sau thuế theo yêu cầu này thành khoản cải thiện hoạt động trước thuế tương đương:

Dòng tiền mặt sau thuế	\$21,631
Trừ: khấu hao	<u>16,667</u>
Lợi nhuận sau thuế	\$4,964
Thuế ở mức 34% của lợi nhuận trước thuế	<u>\$2,557</u>
Lợi nhuận trước thuế	\$7,521

Cộng lại khấu hao	<u>16,667</u>
Khoản cải thiện hoạt động trước thuế tối thiểu	\$24,188

Vì vậy, đầu tư của chúng ta phải cung cấp tối thiểu khoảng \$24,200 về khoản cải thiện hoạt động trực tiếp, như chi phí thấp hơn, doanh thu gia tăng và v.v... Rõ ràng, phương pháp này giúp thấy nhanh số tiền lợi nhuận trước thuế theo yêu cầu và cho phép người ra quyết định nghĩ về tiềm năng có thể của đầu tư để đạt được.

NHỮNG VẤN ĐỀ QUAN TRỌNG

Sau đây chúng ta tóm tắt lại các vấn đề quan trọng đã được nêu ra trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Các vấn đề được đánh số thứ tự nhằm giúp độc giả tiện theo dõi các công cụ và phương pháp phân tích trong phạm vi lý thuyết tài chính và thông lệ kinh doanh.

1. Quyết định liên quan đến sự trao đổi giữa các dòng tiền hiện tại và tương lai là một sự kiện thông thường trong bất kì doanh nghiệp nào. Chúng đòi hỏi một khung thống nhất để phân tích các dòng tiền này tại thời điểm quyết định theo các thuật ngữ tương đương.
2. Các phương pháp chiết khấu và tính kép sử dụng các mối quan hệ toán học cơ bản để thống nhất tính thời gian, lợi nhuận tiền tệ và giá trị dòng tiền vào khung giá trị. Tuy nhiên, chúng không thay thế cho đánh giá mà chỉ hỗ trợ về mặt số học.
3. Phân tích đầu tư kinh doanh đòi hỏi định nghĩa chính xác các yếu tố đầu vào chính và các biến số làm cơ sở cho mô hình dòng tiền, điều này bao gồm một sự hiểu biết về những thay đổi dự kiến do quyết định thực hiện, không lệ thuộc vào phương pháp kế toán, được điều chỉnh thuế, và phù hợp với tuổi thọ kinh tế.
4. Phân tích kinh tế các quyết định đầu tư phải dựa trên các doanh thu và chi phí khác nhau dưới hình thức các dòng tiền do quyết định tạo ra, không dựa trên những thay đổi chỉ do các quy định kế toán.
5. Các thước đo đầu tư chính được thiết kế để xem xét tính thời gian của các dòng vào và ra của một dự án đầu tư và liên quan đến hấp lực kinh tế đối với những mong muốn lợi nhuận xác định. Các qui tắc đơn giản vi phạm những tiêu chuẩn này và việc phân tích dễ dàng bằng bảng tính đã giúp cho tất cả những ai có quan tâm đều có thể tiếp cận hoàn toàn với các thước đo này.
6. Sự tạo thành giá trị cổ đông thông qua lợi nhuận kinh tế cao hơn chi phí vốn là tiêu chuẩn quan trọng trong phân tích đầu tư tài chính, và hiện giá thuần và các IRR có thể được sử dụng để kiểm tra các kết

quả phân tích đối với kết quả này.

7. Dù tất cả các thước đo kinh tế đã thảo luận ở đây đưa ra cùng khả năng thoả mãn, việc sử dụng chỉ một thước đo riêng lẻ có thể dẫn đến hiểu sai tính thoả mãn của dự án, phụ thuộc vào các yếu tố như quy mô của dự án, tính phụ thuộc lẫn nhau và các giới hạn về nguồn tài trợ.
8. Các kĩ thuật phân tích có thể cung cấp một phạm vi các kết quả cũng như những hiểu biết định lượng thấu đáo về sự phức tạp đáng kể, nhưng chúng không thể thay thế các đánh giá kinh doanh định tính mà phải đề cập đến phạm vi rộng hơn về đánh giá chiến lược và rủi ro.
9. Việc sử dụng chiết khấu và tính kép trong môi trường kinh tế và tài chính rộng hơn so với việc ứng dụng cụ thể chúng vào các dự án đầu tư kinh doanh như được mô tả ở đây; tuy nhiên, những dự án đầu tư kinh doanh này phản ánh một tập hợp các điều kiện phức tạp nhất do tính không chắc chắn của các ước tính và nhu cầu thống nhất các dự án với chiến lược kinh doanh.

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta đã trình bày khung phân tích cơ bản về phân tích đầu tư kinh doanh trong phạm vi các thông số quan trọng cần thiết cho hầu hết các ứng dụng kinh doanh. Dù vậy, tài liệu đề cập nhiều đến thời giá của tiền tệ và các kĩ thuật cụ thể được sử dụng để phân tích dòng tiền trong các ví dụ về đầu tư kinh doanh đơn giản, chúng ta đã lập đi lập lại rằng lĩnh vực quan trọng nhất của quy trình là sự chú ý sâu sắc để xác định các thông số đầu tư thuần, các dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh, cuộc đời kinh tế và giá trị kết thúc trước khi áp dụng bất kỳ kỹ thuật định lượng nào.

Chúng ta đã thảo luận về tầm quan trọng của việc xử lý hiệu quả thuần của quyết định đầu tư đến các dòng tiền tương lai, nghĩa là, tập trung vào những thay đổi liên quan có thể quy cho quyết định. Chúng ta đã chỉ ra tầm quan trọng của việc tính ra các dòng tiền điều chỉnh nhằm phân bổ về kế toán, việc thừa nhận ảnh hưởng chắn thuế của những khoản xoá sổ như khấu hao, và xử lý tổng quát tác động tiền mặt sau thuế thuần của đầu tư thuần, các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và mọi khoản thu hồi khi kết thúc.

Sau khi giới thiệu các thuật toán cơ bản về điều chỉnh thời gian thông qua chiết khấu và tính kép, chúng ta trình bày phương pháp từng bước đối với các công cụ phân tích khác nhau. Chúng ta loại bỏ vì không có tính kinh

tế các quy tắc chính đơn giản vẫn được sử dụng bất kỳ lúc nào, và chứng minh các công cụ kinh tế chính, hiện giá thuần, thời gian hoàn vốn chiết khấu, suất nội hoàn và niên khoản, tất cả cung cấp những chỉ báo như thế nào cho sự tạo thành giá trị cao hơn chi phí vốn, mặc dù theo các hình thức khác nhau.

Chúng ta đã sắp xếp hình thức chung cho quá trình phân tích, và liên kết cách trình bày trực quan này với các thủ tục nội bộ của máy tính và bảng tính. Thông qua một chuỗi các ví dụ đơn giản, chúng ta cung cấp cho độc giả khả năng thực hiện các lĩnh vực số học quan trọng của phân tích đầu tư. Nhưng chúng ta cảnh báo rằng các kết quả số học chỉ là một yếu tố đầu vào cho trách nhiệm lựa chọn các dự án đầu tư trong phạm vi chiến lược với các mục tiêu và mục đích đã xác định của công ty, và với mục đích cuối cùng tạo ra giá trị của cổ đông của quản lý, và chỉ ra rằng trong chương tiếp theo sẽ dành cho phân tích đầu tư kinh doanh trong hình thức rộng hơn, khó đánh giá hơn.

BẢNG 7-1 - Hiện giá của \$1 nhận được hoặc thanh toán vào cuối kỳ

Period of Receipt or Payment	1%	2%	4%	5%	6%	8%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%	26%	28%	30%	35%	40%	45%	50%
1	0.990	0.980	0.962	0.952	0.943	0.926	0.909	0.893	0.877	0.870	0.853	0.847	0.833	0.820	0.806	0.800	0.794	0.781	0.769	0.741	0.714	0.690	0.667
2	0.980	0.961	0.925	0.907	0.890	0.857	0.826	0.797	0.769	0.756	0.743	0.718	0.694	0.672	0.650	0.640	0.630	0.610	0.592	0.549	0.510	0.476	0.444
3	0.971	0.942	0.889	0.863	0.840	0.794	0.751	0.712	0.675	0.658	0.641	0.609	0.579	0.551	0.524	0.512	0.500	0.477	0.455	0.406	0.364	0.328	0.296
4	0.961	0.924	0.855	0.823	0.792	0.735	0.693	0.656	0.619	0.602	0.585	0.547	0.516	0.488	0.461	0.449	0.437	0.397	0.373	0.350	0.301	0.260	0.198
5	0.951	0.906	0.822	0.784	0.747	0.681	0.621	0.567	0.519	0.497	0.476	0.437	0.402	0.370	0.341	0.328	0.315	0.291	0.269	0.223	0.186	0.156	0.132
6	0.942	0.898	0.790	0.746	0.705	0.630	0.564	0.507	0.456	0.432	0.410	0.370	0.335	0.303	0.275	0.262	0.250	0.227	0.207	0.165	0.133	0.106	0.068
7	0.933	0.871	0.760	0.711	0.665	0.583	0.513	0.452	0.400	0.376	0.354	0.314	0.279	0.249	0.222	0.210	0.198	0.176	0.159	0.122	0.095	0.074	0.059
8	0.923	0.853	0.731	0.677	0.627	0.540	0.467	0.404	0.351	0.327	0.305	0.265	0.233	0.204	0.179	0.168	0.157	0.139	0.123	0.091	0.068	0.051	0.039
9	0.914	0.837	0.703	0.645	0.592	0.500	0.424	0.361	0.308	0.284	0.263	0.225	0.194	0.167	0.144	0.134	0.125	0.108	0.094	0.067	0.048	0.035	0.026
10	0.905	0.820	0.676	0.614	0.558	0.463	0.388	0.322	0.270	0.247	0.227	0.191	0.162	0.137	0.116	0.107	0.099	0.095	0.073	0.050	0.035	0.024	0.017
11	0.896	0.804	0.650	0.585	0.527	0.429	0.350	0.287	0.237	0.215	0.195	0.162	0.135	0.112	0.094	0.086	0.079	0.066	0.055	0.037	0.025	0.017	0.012
12	0.887	0.788	0.625	0.557	0.497	0.397	0.319	0.257	0.208	0.187	0.168	0.137	0.112	0.092	0.076	0.069	0.062	0.052	0.043	0.027	0.018	0.012	0.008
13	0.879	0.773	0.601	0.530	0.469	0.368	0.290	0.229	0.182	0.163	0.145	0.116	0.093	0.075	0.061	0.055	0.050	0.040	0.033	0.020	0.013	0.008	0.005
14	0.870	0.758	0.577	0.505	0.442	0.340	0.263	0.205	0.160	0.141	0.125	0.099	0.078	0.062	0.049	0.044	0.039	0.032	0.025	0.015	0.009	0.006	0.003
15	0.861	0.743	0.555	0.481	0.417	0.315	0.239	0.183	0.140	0.123	0.108	0.084	0.065	0.051	0.040	0.035	0.031	0.025	0.020	0.011	0.006	0.004	0.002
16	0.853	0.728	0.534	0.458	0.394	0.292	0.218	0.163	0.123	0.107	0.093	0.071	0.054	0.042	0.032	0.028	0.025	0.019	0.015	0.008	0.005	0.003	0.002
17	0.844	0.714	0.513	0.436	0.371	0.270	0.198	0.146	0.108	0.095	0.080	0.060	0.045	0.034	0.026	0.023	0.023	0.015	0.012	0.006	0.003	0.002	0.001
18	0.836	0.700	0.494	0.416	0.350	0.250	0.180	0.130	0.095	0.081	0.066	0.046	0.038	0.028	0.021	0.018	0.016	0.012	0.009	0.005	0.002	0.001	0.001
19	0.828	0.686	0.475	0.396	0.331	0.232	0.164	0.116	0.083	0.070	0.051	0.037	0.026	0.019	0.014	0.012	0.010	0.007	0.005	0.002	0.001	0.001	0.001
20	0.820	0.673	0.456	0.377	0.312	0.215	0.149	0.104	0.073	0.061	0.051	0.037	0.026	0.019	0.014	0.012	0.010	0.007	0.005	0.002	0.001	0.001	0.001
21	0.811	0.660	0.439	0.359	0.294	0.199	0.135	0.093	0.064	0.053	0.044	0.031	0.022	0.015	0.011	0.009	0.008	0.006	0.004	0.002	0.001	0.001	0.001
22	0.803	0.647	0.422	0.342	0.278	0.184	0.123	0.083	0.056	0.046	0.038	0.026	0.018	0.013	0.009	0.007	0.006	0.004	0.003	0.001	0.001	0.001	0.001
23	0.795	0.634	0.406	0.326	0.262	0.170	0.112	0.074	0.049	0.040	0.033	0.022	0.015	0.010	0.007	0.005	0.005	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
24	0.788	0.622	0.390	0.310	0.247	0.158	0.102	0.066	0.043	0.035	0.028	0.019	0.013	0.008	0.006	0.005	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
25	0.780	0.610	0.375	0.295	0.233	0.146	0.092	0.059	0.038	0.030	0.024	0.016	0.010	0.007	0.005	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
26	0.772	0.598	0.361	0.281	0.220	0.135	0.084	0.053	0.033	0.026	0.021	0.014	0.009	0.006	0.004	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
27	0.764	0.586	0.347	0.268	0.207	0.125	0.076	0.047	0.029	0.023	0.018	0.011	0.007	0.005	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
28	0.757	0.574	0.333	0.255	0.196	0.116	0.069	0.042	0.026	0.020	0.016	0.010	0.007	0.005	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
29	0.749	0.563	0.321	0.243	0.185	0.107	0.063	0.037	0.022	0.017	0.014	0.008	0.005	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
30	0.742	0.552	0.308	0.231	0.174	0.099	0.057	0.033	0.020	0.015	0.012	0.007	0.004	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
35	0.706	0.500	0.253	0.181	0.139	0.066	0.036	0.019	0.010	0.008	0.005	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
40	0.671	0.453	0.208	0.142	0.097	0.046	0.022	0.011	0.005	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
45	0.639	0.410	0.171	0.111	0.073	0.031	0.014	0.006	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
50	0.608	0.373	0.141	0.087	0.054	0.021	0.009	0.003	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
50	0.550	0.305	0.095	0.054	0.030	0.010	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001

Để tính hiện giá (PV) của một số tiền: PV = thừa số x số tiền.

Để tính số tiền tương lai phân ứng PV đã cho: số tiền = PV/ thừa số.

Để tính số tiền tương lai, PV và tỷ suất lợi nhuận ở kỳ nào đó: thừa số = PV/ số tiền; xác định trong cột.

Để tính số tiền tương lai đã cho, PV và kỳ theo tỷ suất lợi nhuận đã cho: thừa số = PV/ số tiền; xác định trong hàng.

BẢNG 7-II - Hiện giá của \$1 / kỳ nhận được hoặc thanh toán vào cuối kỳ (niên khoản)

Number of Periods	1%	2%	4%	5%	6%	8%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%	26%	28%	30%	35%	40%	45%	50%
1	0.990	0.980	0.962	0.952	0.943	0.925	0.909	0.893	0.877	0.870	0.862	0.847	0.833	0.820	0.806	0.800	0.794	0.781	0.769	0.741	0.714	0.690	0.667
2	1.970	1.942	1.886	1.859	1.833	1.783	1.736	1.693	1.647	1.626	1.605	1.567	1.528	1.492	1.457	1.440	1.424	1.392	1.361	1.289	1.224	1.165	1.111
3	2.961	2.884	2.775	2.722	2.673	2.577	2.487	2.402	2.322	2.283	2.246	2.174	2.106	2.042	1.981	1.952	1.923	1.868	1.816	1.696	1.589	1.493	1.407
4	3.902	3.808	3.630	3.545	3.465	3.312	3.170	3.037	2.914	2.855	2.798	2.690	2.599	2.494	2.404	2.362	2.320	2.241	2.166	1.997	1.849	1.720	1.605
5	4.853	4.713	4.452	4.329	4.212	3.993	3.791	3.605	3.433	3.352	3.274	3.127	2.991	2.864	2.745	2.689	2.635	2.532	2.436	2.220	2.035	1.876	1.737
6	5.795	5.607	5.242	5.075	4.917	4.623	4.355	4.112	3.889	3.784	3.685	3.498	3.276	3.167	3.020	2.951	2.885	2.759	2.643	2.385	2.168	1.993	1.824
7	6.728	6.472	6.002	5.786	5.582	5.206	4.868	4.564	4.288	4.169	4.039	3.812	3.605	3.416	3.242	3.161	3.083	2.937	2.802	2.508	2.263	2.057	1.883
8	7.652	7.325	6.733	6.463	6.210	5.747	5.335	4.968	4.639	4.444	4.278	3.937	3.619	3.421	3.229	3.241	3.076	2.925	2.798	2.331	2.108	1.922	1.748
9	8.566	8.162	7.435	7.138	6.802	6.247	5.759	5.378	4.946	4.772	4.607	4.303	3.786	3.566	3.465	3.366	3.184	3.019	2.865	2.379	2.144	1.948	1.784
10	9.471	8.983	8.111	7.732	7.360	6.710	6.145	5.650	5.216	5.019	4.833	4.494	3.923	3.682	3.571	3.465	3.269	3.092	2.715	2.414	2.168	1.964	1.800
11	10.368	9.767	8.760	8.307	7.887	7.139	6.495	5.937	5.453	5.234	5.029	4.656	4.327	4.035	3.776	3.656	3.444	3.335	3.147	2.752	2.458	2.185	1.977
12	11.255	10.575	9.385	8.863	8.384	7.536	6.814	6.194	5.660	5.421	5.197	4.793	4.439	4.127	3.851	3.725	3.506	3.387	3.190	2.779	2.456	2.196	1.985
13	12.134	11.343	9.986	9.393	8.853	7.904	7.103	6.424	5.842	5.583	5.342	4.910	4.533	4.203	3.912	3.780	3.556	3.427	3.223	2.799	2.468	2.204	1.990
14	13.004	12.106	10.563	9.898	9.295	8.243	7.367	6.628	6.002	5.724	5.468	5.008	4.611	4.265	3.962	3.824	3.595	3.459	3.249	2.814	2.477	2.210	1.993
15	13.865	12.849	11.118	10.379	9.712	8.559	7.605	6.811	6.142	5.847	5.575	5.082	4.675	4.315	4.001	3.859	3.726	3.483	3.269	2.825	2.484	2.214	1.997
16	14.718	13.578	11.652	10.838	10.106	8.851	7.824	6.974	6.265	5.954	5.669	5.162	4.739	4.357	4.033	3.887	3.751	3.503	3.283	2.834	2.488	2.218	1.997
17	15.562	14.292	12.116	11.273	10.477	9.122	8.022	7.120	6.373	6.047	5.729	5.222	4.775	4.391	4.059	3.910	3.771	3.518	3.295	2.840	2.492	2.218	1.998
18	16.398	14.992	12.659	11.800	10.928	9.372	8.201	7.250	6.467	6.129	5.818	5.273	4.812	4.419	4.080	3.928	3.786	3.529	3.304	2.844	2.494	2.219	1.999
19	17.226	15.678	13.134	12.086	11.158	9.604	8.365	7.366	6.550	6.198	5.877	5.316	4.844	4.442	4.097	3.942	3.789	3.539	3.311	2.848	2.496	2.220	1.999
20	18.046	16.351	13.590	12.463	11.470	9.818	8.514	7.469	6.623	6.259	5.933	5.353	4.870	4.460	4.110	3.954	3.808	3.546	3.316	2.850	2.497	2.221	1.999
21	18.857	17.011	14.029	12.821	11.764	10.017	8.649	7.562	6.687	6.312	5.973	5.384	4.891	4.476	4.121	3.963	3.816	3.551	3.320	2.852	2.498	2.221	2.000
22	19.660	17.658	14.451	13.163	12.042	10.201	8.772	7.645	6.743	6.359	6.011	5.410	4.909	4.488	4.130	3.970	3.822	3.556	3.323	2.853	2.498	2.222	2.000
23	20.456	18.292	14.857	13.489	12.303	10.371	8.883	7.718	6.792	6.399	6.044	5.432	4.925	4.509	4.137	3.976	3.827	3.559	3.325	2.854	2.499	2.222	2.000
24	21.243	18.914	15.247	13.799	12.550	10.529	8.985	7.784	6.835	6.434	6.073	5.451	4.937	4.507	4.143	3.981	3.831	3.562	3.327	2.855	2.499	2.222	2.000
25	22.023	19.573	15.622	14.094	12.793	10.675	9.077	7.833	6.873	6.464	6.099	5.469	4.948	4.514	4.147	3.985	3.834	3.564	3.329	2.856	2.499	2.222	2.000
26	22.795	20.121	15.983	14.375	13.003	10.810	9.161	7.896	6.906	6.514	6.136	5.502	4.964	4.524	4.154	3.998	3.837	3.565	3.330	2.856	2.500	2.222	2.000
27	23.566	20.707	16.330	14.643	13.211	10.935	9.237	7.943	6.935	6.514	6.136	5.502	4.964	4.524	4.154	3.998	3.837	3.565	3.331	2.856	2.500	2.222	2.000
28	24.316	21.281	16.663	14.898	13.406	11.051	9.307	7.984	6.961	6.524	6.152	5.492	4.970	4.538	4.157	3.992	3.840	3.568	3.331	2.857	2.500	2.222	2.000
29	25.066	21.844	16.984	15.141	13.591	11.158	9.370	8.022	6.983	6.531	6.166	5.510	4.975	4.531	4.159	3.994	3.841	3.569	3.332	2.857	2.500	2.222	2.000
30	25.808	22.396	17.292	15.372	13.765	11.258	9.427	8.055	7.003	6.566	6.177	5.517	4.979	4.534	4.160	3.995	3.842	3.569	3.332	2.857	2.500	2.222	2.000
35	29.408	24.999	18.665	16.374	14.998	11.654	9.604	8.176	7.070	6.617	6.215	5.529	4.993	4.541	4.164	3.998	3.845	3.571	3.333	2.857	2.500	2.222	2.000
40	32.835	27.355	19.793	17.159	15.046	11.925	9.779	8.244	7.105	6.642	6.234	5.548	4.997	4.544	4.166	3.999	3.846	3.571	3.333	2.857	2.500	2.222	2.000
45	36.094	29.430	20.724	17.774	15.546	12.108	9.863	8.262	7.133	6.658	6.242	5.552	4.998	4.545	4.166	4.000	3.846	3.571	3.333	2.857	2.500	2.222	2.000
50	39.136	31.424	21.482	18.256	15.762	12.234	9.915	8.304	7.133	6.651	6.246	5.554	4.998	4.545	4.167	4.000	3.846	3.571	3.333	2.857	2.500	2.222	2.000
60	44.955	34.751	22.623	18.929	16.161	12.376	9.967	8.324	7.140	6.665	6.249	5.555	5.000	4.545	4.167	4.000	3.846	3.571	3.333	2.857	2.500	2.222	2.000

Để tính hiện giá (PV) của chuỗi các khoản thu và chi bằng nhau: $PV = \text{thừa số } x \text{ số tiền}$.

Để tính niên khoản phân ảnh hiện giá cho sẵn: $\text{số tiền} = PV / \text{thừa số}$.

Để tính số kỳ thu hồi vốn đầu tư: $\text{thừa số} = \text{vốn đầu tư} / \text{niên khoản}$; xác định trong cột.

Để tính tỷ suất lợi nhuận của niên khoản vốn đầu tư cho sẵn: $\text{thừa số} = \text{vốn đầu tư} / \text{niên khoản}$; xác định trong hàng.

Chương 8

PHÂN TÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ



Quyết định đầu tư các nguồn lực là một trong các yếu tố quan trọng của hệ thống tài chính doanh nghiệp, như chúng ta đã xây dựng trong chương 2. Các đầu tư lành mạnh áp dụng các chiến lược đã hình thành là cần thiết để tạo ra giá trị của cổ đông và chúng phải được phân tích cả trong bối cảnh thích hợp và bằng các phương pháp phân tích lành mạnh. Cho dù quyết định này liên quan đến cam kết các nguồn lực đối với các cơ sở vật chất mới, dự án nghiên cứu và phát triển, chương trình tiếp thị, vốn lưu động bổ sung, sự đạt được hoặc đầu tư vào thiết bị, hoặc công cụ tài chính, sự cân bằng về mặt kinh tế phải được thực hiện giữa các nguồn lực được mở rộng bây giờ và những mong muốn về những lợi nhuận tiền mặt trong tương lai nhận được. Phân tích sự cân bằng này là quy trình đánh giá cần thiết nhằm đánh giá về mặt kinh tế sự kết hợp của các mô hình dòng tiền mặt dương và âm. Về bản chất thì nhiệm vụ này rất khó khăn bởi vì nó liên quan đến các điều kiện tương lai đối với những điều chưa thể xác định và những rủi ro- nguyên tắc định giá cơ bản ở đây là phổ biến cho tất cả cuộc đầu tư, dù lớn hay nhỏ.

Trong chương này, chúng ta sẽ kiểm tra chi tiết cả về cả lý thuyết lẫn thực tế các quyết định đầu tư bằng cách sử dụng các kỹ thuật phân tích như được mô tả trong Chương 7. Trong Chương 9 và Chương 10, chúng ta sẽ đề cập đến các vấn đề liên quan đến cung cấp chi phí và lựa chọn thay thế về mặt tài chính. Trong chương 11 và 12, chúng ta sẽ mở rộng những khái niệm này và chứng minh các quy trình áp dụng để xác định giá trị của một doanh nghiệp và sự tạo thành giá trị cổ đông như thế nào. Kể từ bây giờ, chúng ta sẽ giới thiệu cách áp dụng các mô hình kinh tế quản lý và lý thuyết tài chính. Tuy nhiên, trong phạm vi cuốn sách này, chúng ta tránh sử dụng

những điều bí truyền liên quan đến thực tế. Cuối mỗi chương chúng ta sẽ tóm tắt các vấn đề mang tính lý thuyết quan trọng dưới những cách tiếp cận phân tích đã được đề cập, như sự phân tích tổng hợp và như sự hướng dẫn cho độc giả nào quan tâm.

Phân tích các quyết định về đầu tư mới (ngược lại, cũng giống như quyết định không đầu tư) liên quan đến một chuỗi phức hợp các vấn đề, các lựa chọn mà ban giám đốc phải xác định và giải quyết. Chúng ta sẽ thảo luận những vấn đề này qua một số điểm sau đây:

- Triển vọng chiến lược.
- Khung quyết định.
- Sự chọn lọc phân tích đầu tư.
- Áp dụng các biện pháp kinh tế.

Bởi vì các quyết định đầu tư, ngược với các chỉ tiêu hoạt động, là các cam kết dài hạn của các nguồn lực, nên chúng phải được thực hiện trong phạm vi chiến lược, minh bạch của công ty. Thực vậy, những đầu tư không có một chiến lược lành mạnh sẽ là con đường làm cho công ty nhanh chóng bị sụp đổ về mặt kinh tế. Cách tiếp cận hiệu quả đối với sự tạo thành giá trị không thể được xây dựng dựa trên sự cố gắng thực hiện một cách có ý nghĩa về những cam kết nguồn lực không rõ ràng. Hơn nữa, phân tích tài chính theo sau các quyết định và những cân bằng có liên quan phải được thực hiện trong khuôn khổ kinh tế thống nhất của các hướng dẫn thực tế và lý thuyết đã được chấp nhận

Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 7, hầu hết các quyết định đầu tư kinh doanh đều có một số yếu tố phân tích quan trọng chung. Những yếu tố này phải được hiểu và thực hiện một cách rõ ràng, cũng giống như phải được so sánh để đạt được sự lựa chọn hợp lý trong vô số những khả năng thay thế đầu tư khác nhau, như chúng ta sẽ chứng minh những điều cơ bản bằng các ví dụ phức tạp hơn. Cuối cùng, bản chất kinh tế của quy trình này đòi hỏi rằng các phương pháp có phân tích hỗ trợ cho các quyết định tập trung vào tác động dòng tiền mặt thật sự của các đầu tư hoặc không đầu tư và phải được giải thích một cách hợp lý.

Chúng ta sẽ đề cập đến từng vấn đề một, nhấn mạnh chi tiết hơn về các yếu tố phân tích và các phương pháp phân tích. Khi đó, một khi chúng ta đã chứng minh được các khái niệm cơ bản, chúng ta sẽ giới thiệu một số lĩnh vực đã được cụ thể hóa của quy trình phân tích như phân tích độ nhạy cảm, sự kích thích và các vấn đề rộng hơn liên quan đến rủi ro. Một vài cam kết về các vấn đề liên quan sẽ được đề cập đến sau đây và chúng ta sẽ tóm tắt trong một bảng liệt kê các vấn đề quan trọng ảnh hưởng đến phân tích đầu tư.

TRIỂN VỌNG CHIẾN LƯỢC

Đầu tư về bất động sản, thiết bị sản xuất, tòa nhà, tài nguyên thiên nhiên, các cơ sở vật chất phục vụ cho nghiên cứu, phát triển sản phẩm, phát triển lao động, các chương trình tiếp thị, đạt được vốn lưu động và cách triển khai về các nguồn lực khác được thực hiện để đạt các mục đích kinh tế trong tương lai sẽ được thể hiện trong chiến lược của công ty mà ban giám đốc phải triển khai hết sức cẩn thận và phải đánh giá đi đánh giá lại nhiều lần. Những lựa chọn đầu tư lúc nào cũng phải phù hợp với đường hướng chiến lược mong muốn về phát triển của công ty muốn thực hiện, đối với các yếu tố sau:

- Điều kiện kinh tế mong đợi.
- Viễn cảnh về ngành hoặc phân đoạn kinh doanh cụ thể của công ty.
- Vị trí cạnh tranh của công ty.
- Năng lực quan trọng của tổ chức.

Hầu hết sự thay đổi không xác định của những đầu tư kinh doanh luôn có sẵn đối với hầu hết công ty. Không phải là vấn đề lớn khi cam kết nguồn lực được phản ánh trên những cuốn sách của công ty dưới dạng tài sản, hoặc chi phí— các điểm quan trọng mà chi phí được thực hiện với mong muốn đạt được lợi nhuận trong tương lai. Công ty có thể đầu tư vào cơ sở vật chất mới để mở rộng quy mô với mong muốn lợi nhuận tăng lên từ khối lượng bổ sung sẽ thực hiện đầu tư kinh tế như mong muốn. Những đầu tư cũng có thể dùng để nâng cấp các thiết bị đã lỗi thời để cải thiện hiệu quả chi phí. Ở đây, tiết kiệm trong chi phí hoạt động cũng phải được quan tâm.

Một số chiến lược để thâm nhập vào các thị trường mới, cũng có thể là thiết lập toàn bộ cơ sở vật chất mới và vốn lưu động có liên quan hoặc có thể là sự xác định lại vị trí của các cơ sở vật chất đang có thông qua việc xây dựng lại tòa nhà hoặc thông qua bán buôn hoặc tái đầu tư. Trong một doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ, các chiến lược mở rộng cũng có thể liên quan đến chi phí đào tạo nguồn nhân lực đáng kể và những đầu tư về cơ sở hạ tầng bằng điện tử. Những đề xuất về mặt chiến lược khác có thể liên quan đến việc tạo ra một mô hình kinh doanh mới, việc kết nối internet hoặc thiết lập các chương trình nghiên cứu, cân bằng những cơ sở của tiềm năng của công ty để phát triển sản phẩm và các quy trình. Đầu tư kinh doanh cũng có thể liên quan đến chi phí chiêu thị đáng kể, tập trung vào việc phát triển thị phần của công ty trong thời gian dài và sự đóng góp lợi nhuận từ khối lượng hoạt động cao hơn. Bất kì lúc nào, đạt được các dòng sản phẩm và dịch vụ của công ty phù hợp với chiến lược của công ty hoặc mua lại nhà

cung cấp để kết hợp các nền tảng công nghệ cũng có thể là thích hợp. Bằng hình thức khác thì liên doanh hoặc nhờ công ty khác làm dịch vụ cho sản phẩm hoặc dịch vụ cho công ty mình cũng có thể tạo ra giá trị gia tăng.

Cơ quan liên tục tạo ra những lựa chọn này và những lựa chọn khác. Về cơ bản, liệt kê những đề nghị đã được kiểm tra trong quy trình lập kế hoạch chiến lược của công ty trong phạm vi và những giới hạn của các mục tiêu từng phần và toàn bộ công ty. Sau đó, những lựa chọn khác nhau được giới hạn vào các tùy chọn này nên được phân tích một cách nghiêm túc và các kế hoạch chi tiêu định kì đã được chuẩn bị bao gồm các chi phí vốn đã được lựa chọn và chấp nhận.

Những bước này liên quan đến việc xác định, phân tích, quyết định và lựa chọn cơ hội đầu tư vốn – cũng như các cơ hội loại bỏ – được biết đến như là chi tiêu ngân sách vốn. Quy trình này bao gồm mọi thứ từ phạm vi rộng của các ý kiến về những phân tích kinh tế đã xác định. Cuối cùng, ngân sách vốn của công ty thường gồm một nhóm các dự án có thể được chấp nhận riêng rẽ hoặc tổng hợp được mong đợi cung cấp lợi nhuận kinh tế đáp ứng mục tiêu quản lý dài hạn hỗ trợ cho sự tạo thành giá trị cổ đông.

Về bản chất thì cung cấp ngân sách vốn cũng giống như quản lý danh mục vốn đầu tư cá nhân. Trong cả 2 trường hợp thì thử thách cơ bản là để lựa chọn trong phạm vi giới hạn của các quỹ có sẵn, những đầu tư hứa hẹn mang lại mức tiền thưởng về kinh tế mong muốn liên quan đến mức rủi ro có thể chấp nhận. Vì vậy quy trình này liên quan đến một loạt những cân bằng kinh tế rõ ràng giữa rủi ro về tổn thất hối đoái của những điều kiện bất lợi tiềm năng và khả năng tăng thêm của những đầu tư được mong đợi. Theo quy tắc chung, khả năng tăng thêm càng cao, rủi ro càng lớn. Hơn nữa, sự lựa chọn giữa các lựa chọn có thể thay thế để đầu tư các quỹ giới hạn có sẵn lúc nào cũng liên quan đến các chi phí cơ hội, bởi vì cam kết đối với một đầu tư có nghĩa là từ chối các đầu tư còn lại. Vì vậy từ chối cơ hội để kiếm được lợi nhuận có thể cao hơn nhưng rủi ro nhiều hơn.

Trong danh mục vốn đầu tư, thực hiện những cam kết tiền mặt để nhận dòng tiền tương lai dưới hình thức cổ tức, tiền lãi, sự thu hồi vốn gốc thông qua bán các công cụ đầu tư – có thể tăng hoặc giảm giá trong giá thị trường. Khi lập ngân sách vốn thì cam kết về các quỹ của công ty được thực hiện thay thế các dòng tiền vào khoản lợi nhuận sau thuế từ tiền lãi và từ sự thu hồi một phần của vốn đã đầu tư hoặc từ giá trị kinh doanh hiện tại vào cuối kỳ lập kế hoạch.

Trong một công ty thường thì quản lý đầu tư kinh doanh là phức tạp vì yêu cầu không chỉ là lựa chọn danh mục vốn đầu tư gồm các dự án lành mạnh mà còn để thực hiện tốt và vận hành cơ sở vật chất, chức năng hoặc

các nguồn lực mới triển khai có hiệu quả về chất lượng và chi phí. Ngoài ra, phân tích các đầu tư tiềm năng trong phạm vi một doanh nghiệp là khá phức tạp hơn so với lựa chọn cổ phiếu và trái phiếu vì kinh phí thường liên quan đến nhiều chi phí trải dài trong một thời gian dài và nhiều loại dòng tiền mặt hoạt động được mong đợi trong cuộc đời kinh tế.

Xác định các lợi ích kinh tế rút ra từ kinh phí này thậm chí còn phức tạp hơn. Một nhà đầu tư cá nhân thường nhận được các khoản thanh toán tiền lãi hợp đồng cụ thể hoặc cố tức định kì. Ngược lại, đầu tư kinh doanh về cơ bản tạo ra sự đóng góp lợi nhuận bổ sung từ khối lượng tăng hơn, cao hơn các dịch vụ và sản phẩm mới hoặc giảm chi phí. Dòng tiền mặt, tiền lãi cụ thể từ đầu tư kinh doanh có thể rất khó xác định bởi vì nó hoà lẫn vào nhau trong các báo cáo tài chính của công ty với thông tin kế toán khác. Như chúng ta sẽ thấy sau đây, phân tích đầu tư vốn tiềm năng liên quan đến các kiến thức kinh tế và các dự đoán các điều kiện tương lai nằm ngoài các báo cáo tài chính bình thường.

Nếu chúng ta theo dõi điều tương tự này giữa ngân sách vốn và danh mục vốn đầu tư đối để có kết luận hợp lý thì lập ngân sách vốn sẽ rất lý tưởng để sắp xếp tất cả các cơ hội đầu tư kinh doanh để có được lợi nhuận kinh tế như mong muốn, và lựa chọn sự kết hợp đáp ứng lợi nhuận trong danh mục vốn đầu tư mong muốn trong phạm vi các hạn chế về vốn và rủi ro. Các khái niệm về mặt lý thuyết đưa ra xung quanh các vấn đề này phụ thuộc nhiều vào lý thuyết các danh mục vốn đầu tư, cả về đánh giá rủi ro và về sự so sánh giữa lợi nhuận đầu tư và chi phí vốn phải chịu trong các quỹ đối với các đầu tư.

Những khái niệm này được cơ cấu và phụ thuộc vào một loạt các giả định bên trong quan trọng. Không dễ để áp dụng vào thực tế, chúng tiếp tục là vấn đề bàn cãi lâu nay. Về cơ bản thì lý thuyết này tranh luận rằng các đầu tư kinh doanh – sắp xếp theo thứ tự giảm xuống về sức thu hút - nên chấp nhận đến thời điểm mà những lợi nhuận tiền lãi bằng với chi phí tiền lãi, các mức độ rủi ro hợp lý đã cho. Hấp lực kinh tế thường xuyên được thể hiện nhất thông qua số tiền hiện giá thuần.

Lý thuyết này dựng phải một số vấn đề khi áp dụng vào thực tế. Trước hết, vào thời điểm chuẩn bị ngân sách thì nó không chỉ có khả năng dự báo tất cả cơ hội đầu tư vì ban giám đốc phải đối mặt với phạm vi lập kế hoạch quay vòng liên tục trong các cơ hội mới xuất hiện trong khi những cơ hội đã có thì ngày càng phai nhạt dần do những điều kiện thay đổi rất nhanh. Trong thời gian gần đây, tốc độ thay đổi trong môi trường kinh doanh đã tăng lên đáng kể.

Thứ hai, hầu hết các công ty đều chuẩn bị ngân sách vốn một lần trong

một năm. Khi gặp phải những chậm trễ về thời gian khác nhau thì có thể trì hoãn hoặc thậm chí là huỷ bỏ sự thực hiện thực sự vì hoàn cảnh thường thay đổi.

Thứ ba, tiêu chuẩn kinh tế như chi phí vốn và tiêu chuẩn lợi nhuận dựa trên sự đầu tư chỉ là những ước định ban đầu. Hơn nữa, chúng không phải là cơ sở duy nhất cho quyết định đầu tư. Thay vào đó, phạm vi rộng hơn về chiến lược và các rủi ro đáng kể, môi trường cạnh tranh, khả năng quản lý của ban giám đốc để thực hiện đầu tư, quan tâm về mặt tổ chức và các yếu tố khác đóng vai trò then chốt mà ban giám đốc cân nhắc cái rủi ro đầu tư so với lợi nhuận kinh tế tiềm năng. Vì vậy, không có gì là đơn giản và tự động trong việc quyết định loạt các đầu tư tiềm năng trong một doanh nghiệp.

Trong chương này, chúng ta sẽ nêu lên khung mang tính quyết định và áp dụng các kĩ thuật và phân tích đã được thảo luận trong Chương 7 đối với quy trình quyết định để phân tích và lựa chọn các đầu tư kinh doanh. Chúng ta không nghiên cứu sâu vào những vấn đề thuộc về khái niệm rộng hơn của cung cấp ngân sách vốn và lý thuyết danh mục vốn đầu tư ngoại trừ chỉ ra một số vấn đề quan trọng. Câu hỏi quan trọng về chi phí vốn liên quan đến lập ngân sách vốn sẽ được giải đáp trong chương tiếp theo. Sau đó, Chương 10 sẽ nêu lên lập lý do phân tích đằng sau sự lựa chọn giữa các loại nguồn lực cung cấp quỹ tiềm năng đối với các đầu tư vốn.

KHUNG MANG TÍNH QUYẾT ĐỊNH

Phân tích có hiệu quả các đầu tư kinh doanh đòi hỏi nhà phân tích và người ra quyết định phải hiểu biết sâu sắc và rõ ràng về nhiều phạm vi có liên quan. Chúng ta cần phải lập ra một loạt các vấn đề cơ bản để bảo đảm rằng các kết luận của chúng ta là xuyên suốt, thống nhất và có ý nghĩa. Các quy tắc cơ bản này là phải bao quát cả vấn đề :

- Xác định vấn đề
- Bản chất của đầu tư.
- Các ước tính về chi phí và lợi nhuận tương lai.
- Dòng tiền mặt , lợi nhuận.
- Số liệu kế toán thích hợp.
- Các chi phí chìm.

Xác Định Vấn Đề

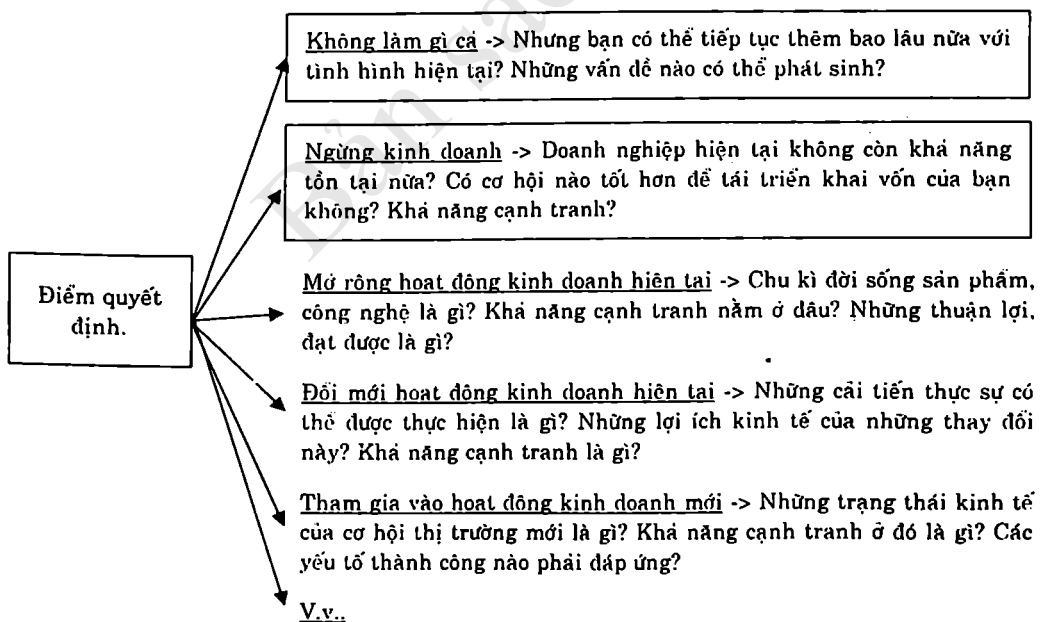
Chúng ta nên bắt đầu đánh giá bằng cách nêu lên một cách rõ ràng những gì mà đầu tư dự kiến đạt được. Cần thận xác định vấn đề phải giải quyết (hoặc các cơ hội hiện diện) bằng đầu tư và xác định bất kì những

phương án tiềm năng nào cho hành động dự trù là cực kì quan trọng để phân tích chính xác. Yếu tố ban đầu này thường bị bỏ qua, không được chú ý thậm chí trọng khi muốn thực hiện các dự án đầu tư thích hợp mà không để ý đến các đánh giá lành mạnh.

Trong hầu hết trường hợp, luôn có ít nhất 2 hoặc 3 lựa chọn thay thế để đạt được mục đích đầu tư, và kiểm tra cẩn thận các tình huống cụ thể có thể để lộ ra các con số thậm chí còn lớn hơn. Biểu đồ đơn giản trong Hình 8-1 có thể giúp chúng ta hình dung những phương án quan trọng để quyết định phương án nào sẽ được chọn đầu tư.

Ví dụ, quyết định xem liệu có thay thế máy móc khi hết hạn sử dụng đưa ra vấn đề khá rõ ràng. Sự lựa chọn rõ ràng nhất, trong bất kì trường hợp nào, cũng là không làm gì cả, nghĩa là, tiếp tục vá víu qua loa máy đó cho đến khi nào không thể sử dụng được thì thôi. Những việc đang xảy ra, phát sinh chi phí phải gánh chịu với cách chọn có thể so sánh với mô hình chi phí mong đợi của máy mới khi chúng ta quyết định liệu có thay thế nó hay không. Nhưng lựa chọn biện pháp không thực hiện gì cả luôn tồn tại đối với bất kì dự án đầu tư nào và phân tích lành mạnh đòi hỏi những hàm ý của nó phải được kiểm tra trước khi thực hiện.

HÌNH 8-1- Các phương án của một quyết định đầu tư kinh doanh.



Nhưng có một số phương án không thật sự rõ ràng. Có lẽ công ty nên ngừng sản xuất hoặc cung cấp các dịch vụ ! Lựa chọn “đóng cửa doanh

nghiệp” nên được xem xét - mặc dù rất đau lòng khi nghĩ đến phương án này - trước các nguồn lực mới được cam kết.

Lý do đằng sau ý nghĩa quan trọng này là khá rõ ràng. Trong khi hiệu quả được cải thiện của máy mới hoặc toàn bộ cơ sở hạ tầng của dịch vụ mới có thể làm tăng hiệu suất kinh tế của hoạt động đặc biệt này từ tình trạng kém đến trung bình, thì chắc chắn là có những phương án ở một nơi nào đó trong công ty mà có thể tạo ra lợi nhuận cao hơn từ tổng các nguồn quỹ đã cam kết. Bằng cách tiếp tục đầu tư, chi phí cơ hội từ việc mất phương án có lợi nhuận cao hơn có thể phải gánh chịu. Về lợi nhuận của sự tạo thành giá trị của cổ đông, có thể thực sự tốt hơn để tái triển khai tất cả các nguồn lực đang có dành cho dịch vụ hoặc sản phẩm thay vì kéo dài hiệu suất không đạt được tiêu chuẩn.

Hơn nữa, thậm chí nếu quyết định tiếp tục thực hiện sản phẩm là lành mạnh về mặt kinh tế trong các điều kiện cho phép thì vẫn có một số phương án bổ sung cho ban giám đốc. Ví dụ trong số những phương án đó là thay thế cùng loại máy móc hoặc với cái model tự động hoặc lớn hơn, hoặc với thiết bị sử dụng công nghệ khác nhau và quy trình sản xuất khác nhau, hoặc là nhờ công ty khác làm dịch vụ và vì vậy không phải đầu tư.

Rất quan trọng để lựa chọn những phương án thích hợp để phân tích và cơ cấu vấn đề theo cách mà các công cụ phân tích được áp dụng về vấn đề thực sự phải quyết định. Đối với những quyết định mang tầm chiến lược quan trọng thì luôn có sẵn các quy trình chính thức sử dụng các nguyên tắc của lý thuyết quyết định để giúp cơ cấu vấn đề và thiết lập một loạt những phương án sáng tạo. Tuy nhiên, như một quy tắc chung, không nên thực hiện đầu tư trừ phi qua đánh giá phân tích cho thấy có những lợi ích cơ bản trong hai hàng đầu tiên trong cây quyết định ở Hình 8-1.

Bản Chất Của Đầu Tư

Hầu hết các đầu tư kinh doanh đều có khuynh hướng độc lập với nhau, đó là, sự lựa chọn bất kì một phương án đầu tư này không loại trừ sự lựa chọn phương án đầu tư khác - trừ khi có sẵn nguồn vốn không đáp ứng để thực hiện tất cả các phương án. Với ý nghĩa này, chúng có thể được xem xét như là danh mục đầu tư. Sự phân tích và xác định lý do đằng sau mỗi quyết định cá nhân sẽ không ảnh hưởng bởi những lựa chọn trong quá khứ và trong tương lai.

Tuy nhiên, có nhiều tình huống mà những phương án đầu tư cạnh tranh với nhau về mục đích để lựa chọn một phương án đầu tư này sẽ loại trừ phương án đầu tư khác. Về cơ bản thì điều này tăng lên khi hai phương án giải quyết cùng một vấn đề đang được xem xét. Vì vậy, những phương án đầu

tư này được gọi là loại trừ lẫn nhau. Tầm quan trọng của điều kiện này sẽ trở nên rõ ràng hơn khi chúng ta thảo luận một số ví dụ cụ thể sau đây. Tuy nhiên, điều kiện tương tự có thể phát sinh khi ban giám đốc đặt ra giới hạn khắt khe về số tiền chi tiêu, thường được gọi là chế độ phân phối mà sẽ ngăn không cho đầu tư vào một số dự án có giá trị một khi các dự án khác đã được chấp nhận. Tình huống này khá phổ biến vì nhiều lúc, nhiều công ty không thể tìm ra những tiềm năng cung cấp quỹ đã bị giới hạn.

Một loại phương án đầu tư khác liên quan đến những kinh phí tiếp theo vượt quá chi tiêu ban đầu. Ví dụ, các kinh phí vốn lớn cho nhà máy và thiết bị cũng có thể tạo ra các kinh phí tương lai bổ sung cho đại tu, nâng cấp và thay thế một phần một vài năm sau đó. Những kinh phí tương lai này - đối với công ty đang cam kết bằng quyết định ban đầu - phải được xem xét chính thức khi thực hiện phân tích ban đầu. Một ví dụ khác là việc đưa vào sản phẩm hoặc dịch vụ mới với tiềm năng phát triển cao mà ở đó vốn lưu động bổ sung nhằm mở rộng công suất trong tương lai là kết quả của quyết định thực hiện.

Đánh giá hợp lý nhất của các phương án đầu tư này xuất phát từ toàn bộ mô hình của các kinh phí lớn có thể nhận ra tại thời điểm phân tích. Nếu không thực hiện thì dự án đó có thể được cho là có triển vọng hơn một dự án không phức tạp vì một số dòng tiền âm trong tương lai đã bị loại bỏ khỏi mô hình dòng tiền. Tuy nhiên, nếu dự án đó được lựa chọn thì ban giám đốc có thể bị ràng buộc vào việc phải chấp nhận những kinh phí tương lai không thể dự đoán khi chúng phát sinh sau này - về việc tranh cãi rằng những nguồn vốn gia tăng này khá chính đáng vì những dự án "đã thực hiện rồi". Dù tranh cãi này có thể đúng với quyết định trước đây, sự thật vẫn là dự án không được đánh giá hết toàn bộ các ngụ ý của nó ngay từ đầu, và trong những điều kiện như thế có lẽ không thể biện minh để bắt đầu.

Lợi Nhuận Và Chi Phí Tương Lai

Như chúng ta đã đề cập trước đây, một trong các nguyên tắc quan trọng trong thực hiện các quyết định đầu tư là những tính toán kinh tế sử dụng để đề cập đến bất kì đầu tư kinh doanh nào, phải dựa trên những dự trù và những dự định về chi phí và doanh thu tương lai. Không đủ để giả định rằng những điều kiện và kinh nghiệm trong quá khứ như chi phí hoạt động và giá thành sản phẩm sẽ tiếp tục không thay đổi và áp dụng trong thời gian tới. Dù điều này dường như khá rõ ràng, vẫn có một sự cám dỗ con người để ngoại suy các điều kiện trước đây thay cho những dự báo cẩn thận về những khả năng phát triển có thể. Lúc nào chúng ta cũng phải nhớ rằng quá khứ là liều thuốc bổ ích nhất và cũng là điều không tương quan tệ hại nhất để phân tích.

Thành công của đầu tư, cho dù khoảng thời gian là 2, 5, 10 hoặc thậm chí là 25 năm, dựa hoàn toàn vào những sự kiện tương lai và những sự việc không chắc chắn xung quanh. Vì vậy nhà phân tích phải có nhiệm vụ phát hiện những thay đổi có thể từ những điều kiện hiện tại trong các biến số quan trọng liên quan đến phân tích. Nếu các độ lệch tiềm năng trong những lĩnh vực này lớn thì có thể hữu ích để thực hiện phân tích trong một loạt các giả định khác nhau, vì vậy kiểm tra tính nhạy cảm của kết quả định lượng đối với những thay đổi trong các biến số đặc biệt như khối lượng sản phẩm, giá, chi phí nguyên liệu thô quan trọng và v.v... .

Sự không chắc chắn của các điều kiện tương lai ảnh hưởng đến đầu tư là nguyên do của rủi ro không đáp ứng những mong muốn và để lại những lợi nhuận kinh tế không đủ hoặc thậm chí thua lỗ về mặt kinh tế - mức độ rủi ro là một chức năng của sự không chắc chắn về các biến số quan trọng của một dự án. Thường phải có những ước tính và nghiên cứu cẩn thận để hạn chế biên độ sai sót trong các điều kiện đã dự báo về các phân tích mà nó dựa vào, mặc dù loại bỏ tất cả rủi ro là một nỗ lực không thể thực hiện được. Bởi vì các mức cơ bản khi thực hiện các phương án đầu tư dựa vào các cân bằng kinh tế có thể nhận thức của rủi ro so với số tiền thu được như chúng ta đã thiết lập trước đây, nên tầm quan trọng của đề cập một cách rõ ràng những lĩnh vực quan trọng của sự không chắc chắn phải rõ ràng. Xác định những thay đổi quan trọng cũng sẽ rất hữu ích trong đánh giá hiệu quả thực sự của dự án sau khi thực hiện. Điều này là do theo dõi các yếu tố thường dễ hơn cố gắng tái cấu trúc toàn bộ phạm vi của dự án từ toàn bộ các số liệu kế toán kết hợp lại.

Dòng tiền Mặt Tăng Thêm

Lý lẽ kinh tế đằng sau bất kỳ kinh phí vốn nào đều dựa chủ yếu vào những thay đổi tăng thêm mà là kết quả trực tiếp từ quyết định đầu tư. Nói cách khác, câu hỏi kiểm tra lúc nào cũng phải là “sự khác biệt giữa tình trạng hiện tại và tình hình mới do quyết định tạo ra” là gì? Và sự khác biệt sẽ được phản ánh dưới hình thức:

- Đầu tư tăng thêm
- Doanh thu tăng thêm
- Chi phí tăng thêm

Hơn nữa, phân tích kinh tế thích hợp chỉ thừa nhận các dòng tiền mặt, nghĩa là, dòng tiền sau thuế âm hoặc dương do đầu tư tạo ra. Bất kỳ các giao dịch kế toán nào liên quan đến quyết định nhưng không ảnh hưởng đến các dòng tiền mặt đều không thích hợp với mục đích này.

Câu hỏi cơ bản đầu tiên là: Các quỹ đầu tư bổ sung cần thiết để thực thi

phương án được chọn là gì ? Ví dụ, dự án đầu tư có thể, ngoài kinh phí cho thiết bị mới, bao gồm việc thanh lý tài sản không còn được sử dụng. Vì vậy, quyết định phải thực sự không phụ thuộc vào các quỹ đã được cam kết trước đây.

Tương tự như vậy, câu hỏi tiếp theo là: Doanh thu gia tăng sẽ được tạo ra cao hơn doanh thu hiện hữu như thế nào? Nếu đầu tư mang lại doanh thu mới, nhưng cùng lúc tạo ra thua lỗ đối với một số doanh thu hiện tại, chỉ tác động thuần, sau khi áp dụng thuế, có liên quan đến phân tích kinh tế.

Câu hỏi thứ ba liên quan đến chi phí bỏ sung hoặc loại bỏ do kết quả của đầu tư. Các mục thích hợp ở đây chỉ là những khoản chi phí, gồm cả các loại thuế đang áp dụng, mà sẽ tăng lên hoặc giảm xuống do quyết định đầu tư. Bất kỳ khoản chi phí nào được dự kiến giữ nguyên như trước và sau khi đầu tư được thực hiện không thích hợp với phân tích này.

Ba câu hỏi cơ bản này minh họa tại sao chúng ta lại đề cập đến phân tích kinh tế đầu tư như một quy trình gia tăng. Phương pháp này có tính tương đối hơn là tuyệt đối, và nó bị ràng buộc chặt chẽ với các các phương án và những khác biệt giữa chúng. Dữ liệu thích hợp và có thể áp dụng trong bất kỳ phân tích đầu tư nào là những nguồn vốn đầu tư khác nhau, cũng như những doanh thu và chi phí khác nhau do quyết định tạo ra, tất cả đều được xem xét theo các dòng tiền sau thuế.

Số Liệu Kế Toán Thích Hợp

Phân tích đầu tư phần lớn liên quan đến việc sử dụng số liệu bắt nguồn từ sổ sách kế toán, không phải tất cả đều thích hợp với mục đích này. Các quy tắc kế toán không liên quan đến dòng tiền phải được xem xét hết sức cẩn thận. Điều này đặc biệt đúng với các dự án đầu tư mà tạo ra những thay đổi về các chi phí hoạt động. Vì vậy, chúng ta phải phân biệt rạch ròi giữa các yếu tố chi phí thực sự thay đổi với các hoạt động của những dự án đầu tư mới với các chi phí chỉ có về thay đổi. Chi phí sau thường là sự phân bổ kế toán, có thể thay đổi nhiều nhưng không nhất thiết phản ánh một sự thay đổi thực sự về chi phí phát sinh.

Ví dụ, đối với mục đích kế toán, chi phí chung (chi phí quản lý, bảo hiểm...) có thể được phân bổ dựa trên một mức cố định đã chọn về khối lượng hoạt động được thể hiện bằng các đơn vị sản phẩm. Thí dụ khác, số giờ lao động trực tiếp là căn cứ phân bổ. Trong trường hợp trước, hệ thống kế toán sẽ tính cho máy mới, có sản lượng cao hơn, phần chi phí chung cao hơn so với phần tính cho chiếc máy mà máy mới thay thế.

Có thể nói rằng không có sự thay đổi thực sự về chi phí chung mà có thể quy cho quyết định thay thế máy này bằng máy khác. Do đó, thay đổi về

phân bố báo cáo không thích hợp với các mục đích của phân tích kinh tế. Nhà phân tích phải thường xuyên đánh giá xem liệu có sự thay đổi thực sự nào về chi phí bằng tiền và doanh thu bằng tiền hay không – không phải liệu hệ thống kế toán có tái phân chia chi phí hiện hữu theo cách khác hay không. Một quy tắc lành mạnh giúp tránh bị bẫy bởi các quá trình phân bố là tránh chi phí của đơn vị bất cứ khi nào có thể và thực hiện phân tích dựa trên những thay đổi hàng năm trong các loại chi phí dự kiến khác nhau do quyết định đầu tư gây ra.

Chúng ta phải thấy rằng việc sử dụng ngày càng nhiều phương pháp tính chi phí dựa trên hoạt động, mà chúng ta đã đề cập trước đây, là sự phát triển rất tích cực cho đến bây giờ khi xác định các số liệu thích hợp đối với phân tích kinh tế. Về bản chất, hệ thống thể hiện chi phí và lợi ích kinh tế của các hoạt động, dòng sản phẩm, và các đơn vị tổ chức, phân tích dựa trên hoạt động và kế toán thiết lập dòng thông tin liên quan trực tiếp đến các lựa chọn và cân bằng kinh tế. Dựa trên sự đánh giá cẩn thận dòng vật chất của các hoạt động, các số liệu được thu thập và lưu trữ trong hệ thống, trong hầu hết các trường hợp là đại diện cho loại thông tin quy ước khi phân tích những thay đổi về doanh thu và chi phí do dự án đầu tư kinh doanh mang lại. Bản chất của đánh giá chi phí và các quá trình phân bổ kinh tế rõ ràng hơn rất nhiều so với các hệ thống kế toán chi phí bình thường, mặc dù vẫn còn đó nhu cầu đánh giá khi lựa chọn các số liệu phù hợp.

Chi Phí Chìm

Người ta thường muốn đưa vào quá trình phân tích một dự án đầu tư mới tất cả hoặc một phần các chi phí đã phát sinh trong quá khứ, các chi phí mà có lẽ phát sinh trong quá trình chuẩn bị thực hiện dự án. Tuy nhiên, không có cơ sở nào trong phân tích kinh tế có thể bào chữa cho việc rút lại các chi phí đã được thực hiện và không thể thu hồi một phần hoặc toàn bộ. Các quyết định trước đây chỉ không tính đến sự cân bằng kinh tế làm cơ sở cho các quyết định đầu tư hiện tại. Lý do cơ bản cho việc này là các chi phí chìm này, kể cả khi chúng có liên quan với quyết định hiện nay, vẫn không thể thay đổi bằng cách thực hiện dự án đầu tư lúc này.

Ví dụ, nếu đã chi tiêu một số tiền đáng kể cho nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới vượt quá các kế hoạch ban đầu, quyết định hiện tại về liệu có đầu tư vào cơ sở vật chất mới để sản xuất sản phẩm sẽ không thể bị ảnh hưởng bởi các chi phí chìm này. Có lẽ, quyết định trước đây về nghiên cứu và phát triển trong quá khứ biến thành lợi nhuận ít hơn mong đợi vì chi tiêu quá mức, và đáng lẽ không thực hiện trước thời điểm quyết định.

Một thí dụ khác, khi đầu tư thêm cho cơ sở vật chất kinh doanh, tất cả

đều được hỗ trợ bằng một sự đầu tư cho cơ sở hạ tầng lớn trong quá khứ, như nguồn điện, kho hàng, mạng lưới dịch vụ và v.v... mà chưa hoàn toàn sử dụng hết đến thời điểm này. Cơ sở hạ tầng này có thể có quy mô cho phép bổ sung thêm một số cơ sở kinh doanh trong tương lai trước khi phải mở rộng cơ sở hạ tầng này. Trong trường hợp này, phải thực hiện phân bổ một phần thích hợp chi phí của cơ sở hạ tầng hiện hữu như một phần của dự án đầu tư, và cũng làm tương tự cho các dự án đầu tư sản xuất khác, nếu chiến lược của công ty là tiếp tục mở rộng trong tương lai gần. Ngược lại, nếu dự án đầu tư kinh doanh hiện hành là dự án bổ sung duy nhất còn lại, cơ sở hạ tầng hiện có sẽ không thích hợp và là chèn theo đúng nghĩa của từ đó, vì không còn có thêm một sự sử dụng nào khác đối với phần cơ sở hạ tầng còn dư thừa.

Các quyết định về mặt kinh tế lúc nào cũng phải rõ ràng và chỉ bao gồm những điều mà có thể thay đổi bằng hành động đã quyết định. Đây là sự kiểm tra cần thiết về tính thích hợp của mọi yếu tố đưa vào quá trình phân tích.

PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Bây giờ chúng ta quay trở lại một số ví dụ phức tạp và thiết thực hơn để làm rõ các khía cạnh khác nhau của cả các yếu tố cấu thành phân tích và của chính bản thân phương pháp phân tích. Ở đây chúng ta không giới thiệu bất kì khái niệm hoặc kĩ thuật nào mới cả, thay vào đó, chúng ta sẽ giới thiệu một số ví dụ thực tế đã được mở rộng để giúp chúng ta thấy được những ngụ ý của nhiều điểm mà cho đến bây giờ chúng ta mới chỉ đề cập lướt qua. Nhưng khi chúng ta đi sâu vào các dự án theo từng bước, thì trong đầu chúng ta lúc nào cũng phải để ý đến sự cần thiết của phân tích đầu tư kinh tế.

Ở đây, chúng ta một lần nữa nhấn mạnh rằng bước đầu tiên của mọi quá trình phân tích kinh tế là phải xác định rõ vấn đề với tất cả các khía cạnh của chúng. Từ đây rút ra cơ sở xác định đầu tư thuần, các dòng tiền hoạt động kinh doanh, cuộc đời kinh tế và tất cả các giá trị kết thúc. Một khi những lĩnh vực cụ thể này đã được xác định và hiểu chính xác thì sự tính toán các tiêu chuẩn so sánh thích hợp dễ dàng, như chúng ta sẽ thấy trong các ví dụ dưới đây.

Thay Thế Máy Móc

Một công ty đang phân tích liệu có nên thay thế máy đã hoạt động 5 năm bằng một model mới tự động và nhanh hơn hay không. Việc mua máy mới được xem là sự thay thế chính đáng vì sản phẩm sản xuất bằng thiết bị này được dự kiến tiếp tục mang lại lợi nhuận cho ít nhất là 10 năm. Hơn

nữa, thị trường có thể tiêu thụ nhiều sản phẩm hơn so với công suất hiện tại, có thể nhiều hơn đến 1/3 khối lượng hiện nay.

Máy cũ được ước tính còn sử dụng được 5 năm nữa trước khi bị hư hỏng hoàn toàn, trong khi máy mới có thể hoạt động trong 10 năm trước khi bỏ đi. Nguyên giá máy cũ là \$25,000 và giá trị ghi sổ hiện tại là \$12,500, đã được khấu hao theo đường thẳng mỗi năm \$2,500. Máy này có thể bán với giá \$15,000 bằng tiền mặt, đã có người sẵn sàng mua.

Máy mới trị giá là \$40,000 khi lắp đặt. Máy cũng được khấu hao theo đường thẳng trong 10 năm sử dụng, nó có thể bán được theo giá trị ghi sổ nếu được thanh lý trước khi kết thúc cuộc đời vật chất của nó. Công suất hàng năm là 125.000 đơn vị (so với đơn vị của máy hiện tại là 100.000) và sẽ sản xuất với chi phí/đơn vị cho cả nhân công và vật tư đều thấp hơn. Thật vậy, máy mới sẽ có chi phí lao động hơi thấp hơn do bố trí ít hơn, dành thời gian cần thiết của thợ máy lành nghề cho một số nhiệm vụ sản xuất khác trong nhà máy. Một nhân viên vận hành sẽ điều khiển máy như trước đây. Vật tư sử dụng sẽ giảm xuống do sản phẩm hỏng thấp hơn. Công ty dự kiến không gặp khó khăn nào trong việc bán khối lượng sản phẩm bổ sung với giá hiện tại là \$1,50, và chỉ chịu các chi phí khuyến mãi và bán thấp nhất trong quy trình này.

Với một loạt các điều kiện cả thực tế và chung ngoại trừ các điều kiện về thị trường dài hạn ổn định mà chúng ta đã giả định – nguyên tắc phân tích giống nhau áp dụng cho khung thời gian ngắn hơn. Như chúng ta sẽ phân tích dự án này, chúng ta sẽ mở rộng một số lĩnh vực về phân tích đầu tư vốn kinh tế và rút ra những kết luận tổng quát khi thích hợp.

Đầu Tư Thuần Đã Phân tích

Đầu tư thuần được định nghĩa như sự thay đổi thuần về tiền mặt đã cam kết cho một dự án. Hai sự thay đổi cụ thể trong dòng tiền phải được xem xét trong trường hợp này là : (1) kinh phí ban đầu là \$40,000 cho máy mới, đây rõ ràng là sự cam kết tiền mặt, và (2) sự thu hồi tiền mặt từ bán máy cũ.

Vì bán máy cũ là hậu quả trực tiếp của quyết định thay thế nó, sự thu hồi nguồn vốn này thích hợp cho quá trình phân tích. Tuy nhiên, số tiền nhận được phải được điều chỉnh thấp hơn \$15,000 tiền mặt vì số tiền lời thu từ bán tài sản là số tiền phải chịu thuế. Chúng ta nhớ lại rằng giá trị ghi sổ là \$12,500; vì vậy công ty sẽ bị đánh thuế trên khoản chênh lệch \$2,500. Để đơn giản, chúng ta giả định mức thuế đang áp dụng là thuế thu nhập của công ty ở mức 34%, dẫn đến chi phí thuế tăng thêm là \$850.

Bây giờ chúng ta có tất cả các yếu tố của con số đầu tư thuần ban đầu thích hợp của ví dụ này:

Chi phí máy mới	\$40.000
Tiền thu từ bán máy cũ	(15.000)
Thuế phải trả trên lãi vốn	850
Đầu tư thuần	\$25.850

Trong quá trình phân tích kinh tế này, chúng ta không thừa nhận giá trị ghi sổ của máy cũ ngoại trừ vai trò nhỏ trong tính toán thuế thu nhập. Như chúng ta đã thấy trước đây, bất kì nguồn vốn mở rộng nào trong quá khứ đều không thích hợp vì chúng chìm, và chúng ta chỉ quan tâm đến những thay đổi do quyết định hiện tại tạo ra. Vì vậy, tiền thu được từ bán thiết bị và thuế tăng thêm từ lãi vốn là các yếu tố thích hợp.

Trong trường hợp máy mới không bán được mặc dù giá trị ghi sổ là \$12,500, mục thích hợp duy nhất là khoản tiết kiệm thuế do lỗ vốn. Dù có thể có đưa khoản lỗ của giá trị ghi sổ lớn vào trong quá trình phân tích, làm như vậy sẽ làm xáo trộn kế toán với tình trạng kinh tế của các dòng tiền.

Đầu tư thuần trình bày sự khác nhau giữa những dòng vận động của tiền hiện tại, cả vào và ra, mà là hậu quả trực tiếp của quyết định đầu tư. Nếu chúng ta giả định rằng quyết định làm cho vốn lưu động (các khoản phải thu và hàng tồn kho gia tăng trừ các khoản phải trả gia tăng) tăng lên để hỗ trợ khối lượng doanh thu dự kiến cao hơn, thì mọi nguồn vốn cam kết cho mục đích này cũng sẽ thích hợp cho quá trình phân tích của chúng ta. Tương tự như vậy, nếu quyết định hiện tại dự kiến tạo thêm các khoản chi vốn trong những năm sau, những số tiền này sẽ phải ghi nhận trong phân tích. Trong ví dụ thứ hai, chúng ta sẽ trình bày cách xử lý vốn lưu động tăng thêm và các khoản đầu tư tiếp theo được xử lý như thế nào.

Các Dòng Tiền Vào Từ Hoạt Động Kinh Doanh Đã Phân Tích

Như chúng ta đã nêu, các dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh là những thay đổi tiền mặt sau thuế thuần trong các yếu tố doanh thu và chi phí xuất phát từ quyết định đầu tư. Trong ví dụ thay thế máy của chúng ta, trước hết chúng ta phải phân loại các điều kiện mong muốn để xác định các khoản chi phí và doanh thu thích hợp. Mỗi yếu tố phải được kiểm tra cẩn thận về liệu các quyết định thay thế đó có tạo ra mức chênh lệch tiền mặt trong các điều kiện hoạt động hay không. Quyết định thay thế có 3 ảnh hưởng quan trọng như sau:

- Máy mới sẽ mang lại hiệu quả lớn hơn mà sẽ tạo ra sự tiết kiệm chi phí so với máy cũ.
- Số lượng sản phẩm sản xuất bổ sung sẽ mang lại thêm lợi

nhuận, nếu chúng ta giả định các nỗ lực kinh doanh thành công.

- Sẽ có tác động thuế từ thay đổi này về số khấu hao tính cho các hoạt động .

Những tính toán trong Hình 8-2 minh họa cách xử lý những yếu tố này trong ba giai đoạn, như sau :

Giai đoạn 1: Tiết kiệm chi phí kinh doanh . Tiết kiệm chi phí kinh doanh cho mức sản lượng hiện tại (100.000 đơn vị) được tính bằng cách so sánh chi phí hoạt động hàng năm của 2 máy với khối lượng đó. Trong khi mỗi máy đòi hỏi một nhân viên vận hành thì máy mới sẽ chịu chi phí ít hơn \$1,000 về chi phí bố trí vì thời gian của một thợ lành nghề có thể được dùng cho công việc khác trong nhà máy. Chúng ta cũng đã được nói trước đây là máy mới sử dụng vật tư hiệu quả hơn và điều này sẽ làm tiết kiệm được khoảng \$2,000.

Ngược lại, những thay đổi về chi phí chung là không thích hợp với sự so sánh này, vì chi phí chung được thể hiện bằng mức phân bổ theo tỷ lệ 120% của chi phí nhân công trực tiếp. Thật ra chi phí nhân công trực tiếp giảm xuống không có nghĩa chi tiêu về chi phí chung có thay đổi. Thay đổi duy nhất là căn cứ phân bổ, mà trong trường hợp này là chi phí lao động thấp hơn mà theo đó tỷ lệ phân bổ áp dụng không thay đổi. Rõ ràng, người quản lý nhà máy và nhân viên vẫn nhận mức lương như cũ, và chi phí chung khác không bị ảnh hưởng.

HÌNH 8-2 - Phân tích chi phí và lợi nhuận chênh lệch

	Máy cũ	Máy mới	Mức chênh lệch hàng năm
1. Tiết kiệm chi phí kinh doanh từ khối lượng hiện tại, 100.000 đơn vị:			
Nhân công (nhân viên vận hành và lắp đặt)	\$31.000	\$30.000	\$1.000
Vật tư	38.000	36.000	2.000
Sản xuất chung (120% nhân công trực tiếp)	37.200	36.000	_*
	<u>\$106.200</u>	<u>\$ 102.000</u>	<u>\$3.000</u>
2. Đóng góp từ khối lượng bổ sung:			
25.000 đơn vị bán với giá \$1,50 /dv		\$37.500	
Trừ:			
Nhân công (không bổ sung nhân công vận hành)		-	

Chi phí vật tư ở mức 36cent/ đv		(9.000)	
Chi phí bán bổ sung		(11.500)	
Chi phí khuyến mãi bổ sung		(13.000)	\$4.000
Tổng tiết kiệm và đóng góp bổ sung			\$7.000
3. Chênh lệch khấu hao (chi phí bổ sung chỉ cho mục đích thuế)	\$2.500	\$4.000	\$(1.500)
Những cải thiện hoạt động chịu thuế			5.500
Thuế thu nhập ở mức 34%			1.870
Những cải thiện lợi nhuận sau thuế			3.630
Cộng lại khấu hao			1.500
Dòng tiền mặt sau thuế từ hoạt động kinh doanh			\$5.130

* Không thích hợp vì chỉ phản ánh quá trình phân bổ.

Chỉ khi quyết định thay thế trực tiếp tạo nên sự thay đổi thực sự về chi phí chung, như thuế bất động sản cao hơn, tiền đóng bảo hiểm, bảo trì bổ sung, và nhân viên khác và nhân viên kỹ thuật, thì phải được phản ánh trong khi tính toán. Trong những điều kiện này, chúng ta ước tính tổng chi phí chung hàng năm trước và sau khi lắp đặt máy mới và tính các chi phí chênh lệch được đưa vào quá trình phân tích, giống như khi chúng ta làm cho các dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh chênh lệch khác.

Mỗi khi chúng ta so sánh các chi phí hoạt động thì nên sử dụng con số tổng hàng năm hơn là chỉ dựa vào các con số đơn vị. Con số sau có thể làm cho nhà phân tích áp dụng vô thức các quá trình phân bổ kế toán mà về nguyên tắc là không thích hợp với loại phân tích kinh tế này – cho dù chúng cần thiết và thích hợp cho kế toán chi phí (xác định giá vốn hàng bán, giá trị hàng tồn kho, ước tính giá và v.v...) cùng với các chuẩn mực kế toán được chấp nhận chung.

Giai đoạn 2: Mức đóng góp từ khối lượng bổ sung. Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng để xác định mức đóng góp tăng lên từ sản lượng tăng lên. Sự thay đổi này phải được tính như là lợi nhuận bổ sung từ quyết định thay thế, vì máy cũ có mức trần là 100.000 đơn vị sản xuất. Doanh thu bán thêm là \$37,500 từ 25.000 đơn vị bổ sung, bán với giá \$1,50 cho một đơn vị.

Chúng ta biết rằng nhân viên vận hành đang có thể tạo ra sản lượng cao hơn và vì vậy không phải chịu thêm chi phí nhân công. Tuy nhiên, khối lượng cao hơn sẽ yêu cầu vật tư nhiều hơn, được tính ở mức máy sử dụng hiệu quả nhất là 36c/ đv hoặc \$9,000. Chúng ta cũng đã nói về các chi phí khuyến mãi và bán bổ sung phải chịu là \$24,500 để có được khối lượng cao hơn và những điều này thích hợp. Tổng hợp các khoản tiết kiệm chi phí hoạt

động với lợi nhuận tăng thêm, được tổng cộng là \$7,000.

Giai đoạn 3: Chênh lệch khấu hao. Mục thích hợp duy nhất còn lại là cái tác động thuế của khấu hao. Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 2 và 3, khấu hao không thích hợp với các dòng tiền mặt. Đối với mục đích phân tích này thì cần chú ý vì khấu hao là khoản khấu trừ thuế. Phải nhớ rằng vì các chi phí khấu hao thường làm giảm các khoản thanh toán thuế thu nhập nên chúng được gọi là lá chắn thuế. Nếu quyết định đầu tư làm cho các chi phí khấu hao thấp hơn hoặc cao hơn trước đây thì mức chênh lệch được phản ánh như là sự thay đổi về lá chắn thuế.

Đối với ví dụ thay thế của chúng ta thì chênh lệch khấu hao trong 5 năm tiếp theo sẽ là \$1,500, mức tăng lên do nguyên giá cao hơn của máy mới. Chúng ta giả định rằng khấu hao theo đường thẳng cũng được sử dụng nhằm mục đích thuế để làm cho các tính toán đơn giản.

Như được trình bày trong Hình 8-2, các kết quả phân tích trong phần tăng thêm phải đóng thuế là \$7,000, thuế trên thu nhập tăng thêm là \$1,870 và sự thay đổi trong lợi nhuận sau thuế là \$3,630. Mức thuế suất áp dụng thường là mức mà công ty phải trả trên lợi nhuận gia tăng. Ở bước cuối cùng, chênh lệch khấu hao được cộng trở lại để được dòng tiền sau thuế từ hoạt động kinh doanh là \$5,130.

Trong các bước tiếp theo, chúng ta đã phản ánh chính xác sự giảm thuế do chênh lệch khấu hao, nhưng sau đó loại bỏ khấu hao khỏi bức tranh để còn lại hiệu quả tiền mặt kinh tế của đầu tư.

Chúng ta có thể nhận được các kết quả tương tự bằng cách thực hiện phân tích trong 2 giai đoạn:

(1) xác định thuế trên mức tăng thêm từ hoạt động kinh doanh trước khấu hao.

(2) xác định trực tiếp hiệu quả lá chắn thuế của chênh lệch khấu hao. Điều này sẽ xuất hiện như được trình bày dưới đây và như chúng ta có thể mong đợi, kết quả giống hệt như trên:

Tăng thêm từ hoạt động kinh doanh trước khấu hao	\$7.000
Thuế ở mức 34%	<u>2.380</u>
Tăng thêm sau thuế từ hoạt động kinh doanh	\$4.620
Lá chắn thuế ở mức 34% * của mức khấu hao \$1500	<u>510</u>
Dòng tiền mặt sau thuế từ hoạt động kinh doanh	\$5.130

* Mỗi đô la khấu hao tạo ra lá chắn thuế là 1 USD nhân với mức thuế suất đang áp dụng.

Cuộc Đời Kinh Tế Không Bằng Nhau

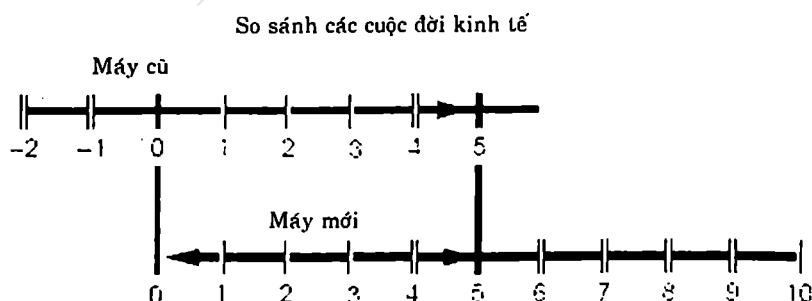
Trong Chương 7, chúng ta đã định nghĩa cuộc đời kinh tế là khoảng thời

gian mà một dự án đầu tư tạo ra lợi nhuận kinh tế. Bây giờ chúng ta thấy tính phức tạp do mức chênh lệch dự kiến về tuổi thọ vật lý của 2 máy. Vì máy cũ được giả định bị hư trong 5 năm, còn máy mới kéo dài 10 năm, không có thay đổi nào về thị trường về sản phẩm được giả định, hai khoản đầu tư này chỉ có thể so sánh cho 5 năm tiếp theo. Sau đó, phương án ban đầu không còn tồn tại và quyết định mới bắt buộc phải thực hiện vào thời điểm đó. Tình huống này được minh họa trong Hình 8-3.

Chênh lệch về doanh thu và chi phí chỉ có thể xác định khi cả 2 phương án cùng tồn tại. Sau 5 năm, máy cũ bị loại bỏ, điều này có nghĩa chúng ta không thể phân tích tình huống quá 5 năm mà không có một số giả định về tuổi thọ còn lại của máy mới. Trong khi chúng ta đã giả định rằng sản phẩm có thể bán trong ít nhất toàn bộ cuộc đời 10 năm của máy mới, sự so sánh về mặt kinh tế đối với quyết định thay thế hiện tại chỉ có thể thực hiện trong 5 năm mà hai phương án này còn hoạt động.

Có 2 cách để xử lý vấn đề này. Trước hết, chúng ta có thể kết thúc quá trình phân tích vào cuối năm thứ 5 và phân bổ một giá trị thu hồi giả định cho máy mới tại thời điểm đó, vì máy có thể hoạt động tốt trong 5 năm nữa. Giá trị kết thúc ước tính này phải được tính như số tiền thu hồi vốn trong năm thứ 5, nghĩa là, hiện giá của nó phải được ghi nhận như dòng tiền lợi nhuận. Cách làm này được sử dụng phổ biến trong thực tế, và để đơn giản, số tiền của giá trị kết thúc được xét ít nhất bằng với giá trị còn lại trên sổ sách. Nhưng, nếu giá trị tài sản hoàn toàn có thể dự đoán được (như trường hợp xe hơi hoặc xe tải,) thì giá trị doanh thu ước tính (đã điều chỉnh theo ảnh hưởng của thuế) được ghi vào quá trình phân tích hiện giá là dòng tiền lợi nhuận.

HÌNH 8-3 – Phạm vi cuộc đời kinh tế trùng lắp



Chỉ có 5 năm có thể so sánh. Nếu máy mới kéo dài hơn thì tuổi thọ máy này phải được cắt ra để so sánh.

Một cách xử lý khác đối với vấn đề này là giả định máy cũ sẽ được thay thế bằng máy mới vào năm thứ 5 và sự thay đổi tương tự sẽ được thực hiện vào năm thứ 10 khi máy mới hiện tại bị thay thế. Cách làm này bao gồm nhiều quá trình dự đoán về các lựa chọn thay thế cho 5 năm hoặc 10 năm sau đó. Ngoài ra, dù đã nỗ lực phân tích thêm, cuộc đời kinh tế của 2 máy vẫn không giống nhau. Quá trình chiết khấu có khả năng làm cho các ước tính của các năm cuối cùng hầu như không quan trọng. Về số dư, trừ khi có một số lý do bắt buộc để thực hiện một loạt các giả định thay thế, phân tích ngưỡng được mô tả ở trên là rõ ràng và thuận tiện cho việc phán đoán.

Bổ Sung Và Thu Hồi Vốn

Việc xử lý các giá trị kết thúc cần được bình luận thêm. Điều này khá phổ biến với những dự án lớn hơn mà thường xuyên yêu cầu những khoản chi vốn bổ sung, và cuối cùng mang lại những khoản thu hồi ít nhất của một phần vốn. Là một vấn đề thực tế, mọi khoản tăng vốn đã cam kết, hoặc thu hồi đều phải được điền vào khung hiện giá như các dòng tiền ra hoặc các dòng tiền vào tại thời điểm mà chúng xảy ra. Điều này cũng áp dụng cho các cam kết vốn lưu động tăng thêm, cũng phải trình bày như những dòng chi khi phát sinh, và có thể được giả định sẽ thu hồi từng phần hoặc toàn bộ vào cuối cuộc đời kinh tế của dự án.

Trong ví dụ thay thế của chúng ta, chúng ta đã thực hiện không có điều kiện nào cho vốn lưu động bổ sung để làm cho vấn đề này tập trung vào những nội dung phân tích cơ bản. Tuy nhiên, giá trị kết thúc giả định của máy mới sau 5 năm được xử lý như khoản thu hồi vốn và được điền vào như dòng tiền vào dương vào cuối năm thứ 5. Để đơn giản, chúng ta giả định giá trị kinh tế của máy này (có thể thực hiện bằng bán hay trao đổi) là bằng với giá trị ghi sổ. Giá trị này có thể lên đến \$20,000 (\$40,000 trừ cho 5 năm khấu hao với mức \$4.000/năm), không có khoản lãi hay lỗ vốn chịu thuế nào được dự kiến.

Tất nhiên, chúng ta phải điều chỉnh giá trị này nếu các tình huống chỉ ra giá trị cao hơn hoặc thấp hơn do những thay đổi công nghệ hoặc các điều kiện khác. Giá trị ghi sổ thường được sử dụng bởi vì dễ thực hiện, không gây ra các khoản lãi hay lỗ chịu thuế, và cũng vì nhu cầu chính xác đối với giá trị kết thúc bị giảm vì tác động số mũ của quá trình chiết khấu trong những năm cuối cùng.

Khung Phân Tích

Với tất cả các số liệu cơ bản có trong tay, bây giờ chúng ta có thể đề ra khung cho phân tích hiện giá. Chúng ta sẽ giả định tiêu chuẩn lợi nhuận

10% và một lần nữa đưa ra các con số trong bảng. Các kết quả như được trình bày trong Hình 8-4, cho biết hiện giá thuần là \$6,013 - tất nhiên giả định rằng tất cả các giả định của chúng ta được chứng minh bằng thực tế. Kết quả cho thấy sự thay thế này là chính đáng, ít nhất về mặt con số.

Như trong Chương 7 chúng ta đã trình bày quá trình phân tích dòng tiền với các thừa số hiện giá cho sẵn. Dĩ nhiên, với bảng tính cũng sẽ đưa ra kết quả giống như khi sử dụng hàm npv ở mức 10% đối với các dòng tiền của năm 1 đến năm 5 (bao gồm cả khoản thu hồi cuối năm), và đầu tư thuần của năm 0 được khấu trừ vào kết quả.

Chú ý rằng quá trình phân tích bị ảnh hưởng đáng kể bởi khoản thu hồi giả định của giá trị ghi sổ \$20,000 vào năm thứ 5, giá trị này bằng dòng tiền vào hiện giá \$12,420. Thực vậy, dòng vào kết thúc làm giảm khoản đầu tư khi xem xét trong kỳ hạn 5 năm, chỉ còn \$13,430 theo hiện giá như có thể xác định ở dòng thứ 4 của bảng phân tích bằng cách cộng trừ hiện giá của các dòng tiền đầu tư. Nên nhớ rằng phân tích kinh tế yêu cầu giá trị thu hồi phải được tính như lợi nhuận tiền mặt vào cuối năm thứ 5, cho dù không hề có ý định bán máy tại thời điểm đó.

Việc đưa giá trị này vào là thích hợp vì công ty có quyền lựa chọn bán máy này vào cuối năm thứ 5 và do đó thực hiện giá trị kinh tế của nó. Tất nhiên sau 5 năm, phương án bán máy có thể so sánh với phương án cam kết lại giá trị có thể thực hiện được \$20,000 nhằm bảo vệ hoạt động kinh doanh sinh lời ở mức 125,000 đơn vị. Nhưng những xem xét sau cần xử lý một loạt quyết định trong tương lai và do vậy không thích hợp với hôm nay.

Chỉ số sinh lời (BCR) của dự án là dương, như chúng ta có thể mong đợi từ hiện giá thuần khoảng \$6,000. Chia \$13,430 (đầu tư thuần trừ thu hồi) cho lợi nhuận hoạt động kinh doanh \$19,433 cho chỉ số là 1.45, kết quả này cho dự án thứ hạng thoả đáng với tỷ suất lợi nhuận bình quân là 10% từ cơ hội đầu tư của công ty. Vì tính không chắc chắn ngầm ẩn khi xác lập giá trị kết thúc mà nhiều nhà phân tích thích thể hiện chỉ số sinh lời bằng cách kết hợp đầu tư thuần ban đầu với tổng các dòng tiền vào, gồm cả những khoản thu hồi vốn. Trong ví dụ của chúng ta, kết quả của phương án sẽ là $\$31,863 \div \$25,850 = 1.23$, một lần nữa cho thấy thoả đáng dù áp dụng kiểm tra nghiêm ngặt hơn. Dù người ta có thể tranh luận và phản đối cả hai phương pháp này, việc ứng dụng nhất quán của một trong hai phương pháp này là thoả đáng.

Suất nội hoàn phải được tìm thấy bằng cách thử nghiệm và sai số khi sử dụng các bảng hiện giá, cả cho từng giá trị và cho niên khoản 5 năm, vì khoản thu hồi vốn vào cuối năm thứ năm làm phức tạp niên khoản. Các quá trình phân tích có thể được xử lý như được trình bày trong Hình 8-5. Thử nghiệm ở mức 15% cho thấy hiện giá thuần dương là \$1,286 mà ở mức 16% thì giảm còn \$466. Vì vậy, kết quả chính xác sẽ nằm đâu đó trên 16%. Một lần nữa, chúng ta đã sử dụng các bảng hiện giá của Chương 7 để minh họa cho quy trình, và độc giả có thể xác nhận kết quả chính xác là 16.6% bằng cách sử dụng hàm irr trên bảng tính và điền vào mô hình tổng dòng tiền cho kì 5 năm.

Phân tích rủi ro đơn giản có thể thực hiện bằng cách tính thời gian hoàn vốn theo hiện giá (cuộc đời tối thiểu) và hiện giá thuần hàng năm. Đối với giá trị trước thì chúng ta phải luy kế các hiện giá của các dòng tiền vào hoạt động kinh doanh cho đến khi chúng xấp xỉ bằng khoản đầu tư thuần \$25,850, như chúng ta thấy trong các bảng hiện giá tích lũy của Hình 8-4. Nhìn nhanh đến dòng thứ 6 cho thấy rằng điều này không xảy ra vào cuối năm 5 khi giá trị cuối cùng \$20,000, được chiết khấu thành \$12,420, được yêu cầu để biến hiện giá thuần thành dương. Nếu chúng ta chắc chắn rằng máy dễ bán như giả định ở đây, chúng ta có thể tranh luận rằng giá trị cuối cùng phải được trừ ra khỏi đầu tư thuần ban đầu. Trong giả định này, thời gian hoàn vốn theo hiện giá thuần sẽ xảy ra vào đầu năm thứ 4. Như một

quy tắc chung, người ta khuyên không tính giá trị cuối cùng theo cách chính xác như vậy, trong điều kiện cạnh tranh và công nghệ luôn thay đổi, thậm chí chỉ trong một vài năm.

Câu hỏi nhỏ về mặt kỹ thuật phát sinh ở đây là liệu chúng ta có nên mang giá trị thu hồi giả định vào cuối năm 5 đến thời điểm gần hơn với điểm hoàn vốn để tính toán chính xác hơn về tuổi thọ tối thiểu hay không. Điều này liên quan đến quá trình lập đi lập lại vì không chỉ là hiện giá của khoản thu hồi phát sinh, mà còn là giá trị bán của máy cũng sẽ cao hơn trong những năm trước đó. Một quá trình phân tích chuẩn như vậy không cần thiết mặc dù có thể xử lý dễ dàng bằng cách thay đổi độ lớn trên các bảng tính và bằng những quá trình mô phỏng thông thường.

Hiện giá thuần hàng năm có thể tìm thấy khi chúng ta chia hiện giá thuần trong Hình 8-4 cho 10% thừa số niên khoản trong năm thứ 5 từ Bảng 7-2 hoặc $\$6,013 \div 3.791$, được $\$1,586$ / năm. Trên bảng tính, chúng ta sẽ sử dụng hàm pmt và chỉ rõ mức chiết khấu 10%, kì hạn 5 năm và hiện giá thuần để tính được số tiền này. Tất cả các lĩnh vực khác không đổi, dự án sẽ đáp ứng tiêu chuẩn tối thiểu 10% nếu các dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh hàng năm trong 5 năm rơi từ $\$5,130$ xuống còn $\$3,544$, tỷ lệ sụt giảm cao hơn 30%. Nếu chúng ta loại bỏ lá chắn thuế của khấu hao là $\$5,130$, sự giảm xuống cho phép về khoản tăng thuần sau thuế từ hoạt động có thể cao hơn 34% ($\$1,586$ so với $\$4,620$) để đạt kết quả giá trị trung tính. Tuy nhiên, nên nhớ rằng trong điều kiện này, dự án chỉ đáp ứng tiêu chuẩn tiền lãi, không tạo ra giá trị cổ đông bổ sung, thậm chí khi tất cả các dòng tiền mặt bổ sung đều đạt được.

Mở Rộng Kinh Doanh

Mô hình dòng tiền mặt trong Hình 8-6 phản ánh nhiều loại cam kết và những khoản thu hồi gắn liền với sự mở rộng kinh doanh lớn. Trong giai đoạn đầu của dự án, chúng ta tìm thấy không chỉ là chi phí cho cơ sở vật chất mà còn sự tích lũy của vốn lưu động trong năm đầu tiên và năm thứ hai. Chi phí thiết bị bổ sung của vốn lưu động trong năm thứ 4 và năm thứ 6, dù các khoản thu hồi thiết bị và vốn lưu động được thực hiện khi cuộc đời kinh tế đến cuối năm thứ 8. Tất cả dòng tiền mặt đều được giả định phản ánh doanh thu và kinh phí dự kiến tăng thêm do quyết định đầu tư tạo ra, và chúng được điều chỉnh với mục đích thuế. Dòng tiền mặt hoạt động định kỳ cho thấy một giai đoạn phát triển, đỉnh ở những năm giữa và sự giảm xuống về phía cuối.

Không có khái niệm nào mới được yêu cầu chúng ta xử lý ở ví dụ đầu tư này. Như chúng ta đều biết trong Chương 3, sự bổ sung vốn lưu động mới (hàng tồn kho tăng thêm và các khoản phải thu trừ đi những nghĩa vụ

thương mại mới) phản ánh cam kết của các nguồn lực rõ ràng như chi phí cho nhà cửa và thiết bị, ngoại trừ không có khoản xoá sổ khấu hao nào liên quan. Nếu tất cả hàng tồn kho và khoản phải thu được dự kiến sẽ thanh lý thành công vào cuối tuổi thọ kinh tế thì những nguồn vốn này (đã trừ các khoản phải trả) sẽ trở thành dòng tiền vào tại điểm đó, một khoản thu hồi vốn. Nếu chúng ta giả định một phần của khoản đầu tư này không thể bán và không thể thu hồi, thì con số này phải giảm xuống tương ứng.

Chi phí vốn bổ sung cho thiết bị trong tuổi thọ của dự án được nhận diện đơn giản như những dòng tiền ra khi phát sinh. Tuy nhiên, chúng ta phải quan tâm để phản ánh mô hình khấu hao bổ sung trong từng trường hợp vì lá chắn thuế bổ sung trong các kỳ hoạt động tương lai và chúng ta có thể giả định rằng điều này đã được thực hiện trong các dòng tiền mặt trình bày. Dòng tiền mặt không đều của dự án thể hiện không có vấn đề nào khi chúng ta sử dụng bảng tính và máy tính để tìm ra giá trị hiện tại thuần của mô hình dòng tiền mặt tổng quát và rút ra trực tiếp các biện pháp đã liệt kê khác. Đối với thời gian hoàn vốn theo hiện giá thì thời giá của từng kỳ phải được tính toán và tích lũy theo kỳ. Nhưng để chứng minh nền tảng của các quá trình tính toán thì chúng ta lại một lần nữa sử dụng các bảng hiện giá để thể hiện các thừa số liên quan.

HÌNH 8-6 - Phân tích hiện giá của dự án mở rộng phức hợp (\$1,000)

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Năm 8	Tổng cộng
Chi phí thiết bị và thu hồi **	\$ -130,000	0	0	0	\$ -15,000	0	\$ -10,000	0	\$ 25,000	\$ -130,000
Chi phí vốn lưu động và sự thu hồi	0	\$ -25,000	\$ -20,000	0	0	0	0	0	35,000	-10,000
Dòng tiền vào từ hoạt động kinh doanh		20,000	40,000	\$40,000	\$40,000	\$50,000	\$50,000	\$20,000	10,000	270,000
Tổng dòng tiền mặt của dự án	-130,000	-5,000	20,000	-40,000	25,000	50,000	40,000	20,000	70,000	130,000
Thừa số hiện giá ở mức 12%	1,000	0,893	0,797	0,712	0,636	0,567	0,507	0,452	0,404	
Hiện giá của dòng tiền mặt đầu tư	-130,000	-22,325	-15,940	0	-9,540	0	-5,070	0	24,240	
Hiện giá của dòng tiền mặt hoạt động	0	17,860	31,880	28,480	25,440	25,350	25,350	9,040	4,040	
Hiện giá của tổng dòng tiền mặt	-130,000	-4,465	15,940	28,480	15,900	28,350	20,280	9,040	28,280	
Hiện giá tích lũy	\$ -130,000	\$ -134,465	\$ -118,525	\$ -90,045	\$ -74,145	\$ -45,795	\$ -25,515	\$ -16,475	\$ 11,805	
Hiện giá thuần ở mức 12%										11,805
Chỉ số sinh lời ở mức (BCR) 12%										1,09
Suất nội hoàn										13,9%
Thời gian hoàn vốn theo hiện giá ở mức 12% (yêu cầu một phần thu hồi vốn)										Năm 8

** Khoản hao bổ sung của vốn đầu tư trong năm 4 và 6, đã được phản ánh trong dòng tiền mặt

‡ Giá định lý khi thanh lý là \$10,000.

Như đã trình bày trong Hình 8-6, kết quả dự kiến của dự án là hiện giá thuần dương khoảng 12 triệu đôla. Chỉ số sinh lời khoảng 1.1, trong khi suất nội hoàn khoảng 14%, và thời gian hoàn vốn theo hiện giá không đạt được cho đến năm thứ 8, yêu cầu khoảng ½ thu hồi cuối cùng. Những kết quả này thể hiện số dư cho sai sót rất ít. Khi chúng ta xác định hiện giá thuần hàng năm thì kết quả cho thấy dòng tiền vào từ hoạt động hàng năm có thể bị giảm xuống $\$11,815 \pm 4.968$, hoặc tối đa khoảng 2,4 triệu đôla một năm.

Cho đến bây giờ, chúng ta đã đề cập nhiều và chúng ta có thể thực hiện các lĩnh vực tài chính định lượng về phân tích với số liệu có trong tay. Những đánh giá khác nhau dẫn đến quyết định cuối cùng đòi hỏi phải hiểu biết thấu đáo hơn về bản chất của sản phẩm, công nghệ, những yêu cầu và triển vọng của thị trường, tình hình cạnh tranh và v.v... Như chúng ta đã phác thảo trong phần đầu của chương này, chúng ta không thể nhấn mạnh quá mức về tầm quan trọng của những lĩnh vực này đối với quyết định đầu tư kinh doanh đã am hiểu tốt.

CÁC PHƯƠNG ÁN CÓ TÍNH LOẠI TRỪ LẤN NHAU

Cho đến bây giờ chúng ta đã đề cập đến nhiều dự án đầu tư riêng lẻ mà không quan tâm đến câu hỏi rộng hơn về vấn đề là làm sao mà những dự án này phù hợp với toàn bộ các khả năng sẵn sàng của công ty. Chúng ta đã giả định những ví dụ của chúng ta là những dự án đầu tư độc lập, có thể được đánh giá và phân loại so với những dự án độc lập khác. Tuy nhiên, bất kỳ lúc nào thì ban giám đốc cũng phải đối mặt với vấn đề đánh giá dự án mà không độc lập với dự án khác. Đây là trường hợp về một loạt những phương án khác nhau sẵn có để đạt được cùng mục đích. Chúng được gọi là phương án có tính loại trừ lẫn nhau, vì khi chọn phương án này thì sẽ loại bỏ những phương án khác.

Phân tích tình huống như vậy chỉ là trường hợp đặc biệt của phân tích kinh tế mà sử dụng những khái niệm dưới đây giống như trước đây, nhưng nhấn mạnh đến lý do tăng thêm. Để minh họa, trước hết, chúng ta lấy trường hợp lựa chọn đơn giản giữa tiếp tục một quy trình hiện tại thông qua kinh phí bảo trì khá cao so với thay thế thiết bị, chi phí bảo trì thấp và giá trị cuối cùng đáng kể. Tiếp theo, chúng ta sẽ đề cập đến vấn đề lựa chọn giữa giải pháp toàn bộ, tiên tiến đối với nâng cấp trang thiết bị so với giải pháp kinh tế với chi phí vốn thấp hơn và lợi nhuận thấp hơn, mỗi phương án có thể phục vụ cho mục đích giống nhau. Cuối cùng, chúng ta sẽ thảo luận ba sự lựa chọn khả thi về đầu tư cơ sở vật chất và vốn lưu động để sản xuất và bán sản phẩm đã thay đổi và so sánh với những hàm ý kinh tế của phương án đó.

Bảo Trì So Với Thay Thế

Vấn đề này liên quan đến sự cân bằng thường gặp về thực hiện hoạt động bằng cách bảo trì thiết bị với các mức chi phí cao hơn so với yêu cầu thay thế thiết bị mới. Quyết định phải được nhìn thấy trong phạm vi thị trường, và sự thay đổi công nghệ, và cũng giữ lại câu hỏi liệu bảo trì thiết bị hiện tại sẽ bảo đảm hoạt động liên tục của sản phẩm hoặc dịch vụ có chất lượng cao hay không. Ví dụ của chúng ta trong Hình 8-7 giả định rằng chi phí bảo trì trong 5 năm, sẽ tăng từ \$40,000 trong năm thứ 1 cho đến năm thứ 3 phải tiến hành đại tu với chi phí cần thiết là \$100,000, ngoài ra còn \$80,000 chi phí bảo trì định kỳ, sau đó chi phí bảo trì sẽ trở lại mức cũ.

Phương án thay thế được trình bày trong Hình 8-8 yêu cầu kinh phí hiện tại của thiết bị là \$400,000, vẫn còn có giá trị là \$100,000 (đã điều chỉnh thuế) vào cuối năm thứ 5 và sẽ được khấu hao đều trong 5 năm. Chi phí bảo trì tăng nhẹ từ \$8,000 trong năm 1 đến \$12,000 trong năm 5.

HÌNH 8-7 So sánh bảo trì so với thay thế: 1. Bảo trì

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Tổng cộng
Chi phí bảo trì	0	\$ -40,000	\$ -60,000	\$ -180,000	\$ -30,000	\$ -40,000	\$ -350,000
Mức thuế	0	36%	36%	36%	36%	36%	
Chi phí sau thuế	0	-25,600	-38,400	-115,200	-19,200	-25,600	-224,000
Lá chắn thuế của khấu hao	0	0	0	0	0	0	0
Tổng dòng tiền ra của dự án	0	-25,600	-38,400	-115,200	-19,200	-25,600	-224,000
Thừa số hiện giá ở mức 12%	1,000	0.893	0.797	0.712	0.636	0.567	
Hiện giá của dòng tiền ra	0	-22,861	-30,605	-82,022	-12,211	-14,515	
Hiện giá tích lũy	0	\$-22,861	\$-53,466	\$-135,488	\$-147,699	\$-162,214	
Chi phí hiện giá thuần ở mức 12%							\$ -162,214
Chi phí hiện giá thuần hàng năm ở mức 12%							\$ -45,000

HÌNH 8-8: So sánh bảo trì so với thay thế: 2. Thay thế

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Tổng cộng
Kinh phí thiết bị và thu hồi	\$-400,000					\$ 100,000	\$ -300,000
Chi phí bảo trì	0	\$ -8,000	\$ -9,000	\$ -10,000	\$ -11,000	-12,000	-50,000
Mức thuế		36%	36%	36%	36%	36%	
Chi phí sau thuế	0	-5,120	-5,960	-6,400	-7,040	-7,680	-32,000
Lá chắn thuế của khấu hao (80,000\$x.36)	0	28,800	28,800	28,800	28,800	28,800	144,000
Tổng dòng tiền vào của dự án (bao gồm khoản thu hồi)	-400,000	23,680	23,040	22,400	21,760	121,120	\$ -188,000
Thừa số hiện giá ở mức 12%	1,000	0,893	0,797	0,712	0,636	0,567	
Hiện giá của dòng tiền mặt	-400,000	21,146	18,363	15,949	13,839	68,675	
Hiện giá tích lũy	\$-400,000	\$-378,854	\$-360,491	\$-344,542	\$-330,703	\$-262,028	
Chi phí hiện giá thuần ở mức 12%							<u>\$-262,028</u>
Chi phí hiện giá thuần hàng năm ở mức 12%							<u>\$-72,689</u>

Dường như tất cả kinh phí tiền mặt và khoản thu hồi đều tương đương cho cả hai phương án trong 5 năm với mức \$350,000 cho từng phương án, nhưng mức chênh lệch về tính thời gian là đáng kể. Tiêu chuẩn lợi nhuận 14% đã được quy định, và giả định hai phương án chỉ là những tùy chọn khả thi để giải quyết tình huống này.

Cả hai quá trình phân tích trình bày các mô hình dòng tiền mặt theo hình thức quen thuộc, tập trung vào chi phí hiện giá thuần tương ứng, cả về tổng thể và hàng năm. Vì cả hai cách khác nhau để đạt được cùng mục tiêu cho nên có thể tập trung vào chi phí này. Chú ý rằng tác động quan trọng của hiệu quả lá chắn thuế giảm trong phương án thứ hai đã khiến dòng tiền mặt hàng năm dương.

Nếu chúng ta giả định rằng một trong hai phương án sẽ phục vụ cho những yêu cầu của sản phẩm/dịch vụ ngang bằng nhau thì phương án thứ nhất cao hơn theo quan điểm kinh tế, chiếm khoảng \$100,000 ít hơn trong chi phí hiện giá. Tuy nhiên, như chúng ta đã đề cập trước đây thì câu hỏi quan trọng liên quan đến liệu phương án thứ nhất có thể thực hiện những mong đợi hay không, đặc biệt nếu bảo trì lớn và đại tu năm thứ 3 làm ngừng

hoạt động kinh doanh và giảm khối lượng và chất lượng. Mức chênh lệch trong chi phí hiện giá thuần của phương án thứ hai có thể được xem xét như sự bảo đảm không bị nguy cơ tiềm năng này, tuy nhiên vẫn nên định lượng chi phí gián đoạn tiềm năng khi phân tích phương án thứ nhất.

Giải Pháp Toàn Diện So Với Giải Pháp Kinh Tế

Một ví dụ khác về những phương án loại trừ lẫn nhau là tình huống thường gặp mà ở đó, giải pháp toàn diện về tăng thêm hoặc mở rộng cơ sở vật chất hoặc thiết bị hỗ trợ, như hệ thống máy tính, sẽ tạo ra giá trị cao hơn tiêu chuẩn lợi nhuận. Tuy nhiên, khi kiểm tra kỹ hơn có thể có giải pháp kinh tế mà ở đó kinh phí vốn thấp hơn đáng kể và lợi nhuận thấp hơn ở một mức độ nào đó sẽ tạo ra giá trị cao hơn. Một khi những phương án có thể thay thế này đã được quy định và phân tích thì những kết quả kinh tế cho thấy một giải pháp kinh tế rõ ràng hơn và phân tích tăng thêm chứng minh sự phá hoại giá trị do kinh phí vốn bổ sung yêu cầu trong giải pháp toàn diện. Vấn đề thực tế trong kịch bản này là giải pháp toàn diện dễ đáp ứng các tiêu chuẩn cho nên giải pháp kinh tế có thể không được phân tích.

Phân tích giải pháp toàn diện trong hình 8-9 cho thấy dự án 7 năm với kinh phí 11,5 triệu đôla, thu hồi là 1,0 triệu đô trong năm thứ 7 và mức lợi nhuận hàng năm là 4,0 triệu đôla trước thuế. Để đơn giản, chúng ta giả định dòng tiền mặt và khấu hao theo đường thẳng trong 7 năm, và khoản thu hồi vốn trong năm thứ 7 là giá trị thuần sau thuế. Tiêu chuẩn lợi nhuận của công ty là 14%, và như phân tích cho thấy thì dự án có hiện giá thuần là khoảng 2,2 triệu đôla, chỉ số sinh lời là 1.2 và thời gian hoàn vốn theo hiện giá ở giữa năm thứ 5 và năm thứ 6, phụ thuộc vào cách xử lý khoản thu hồi trong năm 7. Vì vậy dự án này dường như khá triển vọng.

Tuy nhiên, khi chúng ta phân tích sự lựa chọn kinh tế trong hình 8-10, thì kết quả xuất hiện còn có nhiều triển vọng hơn. Về kinh phí chỉ có 8.75 triệu đôla và khoản thu hồi ít hơn 0.75 triệu đôla, mong muốn lợi nhuận ở mức 10%, ít hơn 3.6 triệu đôla / năm. Nhưng khi hoàn thành phân tích thì hiện giá thuần cao hơn khoảng 1.0 triệu đôla, chỉ số sinh lời tăng đến 1.36 và IRR nhảy lên 25%. Thời gian hoàn vốn đạt được giữa năm thứ 4 và năm thứ 5. Nếu kiểm tra kỹ tình trạng này cho thấy rằng thực tế thì sự lựa chọn kinh tế có thể đáp ứng mục tiêu của dự án, giải pháp này rõ ràng hơn hẳn.

HÌNH 8-9: So sánh phương án: Giải pháp toàn bộ (\$1,000)

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Tổng cộng
Kinh phí thiết bị và khoản Thu hồi	\$ -11,500	0	0	0	0	0	0	\$1,000	\$-10,500
Lợi nhuận hàng năm	0	\$4,000	\$4,000	\$4,000	\$4,000	\$4,000	\$4,000	4,000	28,000
Mức thuế		36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	
Lợi nhuận sau thuế	0	2,560	2,560	2,560	2,560	2,560	2,560	2,560	17,920
Lãi chẵn thuế của khấu hao (1.500 x .36)	0	540	540	540	540	540	540	540	3,780
Tổng dòng tiền mặt của dự án (bao gồm thu hồi)	\$ -11,500	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	4,100	11,200
Thừa số hiện giá ở mức 14%	1,000	0,877	0,769	0,675	0,592	0,519	0,456	0,400	
Hiện giá của dòng tiền mặt	-11,500	2,719	2,384	2,093	1,835	1,609	1,414	1,640	
giá trị hiện tại tích lũy	\$ -11,500	\$ -8,781	\$ -6,397	\$ -4,305	\$ -2,470	\$ -861	\$ 553	\$2,193	
Hiện giá thuần ở mức 14%									<u>\$ 2,193</u>
Chỉ số sinh lời (BCR) ở mức 14%									<u>1,19</u>
Suất nội hoàn									<u>19,9%</u>
Thời gian hoàn vốn theo hiện giá ở mức 14%									<u>Năm 6</u>

Để minh họa tác động giá trị khi lựa chọn phiên bản toàn diện so với phiên bản kinh tế thì chúng ta đã chuẩn bị bản phân tích chênh lệch trong Hình 8-11. Kết quả trình bày rõ ràng rằng kinh phí tăng thêm 2.75 triệu đôla đạt được chỉ ở mức 0.4 triệu đôla cho lợi nhuận tăng thêm một năm, tạo ra hiện giá thuần âm, với tất cả các thước đo khác cho thấy đây là một phương án đầu tư kém. Ví dụ đơn giản này lại một lần nữa minh họa tầm quan trọng của việc phân tích tất cả các phương án thích hợp với một dự án để bảo đảm rằng các nguồn lực của công ty được khai thác với khả năng tạo ra giá trị cao nhất tính theo hiện giá thuần.

So Sánh Các Kịch Bản Khác Nhau

Tiếp tục phân tích ví dụ trước đây thì chúng ta có thể lấy trường hợp tổng quát trong đó có ba cách tiềm năng để đạt được sự thực hiện của đầu tư sản phẩm mới đã được xác định, phân tích và định lượng. Mỗi phương án sẽ đạt được mục đích trong 7 đến 8 năm tiếp theo và tiêu chuẩn lợi nhuận của công ty là 14%. Phương án đầu tiên thể hiện công nghệ đang có, phương án thứ hai thể hiện chi phí nhiều hơn nhưng quy trình tiến bộ hơn trong khi đó phương án thứ ba cung cấp công suất cao hơn cũng như quy trình tiến bộ hơn. Chúng ta giả định tiếp rằng cả chất lượng của các ước tính và tính không chắc chắn về kết quả là giống nhau trong cả ba trường hợp – tuy không thực tế nhưng làm đơn giản hoá ví dụ của chúng ta ở đây.

HÌNH 8-10 : So sánh phương án: Giải pháp kinh tế (\$1,000)

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Tổng cộng
Kinh phí thiết bị và Thu hồi	\$ -8,750	0	0	0	0	0	0	\$750	\$-8,000
Lợi nhuận hàng năm	0	\$3,600	\$3,600	\$3,600	\$3,600	\$3,600	\$3,600	\$3,600	25,200
Mức thuế		36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	
Lợi nhuận sau thuế	0	2,304	2,304	2,304	2,304	2,304	2,304	2,304	16,128
Lá chắn thuế của khấu hao (1.500 x.36)	0	414	414	414	414	414	414	414	2,898
Tổng dòng tiền mặt của dự án (bao gồm thu hồi)	-8,750	2,718	2,718	2,718	2,718	2,718	2,718	3,468	11,026
Thừa số hiện giá ở mức 14%	1,000	0,877	0,769	0,675	0,592	0,519	0,456	0,400	
Hiện giá của dòng tiền mặt	-8,750	2,384	2,090	1,835	1,609	1,411	1,239	1,387	
Giá trị hiện tại tích lũy	\$ -8,750	\$ -3,366	\$ -4,276	\$ -2,442	\$ -832	\$ 578	\$ 1,818	\$ 3,205	
Hiện giá thuần ở mức 14%									<u>\$3,205</u>
Chỉ số sinh lời (BCR) ở mức 14%									<u>1,36</u>
Suất nội hoàn									25,0%
Thời gian hoàn vốn theo hiện giá ở mức 14%									năm 5

HÌNH 8-11: So sánh phương án: Phân tích chênh lệch (\$1,000)

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Tổng cộng
Kinh phí thiết bị và Thu hồi	\$ -2,750	0	0	0	0	0	0	\$ 250	\$ -2,500
Lợi nhuận hàng năm	0	\$ 400	\$ 400	\$ 400	\$ 400	\$ 400	\$ 400	400	2,800
Mức thuế		36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	
Lợi nhuận sau thuế	0	256	256	256	256	256	256	256	1,792
Lá chắn thuế của khấu hao (350\$ x.36)	0	126	126	126	126	126	126	126	882
Tổng dòng tiền mặt của dự án (bao gồm sự thu hồi)	\$ -2,750	382	382	382	382	382	382	632	174
Thừa số hiện giá ở mức 14%	1.000	0.877	0.769	0.675	0.592	0.519	0.456	0.400	
Hiện giá của dòng tiền mặt	-2.750	335	294	258	226	198	174	253	
Hiện giá tích lũy	\$ -2,750	\$ -1,415	\$ -2,121	\$ -1,863	\$ -1,637	\$ -1,439	\$ -1,265	\$ -1,012	
Hiện giá thuần ở mức 14%									<u>\$ -1,012</u>
Chỉ số sinh lời (BCR) ở mức 14%									<u>0.63</u>
Suất nội hoàn									<u>1.46%</u>
Thời gian hoàn vốn theo hiện giá ở mức 14%									Không

Những phạm vi quan trọng của ba phương án được trình bày như sau:

Phương án	Đầu tư thuần	Dòng tiền vào hàng năm	Giá trị cuối cùng
(1) Tiêu chuẩn	\$500,000	\$112,000	\$150,000
(2) Cao cấp	600,000	128,000	150,000
(3) Mở rộng	750,000	169,000	200,000

Ba thước đo đầu tư chính được tính toán và xuất hiện như sau:

Phương án	Hiện giá thuần (NPV)	Suất nội hoàn (IRR)	Chỉ số sinh lời (BCR)
(1) Tiêu chuẩn	\$40,256	16.3%	1.08
(2) Cao cấp	8,864	14.4	1.01
(3) Mở rộng	54,672	16.1	1.07

Trước hết, chúng ta thấy rằng cả ba phương án đều đáp ứng tiêu chuẩn của công ty bằng từng biện pháp mặc dù có những mức độ khác nhau. Tuy nhiên, vấn đề là phải lựa chọn phương án tốt nhất trong số ba phương án và chúng ta phải đấu tranh để lựa chọn với những tín hiệu khác nhau. Từ quan điểm hiện giá thuần thì phương án thứ 3 rõ ràng là phương án tốt nhất trong khi IRR và BCR cho kết quả tốt hơn ở phương án 1.

Chúng ta phải nhớ rằng mục tiêu của đầu tư thành công là tạo ra sự cân bằng về kinh tế mà sẽ làm tăng giá trị của cổ đông. Bởi vì chỉ có thể lựa chọn được một phương án cho nên điều này gây tranh cãi cho phương án 3 với hiện giá thuần cao nhất. Nhưng phương án 3 là phương án với chi phí cao nhất và sự tạo thành giá trị của nó trên đôla đầu tư (BCR) thấp hơn một ít so với phương án 1.

Một cách hữu ích khi nghĩ về các lĩnh vực kinh tế của những phương án loại trừ nhau là kiểm tra lợi nhuận tăng thêm nhận được khi một phương án thay đổi từ ít tốn kém hơn thành tốn kém nhất như chúng ta đã thực hiện trong ví dụ trước đây. Trong tình hình này thì đầu tư tăng thêm cho phương án 2 là \$100,000 nhưng nó giảm hiện giá thuần từ \$40,256 còn \$8,864. Đây rõ ràng không phải là điều mong muốn và các biện pháp IRR và BCR thấp hơn cho phương án 2 khẳng định điều này. Tuy nhiên thực hiện phương án 1 thay thế cho phương án 3 tạo ra khoản đầu tư tăng thêm là \$250,000 mà cải thiện hiện giá thuần bằng 14416. Khoản đầu tư tăng thêm này chắc chắn vượt quá tiêu chuẩn của công ty là 14% bởi vì IRR của công ty có thể được tính ở mức 15.7%. Kết quả này không hấp dẫn bằng phương án 1 với IRR 16.3% - nhưng sau đó câu hỏi xuất hiện là liệu công ty có các dự án khác có thể có mức lợi nhuận tốt hơn 15.7% hay không. Nếu không, phương án 3 sẽ rõ ràng hơn, giả sử rằng tất cả các lĩnh vực đánh giá khác là có thể so sánh trong số ba phương án - đặc biệt khối lượng kinh doanh cao hơn có thể được tính toán.

Tất nhiên cũng phải xem xét đến nhiều yếu tố khác cho quyết định cuối cùng như những rủi ro hoạt động và công nghệ có liên quan của phương án, những vấn đề thực hiện và thị trường. Những gì mà chúng ta đã thấy ở đây là sự giải thích về các kết quả kinh tế để minh họa cách đánh giá sự tạo thành giá trị.

XỬ LÝ RỦI RO VÀ NHỮNG TÌNH HUỐNG THAY ĐỔI

Trong quá trình thảo luận chúng ta đã đề cập đến những ước tính chi phí và lợi nhuận tương lai. Trong thực tế thì những ước tính này thường xuyên sai sót. Khi những dự án này đang thực hiện tốt hơn mức mong đợi thì tất cả đều tốt. Tuy nhiên, khi những kết quả thực sự là thất vọng thì

phân tích kinh tế trở nên quan trọng nếu nó có thể chấm dứt dự án giữa chừng. Tuy chọn như vậy là đặc biệt quan trọng nếu một dự án có điểm quyết định khác cho đầu tư bổ sung.

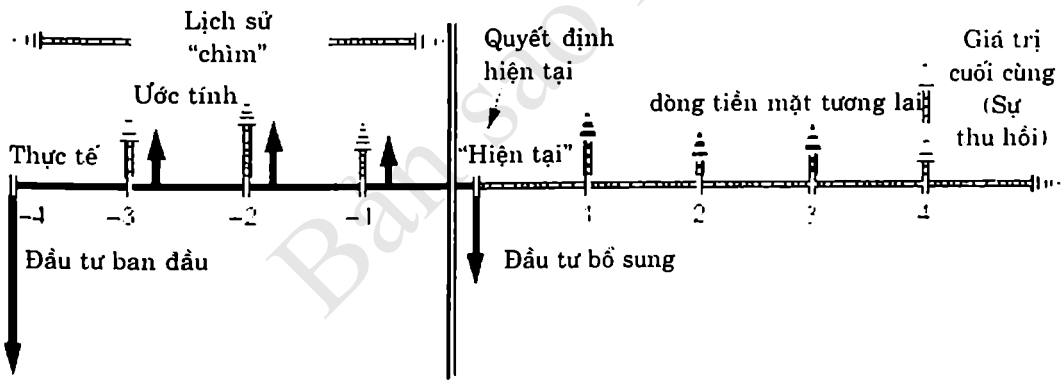
Hình 8-12 minh họa tình huống mà ở đó bốn năm đầu của tuổi thọ dự án đã qua với các kết quả thất vọng và ban giám đốc phải đối mặt với tình trạng liệu có cấp vốn cho giai đoạn đầu tư thứ hai hay không. Quy tắc chủ yếu của các tình trạng kinh tế để nhớ ở đây là những khoản đầu tư đã qua và những dòng tiền mặt bị giảm xuống và rằng chỉ có những dòng tiền mặt hiện tại và tương lai là ảnh hưởng đến quyết định tiếp tục hay rút lui. Vì vậy, sự cân bằng kinh tế nằm giữa:

- Một mặt, hiện giá thuần của đầu tư bổ sung và dòng tiền mặt tương lai đã điều chỉnh, và

- Mặt khác, bất kỳ giá trị thu hồi nào của khoản đầu tư hiện nay.

Nếu không có yêu cầu đầu tư bổ sung nào thì sự cân bằng nằm giữa hiện giá của dòng tiền mặt và giá trị thu hồi. Trong bất kỳ trường hợp nào thì cũng cần phải xem xét mở rộng từ thời điểm quyết định đến tương lai.

HÌNH 8-12 Kết quả thực sự thấp hơn kết quả mong đợi - Quyết định mới



Có thể xảy ra tranh luận giống nhau khi công ty đối mặt với quyết định tạo ra sản phẩm hoặc dịch vụ sau khi chi nhiều hơn kế hoạch cho nghiên cứu và phát triển. Chúng ta đã chạm đến vấn đề này trong các thảo luận về chi phí chìm. Với khả năng hiểu biết sâu sắc thì quyết định trước đây để đầu tư trong toàn bộ dự án là một dự án tồi bởi vì đã dự đoán mức chi tiêu cho nghiên cứu cao hơn, tổng dự án không đáp ứng được tiêu chuẩn lợi nhuận. Nhưng quyết định hiện tại để thực hiện với nguồn vốn trong giai đoạn sản xuất tiếp theo có thể sẽ vẫn duy trì với sự lựa chọn kinh tế lành mạnh, nếu những ước tính về giá, khối lượng tương lai và chi phí tiếp tục có triển vọng.

Sức ép của những sai sót trong quá khứ không thể cho phép ngăn chặn đánh giá lành mạnh mà có thể dựa trên các yếu tố tương quan, đó là, điều kiện hiện tại và tương lai có thể bị ảnh hưởng bởi quyết định hiện tại. Cùng lúc này, rõ ràng ban giám đốc phải cẩn thận không được tạo ra chi phí chìm thông qua một loạt những đầu tư như vậy, mỗi đầu tư như một tổng thể trở nên không vừa lòng do sự vượt quá trước đây, mặc dù sức hấp dẫn của những giai đoạn sau đó. Nên nhớ rằng chi phí chìm là những chi phí tương lai ở một thời điểm, và những chi phí này phải được ước tính hợp lý và phân tích kĩ khi chúng liên quan với quyết định ban đầu.

Xác Định Rủi Ro

Những ước tính được sử dụng để phân tích các đầu tư là không chắc chắn vì chúng đề cập đến những điều kiện tương lai. Như chúng ta đã nói trước đây, đầu tư kinh doanh liên quan đến rủi ro vì sử dụng những tình trạng không chắc chắn xung quanh những biến thể quan trọng. Nhà phân tích chuẩn bị các tính toán đầu tư và ban giám đốc sử dụng những kết quả này để ra quyết định, cho phép một loạt các kết quả khả dĩ. Thậm chí những ước tính tốt nhất cũng có thể có sai sót khi xảy ra các sự kiện, những quyết định lúc nào cũng phải thực hiện trước khi trải nghiệm.

Thách thức trong đánh giá và phân tích là để đánh giá rủi ro vốn có trong những biến số quan trọng của đề xuất đầu tư. Phân tích rủi ro này có thể thực hiện dưới nhiều hình thức. Trong các chương trước đây, chúng ta đã đề cập đến phân tích độ nhạy cảm như một phương tiện chính thức của kiểm tra tác động về những thách thức chính trong những giả định quan trọng này. Quy trình này có thể không chính thức như lập lý do tăng thêm hoặc nó có thể liên quan một cách hệ thống đến hoạt động qua tác động của những thay đổi giả định trong doanh thu, tiết kiệm hoạt động, chi phí, quy mô của kinh phí, thu hồi vốn và v.v... cho dù là riêng lẻ hay kết hợp. Chúng ta cũng đã thảo luận bằng cách sử dụng hai biện pháp hiện giá, thời gian hoàn vốn theo hiện giá và hiện giá thuần hàng năm như những công cụ đánh giá rủi ro đơn giản cho phép người sử dụng kiểm tra tác động của những thay đổi chung trong dòng tiền mặt định kỳ và sự thu hồi cuối cùng.

Trước đây, chúng ta đã đề cập ngắn gọn về cách tiếp cận cụ thể hơn liên quan đến sử dụng những kịch bản khác nhau dựa trên một loạt những ước tính cho tổng dòng tiền mặt hoặc cho những biến thể quan trọng riêng lẻ tạo nên các dòng tiền mặt. Phương pháp này giúp người ra quyết định kiểm tra những trường hợp bi quan và lạc quan nhất cũng như những con số có thể nhất và nó khá xa với những ước tính từng thời điểm, đặc biệt cho những đầu tư đáng kể. Trước hết, chúng ta sẽ thảo luận cách sử dụng một loạt những ước tính và sự áp dụng có lựa chọn này trong những mô phỏng xác

suất chi tiết hơn dưới đây. Cuối cùng, chúng ta đề cập đến vấn đề các phạm vi điều chỉnh rủi ro.

Những Phạm Vi Ước Tính

Rủi ro có thể được định nghĩa như mức độ thay đổi trong các mức lợi nhuận tiền mặt thực sự so với ước tính của một đầu tư. Độ lệch có thể càng rộng thì rủi ro càng lớn. Vì vậy, sử dụng phạm vi những ước tính là cách tiếp cận trực tiếp hơn cho phân tích rủi ro đầu tư. Tuy nhiên, không cần thiết để thực hiện điều này cho tất cả các loại hình đầu tư vì các mức độ rủi ro khác nhiều trong các đầu tư tài chính và kinh doanh cũng như tầm quan trọng và độ lớn của bản thân các đầu tư.

Ví dụ, rủi ro liên quan đến trái phiếu Chính phủ Mỹ thực sự là khá nhỏ vì sự vỡ nợ đối với thanh toán tiền lãi là hoàn toàn không thể xảy ra. Vì vậy, phạm vi của những lợi nhuận có thể từ đầu tư trái phiếu tập trung vào những thanh toán hợp đồng - thực sự là không có phạm vi nào cả. Ngược lại, rủi ro của đầu tư kinh doanh cho sản phẩm và dịch vụ là một chức năng của toàn bộ một chuỗi các mức lợi nhuận có thể mà có thể đi từ các dòng tiền mặt dương sang các điều kiện thua lỗ. Tính trạng không chắc chắn bao quanh các kết quả này đặt ra thách thức cho nhà phân tích và người ra quyết định.

Những ước tính “một điểm” của các đề án dòng tiền mặt hàng năm mà chúng ta đã sử dụng cho đến bây giờ là những kết quả mong đợi dựa trên sự đánh giá tốt nhất của nhà phân tích và loại thông tin có sẵn. Trong thực tế thì chúng lên đến mức trung bình của các kết quả có thể, được cân bằng rõ ràng bằng những xác suất triển vọng. Bằng cách giới thiệu một chuỗi các mức mong đợi, thấp và cao của dòng tiền mặt vào và ra hàng năm, nhà phân tích có thể sử dụng mẫu phân tích độ nhạy cảm để chỉ ra hậu quả của những dao động mong đợi trong các kết quả hàng năm – và mức độ rủi ro nữa. Bất kỳ lúc nào thì kinh nghiệm trong quá khứ có thể cung cấp manh mối cho phạm vi những kết quả trong tương lai nhưng về cơ bản thì đặt kế hoạch của những điều kiện tương lai phải được đánh giá và dựa trên những ước tính phía trước cụ thể. Tác động của những thay đổi này trong những biến thể khác nhau trên hiện giá thuần cũng có thể được trình bày trong hình thức bảng hình ảnh trong các biểu đồ thể hiện tác động lên tổng kết quả cho mỗi biến số theo một tỷ lệ mà cho phép người ra quyết định đánh giá, ví dụ, tầm quan trọng của tác động như thế nào đối với sự thay đổi về giá so với những thay đổi trong các yếu tố chi phí quan trọng. Nhiều chương trình máy tính có khả năng tích hợp và minh họa bằng đồ thị, bằng các biểu đồ thanh thể hiện quy mô của sự thay đổi gây ra bằng cách thay đổi từng biến số.

Người ra quyết định phải đánh giá tính có thể mà phạm vi của các kết

quả ước tính thể hiện đặc điểm của dự án, và quyết định xem liệu kết quả mong đợi có đủ sức hấp dẫn để bù vào khả năng mà các kết quả thực sự có thể thay đổi khi đã xác định hay không. Đánh giá rủi ro về bản chất là làm giảm mức thoải mái như thế nào mà người ra quyết định có, với khả năng có kinh nghiệm những kết quả ngược lại – đó là, sự ưa thích rủi ro cá nhân hoặc điều không muốn của rủi ro. Quy định phạm vi giúp một người hoặc một nhóm người chịu trách nhiệm hình dung ra hoàn cảnh có thể trong các kết quả mong đợi.

Đầu Tư Kinh Doanh Như Những Lựa Chọn

Như chúng ta đã thảo luận về những đầu tư trước đây, các ví dụ của chúng ta liên quan đến các giai đoạn cam kết như nghiên cứu và phát triển theo sau bằng sự thi hành hoặc các giai đoạn khác nhau về hỗ trợ mở rộng một sản phẩm hoặc dịch vụ. Chúng ta đang tìm kiếm các giai đoạn này khi nhìn lại vấn đề. Tuy nhiên, bất kỳ lúc nào thì các công ty cũng phải đối mặt với những lựa chọn đầu tư chiến lược mà đưa ra các cam kết tiếp theo, vì vậy lựa chọn để từ bỏ dự án nếu giai đoạn trước đây cho thấy rằng khái niệm chung là thất bại. Công nhận, trong phân tích ban đầu, các điểm trong mô hình của dự án phức tạp mà ở đó có lựa chọn từ bỏ và lập kế hoạch hành động trên các kết quả sau khi thực hiện có thể giúp làm giảm tác động của sự phá hoại giá trị, như được thể hiện bằng những thay đổi trong hiện giá thuần.

Ví dụ, nếu một công ty muốn đầu tư áp dụng công nghệ mới, nhận thấy rằng cơ hội thành công bị giới hạn, được cho là 60% thì rất hữu ích để triển khai bằng phân tích so sánh bao gồm lựa chọn từ bỏ sớm hơn trong cuộc đời kinh tế, giả định rằng các kết quả là không thể chấp nhận. Hai kịch bản có thể vẽ ra, một đề cập chi tiết đến mô hình dòng tiền mặt được cho là thành công và một đề cập cụ thể đến hàm ý dòng tiền mặt thất bại. Khi so sánh các dòng tiền mặt bằng xác suất tương ứng và chiết khấu các dòng tiền mặt mong muốn với tiêu chuẩn lợi nhuận áp dụng cho loại hình kinh doanh thì hiện giá thuần mong muốn có thể được xác định như trình bày trong Hình 8-13. Không có lựa chọn từ bỏ, như được trình bày trong phần đầu của bảng phân tích, hiện giá thuần mong đợi âm khá lớn hơn khi lựa chọn từ bỏ được xem xét trong phần dưới cùng. Chú ý rằng có đường dốc đi lên của các lợi nhuận dòng tiền mặt nếu dự án là thành công và cân bằng các dòng tiền mặt âm trong tình huống không thành công. Khi xem xét lại, phương án thành công cung cấp hiện giá thuần dương đáng kể của 103 triệu đôla như được trình bày dưới ở phương án thứ nhất, nhưng cho rằng cơ hội thất bại cao đó là bức tranh không thực sự rõ ràng. Hiện giá thuần dự kiến được xác định bằng xác suất phản ánh tình huống trao đổi giữa rủi ro / sự tương thưởng tốt hơn.

HÌNH 8-13: Đầu tư vào công nghệ mới (\$1,000,000)

Giai đoạn I:	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Tổng cộng
Đầu tư Không có lựa chọn từ bỏ									
Dòng tiền mặt sau thuế nếu thành công	\$ -250	\$ 70	\$ 80	\$ 90	\$ 100	\$ 110	\$ 120	\$ 120	\$ 440
Dòng tiền mặt sau thuế nếu không thành công	-250	-110	-90	-80	-80	-80	-80	-80	-860
Dòng tiền mặt được đo lường là thành công 60%	-250	42	48	54	60	66	72	72	164
Dòng tiền mặt được đo lường là thất bại 40%	-250	-44	-36	-36	-32	-32	-32	-32	-494
Dòng tiền mặt được mong đợi	-250	-2	12	18	28	34	40	40	-80
Thừa số hiện giá ở mức 18%	1.000	0.847	0.718	0.609	0.516	0.437	0.370	0.314	
Hiện giá của dòng tiền mặt	-250	-2	9	11	14	15	15	13	
Hiện giá tích lũy	\$ -250	\$ -252	\$ -243	\$ -232	\$ -218	\$ -203	\$ -188	\$ -175	
Hiện giá thuận mong đợi mức 18%									-175
Hiện giá thuận - thành công 18%									103
Với lựa chọn từ bỏ									
Dòng tiền mặt Sau thuế nếu thành công	\$ -250	\$ 70	\$ 80	\$ 90	\$ 100	\$ 110	\$ 120	\$ 120	\$ 440
Dòng tiền mặt sau thuế nếu không thành công	-250	-110	-90	60	0	0	0	0	-390
Dòng tiền mặt được Đo lường là thành công 60%	-250	42	48	54	60	66	72	72	164
Dòng tiền mặt được đo lường là thất bại 40%	-250	-44	-36	24	0	0	0	0	-306
Dòng tiền mặt được mong đợi	-250	-2	12	18	28	34	40	40	108
Thừa số hiện giá ở mức 18%	1.000	0.847	0.718	0.609	0.516	0.437	0.370	0.314	

Hiện giá của dòng tiền mặt	-250	-2	-9	48	31	29	27	23
Hiện giá tích lũy	\$ -250	\$ -252	\$ -243	\$ -196	\$ -165	\$ -136	\$ -109	\$ -87
Hiện giá thuần mong đợi mức 18%								\$ -87

HÌNH 8-14 : Triển khai công nghệ mới (\$1,000,000)

Giai đoạn 2: Đầu tư được cho là thành công của giai đoạn 1	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Tổng cộng
Dòng tiền mặt Sau thuế nếu thành công	0	0	\$ -1,000	\$ 400	\$ 500	\$ 600	\$ 600	\$ 600	\$1,700
Dòng tiền mặt sau thuế nếu không thành công	0	0	-1,000	-450	-300	400	0	0	-1,350
Dòng tiền mặt được đo lường là thành công 90%	0	0	-1,000	360	450	540	540	540	1,430
Dòng tiền mặt được đo lường là thất bại 10%	0	0	-1,000	-45	-30	40	0	0	-1,035
Dòng tiền mặt được mong đợi	0	0	-1,000	315	420	580	540	540	1,395
Thừa số hiện giá ở mức 18%	1.000	0.847	0.718	0.609	0.516	0.437	0.370	0.314	
Hiện giá của dòng tiền mặt	0	0	-718	192	217	253	200	170	
Hiện giá tích lũy	0	0	\$ -718	\$ -526	\$ -309	\$ -56	\$ 144	\$ 313	
Hiện giá thuần mong đợi mức 18%									\$ 313

Cố nhiên, không có khả năng rằng sự lựa chọn không thành công sẽ được duy trì trong tuổi thọ 7 năm và do đó, lựa chọn từ bỏ được gộp vào trong năm 3, với điều khoản về sự thu hồi của một số đầu tư ban đầu đã xây dựng. Cũng cần phải chú ý rằng chúng ta đã sử dụng tiêu chuẩn lợi nhuận khá cao là 18%, phản ánh bản chất rủi ro của doanh nghiệp. Nhiều nhà quản lý có thể tăng rào cản tạm thời này lên cao hơn mức không chắc chắn đã đưa ra, nhưng điều này nảy sinh vấn đề điều chỉnh rủi ro nghi ngờ trong cả các dòng tiền mặt và mức chiết khấu. Chúng ta sẽ thảo luận các tiêu chuẩn này sau.

Người ra quyết định vẫn phải đối mặt với câu hỏi liệu đầu tư không chắc chắn này phù hợp với sự tham chiếu rủi ro hay không, đó là, liệu cơ hội thành công 60% là đủ cho giai đoạn đầu tư đầu tiên hay không. Nhưng có họ thể muốn xem lựa chọn khác dưới hình thức mở rộng giai đoạn tiềm năng trong năm thứ hai, giả sử công nghệ đã được chứng minh là khả thi trong năm đầu tiên. Những cơ hội thành công tại thời điểm đó sẽ được cải thiện đáng kể và sự đầu tư tiếp theo lớn hơn có thể được xem xét như sự dự đoán thành công 90%. Thành lập các điều kiện như vậy là khá tiêu biểu trong các công ty công nghệ cao mà ở đó những đầu tư ban đầu về những tiến bộ mới có thể dẫn đến sự khai thác đáng kể toàn bộ tiềm năng, một khi dự án có quy mô nhỏ hơn đã được chứng minh. Chú ý trong Hình 8-14, đầu tư lớn trong năm 2, theo sau bằng cách tăng lên các lợi nhuận của dòng tiền mặt.

Rủi ro thất bại trong bảng phân tích là 10%, và dòng tiền mặt mong muốn và các kết quả hiện giá thuần dường như khá thuận lợi bởi vì quyết định có thể không giữ lại cho đến khi đạt được thành công trong giai đoạn 1. Khi xem lại bảng phân tích cho thấy rằng hiện giá thuần mong muốn là 313 triệu đôla. Nhưng vì quyết định trong giai đoạn 1 phải được thực hiện trong Năm 0 nên chúng ta phải điều chỉnh hiện giá thuần cho các giai đoạn kết hợp của toàn bộ dự án bằng cách lấy hiện giá thuần mong muốn của giai đoạn 1 – 87 triệu đôla (với lựa chọn loại bỏ) cộng vào 60% hiện giá thuần mong đợi của giai đoạn 2 ($.6 \times 313\$$) hoặc 188 triệu đôla cho tổng dự kiến là 101 triệu đôla.

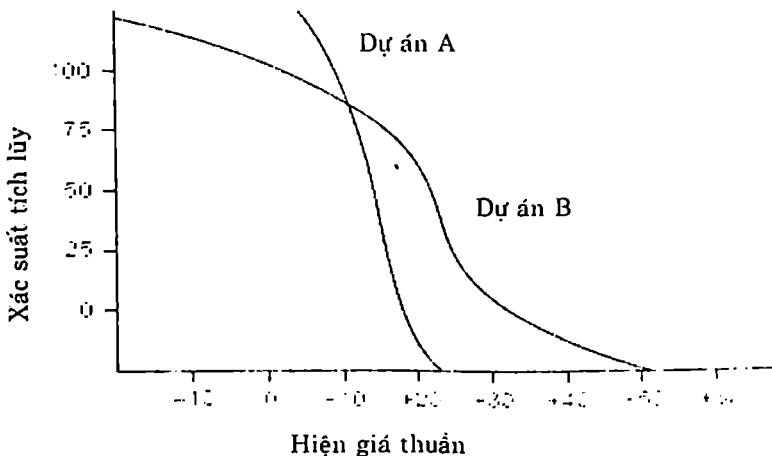
Sử dụng lựa chọn từ bỏ làm giảm các kết quả âm của giai đoạn 1 đáng kể và cộng thêm tùy chọn trì hoãn để mở rộng thực hiện toàn bộ dự án trở nên thu hút, từ quan điểm hiện giá thuần, thậm chí là kết quả riêng lẻ của hai giai đoạn vẫn còn phụ thuộc vào xác suất được gán cho chúng. Vì vậy, loại phân tích này cung cấp bức tranh rõ ràng hơn về những phạm vi cân bằng rủi ro/thu được có liên quan.

Mô Tả Xác Suất

Cách tiếp cận có lựa chọn hơn về đánh giá rủi ro bao gồm các phạm vi ước tính hoặc xác suất không chỉ cho tổng dòng tiền mặt hàng năm mà còn cho các biến số quan trọng riêng lẻ tạo nên những dòng tiền mặt này. Sự phân bố của xác suất sau đó được gán cho khả năng có thể xảy ra của các kết quả cho từng biến số một. Số biến số thường phụ thuộc lẫn nhau như những thay đổi về giá tạo ra những thay đổi về khối lượng, và rất hữu ích khi xác định những phụ thuộc lẫn nhau này, và đưa chúng vào quá trình phân tích. Các kết quả có thể của dự án sau đó có thể được mô phỏng bằng cách chạy lặp lại nhiều lần trên máy tính. Phương pháp này là sự mở rộng của phân tích độ nhạy cảm mà trong đó những thay đổi tiềm năng trong nhiều biến số được đánh giá đồng thời và có liên quan với nhau.

Kết quả là một loạt những dòng tiền vào hàng năm có thể dưới hình thức sự phân bố xác suất hoặc thậm chí là một loạt những hiện giá thuần hoặc các mức lợi nhuận nội bộ được sắp xếp bằng xác suất. Hồ sơ rủi ro này cho phép người ra quyết định nghĩ về hấp lực liên quan của dự án về các phát biểu như: “cơ hội 9 trong 10 là dự án sẽ đáp ứng tiêu chuẩn tối thiểu của 10%,” hoặc “có xác suất 60% mà hiện giá thuần của dự án sẽ là ít nhất 1.0 triệu đôla hoặc cao hơn.” Sự phân bố xác suất tích lũy như được trình bày trong Hình 8-15 có thể được đưa ra như một sự hỗ trợ. Sự thoải mái có liên quan mà những mô phỏng này có thể thực hiện không loại bỏ nhiều vấn đề thực tế liên quan khi gán xác suất cụ thể cho những biến số riêng lẻ trong điểm đầu tiên, hoặc làm dịu vấn đề giải thích các kết quả cuối cùng. Có nhiều mô hình mô phỏng thương mại có sẵn dành cho những người sử dụng các bảng tính, cho phép thực hiện loại phân tích này đối với nhiều mức độ phức tạp khác nhau.

HÌNH 8-15 Sự phân bố xác suất tích lũy cho 2 dự án



Như chúng ta đã nói ở trên, đánh giá cả hai khả năng có thể về một sự kiện và thái độ riêng của một dự án đối với rủi ro được thể hiện theo cách này là phản ứng cá nhân ở mức cao, thường không tuân theo sự xác định số lượng chính xác. Số tiền rủi ro mà một người ra quyết định sẽ chấp nhận là một vấn đề của kinh nghiệm và sự lựa chọn cá nhân. Ngoài ra, quyết định đầu tư trong phạm vi một doanh nghiệp là một hàm số của những động lực của nhóm và cá nhân phức tạp vì chúng phụ thuộc vào các kết quả phân tích thuần túy, chất lượng trình bày và sự kiểm tra các số liệu kinh tế cụ thể.

Các Tiêu Chuẩn Lợi Nhuận Được Điều Chỉnh Theo Rủi Ro

Một cách khác để điều chỉnh rủi ro là để thay đổi tiêu chuẩn lợi nhuận bao gồm phí rủi ro được bảo đảm. Một mặt, khái niệm này khá đơn giản - rủi ro càng lớn thì lợi nhuận mong muốn từ đầu tư càng cao. Như vậy, lý do này là thu hút bằng giác quan đối với người ra quyết định kinh doanh vì quy trình này song song với cách mà chúng ta nghĩ về đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, cùng lúc này, để cho tiêu chuẩn lợi nhuận là sự thể hiện chính của rủi ro, đề cập gián tiếp đến nguồn rủi ro thực sự, đó là, sự không chắc chắn về bản thân các dòng tiền mặt đầu tư và những thay đổi quan trọng cụ thể mà chúng có. Thường thì thích hợp hơn để kéo dài mong muốn đáng kể và phân tích về hiểu biết và đánh giá mức độ rủi ro của các dòng tiền mặt và những yếu tố quan trọng ngầm ẩn trong đó, để tránh áp dụng một cách tùy tiện các tiêu chuẩn lợi nhuận cao đến các dự án và các doanh nghiệp cụ thể.

Các đầu tư trong doanh nghiệp liên quan đến dao động lợi nhuận lớn và các áp lực cạnh tranh nên kiểm chế tiền lãi đáng kể cao hơn tiêu chuẩn lợi nhuận, trong khi các doanh nghiệp có thể dự báo khá, có thể tìm thấy lợi nhuận thấp hơn có thể chấp nhận được. Điều này không khác mấy từ nhận ra sự cân bằng rủi ro/thu được cơ bản ngầm ẩn trong tiền lãi kiểm chế bằng các công cụ tài chính phải chịu tiền lãi, phụ thuộc vào mức độ rủi ro có liên quan từ trái phiếu chính phủ hầu như không chịu rủi ro đáng kể nào đến trái phiếu tạp nham nhất. Cùng cần phải nhớ rằng chi phí vốn của công ty, tiêu chuẩn tối thiểu cơ bản cho sự tạo thành giá trị có tiền lãi gắn liền không chỉ với rủi ro của thị trường mà còn với rủi ro cụ thể ngầm ẩn trong kinh doanh của công ty. Điều này được thảo luận chi tiết trong Chương 9.

Khi sử dụng các tiêu chuẩn lợi nhuận thì nó được thực hiện trên giả định mà một công ty đa dạng hoá có thể sử dụng các tiêu chuẩn khác nhau mà, kết hợp lại, sẽ bảo đảm lũng lợi nhuận thích hợp đối với các cổ đông và cũng phản ánh mức độ rủi ro của các ranh giới riêng lẻ của kinh doanh. Chúng ta sẽ quay trở lại vấn đề tiêu chuẩn doanh thu trong Chương 9 và thảo luận cả hai vấn đề lý thuyết và thực tế có liên quan.

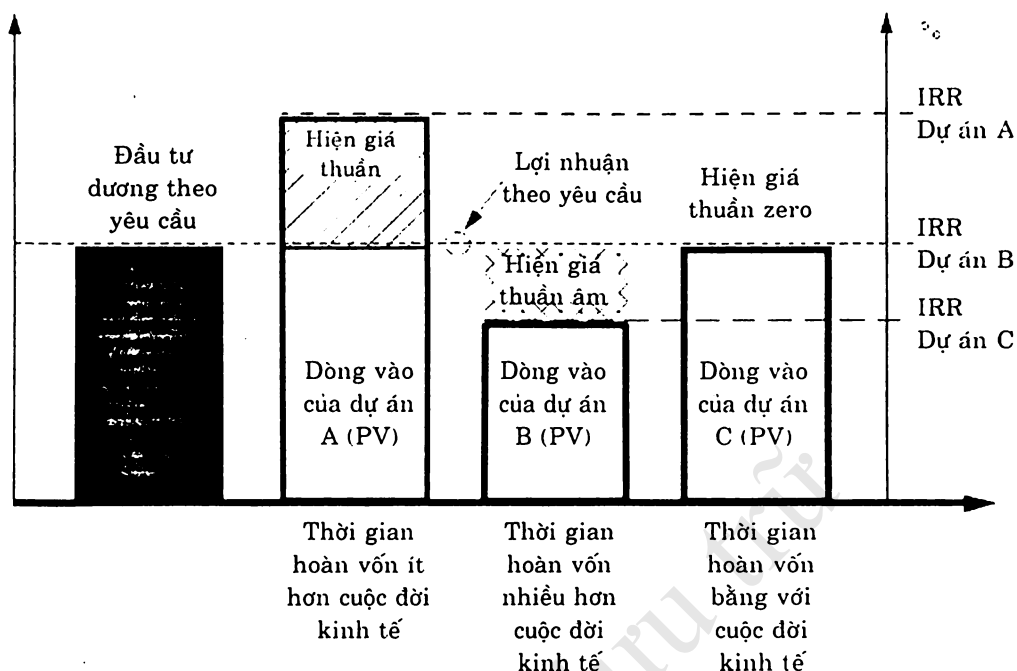
KHI NÀO SỬ DỤNG CÁC THUỐC ĐO ĐẦU TƯ

Trong quá trình chúng ta thảo luận các biện pháp trong Chương 7 và khi sử dụng chúng với các ví dụ khác nhau trong chương này, chúng ta đã cảnh báo với độc giả về những hạn chế khác nhau và những vấn đề giải thích. Bây giờ chúng ta sẽ xem lại và mở rộng một số những điều dự báo trước này. Về cơ bản thì các biện pháp phân tích đầu tư tồn tại để giúp nhà phân tích và nhà quản lý xác định liệu dự án đó có đáp ứng tiêu chuẩn lợi nhuận đã được thiết lập cho doanh nghiệp hay không và vì vậy làm thỏa mãn các tiêu chuẩn tạo thành giá trị cơ bản về vượt quá chi phí vốn của công ty. Hơn nữa, chúng hỗ trợ trong việc phân loại mong muốn của nhóm những đề nghị trong quy trình lập ngân sách vốn. Nếu những dự án này được xem là độc lập lẫn nhau thì các biện pháp điều chỉnh theo thời gian của hiện giá thuần, chỉ số sinh lời, lợi tức thu được đã chiết khấu và tỷ lệ lợi nhuận nội bộ sẽ phản ánh riêng lẻ hoặc kết hợp sức thu hút về mặt kinh tế của dự án và tạo ra hành động phân loại thích hợp mặc dù các tiêu chuẩn hiện giá thuần là một biện pháp được chấp nhận và sử dụng phổ biến nhất.

Trình bày trong Hình 8-16 là một cái nhìn so sánh về những chỉ số liên tục của hiện giá thuần, suất nội hoàn và thời gian hoàn vốn theo hiện giá thuần như được áp dụng cho ba loại dự án độc lập. Dự án A vượt quá tiêu chuẩn của công ty, Dự án B thiếu hụt và Dự án C chỉ vừa đáp ứng được tiêu chuẩn. Trong từng trường hợp thì mỗi thước đo đều đưa ra chỉ số kinh tế cho thấy sự phân loại thích hợp của dự án.

Như chúng ta đã chứng minh trước đây, đời sống không đồng đều của đầu tư vốn đặt ra sự phức tạp mà phải được xử lý bằng cách điều chỉnh phân tích để làm cân bằng chu kỳ thời gian với mục đích so sánh. Điều này có thể được thực hiện bằng cách bỏ bớt tuổi thọ của dự án với sự thu hồi vốn giả định. Những dự án loại trừ lẫn nhau với tuổi thọ khác nhau cũng có thể được so sánh bằng cách phân loại hàng năm các hiện giá thuần đối với tuổi thọ kinh tế tương ứng để xác định lợi ích hoặc chi phí liên quan hàng năm. Quy trình này đơn giản chỉ cần phân chia hiện giá thuần bằng thừa số niên khoản có liên quan hoặc sử dụng các bảng tính hoặc máy tính.

HÌNH 8-16 Các biện pháp đầu tư áp dụng cho ba dự án



Đối với những dự án loại trừ lẫn nhau thì chỉ số sinh lời (BCR) thường đưa ra sự đánh giá khá nhưng cần phải quan tâm đến sự lựa chọn về quy mô và chiều dài tương quan của những cam kết cũng như sự cân bằng rủi ro/thu được. Như chúng ta đã thảo luận trước đây, đầu tư lớn hơn với chỉ số sinh lời và lợi tức thấp hơn có thể thích hợp hơn so với đầu tư nhỏ hơn nếu cả hai lựa chọn này cho thấy lợi nhuận trên mức trung bình. Nếu các dự án đã xác định của công ty vượt quá các giới hạn của tiềm năng cấp vốn, tuy nhiên - điều kiện khá bình thường - thì ban giám đốc phải áp dụng những gì gọi là phân chia vốn. Điều này liên quan đến chỉ tiêu những nguồn vốn giới hạn của công ty trên sự lựa chọn tốt nhất của những dự án từ danh sách lớn hơn của những dự án có thể chấp nhận. Ở đây, biện pháp đầu tư được sử dụng phải cung cấp sự phân loại kinh tế, đó là, tối ưu hoá lợi nhuận nhận được từ chỉ tiêu tiền của đầu tư. Về bản chất thì công ty nên lựa chọn nhóm dự án bên trong giới hạn ngân sách mà sẽ tạo ra tổng hiện giá thuần cao nhất.

Để thực hiện điều này thì các dự án phải được phân loại theo thứ tự giảm xuống về chỉ số sinh lời cho đến khi sử dụng hết số tiền đã lập ngân sách. Điều này làm tối đa hoá những lợi nhuận hiện giá đạt được trên từng đôla đầu tư, bởi vì các quỹ đầu tư là thừa số giới hạn. Khái niệm này gắn chặt với các nguyên tắc tạo thành giá trị cổ đông, ngân sách vốn hiểm, khi

thu hút các dự án và thường bị từ chối ngay từ đầu do thiếu vốn hoặc xuất hiện trong giai đoạn mà chu kỳ ngân sách không thể được quan tâm kịp thời.

Chúng ta hãy nhớ lại rằng không có gì là tự động về sử dụng bất kỳ các biện pháp đầu tư. Kết quả chính xác đạt được với những tính toán hiện giá có thể đánh lừa chúng ta rằng “hãy để cho những con số quyết định”. Nhiều yếu tố phải được cân đo trong cả những dự án đã khá rõ ràng như chúng ta đã đề cập ở đầu chương này, và gợi ý trong các ví dụ của chúng ta. Ngoài những hạn chế rõ ràng bị áp đặt bằng điều không chắc chắn trong những giả định kinh tế thì ban giám đốc cũng phải quan tâm đến những hạn chế mang tính cạnh tranh, kỹ thuật, con người, xã hội và những hạn chế khác bên trong phạm vi chiến lược của công ty trước khi thực hiện các quyết định đầu tư hoặc từ bỏ.

MỘT SỐ ĐIỀU CẦN XEM XÉT THÊM

Một số lĩnh vực đã cụ thể hoá của phân tích đầu tư kinh doanh đã được đề cập đến trước đây. Cách xử lý chi tiết nằm ngoài phạm vi của cuốn sách này. Chúng ta sẽ bổ sung thêm một số nhận xét về sự lựa chọn thuê ảnh hưởng như thế nào đến phân tích kinh tế của một đầu tư, tác động của khấu hao nhanh đến phân tích hiện giá và tác động của lạm phát. Cuối cùng, chúng ta một lần nữa đặt trong triển vọng về mức độ chính xác được bảo đảm trong tính toán.

Thuê – Sự Lựa Chọn Tài Trợ

Thuê bất động sản là hình thức phổ biến của nhận nhiều loại tài sản vốn khác nhau cho doanh nghiệp cũng như cá nhân, đối với thực hiện mô hình thanh toán định kỳ. Tuy nhiên, với mục đích này, điểm cốt yếu để xem xét là thuê bất động sản chỉ thể hiện một hình thức của cung cấp tài chính như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 10. Vì vậy, chỉ sau khi phân tích đầu tư kinh tế đã trình bày một dự án, để có thể chấp nhận, cần thay đổi cách cung cấp tài chính. Nguyên tắc này phù hợp với cách tiếp cận hệ thống kinh doanh mà chúng ta đã thực hiện, trong đó, nếu chúng ta tách biệt rõ ràng các quyết định về đầu tư, hoạt động và tài trợ. Trong khi cung cấp tài chính cho các đầu tư kinh doanh nên xuất phát từ những nguồn thích hợp – phù hợp với bản chất dài hạn - những lựa chọn thay thế cụ thể của cung cấp tài chính – bao gồm thuê bất động sản.

Tất cả đều cùng với những gì mà chúng ta đã xem xét phân tích đầu tư như sự cân bằng của dòng tiền mặt phụ thuộc vào sự đền bù đã được thanh toán cho các quỹ mà cung cấp tài chính. Chi phí vốn của tiêu chuẩn lợi

nhuận liên quan đến nó tự động ghi vào sổ những mong đợi của những nhà cung cấp khác nhau về vốn đối với sự đền bù thích hợp. Nếu một phân tích kinh tế như vậy là thuận lợi thì một sự kiểm tra riêng biệt có thể được áp dụng để xác định liệu công ty có thuê tốt hoặc sở hữu tốt hơn tài sản có liên quan hay không. Điều này liên quan đến so sánh các phương pháp cấp vốn khác nhau trong khi câu hỏi rõ ràng trở thành “thuê so với mua” chứ không phải là “đầu tư so với không đầu tư”. Có nhiều ứng dụng phần mềm chuyên sâu cho phép nhà phân tích và nhà quản lý thực hiện những tính toán cần thiết và những kiểm tra để so sánh những lựa chọn tài chính. Bởi vì những phức tạp đặc biệt liên quan trong những phương pháp phân tích này mà chúng ta khuyên đọc giả nên xem sách tham khảo thêm được liệt kê cuối chương này để biết thêm thông tin.

Khấu hao Nhanh

Để đơn giản thì chúng ta đã sử dụng khấu hao theo đường thẳng trong các ví dụ của chúng ta để rút ra ảnh hưởng lá chắn thuế về chi phí khấu hao khi chúng ảnh hưởng đến phân tích kinh tế. Tuy nhiên, chúng ta cũng đã đề cập đến khấu hao tăng nhanh trong Thuế Doanh thu Nội bộ được Quốc hội điều chỉnh định kỳ. Thay vì tập trung vào một trong số những phương pháp đã cho thì chúng ta sẽ thực hiện chỉ một số nhận xét đang áp dụng chung mà thôi.

Cần phải nhớ rằng khi thực hiện phân tích đầu tư, chúng ta quan tâm đến khấu hao cho dù thực hiện mô hình nào đi nữa, chỉ cho đến khi nó thay đổi chi phí thuế của công ty và cung cấp lá chắn thuế. Từ quan điểm hiện giá thì khấu hao nhanh cung cấp điều thuận lợi bởi vì nó di chuyển tác động của thuế triển vọng đối với khấu hao đến trước. Nói cách khác, trong những năm đầu của dự án, ảnh hưởng lá chắn thuế về các dòng tiền mặt sẽ lớn hơn khấu hao trả đều.

Tương tự như vậy, tuổi thọ ngắn hơn được Luật Doanh thu Nội bộ đang thay đổi cho phép cũng sẽ đặt những lợi ích thuế nhiều hơn vào trong những giai đoạn đầu của dự án. Những lợi ích của dự án sẽ được tăng lên trong phạm vi hiện giá, tất nhiên, giả định rằng công ty có đủ lợi nhuận thuế để tận dụng những khoản khấu hao sớm này. Những tính toán đòi hỏi ghi vào của khấu hao nhanh trong phân tích đầu tư kinh tế có thể được xử lý dễ dàng với các bảng tính điện tử, chỉ khi bất kỳ mô hình dòng tiền mặt không đồng đều khác có thể được xem xét.

Lạm Phát Và Phân Tích Đầu Tư

Điểm quan trọng nhất để nhớ về tác dụng của lạm phát trong phân tích đầu tư là nhu cầu về sự xuyên suốt giữa các biện pháp đã sử dụng và số liệu

được phân tích. Như chúng ta sẽ thấy trong chương tiếp theo, các tiêu chuẩn lợi nhuận của công ty thường dựa trên chi phí vốn đã cân đo. Chi phí này bao gồm những mong muốn lạm phát cả trong lãi suất gán cho nợ và mong muốn lợi nhuận của chủ đầu tư mà chi phí của vốn chủ sở hữu dựa vào.

Phân tích của các dự án đầu tư kinh doanh vì vậy nên thực hiện với doanh thu và những ước tính chi phí gồm những mong muốn lạm phát giống nhau khi sử dụng tiêu chuẩn doanh thu. Nói cách khác, những giả định hợp lý về những thay đổi giá cả ảnh hưởng đến từng phần của phân tích dòng tiền mặt đầu tư nên xây dựng để thực hiện quy trình chiết khấu cho có ý nghĩa. Ví dụ, bằng cách sử dụng tiêu chuẩn lợi nhuận chứa chiết khấu lạm phát để chiết khấu những dự trù đôla thường xuyên nên tạo ra kết quả dường xiên so với dự án. Tương tự như vậy, bằng cách sử dụng tiêu chuẩn lợi nhuận đôla thường xuyên để chiết khấu các dòng tiền mặt đã lạm phát nên cải thiện những biện pháp của dự án.

Độ Chính Xác

Lúc nào chúng ta cũng phải nhớ rằng độ chính xác tuyệt đối phản ánh bằng cơ sở toán học của những công cụ phân tích đầu tư nên được xem xét hết sức cẩn thận. Như chúng ta đã chỉ ra trước đây, bản chất của các ước tính về dòng tiền mặt - đối với những công cụ được áp dụng - là không chắc chắn vì những ước tính này dựa trên những mong đợi, dự báo, dự trù và đôi khi chỉ là những ước đoán thuần túy. Hiếm khi nhà phân tích thực hiện với bài toán số học bằng hợp đồng như thanh toán thuê hoặc tiền lãi và thậm chí những điều này liên quan đến mức độ không chắc chắn. Vì vậy, không có ý nghĩa để khái quát hoá các kết quả chính xác hơn hoặc cho phép phân loại số học cụ thể hơn để đảm nhiệm tầm quan trọng quá mức.

Trong các ví dụ của chúng ta, chúng ta đã đưa ra mức độ chính xác nhiều hơn cần thiết. Chúng ta tập trung vào việc đưa cho đọc giả thông tin chi tiết cụ thể để có thể theo dõi các phương pháp từng bước khác nhau. Thực tế thì làm tròn đầy đủ của những tính toán (và chắc chắn là những kết quả cuối cùng) là thích hợp nhiều để duy trì quy trình toán học khỏi bị tràn ngập các đánh giá kinh doanh thiết thực theo yêu cầu.

Duy trì sự chính xác trong hình thức đúng còn quan trọng hơn khi chúng ta nhận ra rằng sức mạnh của chiết khấu là một cái gì đó còn rộng hơn những ước tính khác nhau cho kỳ hạn xa mà có thể giảm đáng kể trong các kỳ hạn hiện giá mà chúng có tác động khá nhỏ đến kết quả cuối cùng. Nhìn sơ bằng hiện giá sẽ xác nhận mức độ hao hụt cho phép nhanh của các thừa số khi các mức chiết khấu tăng và kỳ hạn là xa hơn.

NHỮNG VẤN ĐỀ QUAN TRỌNG

Sau đây, chúng ta sẽ tóm tắt lại những vấn đề quan trọng đã được nêu lên trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Những vấn đề này đã được đánh số ở đây để giúp độc giả dễ theo dõi các công cụ và phương pháp phân tích trong phạm vi của lý thuyết tài chính và thực tế kinh doanh.

1. Quyết định đầu tư kinh doanh được thực hiện liên tục trong phạm vi chiến lược kinh doanh lớn hơn. Bối cảnh này phát triển từ lúc này đến lúc khác và danh mục vốn đầu tư của những đầu tư tiềm năng không bao giờ nằm yên và có thể nhìn thấy được.

2. Sự cân bằng của kinh phí và lợi nhuận phải được thực hiện với mục tiêu tạo ra giá trị của cổ đông, đó là, các tiêu chuẩn lợi nhuận được sử dụng trong đo lường sự cân bằng này phải phải ánh những tiềm năng thu nhập và rủi ro được mong muốn từ hoạt động kinh doanh đã cho.

3. Những mong muốn của cổ đông được kết hợp vào trong tiêu chuẩn so sánh doanh thu liên quan, thông qua khái niệm chi phí gánh chịu của vốn, phản ánh mức đền bù tương lai được mong đợi cho tất cả những nhà cấp vốn nhưng phải vượt quá sự tạo thành giá trị.

4. Để giúp thực hiện đánh giá kinh tế thì phải tiến hành các biện pháp đầu tư để xác định thời gian thích hợp của các dòng vào và ra của đầu tư và liên kết hấp lực kinh tế của những mong muốn lợi nhuận đã xác định.

5. Phân tích kinh tế của các quyết định đầu tư phải dựa trên doanh thu và chi phí khác nhau dưới hình thức dòng tiền mặt do quyết định tạo ra, và không thay đổi do những quy định của kế toán.

6. Bất kỳ lúc nào thì những phân chia kinh tế của cơ sở hạ tầng tiềm năng và đang tồn tại phải được thực hiện trong phân tích đầu tư, nếu đề xuất trong cuộc đời kinh tế đòi hỏi cơ sở hạ tầng đó mà có thể được cam kết cho những thay đổi tương lai và hiện tại khác.

7. Rủi ro vốn có trong tất cả những ước tính của những điều kiện tương lai vì sự không chắc chắn về những biến số ảnh hưởng đến dự án đầu tư. Nó phải được thể hiện liên tục khi triển khai các dòng tiền mặt mong đợi, phạm vi tiềm năng của chúng và khi áp dụng các biện pháp đầu tư. Phân tích độ nhạy cảm là lĩnh vực phân tích đầu tư kinh doanh quan trọng của bất kỳ quy mô đáng kể nào.

8. Lạm phát và những thay đổi về giá cụ thể trong doanh thu và chi phí có thể làm phức tạp thêm cả quy trình ước tính và mức của các tiêu chuẩn đầu tư và chúng phải được xử lý liên tục.

9. Những nguồn vốn trong thực tế không phải là những giá trần tuyệt đối về số tiền của những đầu tư cho một công ty, cũng như chúng không bị

ảnh hưởng bởi phân loại dự án định lượng đơn thuần.

10. Các mô hình cung cấp tài chính ảnh hưởng cả đến công suất thực hiện đầu tư kinh doanh cũng như dung sai rủi ro của ban giám đốc vì tác động của đòn cân tài chính và nhu cầu để bao quát các nghĩa vụ cố định.

11. Lập khung các quyết định đầu tư trong phạm vi bối cảnh chiến lược rộng hơn, các giải pháp thay thế, những hạn chế về vốn và tình trạng không chắc chắn – trong đường thời gian thích hợp – là sự ngăn chặn quan trọng đối với phân tích kinh tế và sử dụng các kỹ thuật phân tích và khung này cũng liên quan không gắn bó chặt chẽ trong quy trình quyết định cuối cùng.

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta đã trình bày khung phân tích cơ bản về phân tích đầu tư trong phạm vi rộng của lập ngân sách vốn. Nền tảng chiến lược của hoạt động này được đề cập rõ trước khi chúng ta minh họa cách sử dụng các biện pháp điều chỉnh theo thời gian với nhiều thứ của các ví dụ thực tế.

Tuy nhiên, tất cả cùng với những gì mà chúng ta đã nhấn mạnh rằng lĩnh vực quan trọng nhất của quy trình này là cơ cấu cẩn thận vấn đề trong toàn bộ những phạm vi của nó trước khi áp dụng bất kỳ kỹ thuật định lượng nào. Chúng ta đã thảo luận nhu cầu để xác định vấn đề, bao gồm sự phát triển những lựa chọn liên quan, sự chuẩn bị cẩn thận của tất cả các số liệu liên quan về đầu tư và những thay đổi trong các điều kiện hoạt động do quyết định tạo ra và bất kỳ sự thu hồi vốn nào - tất cả đều thực hiện trong bối cảnh dòng tiền mặt về mặt kinh tế. Chúng ta tìm thấy các vấn đề về mặt khái niệm trong tất cả các lĩnh vực, đặc biệt là trong cách sử dụng và ý nghĩa của bản thân các biện pháp đầu tư. Làm việc thông qua các ví dụ phức tạp tăng lên, chúng ta đã cung cấp cho độc giả khả năng cơ bản để thực hiện phân tích đầu tư. Nhưng chúng ta cũng cần chú ý rằng các kết quả về mặt số học chỉ là những con số nhập vào đối với nhiệm vụ quản lý rộng hơn của lập vị trí chiến lược của một doanh nghiệp - sự lựa chọn và làm phù hợp các cam kết vốn dài hạn thích hợp với các nguồn cấp quỹ phù hợp, bên trong phạm vi của các mục tiêu của công ty đã xác định và với mục đích sau cùng là tạo ra giá trị của cổ đông.

Chương 9

CHI PHÍ VỐN VÀ QUYẾT ĐỊNH KINH DOANH

Chủ đề chung của cuốn sách này là xem xét những quyết định kinh doanh như sự trao đổi phí tổn / lợi ích kinh tế, cuối cùng đã được trừ tính để tạo ra giá trị đối với các cổ đông. Tuy nhiên, cho đến thời điểm này, chủ yếu chúng ta tập trung vào *những lợi ích kinh tế* đạt được từ việc đầu tư và hoạt động kinh doanh. Bây giờ, chúng ta đối phó với *những phí tổn kinh tế* bằng những thuật ngữ cụ thể hơn, được liên kết với những quyết định kinh doanh.

Chẳng hạn, qua phần thảo luận của chúng ta về sự thúc đẩy tài chính trong Chương 6, chúng ta bắt gặp tác động của lợi nhuận đặc biệt, gây ra do phí tổn về những quỹ vay dài hạn. Chúng ta đã chứng tỏ rằng những kế ước về định phí (phí tổn-cố định) này giới thiệu sự dao động về số tiền lãi của khả năng sinh lợi đã được phóng đại ở những mức độ khác nhau như thế nào. Trong hai Chương 7 và 8, chúng ta tham khảo toàn bộ phí tổn về vốn đầu tư dài hạn như một tiêu chuẩn chính, nhờ đó phán đoán về tính cách đáng mong ước của những khoản đầu tư kinh doanh. Chúng ta chứng minh rằng chỉ những dự án đang cung cấp lợi nhuận bằng dòng tiền đã được điều chỉnh thời gian vượt trên phí tổn về vốn đầu tư, thì mới tạo ra được giá trị đối với các cổ đông của công ty.

Trong chương này, chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về phí tổn về những hình thức đầu tư khác nhau được sử dụng trong một hoạt động kinh doanh, chúng ta sẽ xem xét cách đánh giá phí tổn này như thế nào, dưới hình thức nào và thực tại của nền kinh tế này ảnh hưởng đến việc thực hiện quyết định kinh doanh với những mục đích gì. Chúng ta sẽ bắt đầu bằng cách lướt qua những loại quyết định mà qua đó, điều quan trọng là xem xét

phí tổn về những hình thức đầu tư. Rồi chúng ta sẽ thảo luận về phí tổn về những hình thức đầu tư đã sử dụng, bao gồm những quỹ kinh doanh, khoản nợ dài hạn, và vốn cổ phần của cổ đông (cổ phiếu ưu đãi và vốn cổ phần thường).

Căn cứ vào phí tổn quy định của từng kiểu trong số những kiểu đầu tư này, chúng ta sẽ rút ra một phương pháp để xác định toàn bộ phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư trong công ty, và thảo luận cách sử dụng khái niệm về phí tổn này trong mối quan hệ với những tiêu chuẩn lợi nhuận khác nhau đối với những vụ đầu tư kinh doanh. Chúng ta áp dụng những tiêu chuẩn dựa trên phí tổn về vốn đầu tư vào những ví dụ trong các Chương 6 và 7, và chúng ta sẽ lại sử dụng chúng trong các Chương 11 và 12. Thông thường, chương này sẽ kết thúc bằng một bản danh sách các vấn đề chủ yếu.

BỐI CẢNH THUỘC VỀ QUYẾT ĐỊNH

Bối cảnh thuộc về quyết định mà chúng ta đã từng sử dụng suốt từ đầu đến cuối đều nhấn mạnh vào mối quan hệ qua lại của sự đầu tư, những hoạt động và việc bỏ vốn. Theo thời gian, chúng ta nhận thấy hầu hết những quyết định quản lý đều đưa đến những cuộc vận động tiền mặt dưới hình thức này hoặc hình thức khác. Tuy nhiên, chúng ta không trực tiếp xử lý nguồn gốc của những loại quỹ khác nhau được sử dụng trong việc quản lý dòng tiền, và chúng ta không dừng lại ở những phí tổn riêng biệt của chúng.

Động lực của hệ thống kinh doanh đòi hỏi rằng phải sẵn có những quỹ vào bất cứ lúc nào – từ những quỹ khác nhau, được cung cấp nội bộ hoặc bên ngoài. Quỹ nội bộ chủ yếu là dòng tiền từ những hoạt động sinh lợi, hoặc sự thay đổi trong những cam kết về quỹ hiện có. Quỹ bên ngoài là cách vay mượn hoặc huy động vốn cổ phần mới. Những quyết định quản lý nên tạo ra giá trị kinh tế đối với cổ đông, bằng cách đưa đến những kết quả cao hơn sau khi trừ thuế, so với phí tổn về toàn bộ sự hỗ trợ những đầu vào của vốn đầu tư, bởi vì mục đích cơ bản của việc đầu tư, kinh doanh và bỏ vốn vào một hoạt động kinh doanh chính là gia tăng giá trị kinh tế theo thời gian đối với tiền đầu tư của chủ sở hữu. Điểm này được lập đi lập lại trong suốt cuốn sách, và bây giờ, chúng ta sẽ đề cập đến chi tiết của những khía cạnh chính về mặt phí tổn về sự trao đổi này.

Quyết định Đầu tư

Trong Chương 7, chúng ta đã thảo luận về các phương pháp kinh tế khác nhau, được sử dụng để phán đoán tính cách đáng mong ước của một vụ đầu tư, và trong Chương 8, chúng ta chứng minh việc sử dụng các phương pháp này vào những quyết định đầu tư và trao đổi đa dạng. Tất cả các phương

pháp này đều có yêu cầu cơ bản chung rằng một dự án phải cung cấp một lợi nhuận về mặt kinh tế. Điều này bao hàm rằng sự đầu tư vốn và tất cả những phí tổn đều phải được lấy lại, bao gồm một sự bù đắp phù hợp đối với người cung cấp những loại quỹ khác nhau đã được cam kết đối với dự án. Chúng ta cũng xác nhận rằng những tiêu chuẩn tối thiểu đối với việc đầu tư phải được lập ra đủ cao, để bù đắp cả cho rủi ro cụ thể của dự án, lẫn cho sự đánh mất cơ hội từ bỏ những lợi nhuận, từ bất cứ cách sử dụng luân phiên nào của những quỹ được đầu tư. Tương tự như vậy, người ta đã thừa nhận rằng trong những hoạt động bình thường của công ty hoặc trong những sáng kiến mới, những vụ đầu tư luân phiên như vậy đều bù đắp đầy đủ cho cả các cổ đông lẫn những người cho vay, để cung cấp vốn đầu tư của họ. Rồi chúng ta đề nghị rằng khi sử dụng toàn bộ phí tổn vốn đầu tư của công ty như là một tiêu chuẩn tối thiểu đối với tính cách đáng mong ước về mặt kinh tế của những vụ đầu tư, ngầm biểu hiện tất cả những yêu cầu này, và sẽ tạo ra giá trị, nếu thành tích dòng tiền của một dự án vượt quá phí tổn vốn đầu tư của công ty.

Tuy nhiên, các phương pháp phân tích đã được thảo luận trong Chương 7 lại không trực tiếp bao gồm bất cứ phí tổn nào về mặt bỏ vốn; nói đúng hơn, một mặt, theo định nghĩa, tiền mặt chi ra và thu vào chỉ tiêu biểu cho những chi phí đầu tư, và mặt khác, tiền mặt này còn tiêu biểu cho những lợi ích kinh doanh tăng dần và những phục hồi vốn đầu tư sau khi trừ thuế. Sau đó, những dòng tiền này lại được chiết khấu theo một tiêu chuẩn lợi nhuận, ngầm cho phép phục hồi tất cả những phí tổn thực sự và phí tổn cơ hội được kết hợp lại. Thay vì luôn luôn để cho toàn bộ tiêu chuẩn mở rộng biểu thị phí tổn kết hợp của tất cả những kiểu bỏ vốn mà công ty vẫn sử dụng, điều quan trọng là chúng ta không quan tâm đến phí tổn về những quỹ cụ thể cần sử dụng để bỏ vốn cho dự án.

Do đó, những kết quả kinh tế từ một việc đầu tư kinh doanh phải đầy đủ sức hấp dẫn, để biện hộ cho sự phân phối một phần của những quỹ dài hạn khác nhau có hiệu lực đối với công ty, bởi vì nói chung, những vụ đầu tư kinh doanh đều có khoản thời gian tồn tại khá dài hạn về mặt kinh tế. Ở đây, chúng ta phải nhận ra một nguyên tắc quan trọng, phát xuất từ phần thảo luận của chúng ta về hệ thống kinh doanh trong Chương 2: Thông thường, những quỹ dành cho những vụ đầu tư mới đều phát xuất từ một nhóm những nguồn khác nhau, không nguồn nào có thể hoặc nên được nhận ra một cách cụ thể, với bất cứ dự án đặc biệt nào đang được xem lại. Thay vào đó, bất cứ quỹ nào được sử dụng với những mục đích đầu tư đều biểu thị sự pha trộn có trong nhóm, do đó, nên mang theo toàn bộ phí tổn về việc tài trợ dài hạn của công ty, như hình 9-1 đã đề nghị. Trong đó, chúng ta nhận thấy sự kết

hợp cơ bản của khoản nợ và vốn cổ phần, trong bất cứ tỉ lệ nào mà ban quản lý cho là một mức độ phù hợp, trong việc hỗ trợ vốn luân chuyển, tất cả các loại tài sản cố định, và bất cứ tài sản nào khác mà công ty sử dụng.

Hình 9-1 Những Cam kết về Quỹ Dài hạn ngược lại với những Nguồn vốn Dài hạn

Tài sản hiện hành	Tài sản nợ hiện hành
Vốn luân chuyển	Khoản nợ dài hạn
Tài sản cố định	Vốn cổ phần của các Cổ đông
Những tài sản khác	

Cả khoản nợ lẫn vốn cổ phần cam kết dài hạn của các quỹ - vốn luân chuyển, những tài sản cố định, những tài sản khác.

Căn cứ vào bản chất dài hạn của những cam kết đối với vốn luân chuyển, những phương tiện thuận lợi, công nghệ v.v..., cấu trúc vốn đầu tư của một công ty thường hỗ trợ những vụ đầu tư này. Cấu trúc này có thể sử dụng những mức độ thúc đẩy khác nhau, và toàn bộ loại phương tiện tài chính, và, và cấu trúc này có thể thay đổi theo thời gian, khi những mô hình kinh doanh của công ty phát triển. Điểm quan trọng là vốn quỹ chung dài hạn chính là nguồn tài trợ phù hợp – không phải bất cứ sự gia tăng đặc biệt nào về mặt tài trợ mà công ty có thể sử dụng ở một thời điểm cho sẵn, để tăng thêm cấu trúc vốn đầu tư của nó. Vì thế, phương pháp đối với phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư, mà chúng ta sẽ thảo luận ngắn gọn, chính là tiêu chuẩn có ý nghĩa nhất của phí tổn trong việc dự thảo ngân sách vốn đầu tư và trong bối cảnh phân tích việc đầu tư.

Những Quyết định Kinh doanh

Nói chung, tầm nhìn thời gian đối với những quyết định kinh doanh đều ngắn hơn, so với việc đầu tư kinh doanh tiêu biểu. Tuy nhiên, những phong trào gây quỹ kinh doanh, như những gia tăng hoặc giảm bớt trong tín dụng thương mại – cả khi được sử dụng lẫn khi được mở rộng – và những dao động trong những số dư về tiền mặt và những khoản luy kế như Chương 3 mô tả, bao gồm những phí tổn, cả trong hình thức những số tiền phải trả, lẫn những phí tổn cơ hội. Chẳng hạn, một quyết định ngắn hạn trong việc mua giảm giá có thể đưa đến những lợi ích kinh tế đáng kể, khi cần có phí tổn phản tác dụng của bất cứ khoản vay mượn tăng dần nào, để lợi dụng việc mua giảm giá. Những quyết định quản lý tiền mặt để giảm thiểu những số

dư của ngân hàng đều có thể loại bỏ những phí tổn cơ hội vốn có trong những số vốn nhàn rỗi. Trên thực tế, có nhiều trường hợp mà trong đó, những quyết định ngắn hạn có thể gây ra hoặc giảm bớt phí tổn về những quỹ đang sử dụng, khi những quyết định này thường trực tiếp liên kết với những nguồn vốn tăng dần, đưa đến những phí tổn quy định. Chúng ta sẽ thảo luận ngắn gọn vài điều trong số này.

Quyết định tài trợ

Có những phí tổn liên quan đến việc tài trợ và bù đắp cho những người cung cấp những nguồn quỹ khác nhau, cả ngắn hạn lẫn dài hạn, mà các nhà quản lý phải xem xét khi thực hiện bất cứ quyết định bỏ vốn nào. Rõ ràng, việc sử dụng bất cứ loại quỹ nào đều gây ra phí tổn về mặt kinh tế đối với công ty dưới hình thức này hoặc hình thức khác. Một trong những nghĩa vụ của ban quản lý là triển khai một quy mô tài trợ vừa phù hợp với nét đặc trưng của rủi ro / tiền thưởng của hoạt động kinh doanh, vừa thích nghi đầy đủ với việc đáp ứng những nhu cầu tiến triển của công ty. Đồng thời, việc sử dụng những quỹ dài hạn đưa đến sự đáp ứng những dự kiến của người cho vay, và đáp ứng hoặc ưu đãi vượt quá những dự kiến của những người cung cấp quỹ vốn cổ phần, các cổ đông của công ty. Chúng ta sẽ thảo luận về những chọn lựa tài trợ chủ yếu, và khuôn khổ để phân tích chúng trong chương sau.

PHÍ TỔN VỀ CÁC QUỸ KINH DOANH

Trong quá trình kinh doanh, một doanh nghiệp thường mang nhiều loại nợ, bao gồm những khế ước giao dịch (dưới hình thức của những tài khoản và những tín phiếu phải trả), tín dụng trung hạn và ngắn hạn, những tín phiếu phải trả cho các ngân hàng hoặc cá nhân, những tích tụ về thuế nợ của các cơ quan chính phủ khác nhau, món nợ lương tuần của các nhân viên, món nợ phải trả qua những lần mua trả góp, và những hợp đồng thuê. Đối với tất cả những khoản nợ, bao gồm những nghĩa vụ dài hạn trong cấu trúc vốn đầu tư của công ty, phí tổn quy định của khoản vay mượn, đều có thể được xác định một cách khá dễ dàng. Thông thường, những dàn xếp khoản nợ chứa đựng những dự trữ lợi tức đã định, đòi hỏi phải thanh toán lợi tức trong thời gian nợ, khi hết hạn nợ, hoặc như là một sự chiết khấu trả trước từ vốn gốc. Phần cuối cùng của những khoản dự trữ này được gọi là chiết khấu. Trong tất cả các trường hợp, phí tổn quy định của khoản nợ đơn giản là phí tổn trực tiếp của cam kết về lợi tức.

Chúng ta cũng phải ghi nhớ rằng theo những hướng dẫn về cách đánh thuế IRS hiện hành, tất cả những kiểu thanh toán lợi tức đều được miễn

giảm thuế đối với các công ty. Vì đặc tính này, phí tổn ròng của lợi tức đối với các công ty (ít nhất đối với các công ty có lợi nhuận đầy đủ đều có bốn phần đóng thuế, hoặc có thể áp dụng những điều khoản đối với cách tính trung bình về thuế) là lợi tức hàng năm được gia tăng nhờ một hệ số (f) của việc giảm thuế suất thích hợp.

Chẳng hạn, nếu mỗi năm một công ty trả 8 % dựa trên vốn gốc của một tín phiếu, và thuế suất hiệu dụng của họ (t) đối với bất cứ phí tổn hoặc thu nhập tăng dần này là 34 %, thì phí tổn trả lãi có hiệu lực hàng năm (i) của tín phiếu này sẽ là:

$$f = 1 - t$$

$$f = 1 - 0,34 = 0,66$$

$$i = 8 \% \times 0,66 = 5,28 \% \text{ (sau khi trừ thuế).}$$

Khả năng miễn giảm thuế một cách hiệu quả làm giảm bớt phí tổn về khoản nợ đối với số thực, sau khi áp dụng thuế suất phổ biến, nếu công ty ở một vị trí mà trong đó, những thay đổi về lãi ròng (thu nhập ròng) ảnh hưởng đến số lượng của món nợ thuế. Trong một số trường hợp, các cá nhân cũng có thể được hưởng lợi thế này về thuế, như trong trường hợp những khoản chiết khấu lợi tức thế chấp nhà. Tuy nhiên, phí tổn quy định của những hình thức vốn đầu tư khác (như cổ tức dựa trên cổ phiếu ưu đãi) lần này không phải là khoản chiết khấu thuế dành cho các công ty, như chúng ta sẽ xem xét sau.

Chúng ta có thể xác định khoản nợ kinh doanh như là những quan hệ nợ xoay vòng ngắn hạn hoặc trung hạn, mà hầu hết các doanh nghiệp đều phải chịu trong những hoạt động thông thường hàng ngày. Vài trong số những việc tài trợ cho khoản nợ này được cung cấp miễn phí do những người cho vay trong thời gian ngắn, theo những thời hạn giao dịch nói chung đã được chấp nhận trong khu vực kỹ thuật hoặc dịch vụ mà trong đó công ty hoạt động.

Đứng đầu trong loại này là những tài khoản phải trả, đó là số tiền có được nhờ ở những người bán hàng hóa hoặc dịch vụ được mua. Tùy thuộc vào thỏa thuận về thời hạn mua, công ty nào đang cấp hóa đơn cho những hàng hóa và dịch vụ có thể giữ lại số tiền phải trả từ 10 đến 15 ngày, hoặc lâu đến 45 ngày hoặc thậm chí 60 ngày. Tạm thời, họ có thể sử dụng những quỹ mà không phải chịu bất cứ phí tổn quy định nào. Bạn hãy nhớ lại từ Chương 3 rằng những tín dụng thương mại trên thực tế là một nguồn quỹ quan trọng, được liên tục xoay chuyển, và nó tăng trưởng hoặc suy thoái cùng với cả khối lượng những hoạt động kinh doanh.

Trong nhiều trường hợp, các nhà cung ứng cung cấp cho các khách hàng của họ một khoản chiết khấu khi thanh toán tiền sớm. Chẳng hạn, nhà cung ứng có thể cung cấp thời hạn giảm bớt 2 % trong tổng số hóa đơn, nếu trả tiền trong vòng 10 ngày (2/10), hoặc 3 % nếu trả trong vòng 15 ngày (3/15) trong thời hạn của hóa đơn. Cách thực hành này, vốn phổ biến trong nhiều khu vực kinh doanh, cung cấp cho khách hàng sự giảm bớt một cách hiệu quả về phí tổn gốc của hàng hóa hoặc dịch vụ nhờ khoản chiết khấu cụ thể. Sự khuyến khích này có ý định vận động người bán thu gom hàng, và nhờ đó giảm bớt được mức độ quỹ của người bán bị ràng buộc vào tín dụng của khách hàng.

Tuy nhiên, nếu người mua để cho thời kỳ giảm giá mất hiệu lực, thì số lượng hóa đơn lại trở thành món nợ, và họ phải trả đầy đủ khi đến cuối thời kỳ trên danh nghĩa (n/30, n/45 v.v...), mặc dù trong thực hành, những thời kỳ này hiếm khi được xem xét chính xác. Khi người mua không lợi dụng sự giảm giá thương mại, do đó, họ kéo dài thời gian mà họ có thể luân phiên sử dụng quỹ, đưa đến hậu quả là một phí tổn cơ hội rõ rệt. Trong khi họ thường không nhận ra khoản phí tổn này, thì nó có thể khá đáng kể.

Chẳng hạn, nếu thời hạn tín dụng là 2/10, n/30, thì phí tổn về việc sử dụng quỹ vượt quá 20 ngày lên đến 2 % giá trị hóa đơn, hoặc một tỉ lệ hàng năm là 36 %! Cách tính toán khá đơn giản:

$$\frac{360 \text{ ngày}}{20 \text{ ngày}} \times 2\% = 36\% \text{ (trước khi trừ thuế).}$$

Thật vậy, công ty bỏ lỡ sự giảm giá mà họ kiếm được theo cách khác, như khoản thu nhập phải chịu thuế. Để đi tới giá thực, thì phải giảm bớt khoản chiết khấu tiền mặt, nhờ những khoản thuế đã được trả dựa trên thu nhập bị mất đi. Nếu chúng ta giả thử những khoản thuế lên tới 34 %, thì phí tổn thực đối với việc sử dụng quỹ của những người cho vay vượt quá 20 ngày rốt cuộc là:

$$1 - 0,34 = 0,66$$

$$2\% \times 0,66 = 1,32\% \text{ (sau khi trừ thuế).}$$

Số tiền hàng năm được tính toán như sau:

$$\frac{360 \text{ ngày}}{20 \text{ ngày}} \times 1,32\% = 23,76\% \text{ (sau khi trừ thuế).}$$

Phí tổn này rất cao, đặc biệt khi so sánh với phí tổn sau khi trừ thuế của lãi suất cơ bản, là tỉ lệ thường được tính giá cho các công ty lớn nào được đánh giá là hoàn hảo về đẳng cấp tín dụng – hoặc thậm chí tương ứng với phí tổn sau khi trừ thuế của nhiều lãi suất cao hơn mà các công ty nhỏ

hơn vẫn trả để vay mượn vốn kinh doanh.

Nhiều công ty, đặc biệt các công ty nhỏ và tăng trưởng nhanh chóng, vẫn coi đó như một cách thực hành để sử dụng những tài khoản phải trả như một nguồn tín dụng thuận lợi, thường đơn phương vượt quá những giới hạn bên ngoài của những điều kiện tín dụng theo thời kỳ đáng kể. Tất nhiên, khi càng giữ lại quỹ lâu hơn, thì phí tổn quy định của những tài khoản phải trả càng trở nên thấp hơn, bởi vì các chủ nợ thương mại thường không đòi trả tiền lãi, trừ phi cần phải điều đình lại về khoản sẽ nhận. Trong những trường hợp đặc biệt, chủ nợ thương mại phải ép buộc khách hàng chuyển những tài khoản chưa trả thành món nợ phải trả bằng tín phiếu theo thời hạn cụ thể, có lãi hoặc không có lãi. Mặc dù miễn cưỡng, nhưng những người bán vẫn thực hiện cách này, vì họ mong muốn củng cố một lời xác nhận phần nào ngược lại những nguồn lực của khách hàng.

Rõ ràng cách thực hành kém cỏi đối với bất cứ người vay mượn nào đều vi phạm thời hạn tín dụng thương mại đã được quy định, cả từ quan điểm danh tiếng của doanh nghiệp, lẫn từ việc duy trì mức tín nhiệm. Những người cho vay tiềm năng sẽ quan tâm đến thành tích chậm trễ này, khi họ đánh giá lịch sử tín dụng của khách hàng, khi một thông tin như vậy sẵn có trong cơ sở dữ liệu của các cơ quan đánh giá đẳng cấp tín dụng. Ngoài phí tổn về số tiền cụ thể phải trả đối với tín dụng thương mại, bạn còn cần phải xem xét phí tổn kinh tế nội tại này.

Một hình thức khác của khoản nợ đang có tác dụng bao gồm những tín phiếu ngắn hạn và những hợp đồng trả góp, trong đó, tiền lãi được tính trước, hoặc bổ sung vào tổng số vốn gốc đã ấn định trong hợp đồng. Chẳng hạn, trong vòng một năm, tín phiếu \$ 1000 với lãi suất 9 % sẽ cung cấp cho con nợ chỉ \$ 910 tiền mặt, nếu “giảm giá” tín phiếu bằng cách chiết khấu tiền lãi từ trước. Phí tổn thực tế trước khi trừ thuế cao hơn tiền lãi đã định, bởi vì công ty đang chịu ảnh hưởng của việc trả \$ 90 cho đặc quyền vay mượn \$ 910 trong vòng một năm:

$$\frac{\$90}{\$910} = 9,89\% \text{ (Trước khi trừ thuế)}$$

Cách điều chỉnh những khoản thuế thu nhập được xử lý chính xác như được trình bày trong ví dụ cuối cùng.

Trong trường hợp một bản hợp đồng trả góp, ví dụ đối với \$ 1000 phải trả trong bốn lần trả góp bằng nhau theo từng quý, với tiền lãi hàng năm là 10 % dựa trên số dư gốc, thì phí tổn thực tế của tiền lãi cao hơn đã định rất nhiều, bởi vì việc giảm bớt số lượng vốn gốc sẽ chưa trả xong theo thời hạn của hợp đồng, khi những số tiền trả theo quý trừ dần vào vốn gốc, trong khi

việc cung cấp tiền lãi dựa trên số dư lại suy giảm nhanh chóng. Có thể dễ dàng xác định phí tổn chính xác của 15,7 % bằng một máy tính hoặc bảng tính, bằng cách sử dụng phương pháp giá trị hiện tại mà chúng ta đã thảo luận trong hai Chương 7 và 8.

Chúng ta có thể sử dụng một cách tính trung bình như là một phương pháp xác định nhanh chóng phí tổn thực tế gần đúng. Theo thời hạn hợp đồng, tổng số của vốn gốc sẽ giảm bớt từ \$ 1000 xuống còn 0, với số dư chưa thanh toán trung bình đại khái bằng phân nửa phạm vi này, hoặc \$ 500. Tiền lãi theo hợp đồng là 10 % trên \$ 1000, hoặc \$ 100, trong số đó, một phần tư được bổ sung vào từng lần trong số bốn lần trả tiền. Khi chúng ta liên hệ tổng số tiền lãi phải trả cho số lượng trung bình của những quỹ mà công ty bên vay đã sử dụng trong thời gian ký hợp đồng, thì phí tổn gần đúng gia tăng gấp đôi như sau:

$$\frac{\$100}{\$500} = 20\% \text{ (trước khi trừ thuế)}$$

Kết quả thực sự 15,7 % thì thấp hơn, bởi vì trong ví dụ của chúng ta, quá thật tiền lãi cũng được trả trên cơ sở trả góp. (Cách điều chỉnh thuế thu nhập tương tự như trước đây). Nếu hợp đồng có hiệu lực trên một năm, thì phải tính phí tổn trả lãi hàng năm, nghĩa là phải phân phối số lượng tiền lãi theo thời gian cụ thể, liên quan đến việc từ đó rút ra phí tổn thực mỗi năm, đây là thời gian bình thường của cách so sánh. Những cách dàn xếp tài chính phức tạp hơn thường được xử lý bằng các phương pháp có giá trị hiện nay. Hàng ngày, các hệ thống được kiểm soát bằng máy tính mà các ngân hàng và những trụ sở cho vay khác sử dụng vẫn tính toán chính xác những số tiền phải trả và tiền bồi thường, và theo pháp luật, họ ràng buộc với việc bộc lộ phí tổn thực tế của cách dàn xếp trên cơ sở hàng năm. Phương pháp tính bình quân đơn giản trước đây vẫn tỏ ra hữu ích như là một cách kiểm tra nhanh chóng trong nhiều trường hợp, kể cả tài chính cá nhân, để tính gần đúng phí tổn thực tế của tín dụng đối với những cách so sánh đại khái lúc đầu.

Phần thảo luận trước đây tập trung vào phí tổn quy định của khoản nợ kinh doanh, có thể được sắp xếp từ số 0 đến tỉ lệ lãi suất thực hàng năm. Tuy nhiên, phí tổn quy định không phải là khía cạnh duy nhất một khoản nợ. Như chúng ta đã đề cập trong các chương trước, cần phải trả lại khoản vay, liên quan đến một phần dòng tiền trong tương lai của công ty dành cho mục đích đó. Trách nhiệm trả lại vốn gốc vay theo đúng thời hạn càng thúc đẩy nhà quản lý tài chính phải cẩn thận, khi dự đoán và lên kế hoạch đối với những khoản tiền mặt chi ra và thu vào. Những dự đoán có thể cho thấy rằng có thể đáng bỏ vốn lại nữa, khi có thể được hưởng số tiền đó. Các

phương pháp cơ bản của cách dự đoán dòng tiền như chúng ta đã thảo luận trong Chương 5 đều có thể áp dụng ở đây.

Như chúng ta đã đề cập, một yếu tố khác của gánh nặng nợ nần là tác động của những hình thức khác nhau của những kế ước vay nợ đối với mức tín nhiệm của một công ty, liên quan đến những yêu cầu tài trợ hiện tại và tương lai. Nói cách khác, sự cân đối giữa vốn cổ phần của chủ nợ và tiền bạc của người khác và bất cứ loại khoản vay đầu cơ nào trong thời gian nào đó đều có thể trở nên bấp bênh, cho đến khi công ty tự giải quyết theo những kế ước vay nợ của họ. Khi rất bị hối thúc trả nợ, thì những hoạt động kinh doanh có thể trở nên hao tiền tốn của, cả về mặt rủi ro là không đáp ứng được những kế ước khi chúng bắt đầu trở thành món nợ, lẫn khi phải chuyển thành những nguồn tín dụng đắt tiền hơn nhiều, hoặc những quỹ vốn cổ phần khi những nhu cầu bổ sung đều gia tăng.

PHÍ TỔN VỀ KHOẢN NỢ DÀI HẠN

Hầu hết các công ty đều sử dụng ít nhất một số hình thức thuộc về kế ước vay nợ dài hạn, để hỗ trợ một phần trong những nhu cầu bổ vốn thường xuyên của họ, phát xuất từ những chi phí vốn đầu tư chủ yếu, sự tăng trưởng của những hoạt động kinh doanh, hoặc thay thế những loại vốn đầu tư khác. Loại khoản nợ này trở nên kết hợp với cấu trúc vốn đầu tư dài hạn của công ty. Những ví dụ là những loại trái phiếu khác nhau mà một công ty phát hành và trao đổi trong những thị trường tài chính, và những dàn xếp về việc vay mượn dài hạn với các ngân hàng và các trụ sở tài chính khác.

Như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 10, phải thực hiện việc quản lý những quyết định được lên kế hoạch kỹ lưỡng, khi xác định một mức độ phù hợp về khoản nợ trong cấu trúc vốn đầu tư, xử lý phí tổn, rủi ro, và dịch vụ về nợ tương đối liên quan đến cách sử dụng sau này đối với những nguồn quỹ. Chính nhờ bản chất của chúng, những cam kết về khoản nợ dài hạn có một tác động kéo dài trên tình hình của công ty hơn nhiều, so với những vốn đầu tư ngắn hạn, vốn luân chuyển, việc bỏ vốn, hoặc những khoản vay trung hạn.

Phí tổn quy định của khoản nợ dài hạn được diễn tả trong tiền lãi hàng năm đã định của phương tiện tài chính có liên quan. Chẳng hạn, một trái khoán tín dụng của công ty - là một kế ước vay nợ tổng quát không đảm bảo của công ty (không có tài sản cụ thể nào được thế chấp) - có một phí tổn quy định sau khi trừ thuế như sau:

$$9 \% \times (1 - .34) = 5,94 \%$$

nếu chúng ta giả thử công ty có khả năng lợi dụng sự chiết khấu về tiền

lãi. Một thuế suất tăng dần là 34 % được sử dụng. Ngoài ra, chúng ta sẽ giả thử rằng trái phiếu được bán ra với một cái giá thu được lãi thực của công ty theo giá trị danh nghĩa của nó (mệnh giá). Lãi suất hàng năm đã định (phiếu lãi) của một trái phiếu dựa trên-giá trị danh nghĩa, nghĩa là 100 % của món nợ vốn gốc vào một thời hạn tương lai cụ thể – bất kể những khoản lãi ròng thực sự mà công ty phát hành chứng khoán nhận được. Những khoản lãi ròng này thường thay đổi, bởi vì nói chung, chứng khoán nợ có thể tiêu thụ đều được bán ra với cái giá tốt nhất có thể đạt được trong thị trường, thông qua các tập đoàn bảo lãnh việc phát hành chứng khoán - những người chấp nhận một số hoặc toàn bộ rủi ro của việc tiếp thị sự phát hành một con số phần trăm nhỏ những doanh thu gộp. Công ty cũng phải chịu những chi phí đăng ký và chi phí về mặt pháp luật. Do đó, tùy thuộc vào giá phát hành, liên quan đến những tỉ suất lợi nhuận phổ biến và phẩm chất của cách đánh giá đẳng cấp tín dụng của công ty, công ty có thể thực sự nhận được những thu nhập ròng với một khoản chiết khấu (thấp hơn giá trị danh nghĩa), hoặc công ty có thể nhận được một số tiền chênh lệch nhỏ vượt trên giá trị danh nghĩa.

Trong cả hai trường hợp, cần phải điều chỉnh phí tổn quy định để quan tâm đến những khoản lãi ròng thực sự. Tác động của việc này tương tự như khoản vay ngắn hạn mà chúng ta đã thảo luận trước đây, theo đó, tiền lãi là quyền được hưởng từ trước, vì thế, tiền lãi đưa đến một phí tổn quy định phần nào cao hơn tỉ lệ đã định. Nếu chúng ta giả thử thay vì 100 % giá trị danh nghĩa, công ty lại nhận được 95 % đối với những trái khoán của họ, sau tất cả những chi phí và tiền hoa hồng, thì phí tổn thực tế sau khi trừ thuế với một lãi suất theo mệnh giá 9 % là như sau:

$$0.09(1 - .34) \times \frac{1}{.95} = 6.25\%$$

Ngoài phí tổn quy định của tiền lãi, khoản nợ dài hạn cũng đòi hỏi phải hoàn trả lại vốn gốc. Có nhiều kiểu hoàn trả lại những số tiền dự trữ, nói chung đều được cơ cấu để phù hợp với bản chất của công ty và loại rủi ro mà người giữ trái khoán phải hình dung. Có thể đáp ứng được những đòi hỏi hoàn trả theo định kỳ, thông qua một quỹ tích lũy được lập ra vì mục đích đó, và được một ngân hàng tiền gửi nhận giữ trong sự tín thác. Một phần quyền được chi trả đầy đủ vốn gốc vào cuối thời kỳ cho vay được gọi là trả cả vốn lẫn lãi.

Điểm cơ bản cần ghi nhớ là những phương tiện vay nợ, mặc dù ngắn hạn, đều phải được trả lại theo một số hình thức và vào một thời hạn nào đó, hoặc ít nhất được chuyển vào khoản nợ mới. Phí tổn về sự hoàn trả lại này tiềm ẩn trong nhu cầu về việc lên kế hoạch thật cẩn thận về những

dòng tiền trong tương lai, và cũng về việc xem xét khả năng đạt được sự tái bổ vốn trong tương lai, nếu những nhu cầu về quỹ chắc chắn vẫn tiếp tục hoặc thậm chí lại càng phát triển. Bạn hãy nhớ lại phần thảo luận những dự đoán về quỹ trong Chương 5.

Một phí tổn nội tại khác của khoản nợ dài hạn bao gồm bản chất và mức độ những hạn chế thường biểu hiện trong bản giao kèo về nợ nần (khế ước). Những khoản dự trữ này có thể giới hạn khả năng của ban quản lý trong việc sử dụng những hình thức tín dụng khác (như cho thuê), họ có thể xác định những mức độ tối thiểu của một số tỉ suất tài chính (như những tỉ lệ vốn luân chuyển, hoặc mức bảo hiểm gánh nặng nợ nần), hoặc họ có thể giới hạn tổng số cổ tức mà họ có thể trả cho các cổ đông. Đôi khi, có thể họ còn phải thế chấp những tài sản cụ thể như là vật bảo đảm. Bất cứ tập hợp những khoản dự trữ nào như vậy đều mang một phí tổn nội tại, qua đó, nó giới hạn quyền tự do chọn lựa của nhà quản lý trong việc thực hiện quyết định. Khi người ta nhận thấy rủi ro của sự thiếu nợ càng lớn, thì chắc hẳn những giới hạn càng lớn. Một trong những tác động có thể là sự giảm bớt khả năng tăng trưởng thông qua sự đầu tư mới, có thể đưa đến những cơ hội bị mất đi từ một thị trường hoặc một quan điểm chiến lược. Tất nhiên, sự tăng trưởng có lợi tùy thuộc vào những chọn lựa và những chính sách tài trợ phù hợp, như chúng ta đã thảo luận trong Chương 6, trong phần thảo luận về sự tăng trưởng có thể chứng minh được.

Sự hợp lý đối với những giới hạn về khoản nợ được trình bày trong phần thảo luận về những tỉ suất tài chính từ quan điểm của người cho vay (Chương 4). Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 6, không được bỏ qua phần dẫn nhập sự thúc đẩy tài chính vào cấu trúc vốn đầu tư. Một lần nữa, phí tổn nội tại của tình trạng này tùy thuộc vào sự bộc lộ mức độ rủi ro mà những điều kiện kỹ thuật và công ty cụ thể đã gây ra.

PHÍ TỔN VỀ VỐN CỔ PHẦN CỦA CỔ ĐÔNG

Cổ phiếu Ưu đãi

Hình thức quyền sở hữu vốn cổ phần là điểm giữa thuộc về khái niệm giữa khoản nợ và cổ phiếu thường. Mặc dù những người cho vay khác nhau đều lệ thuộc vào công ty, nhưng cổ đông ưu đãi vẫn đòi hỏi những tiền lãi của công ty được sắp xếp vượt trên vị trí của những cổ đông thường, trên cả số lượng cổ tức ưu đãi đã định. Trong việc thanh toán nợ, những đòi hỏi của các cổ đông ưu đãi đều được ưu đãi thỏa mãn trước những đòi hỏi thặng dư của các cổ đông có cổ phiếu thường.

Phí tổn quy định của cổ phiếu ưu đãi thường cao hơn phí tổn quy định của khoản nợ, với một cách đánh giá về phẩm chất tương tự như nhau.

Những cổ tức ưu đãi như của bài viết này không được chiết khấu thuế đối với việc công ty phát hành chứng khoán, và vì thế, chúng là một khoản chi ra của những nguồn quỹ sau khi trừ thuế, do trạng thái gần với-vốn cổ phần của cổ phiếu ưu đãi. Chẳng hạn, một cổ phiếu ưu đãi 11 %, được phát hành bình giá (giá thực của những chi phí), những phí tổn về công ty là 11 % sau khi trừ thuế. Đối với từng dollar của cổ tức phải chi trả cho cổ phiếu ưu đãi này, như vậy trước khi trừ thuế, công ty phải kiếm được là:

$$\$1.00 \times \frac{1}{1 - .34} = \$1.52$$

khi so sánh với \$ 1 đối với từng dollar của tiền lãi được chi trả dựa trên một kế ước vay nợ. Trong đó, trái phiếu 9 % ở phần trước có một phí tổn sau khi trừ thuế là 5.94 %, cổ phiếu ưu đãi 11 % có một phí tổn là 11 % sau khi trừ thuế. Như vậy, có thể trực tiếp so sánh mức cổ tức đã định của một cổ phiếu ưu đãi với lãi suất của một trái phiếu đã được điều chỉnh thuế.

Chúng ta có thể dễ dàng so sánh phí tổn về khoản nợ dài hạn và cổ phiếu ưu đãi đối với công ty, nếu chúng ta giả thử rằng chúng được phát hành với những cái giá đưa đến kết quả trong những khoản lãi ròng hoàn toàn bằng với giá trị danh nghĩa (mệnh giá). Khi khoản lãi ròng không bằng với giá trị danh nghĩa, như vẫn thường xảy ra do những điều kiện của thị trường, thì phí tổn phải dựa trên những khoản lãi ròng, để đạt được phí tổn thực tế như chúng ta đã thảo luận trên đây.

Phí tổn nội tại bổ sung của cổ phiếu ưu đãi hệ tại ở sự kiện rằng đây là một chứng khoán ưu đãi đối với cổ phiếu thường, và những đòi hỏi về cổ tức của những người nắm giữ nó sắp xếp vượt trên những cổ tức thường. Ngoài ra, bản chất cố định chủ yếu của cổ tức ưu đãi (chúng chỉ có thể bị bao quanh trong những trường hợp nghiêm trọng) giới thiệu một mức độ thúc đẩy về mặt tài chính, với những mức độ lợi nhuận khác nhau. Tuy nhiên, trong khái niệm đối với vốn cổ phần của chủ nợ, việc cổ phiếu ưu đãi gần gũi hơn so với khoản nợ làm cho những phí tổn nội tại của gánh nặng cầm cố của nó ít trầm trọng hơn so với của khoản nợ.

Vốn Cổ phần Thường

Người nắm giữ cổ phiếu thường là chủ nợ còn lại của công ty, với một yêu sách mở rộng đối với toàn bộ tài sản và những lợi nhuận không lệ thuộc vào những yêu sách trước. Các cổ đông bình thường đều cung cấp những quỹ dài hạn, với dự kiến được thưởng cả về những cổ tức, lẫn về sự gia tăng giá trị kinh tế đối với những cổ phần của họ. Sự gia tăng giá trị này bao gồm tác động phối hợp (hy vọng như vậy) của những lợi nhuận và cổ tức đang tăng trưởng, dựa trên giá thị trường của những cổ phần. Giá thị trường lần lượt

chịu tác động bởi những điều kiện kinh tế, và những rủi ro cụ thể đối với ngành kinh doanh và công ty tư nhân. Chúng ta đã ám chỉ khái niệm về tiền lãi của cổ đông (TSR) như là một cách diễn tả hai dự kiến về cổ tức và sự tăng giá cổ phiếu. Nói cách khác, trong trường hợp cổ phiếu thường, chúng ta đối phó với nhiều biến số hơn, trong khi lại thiếu vắng những tiên dự trữ theo quy định của hợp đồng đối với thù lao, như tiền lãi theo phiếu lãi hoặc tỉ lệ cổ tức ưu đãi. Hậu quả là phí tổn quy định của vốn cổ phần thường càng đòi hỏi một sự đánh giá phức tạp hơn, so với việc chúng ta dụng độ với khoản nợ hoặc cổ phiếu ưu đãi.

Phải xem xét phí tổn về vốn cổ phần thường trong một khuôn khổ cơ hội. Khi cung cấp quỹ cho công ty, nhà đầu tư dự kiến nhận được lợi nhuận kinh tế kết hợp của các cổ tức đã được công bố, do ban giám đốc và sự tăng giá tương lai trong giá thị trường. Việc đầu tư đã được thực hiện – có lẽ dựa trên một cơ sở hợp lý – bởi vì mức độ và bản chất của rủi ro biểu hiện trong công ty và hoạt động kinh doanh của họ đều phù hợp một cách vừa phải với quyền ưu đãi về rủi ro của nhà đầu tư. Ngoài ra, những dự kiến của nhà đầu tư về lợi nhuận, cổ tức, và sự tăng giá thị trường đều coi như được thỏa mãn.

Tuy nhiên, nhà đầu tư thực hiện chọn lựa này, bằng cách bỏ qua những cơ hội đầu tư khác. Hơn nữa, cam kết được thực hiện theo một điều kiện không chắc chắn về những kết quả tương lai, dữ liệu cố định duy nhất sẵn có đối với bất cứ nhà đầu tư nào đều là những thống kê về thành tích quá khứ. Do đó, cách đánh giá phí tổn về quỹ của các cổ đông đối với công ty là một thách thức phải nhắm đến những dự kiến của nhà đầu tư về sự trao đổi đối với rủi ro / tiền thưởng khi thực hiện việc đầu tư trong dịp này. Nói cách khác, công ty phải phấn đấu để đền bù cho cổ đông với một lợi nhuận kinh tế tiềm ẩn trong thành tích quá khứ của nó, nhưng điều quan trọng nhất là triển vọng tương lai, và tương ứng với những lợi nhuận tiềm năng từ các công ty ngang hàng và từ toàn bộ thị trường chứng khoán.

Vài phương pháp đánh giá phí tổn về vốn cổ phần thường được sử dụng trong thực hành; tất cả đều đưa đến nhiều thừa nhận và khá ít lời phê phán. Khó khăn lớn nhất hệ tại ở việc tìm thấy một sự liên kết cụ thể với những phán đoán về rủi ro / tiền thưởng liên tục được thực hiện trong những thị trường chứng khoán, những phán đoán hướng dẫn giá thị trường của những cổ phiếu thường. Chúng ta sẽ thảo luận về hai phương pháp chủ yếu:

1. Phương pháp tiếp cận cổ tức.
2. Phương pháp đánh giá rủi ro dựa trên mô hình định giá tài sản vốn đầu tư (CAPM).

Phương pháp tiếp cận cổ tức khá dễ hiểu; thật vậy, nó trực tiếp đánh giá tương lai được dự kiến của những chiều hướng cổ tức. Nhưng nó lại bị giới

hạn do những thừa nhận rất đơn giản. Ngược lại, phương pháp đánh giá rủi ro gắn đúng với những dự kiến về lợi nhuận của cổ đông, bằng cách bổ sung vào một tỉ suất sinh lợi đã được “bình thường hóa” trong những chứng khoán nói chung, bằng một khoản bù rủi ro đã được tính toán bằng số vốn là công ty-chuyên biệt. Như chúng ta sẽ nhận thấy, đây là phương pháp duy nhất đưa đến một lợi nhuận kinh tế đối với chứng khoán đặc định, tương ứng với những tỷ suất lợi nhuận trung bình đã được tìm thấy trong những thị trường chứng khoán.

Phương pháp Tiếp cận Cổ tức đối với Phí tổn về Vốn Cổ phần Thường

Một phương cách để giao dịch ít nhất với một trong những lợi ích vừa phải mà cổ đông có thể đạt được, đó là sử dụng những cổ tức hàng năm, để ước lượng phí tổn về vốn cổ phần thường. Đây là một phương pháp về dòng tiền, tương tự như cách đánh giá những hình thức khác của vốn đầu tư. Tuy nhiên, phương pháp này đang trở nên kém chất lượng, vì cách đơn giản hóa quá đáng thật trầm trọng, bởi vì các công ty rất khác biệt nhau trong tỉ lệ thu hồi cổ tức, và phương pháp này không nhắm đến tác động của việc tái đầu tư những lợi nhuận giữ lại một cách cụ thể. Bạn hãy ghi nhớ, các cổ đông thường đều là những chủ sở hữu còn lại đối với tất cả những lợi nhuận nào không được dành cho những kế ước khác, và những cổ tức được trả thường chỉ là một phần trong số những lợi nhuận tích lũy đối với cổ phiếu thường.

Trong hình thức đơn giản nhất của nó, phương pháp tiếp cận cổ tức giống như tỉ suất lợi nhuận của cổ tức, mà trong Chương 2, chúng ta đã thảo luận như là một trong những chỉ số thị trường:

$$\text{Hệ số cổ tức /Thị giá cổ phần thường} = \frac{\text{Cổ tức dự kiến cho từng cổ phần}}{\text{Thị giá cổ phần thường}}$$

$$k_e = \frac{dps}{P}$$

Cách giới thiệu sự tăng trưởng được ước lượng trong những cổ tức theo công thức là một sự cải tiến ngầm nhận ra tác động của việc tái đầu tư dựa trên-giá trị mà các cổ đông nhận được. Giả thiết ở đây là theo thời gian, việc tái đầu tư thành công của những lợi nhuận giữ lại sẽ đưa đến những lợi nhuận tăng trưởng, và do đó, đưa đến những cổ tức tăng trưởng. Phép toán của công thức cho phép chúng ta hoàn toàn bổ sung được tỉ lệ tăng trưởng theo giả thiết vào những cổ tức đối với phương trình trên đây. Chúng ta bắt đầu với tỉ suất lợi nhuận và bổ sung một tỉ lệ phần trăm bền vững của sự tăng trưởng cổ tức (g), để mô phỏng toàn bộ những dự kiến của các cổ đông:

$$k_e = \frac{dps}{P} + g$$

Tuy nhiên, khó khăn hệ tại ở việc xác định tỉ lệ tăng trưởng cổ tức quy định, phải dựa trên những thừa nhận tốt nhất của các về thành tích tương lai, được điều hoà do kinh nghiệm quá khứ. Có thể sử dụng nhiều phương pháp ước lượng. Trong Chương 6, chúng ta đã thảo luận khái niệm về sự tăng trưởng bền vững, sự tăng trưởng này vẫn thừa nhận sự đầu tư ổn định, thu hồi, và những chính sách bỏ vốn. Điều này có thể mang lại những manh mối cho tỉ lệ tăng trưởng sẽ phù hợp với phương pháp tiếp cận cổ tức, nhưng phương pháp này thực sự đòi hỏi phải dự kiến những chính sách cổ tức tương lai được dự kiến, như các giám đốc công ty đã lập ra. Nếu có thể dự kiến những thay đổi đáng kể về chính sách đối với cổ tức, thì nhà phân tích có thể mong muốn biến đổi phương pháp, bằng cách thực hiện hàng loạt những giả thiết hàng năm, và trên thực tế, tính toán một sự kết hợp những kiểu tăng trưởng cổ tức tương lai từ những dự đoán hàng năm này.

Một từ về thuế cần thiết ở đây. Trong phương pháp tiếp cận cổ tức, chúng ta đang đối phó với những dòng tiền sau khi trừ thuế từ quan điểm của công ty. Những cổ tức thường, như cổ tức ưu đãi, không được chiết khấu thuế, và phải được chi trả ngoài những lợi nhuận sau khi trừ thuế. Do đó, không cần phải điều chỉnh kết quả, để so sánh nó với phí tổn về khoản nợ và cổ phiếu ưu đãi sau khi trừ thuế.

Cổ đông phán đoán cơ hội để kiếm được một lợi nhuận kinh tế dựa trên cùng một cơ sở. Tuy nhiên, tiền lãi và những cổ tức đều là thu nhập phải trả thuế đối với người nhận. Bởi vì những điều kiện cá nhân rất khác biệt, nên cần phải điều chỉnh thêm từ quan điểm của nhà đầu tư, để đánh giá những chọn lựa đầu tư một cách khách quan. Tuy nhiên, nhà phân tích kinh doanh không thể thực hiện việc tính toán đối với cổ đông, khi không có kiến thức về trạng thái tính thuế của cá nhân. Kết quả là giả thiết duy nhất có tác dụng mà chúng ta có thể thực hiện trong bối cảnh này là hầu hết các nhà đầu tư đều lệ thuộc vào một số cách tính thuế nào đó; chúng ta có thể đi đến những kết quả về tài chính nhất quán tới mức mà cá nhân nhà đầu tư phải tính toán tác động của mức thuế cá nhân.

Phương pháp Đánh giá Rủi ro đối với Phí tổn về Vốn Cổ phần Thường

Như đã nói trước đây, phương pháp đánh giá rủi ro không dựa vào những cách ước lượng rõ ràng về những lợi nhuận hoặc cổ tức hiện tại và tương lai. Thay vào đó, một lợi nhuận thị trường bình thường được triển khai từ dữ liệu đã phổ biến, dựa trên những lợi nhuận tài chính và tỷ suất lợi nhuận, được điều chỉnh do một khoản bù rủi ro hoặc chiết khấu thuộc về công ty-chuyên biệt. Cơ sở hợp lý dựa trên giả thiết rằng phí tổn vốn cổ phần của một công ty đối với những dự kiến của cổ đông về lợi nhuận đều liên quan đến rủi ro tương đối thuộc cổ phiếu thường của công ty. Khi rủi ro tương đối này càng

lớn hơn, thì khoản bù rủi ro cũng càng lớn hơn – dưới hình thức của một lợi nhuận kinh tế bổ sung bên trên và vượt cả lợi nhuận đã được bình thường hóa - mà một nhà đầu tư nên dự kiến. Phương pháp này tạo ra ý thức thuộc về trực giác, và cũng có thể được chứng minh về mặt thống kê.

Bất cứ lúc nào, những thị trường chứng khoán đều mang lại một sự chênh lệch giá theo những tỉ lệ của lợi nhuận, sắp xếp từ những tỉ lệ dựa trên chứng khoán của chính phủ chủ yếu không bị rủi ro, ở giới hạn thấp của tỉ lệ (từ 5 % đến 7 %), đến những lợi nhuận khá lớn từ chứng khoán đầu cơ, bao gồm tỷ suất lợi nhuận cao nhưng lại có những trái phiếu rủi ro cao (từ 15 % đến 18 % hoặc cao hơn). Sự trao đổi rủi ro / lợi nhuận vốn có trong nhiều loại đầu tư chứng khoán phản ánh trong số tiền lãi này. Rủi ro được định nghĩa như là độ biến thiên của những lợi nhuận vốn có trong loại chứng khoán, trong khi lợi nhuận được định nghĩa như là tổng số lợi nhuận kinh tế đạt được từ chứng khoán, bao gồm cả tiền lãi hoặc cổ tức và những thay đổi trong giá thị trường.

Theo năm tháng, nhiều phương pháp cụ thể đã được triển khai, để diễn tả khái niệm khoản bù rủi ro của lợi nhuận dựa trên vốn cổ phần thường – phản ánh phí tổn về vốn cổ phần thường đối với công ty – như là một phương pháp luận chấp nhận được về mặt lý thuyết, cũng như có thể sử dụng trong thực tế. Trong khi không có phương pháp cá nhân nào hoàn toàn thỏa mãn trong những thời kỳ này, thì phương pháp được chấp nhận phổ biến nhất là mô hình định giá tài sản vốn đầu tư (CAPM). Chúng ta sẽ thảo luận một số trong những đặc tính của mô hình này ở đây, nhưng nên tăng khái niệm và lý thuyết mở rộng và vượt xa phạm vi của cuốn sách này. Chúng ta khuyến khích quý độc giả khai thác phần tham khảo ở cuối chương, đối với những nghiên cứu mở rộng thêm về sự tiến triển, lý thuyết và tính hữu hiệu của CAPM.

Ba yếu tố cần có khi áp dụng phương pháp mô hình định giá tài sản vốn đầu tư, và phải cẩn thận khi ước lượng mỗi yếu tố:

- Mức độ lợi nhuận từ một vụ đầu tư không có rủi ro.
- Mức độ lợi nhuận từ những chứng khoán có độ rủi ro trung bình.
- Bộc lộ độ rủi ro tương đối trong những chứng khoán của công ty.

Yếu tố đầu tiên là một phán đoán về lợi nhuận cơ bản của một chứng khoán, từ đó, toàn bộ rủi ro đều bị loại trừ. Mục đích là tìm thấy phần thấp nhất của loại tỷ suất lợi nhuận hiện hành, đã trải qua trong những thị trường chứng khoán như là điểm khởi đầu, từ đó xây dựng lợi nhuận cao hơn, được điều chỉnh rủi ro, cụ thể đối với loại cổ phiếu thường đặc trưng. Những kế ước dài hạn của chính phủ Mỹ đều được sử dụng phổ biến như là

một sự thay thế đối với lợi nhuận không có rủi ro này. Những tỷ suất lợi nhuận dựa trên kế ước của chính phủ Mỹ đều được trích dẫn rộng rãi và dễ truy cập, cả đối với hiện nay lẫn đối với những thời kỳ nguyên thủy. Đối với mục đích của chúng ta, có thể sử dụng những tỷ suất lợi nhuận hiện hành, được điều chỉnh một cách hợp lý dành cho những thay đổi theo dự kiến, như viễn cảnh lạm phát trong vài năm tới. Không thể có sự chính xác ở đây, và những sự phỏng chừng hợp lý mà phán đoán của nhà phân tích ủng hộ đều khá khả thi.

Yếu tố thứ hai là một sự ước tính lợi nhuận từ loại chứng khoán có tính rủi ro trung bình có thể so sánh được. Đây là điều cần thiết, bởi vì phương pháp CAPM triển khai một cách điều chỉnh cụ thể đối với tính rủi ro tương đối của chứng khoán đặc trưng, khi so sánh với một số trung bình hoặc đường chuẩn. Vì mục đích của mình, chúng ta có thể sử dụng một cách ước tính toàn bộ lợi nhuận dự kiến đối với Standart & Poor 500 Index, một phương pháp có cơ sở mở rộng về mức độ giá cả thuộc về những cổ phiếu thường của 500 công ty kinh doanh lớn. Các nhà phân tích chứng khoán và các dịch vụ tài chính và những bản tin (xem Phụ lục II) thường xuyên thực hiện những dự kiến như vậy về toàn bộ lợi nhuận – một sự kết hợp của những cổ tức và sự tăng giá thị trường – mà các công ty tiêu biểu trong mục lục vẫn dự kiến. Trong khi Standart & Poor 500 Index cung cấp một cách ước tính lợi nhuận có cơ sở mở rộng, thì những mục lục cụ thể hơn có thể được chọn. Một lần nữa, nhà phân tích phải luyện tập cách phán đoán khi sử dụng những dự kiến về lợi nhuận kinh tế tương lai. Điểm chủ yếu ở đây là đạt được thuộc loại đang được đánh giá.

Yếu tố thứ ba đòi hỏi một sự diễn tả về rủi ro tương đối, dựa trên độ biến thiên thuộc về những lợi nhuận của chứng khoán đặc trưng đang được phân tích. Trong phương pháp CAPM, định nghĩa về rủi ro rất cụ thể, và điều này đã gây ra một số tranh cãi. Rủi ro không được định nghĩa như là toàn bộ độ biến thiên của những lợi nhuận, nhưng nói đúng hơn, như là tích sai (covariance) của những lợi nhuận thuộc về chứng khoán đặc trưng với những lợi nhuận thuộc về tài sản của rủi ro trung bình. Giả thiết ở đây là nhà đầu tư không tập trung vào toàn bộ độ biến thiên của lợi nhuận đã nhận thấy đối với từng chứng khoán cá nhân, nhưng nói đúng hơn, họ tập trung vào cách làm thế nào để từng chứng khoán đều ảnh hưởng đến độ biến thiên của toàn bộ lợi nhuận từ tổ hợp chứng khoán đầu tư mà nhà đầu tư vẫn giữ. Tuy nhiên, bạn hãy ghi chú rằng những thay đổi đáng kể trong cấu trúc vốn đầu tư của một công ty sẽ có khuynh hướng ảnh hưởng đến tính rủi ro tương đối của công ty, cũng như tích sai của nó đối với tổ hợp chứng khoán đầu tư.

Do đó, rủi ro là một khái niệm rất tương đối trong CAPM, và định nghĩa

cụ thể về nó có thể không chấp nhận được đối với mọi người. Trong phần thảo luận của mình, chúng ta sẽ bỏ qua những tranh cãi ủng hộ và chống lại định nghĩa này về tính rủi ro, thay vào đó, chúng ta tập trung vào việc tính rủi ro được nhận ra như thế nào trong phương pháp CAPM, để đi đến một lợi nhuận của công ty-chuyên biệt. Dưới hình thức tích sai của những lợi nhuận thuộc về một cổ phiếu cá nhân, đối với tích sai của tổ hợp chứng khoán đầu tư về những cổ phiếu có tính rủi ro trung bình, biện pháp đối với tính rủi ro được gọi là beta (beta). Nó được phát hiện bởi hồi quy tuyến tính thuộc về toàn bộ lợi nhuận trong tháng qua của chứng khoán đặc trưng đối chiếu với một đường chuẩn như phương pháp S & P 500 Index. Các Dịch vụ như Đường lối Giá trị đều liệt kê beta hiện hành dành cho những chứng khoán kinh doanh công khai như là một việc tất nhiên.

Ba yếu tố này kết hợp với nhau như thế nào, để đi đến một lợi nhuận dự kiến và phí tổn về công ty đối với một chứng khoán vốn cổ phần đặc trưng? Như chúng ta đã nêu lên trước đây, phương pháp CAPM định nghĩa phí tổn về vốn cổ phần thường như là sự kết hợp của lợi nhuận không có rủi ro và một khoản bù rủi ro đã được điều chỉnh đối với rủi ro của công ty chuyên biệt.

Công thức CAPM là:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

trong đó:

k_e là phí tổn về vốn cổ đông.

R_f là lợi nhuận không có rủi ro.

β là tích sai của những lợi nhuận thuộc về công ty đối chiếu với tổ hợp chứng khoán đầu tư.

R_m là lợi nhuận trung bình trên những cổ phiếu thường.

β của công ty được diễn tả như là một nhân tố đơn giản được sử dụng để gia tăng sự khác biệt giữa lợi nhuận dự kiến trên tổ hợp chứng khoán đầu tư trung bình, và lợi nhuận không có rủi ro như dự kiến. Tất nhiên, sự khác biệt này bằng với khoản bù rủi ro vốn có trong tổ hợp chứng khoán đầu tư. Nhân tố β điều chỉnh khoản bù rủi ro trung bình này, để phản ánh tính rủi ro tương đối cao hơn hoặc thấp hơn của cổ phiếu cá nhân. β vượt trên 1,0 như là rủi ro tương đối của cổ phiếu vượt quá số trung bình, và sụt giảm xuống dưới 1,0 khi tính rủi ro tương đối thấp hơn trung bình.

Như chúng ta đã nhận thấy, tự thân phép tính khá đơn giản. Để minh họa, chúng ta hãy tùy tiện chọn một tỉ suất sinh lợi không có rủi ro là 6,5 %, một ước tính lợi nhuận theo phương pháp S & P 500 là 11,5 %, và một công

ty với một β khá “rủi ro” là 1,4. Phí tổn về vốn cổ phần trong ví dụ theo giá thiết này sẽ là:

$$k_e = 6,5 + 1,4 (11,5 - 6,5) = 13,5 \%$$

bao gồm lợi nhuận không có rủi ro là 6,5 %, cộng với khoản bù rủi ro cụ thể của công ty đã được tính toán là 7,0 %, đối với tổng số là 13,5 %.

Một con số lớn các vấn đề nổi lên, khi CAPM hoặc các phương pháp có liên quan được sử dụng để từ đó rút ra phí tổn về những chứng khoán. Như chúng ta đã đề cập, một trong số này là phẩm chất ước tính của cả lợi nhuận không có rủi ro, lẫn lợi nhuận trung bình dựa trên tổ hợp chứng khoán đầu tư của những cổ phiếu thường. Trong khi lợi nhuận của những chứng khoán dài hạn của chính phủ Mỹ là một vật thay thế hợp lý đối với cái trước, thì cách ước tính một lợi nhuận của tổ hợp chứng khoán đầu tư trung bình lại đầy rẫy các vấn đề về mặt khái niệm. Nếu β là chỉ số duy nhất của rủi ro tương đối, thì bản chất của tổ hợp chứng khoán đầu tư ngược lại với tích sai được đánh giá rõ ràng là quan trọng. Những số trung bình lớn như phương pháp S & P 500 có thể hoặc không thể phù hợp với những trường hợp này. Cũng vậy, có vấn đề về việc sử dụng dữ liệu quá khứ, đặc biệt đối với độ biến thiên của những lợi nhuận, trong cách ước tính mối quan hệ tương lai cho thấy những dự kiến của cổ đông. Cuối cùng, có vấn đề về tác động của những thay đổi trong sự thúc đẩy về tài chính của một công ty.

Vì thế, như đối với hầu hết những kiểu phân tích tài chính, khi sử dụng những kết quả của các phép tính này, nên cẩn thận và có thật nhiều phán đoán thuộc về ý thức chung.

Lạm phát

Cho đến bây giờ, chúng ta đã nói chuyện về phí tổn về vốn đầu tư, mà không ám chỉ cụ thể đến tác động của lạm phát. Chúng ta có thể làm việc này, bởi vì trên thực tế, không cần phải điều chỉnh gì cả. Lợi nhuận không có rủi ro dựa trên trái phiếu của chính phủ không ngầm cung cấp mức độ lạm phát đã được dự tính, bởi vì những dự tính về những điều kiện gây lạm phát trong tương lai ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận từ những chứng khoán này. Khi tình trạng lạm phát dịu đi, thì những tỷ suất lợi nhuận suy giảm – như đã từng xảy ra đột ngột vào giữa thập niên 1980 và đầu thập niên 1990. Khi những dự tính về tình trạng lạm phát gia tăng, thì tỷ suất lợi nhuận của trái phiếu cũng gia tăng. Sự thật cũng tương tự như vậy đối với những tỷ suất lợi nhuận từ những phương tiện tài chính khác.

Nếu không tồn tại tình trạng lạm phát nào, thì chắc hẳn những lợi nhuận không có rủi ro được sắp xếp từ 3 % đến 4 %, đó là tỉ lệ lợi tức cơ bản. Trên thực tế, không chỉ CAPM, nhưng tất cả những biện pháp về phí tổn

vốn đầu tư mà chúng ta đã thảo luận, kể cả những hậu quả lạm phát đã được dự tính trong cách ước tính những lợi nhuận tương lai đều quan tâm đến những dự tính này. Một chuỗi những lợi nhuận được sắp xếp từ những trái phiếu không có rủi ro, đến những trái phiếu dựa trên những chứng khoán đầu cơ cũng đều nhất quán khi phản ánh những hậu quả của lạm phát.

Tóm lại, cho đến bây giờ, rõ ràng ngoài phương pháp tính toán cụ thể, thì nói chung, phí tổn về vốn cổ phần thường vẫn cao hơn so với phí tổn về những chứng khoán mang lại lợi tức hoặc cổ phiếu ưu đãi. Như chúng ta đã nói từ đầu phần này, cổ phiếu thường tiêu biểu cho đòi hỏi còn lại, bao gồm sự trao đổi rủi ro / tiền thưởng cao nhất. Do đó, những lợi nhuận dự kiến đối với cổ phiếu thường đều cao hơn, đáp lại, những lợi nhuận này phải chuyển thành phí tổn về vốn đầu tư cao nhất từ quan điểm của công ty. Ngay cả sự kiện này sẽ trở nên quan trọng hơn, khi chúng ta xem xét những chọn lựa luân phiên của việc bỏ vốn đối với những yêu cầu về quỹ mới, vốn là chủ đề của chương tới.

PHÍ TỔN CÓ TÁC DỤNG VỀ VỐN ĐẦU TƯ

Sau khi xác định những phí tổn cụ thể của những loại vốn đầu tư cá nhân khác nhau, bây giờ, chúng ta có tất cả những đầu vào cần thiết, để thực hiện một số quyết định bỏ vốn đã được liệt kê trước đây. Nhưng bởi vì hầu hết các công ty đều sử dụng nhiều hơn một hình thức vốn đầu tư dài hạn để bỏ vốn vào những vụ đầu tư và hoạt động kinh doanh, và bởi vì sự pha trộn các nguồn được sử dụng cho việc bỏ vốn dài hạn có thể thay đổi theo thời gian, nên cần phải xem xét toàn bộ phí tổn về cấu trúc vốn đầu tư của công ty. Kết quả mà chúng ta đang tìm kiếm là một con số phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư, để phản ánh sự pha trộn của những nguồn vốn đầu tư khác nhau, được sử dụng như là một vấn đề thuộc về chính sách. Con số này bao gồm phí tổn về việc bù đắp cho những người cho vay dài hạn và các cổ đông ưu đãi về những tiền dự trữ cụ thể được áp dụng cho họ, và phí tổn về tiền thưởng đối với các cổ đông của cổ phiếu thường về mặt lợi nhuận đã được điều chỉnh rủi ro mà họ dự kiến.

Chúng ta phải giải quyết vài vấn đề trong việc xác định toàn bộ phí tổn về vốn đầu tư của công ty. Trước hết là những phí tổn phù hợp phát sinh đối với những loại vốn đầu tư dài hạn khác nhau đã được sử dụng, mà chúng ta đã thực hiện theo khái niệm. Thứ hai là một quyết định về những tác dụng, hoặc tỉ lệ, của từng loại vốn đầu tư trong cấu trúc cần phân tích. Thứ ba là vấn đề có áp dụng hay không đối với những giá trị của thị trường, ngược lại với những giá trị trên sổ sách của những loại vốn đầu tư khác nhau đưa đến việc xử lý. Chỉ khi đó, chúng ta mới có thể tính toán được một phí tổn về

vốn đầu tư đã được xử lý có ý nghĩa đối với mục đích dự kiến.

Những Chọn lựa về Phí tổn

Trước hết, vấn đề cần giải quyết là có phù hợp hay không khi xem xét những phí tổn đã qua của những chứng khoán hiện tại trong cấu trúc vốn đầu tư của một công ty, hoặc lần lượt, những phí tổn tăng dần liên quan đến những chứng khoán bổ sung mới được phát hành. Khá thông thường, phạm vi thuộc khoản nợ và bộ phận cổ phiếu ưu đãi của bảng cân đối kế toán liệt kê cả một nhóm các vấn đề về quá khứ, trong đó, nhiều vấn đề chứa đựng những tỉ lệ lợi tức hoặc cổ tức khác biệt một cách đáng kể so với kinh nghiệm hiện hành. Những kế ước 5, 10 hoặc 15 năm mang những phí tổn đã định không còn phù hợp với hiện nay nữa. Ngoài ra, các phương pháp khác nhau đi đến phí tổn về vốn cổ phần thường đều dựa trên những dự tính tương lai, không nhất thiết đều nhất quán với khoản nợ quá khứ hoặc những phí tổn ưu đãi. Để giải quyết tình thế tiến thoái lưỡng nan này, một lần nữa, chúng ta phải áp dụng nguyên tắc đã được xác nhận trước đây trong cuốn sách này: Mục đích của cách phân tích luôn luôn xác định việc chọn lựa dữ liệu và phương pháp luận.

Thông thường, cách tính toán một phí tổn đã được xử lý của vốn đầu tư có mục đích chủ yếu là để sử dụng trong những quyết định về những vụ đầu tư kinh doanh mới, phục vụ như là một tiêu chuẩn của lợi nhuận, sẽ bù đắp đầy đủ cho tất cả những người cung cấp vốn đầu tư. Trừ phi một công ty trải qua việc tái cấu trúc đáng kể, chắc hẳn những nguồn quỹ đối với những cam kết vốn đầu tư mới đều phát xuất từ dòng tiền hiện hành trong nước, được gia tăng bằng khoản nợ mới, vốn cổ phần mới, hoặc cả hai. Đây là một điều kiện tăng dần, bởi vì những chọn lựa để bổ sung những vụ đầu tư mới vẫn đang được thực hiện. Do đó, hầu hết phí tổn về phạm vi vốn đầu tư phù hợp ở đây đều dựa trên những phí tổn tăng dần đã dự tính của những hình thức vốn đầu tư khác nhau mà công ty sử dụng. Như chúng ta đã biết, những quyết định quá khứ dựa trên những vụ đầu tư và bỏ vốn đều là những phí tổn chìm, và không phù hợp ở đây.

Điều chỉnh những Tỉ lệ

Như chúng ta đã đề cập, từ đó, chúng ta đang rút ra một phí tổn có tác dụng, phản ánh những tỉ lệ bình thường của các loại vốn đầu tư khác nhau trong cấu trúc vốn đầu tư của một công ty. Cấu trúc vốn đầu tư hiện hành như phản ánh trên bảng cân đối kế toán là kết quả của những quyết định quản lý trong quá khứ, dựa trên việc bỏ vốn cho cả vụ đầu tư lẫn những hoạt động kinh doanh. Vấn đề cần đặt ra ở đây là những loại và tỉ lệ của vốn đầu tư trong cấu trúc này có thể được giữ lại trong tương lai hay không, nghĩa là,

chúng có phù hợp với những kế hoạch chiến lược của ban quản lý hay không. Quả thật ngân sách vốn đầu tư dự kiến đang hỗ trợ chiến lược tương lai của công ty, đặc biệt khi đòi hỏi những phí tổn khá lớn, có thể đưa đến những thay đổi đáng kể trong mô hình bỏ vốn dài hạn. Cũng vậy, ban quản lý có thể chọn lựa thực hiện những biến đổi dần dần đối với những chính sách tài chính của họ, mà theo thời gian, có thể đưa đến những điều chỉnh khá lớn trong cấu trúc vốn đầu tư. (Bạn hãy nhớ lại phần thảo luận trong Chương 6 về tác động của những thay đổi chính sách).

Trong những trường hợp khác, ban quản lý có thể rất thỏa mãn đối với những tỉ lệ hiện hành về cấu trúc vốn đầu tư của công ty như là một mục tiêu dài hạn. Tuy nhiên, đôi khi vốn đầu tư tăng dần theo đòi hỏi lại thường gia tăng thành những lô giới hạn đối với một hình thức chứng khoán, nghĩa là khoản nợ, cổ phiếu ưu đãi, hoặc vốn cổ phần thường. Do đó, trong thời gian gần, có thể nhấn mạnh vào bất cứ loại vốn đầu tư nào nhiều hơn, so với những tỉ lệ dài hạn đáng mong muốn sẽ đề nghị. Cần phải gia tăng vốn đầu tư để đáp lại những điều kiện thị trường, và sự chọn lựa bất cứ loại nào phù hợp ở bất cứ điểm nào cho sẵn đều dựa trên hàng loạt những xem xét mà chúng ta sẽ khai thác trong chương tới.

Nhà phân tích phải giải quyết tình thế tiến thoái lưỡng nan gây ra do những bất đồng như vậy đối với phán đoán. Căn cứ vào sự kiện là những điều kiện của một công ty không bao giờ giữ nguyên không đổi trong thời gian dài hạn, việc chọn lựa những tỉ lệ cấu trúc vốn đầu tư phải trở thành một thỏa hiệp dự kiến, để phỏng chừng những điều kiện phù hợp với những mục đích phân tích. Sự chính xác trở thành thứ yếu đối với ý thức chung. Những tỉ lệ hiện hành là một điểm khởi đầu tốt, nhưng nên thường xuyên biến đổi chúng, bằng những giả thiết cụ thể về đường hướng tương lai về việc bỏ vốn dài hạn của công ty. Điều này cũng có thể hữu ích trong việc đưa ra một loại giả thiết để sắp xếp những phát hiện, như chúng ta biết, đó là một hình thức của cách phân tích độ nhạy.

Một phương cách phổ biến để đối phó với vấn đề của những tác dụng là nhận ra một mức độ “mục tiêu” của nợ nần ngược lại với vốn cổ phần, mà ban quản lý nhận ra như là một mục tiêu dài hạn, ngay cả cho dù tình trạng dao động có thể xảy ra. Điều này được thực hiện để liên hệ phí tổn về vốn đầu tư đối với đường hướng chiến lược của công ty, và cũng để tránh khỏi phải giới thiệu những dao động trong phí tổn về phạm vi vốn đầu tư, sau hết, là để phục vụ như là một tiêu chuẩn đánh giá dài hạn đối với sự sáng tạo giá trị. Nhưng ngay cả phương pháp này về điều tất yếu vẫn dựa trên những giả thiết và phán đoán.

Thị trường chống lại những Giá trị trên Sổ sách

Những tác dụng được ấn định cho những loại vốn đầu tư khác nhau rõ ràng sẽ khác hẳn nhau, nếu chúng ta chọn áp dụng những giá thị trường hiện hành như là tương phản với những giá trị đã định ở phía bên phải của bảng cân đối kế toán. Một lần nữa, mục đích của việc phân tích phái hướng dẫn chúng ta, để quyết định xem giá trị nào phù hợp. Nếu chúng ta thích một tiêu chuẩn để dựa vào đó phán đoán những lợi nhuận dự kiến từ vụ đầu tư tương lai, vốn là cách sử dụng phổ biến nhất đối với phí tổn về vốn đầu tư, thì chúng ta nên sử dụng những giá thị trường hiện hành của những loại vốn đầu tư của công ty, bởi vì những giá trị này phản ánh dự kiến của cả những người cho vay lẫn các cổ đông. Chắc hẳn các cổ đông không đầu tư vào giá trị trên sổ sách của vốn cổ phần thường, vẫn thường khác hẳn một cách đáng kể với giá trị cổ phiếu hiện hành như trao đổi trong thị trường. Hơn nữa, ban quản lý có trách nhiệm đáp ứng những dự kiến của các cổ đông về giá trị kinh tế tương lai do những vụ đầu tư và hoạt động kinh doanh tạo ra, và bù đắp cho những người cho vay nào trong tương lai không được hưởng tiền lãi. Như chúng ta nhận thấy trước đây, giá trị trên sổ sách đã định vẫn không thay đổi và không phản ứng trước thành tích hoặc những giá trị đang thay đổi.

Việc chọn lựa những giá thị trường cũng bổ sung cho cách sử dụng quỹ tài trợ tăng dần ở chỗ cả hai đều được diễn tả bằng những thuật ngữ của thị trường hiện hành. Giá thị trường của vốn cổ phần thường tự động (và một cách ngấm ngấm) bao gồm những lợi nhuận giữ lại như được báo cáo trên bảng cân đối kế toán. Mặc dù một số người vẫn tin rằng lợi nhuận giữ lại không phải chịu phí tổn, đây vẫn là một quan niệm sai. Trên thực tế, lợi nhuận giữ lại tiêu biểu cho một phần đòi hỏi thặng dư của cổ đông, ngay cả nếu chúng được đánh giá một cách không hoàn hảo trên bảng cân đối kế toán, do những quy ước cần có về kế toán.

Trong lãnh vực này, một lần nữa lại có các vấn đề về khái niệm và những tranh cãi có thể đưa ra, để ủng hộ và chống lại những tác dụng của giá thị trường. Một trong những tác dụng này liên quan đến một công ty đang trải qua những đòi hỏi về mặt tài chính, khá khác biệt với mô hình nguyên thủy đã phản ánh trong cấu trúc vốn đầu tư của họ. Tại đó, người ta có thể chứng tỏ rằng một phương pháp tiếp cận với giá trị trên sổ sách có thể phù hợp hơn. Một lần nữa, chúng ta lại phải để cho độc giả khai thác chiều sâu của những khái niệm này, bởi vì chúng vượt quá phạm vi của cuốn sách này.

Tính toán Phí tổn có Tác dụng về Vốn Đầu tư

Bây giờ, chúng ta hãy chuyển sang một ví dụ được đơn giản hóa, về cách

tính toán một phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư đối với một công ty theo giả thiết. Điều này sẽ cho phép chúng ta chứng minh kỹ xảo cơ bản của những điều mà bây giờ chúng ta đều biết là một quá trình liên quan rất nhiều đến phán đoán. Chúng ta sẽ sử dụng bảng cân đối kế toán súc tích của Công ty ABC trong hình 9-2, được gia tăng bằng một số dữ liệu và giả thiết bổ sung.

Công ty có ba loại vốn đầu tư dài hạn, nghĩa là khoản nợ dài hạn, cổ phiếu ưu đãi, và vốn cổ phần thường. Chúng ta giả thử rằng công ty có thể phát hành những trái phiếu mới, với một phí tổn thực tế là 8,5 %, và cổ phiếu ưu đãi mới, với một phí tổn thực tế là 10 %, dựa trên những doanh thu từ giá dự kiến trong thị trường và sau khi ký nhận là có thể áp dụng và với những chi phí hợp pháp. Bạn hãy lưu ý rằng những phí tổn hiện hành này đều thấp hơn tỉ lệ mà công ty đã chi trả dựa trên vốn đầu tư dài hạn của họ, như đã ấn định trong bảng cân đối kế toán, và điều chắc chắn nhất là ban quản lý phải cẩn thận khi xem xét việc tái bỏ vốn theo những tỉ lệ thấp hơn hiện đang phổ biến. Cổ phiếu thường của công ty ABC hiện đang được trao đổi giữa \$ 63 và \$ 67, và lợi nhuận gần đây nhất cho từng cổ phiếu là \$ 4,72. Năm ngoái, các cổ tức cho từng cổ phiếu là \$ 2,50. Như các nhà phân tích chứng khoán đã tính toán, β của công ty là 1,1, một độ rủi ro khá trung bình. Chúng ta giả thử thêm rằng lợi nhuận không có rủi ro được ước tính là 6,5 %, và dự đoán có giá trị tốt nhất đối với toàn bộ lợi nhuận từ phương pháp S & P 500 là 13 %.

Giả thử toàn bộ triển vọng của công ty đều được thỏa mãn, và các nhà phân tích chứng khoán đang dự đoán sự tăng trưởng bình thường trong những lợi nhuận là vào khoảng 8 %. Căn cứ vào cơ sở này, có thể tính toán phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư. Như chúng ta đã tiến hành, sẽ phải nêu bật chọn lựa nào được thực hiện.

Như trình bày trên trang sau, từ đó có thể rút ra những phí tổn tương ứng của ba loại vốn đầu tư được sử dụng. Bạn hãy lưu ý rằng chúng ta đang sử dụng phí tổn tăng dần của những quỹ trong từng trường hợp, hơn là những phí tổn trong quá khứ như phản ánh trong bảng cân đối kế toán, trong đó, những trái phiếu nổi bật đều mang một tỉ lệ 10 %, và tỉ lệ cổ tức của cổ phiếu ưu đãi là 12 %. Dưới đây là những cách tính toán đối với từng loại vốn đầu tư, bằng cách sử dụng các phương pháp mà chúng ta đã thảo luận ở trên:

Hình 9-2 CÔNG TY ABC - Bảng Cân đối Kế toán cô đọng

(\$1,000)

Tài sản	Công nợ và Giá trị Vốn Ròng
Tài sản hiện hành\$ 27.500	Công nợ hiện hành..... \$ 9.500
Tài sản cố định (ròng).....35.000	Trái phiếu (10 %)..... 12.000
Những tài sản khác1.500	Cổ phiếu ưu đãi (12 %) 6.000
Tổng số tài sản\$ 64.000	Cổ phiếu thường (1,0 triệu cổ phiếu) 10.000
	Lợi nhuận giữ lại..... 26.500
	Tổng số công nợ và giá trị thực..... \$ 64.000

Khoản nợ dài hạn : $k_d = 8,5 \times (1 - .34) - 5,61\%$ sau khi trừ thuế.

Cổ phiếu ưu đãi : $k_p = 10,00 \%$ sau khi trừ thuế.

Vốn cổ phần thường : $k_e = 6,5 + 1,1 (13,0 - 6,5) = 13,65\%$ sau khi trừ thuế.

Phí tổn về khoản nợ dựa trên phí tổn thực tế là 8,5%, và được điều chỉnh để tính thuế, trong khi phí tổn thực tế của cổ phiếu ưu đãi không cần phải điều chỉnh thuế. CAPM được sử dụng khi tính toán vốn cổ phần thường. Có thể so sánh con số 13,65 % của CAPM với lời giải ít thỏa mãn đã đạt được, bằng cách sử dụng phương pháp tiếp cận cổ tức, vốn cung cấp một kết quả chọn lựa thấp hơn. Đây là một hàm số của tỉ lệ cổ tức hiện hành và tỉ lệ tăng trưởng cổ tức dự kiến:

$$\text{Vốn cổ phần thường: } k_e = \frac{\$2.50}{\$65} + 8.0\% = 11.85\% \text{ sau khi trừ thuế.}$$

Thật phổ biến khi nhận thấy rằng hai phương pháp xác định phí tổn về vốn cổ phần lại cung cấp những kết quả khá khác nhau, khi không thể so sánh được dữ liệu và những giả thiết đang đưa vào những phép tính. Chúng ta đã nêu bật các vấn đề có ý nghĩa nhất khi chúng ta thảo luận từng phương pháp trước đây.

Những tác dụng được sử dụng khi tính toán phí tổn vốn đầu tư của công ty tùy thuộc vào tính bền vững tương đối của cấu trúc vốn đầu tư hiện hành và sự phù hợp của những giá thị trường đối với kết quả. Chúng ta hãy giả thiết rằng ban quản lý thỏa mãn với cấu trúc vốn đầu tư hiện hành như là mức độ mục tiêu của họ, và theo thời gian, họ có thể gia tăng những nguồn quỹ theo cùng tỉ lệ. Chúng ta hãy giả thiết thêm rằng những trái phiếu đang tồn tại của công ty hiện được trao đổi là 117 5 / 8 (một trái phiếu giá \$ 1.000 với một tỉ lệ phiếu lãi 10 % xứng đáng với giá chênh lệch vào khoảng \$ 1.176,50, do sự suy thoái trong những tỷ suất lợi nhuận trái phiếu), trong khi cổ phiếu ưu đãi hiện có với một tỉ lệ cổ tức \$ 12 đang trao đổi là 120, do sự suy thoái trong những tỷ suất lợi nhuận ưu đãi (từng cổ phiếu với một giá

trị trên danh nghĩa là \$ 100 có giá trị hiện hành vào khoảng \$ 120,00).

Như hình 9-3 cho thấy, những tỉ lệ sau đây có kết quả, khi chúng ta liệt kê cả giá trị trên sổ sách lẫn giá thị trường đối với từng loại vốn đầu tư. Tùy thuộc vào cách thức ban quản lý đánh giá nhu cầu tương lai của họ, những tỉ lệ có thể vẫn còn được trình bày trong bảng, hoặc chúng có thể hoàn toàn khác biệt.

Giả thử không thấy trước sự thay đổi đáng kể nào, chúng ta có thể tính toán phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư cả đối với thị trường lẫn giá trị trên sổ sách (hình 9-4). Trong trường hợp này, những kết quả chủ yếu không khác biệt nhau. Những khác biệt sẽ chỉ trở nên đáng kể sau hơn một điểm theo tỉ lệ phần trăm.

Hình 9-3 Cấu trúc Vốn đầu tư của Công ty ABC

Giá trị	Tài sản	Tỉ lệ	Giá thị trường	Tỉ lệ
Trái phiếu	\$ 12.000	22,0 %	\$ 14.118	16,5 %
Cổ phiếu ưu đãi	6.000	11,0	7.200	8,3
Vốn cổ phần thường	<u>36.500</u>	<u>67,0</u>	<u>65.000</u>	<u>75,3</u>
Tổng cộng	\$ 54.500	100,0 %	\$ 86.318	100,0 %

Hình 9-4 - Phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư đối với Công ty ABC

	Điều chỉnh Giá trị trên sổ sách			Điều chỉnh Giá thị trường		
	Phí tổn	Tác dụng	Kết hợp	Phí tổn	Tác dụng	Kết hợp
Trái phiếu		.22	1,23%		.164	0,92%
Cổ phiếu ưu đãi	5,61%	.11	1,10	5,61 %	.083	0,83
Vốn cổ phần thường	10,00	<u>.67</u>	<u>9.14</u>	10,00	<u>.753</u>	<u>10,28</u>
Tổng cộng	13,65	1,00	11,47%	13,65	1,000	12,03%

Căn cứ vào tất cả những giả thiết và chọn lựa cần thiết để thực hiện những phép tính liên quan đến một số giới hạn sai số, nên làm tròn số đối với những kết quả trong mọi trường hợp, trước khi sử dụng phương pháp như một tiêu chuẩn quyết định. Chúng ta có thể nói rằng theo những điều kiện được quy định đối với Công ty ABC, phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư tăng dần khoảng chừng từ 11,5 % đến 12 %.

Nếu sử dụng phương pháp này để phán đoán lợi nhuận dự kiến từ những

vụ đầu tư mới, thì nên coi nó như một tiêu chuẩn tối thiểu của lợi nhuận từ những vụ đầu tư với những đặc điểm rủi ro có thể so sánh được. Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 7, phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư trở thành tỉ lệ chiết khấu, để xác định những giá trị ròng hiện tại. Bạn hãy nhớ rằng nó tiêu biểu cho giới hạn giữa những dự án tạo ra giá trị, và những dự án phá hủy giá trị đối với các cổ đông.

PHÍ TỔN VỀ VỐN ĐẦU TƯ VÀ NHỮNG TIÊU CHUẨN LỢI NHUẬN

Ngay từ đầu, chúng ta đã nói rõ rằng mục đích cơ bản phát xuất từ một phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư là phải tìm kiếm một tiêu chuẩn hợp lý để đánh giá những vụ đầu tư mới. Đối với việc củng cố một mức độ lợi nhuận, thì số tiền này đủ cao để bù đắp cho tất cả những người cung cấp quỹ tùy theo dự kiến của họ. Theo định nghĩa, những dự án nào có một giá trị ròng hiện tại dương, khi dòng tiền của chúng đều giảm giá tới tiêu chuẩn lợi nhuận này, thì sẽ tạo ra giá trị kinh tế đối với các cổ đông, dưới hình thức của những cổ tức đang tăng trưởng và sự tăng giá thị trường.

Tuy nhiên, việc sử dụng phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư cho mục đích này vẫn đảm bảo cho phần thảo luận thêm. Trong phần này, chúng ta sẽ xem xét chặt chẽ hơn về khái niệm của việc sử dụng phương pháp như *tỉ lệ giới hạn*, sau đó, chúng ta thảo luận về các dự án trong những *loại rủi ro*. Chúng ta cũng sẽ xem lại vấn đề công ty *kinh doanh nhiều mặt*, trong đó, kết hợp những rủi ro kinh doanh khác nhau. Cuối cùng, chúng ta sẽ đề cập đến vấn đề những tiêu chuẩn được thay đổi khi sử dụng *nhiều tỉ lệ chiết khấu*. Trong tất cả những lãnh vực này, phải tìm thấy sự cân đối giữa ước muốn trong lý thuyết và khả năng có thể thực hiện trong thực tế.

Phí tổn về Vốn Đầu tư như là một Tỉ lệ Giới hạn

Trong một công ty *kinh doanh riêng lẻ*, với những đặc điểm rủi ro có thể xác định khá rõ, thì phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư như đã được tính toán ở đây có thể phục vụ như là một tỉ lệ giới hạn, trong việc đánh giá những dự án đầu tư vốn được sắp xếp theo thứ tự giảm dần của tính cách đáng mong muốn về mặt kinh tế. Nếu các phương pháp phân tích và phán đoán nhất quán đều được áp dụng để dự đoán dòng tiền của dự án, và nếu những rủi ro vốn có trong những dự án đều tương tự, và đã được ước tính và kiểm tra một cách nhất quán trong suốt quá trình phân tích độ nhạy, thì có thể quyết định được khả năng chấp nhận hoặc loại bỏ với tiêu chuẩn lợi nhuận tối thiểu gắn vào những cách tính toán giá trị ròng hiện tại. Chúng ta giả thử công ty có thể bỏ vốn cho tất cả những dự án đang được xem xét, với cùng phí tổn tăng dần của vốn đầu tư, và không có sự thay đổi đáng kể nào về cấu

trúc vốn đầu tư.

Phí tổn có tác dụng của vốn luân chuyển thật tốt trong điều kiện lý tưởng này, bởi vì khoản bù rủi ro gắn vào tiêu chuẩn để đánh giá, tỉ lệ của những quỹ mới, và loại rủi ro biểu hiện trong những dự án, tất cả đều nhất quán với nhau, cũng như với rủi ro kinh doanh vốn có trong công ty. Tuy nhiên, khi một số điều kiện thay đổi, thì ban quản lý phải luyện tập cách phán đoán để thay đổi phí tổn về vốn đầu tư và cách áp dụng nó.

Một vấn đề phổ biến, ngay cả trong công ty kinh doanh riêng lẻ, đó là khả năng thực sự là số lượng vốn đầu tư tiềm năng đang sử dụng sẽ vượt quá việc bỏ vốn dễ dàng sẵn có tới mức độ nào đó. Nếu bản danh sách của những dự án chứa đựng nhiều vụ đầu tư hơn là đáp ứng tiêu chuẩn, thì chúng có thể đủ hấp dẫn đối với ban quản lý để thay đổi cấu trúc vốn đầu tư của công ty cho phù hợp với chúng – nếu ban quản lý có khả năng thực hiện tất cả những dự án. Sau đó, phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư có thể sẽ thay đổi.

Sức thúc đẩy đang gia tăng có thể đưa đến rủi ro bổ sung, do đó, sử dụng sức ép trên phí tổn về cả khoản nợ lẫn vốn cổ phần. Theo phán đoán của các nhà phân tích chứng khoán, thì một sự gia tăng đáng kể trong nền tảng vốn cổ phần sẽ đưa đến hậu quả là làm giảm bớt trong thời gian gần những lợi nhuận cho từng cổ phiếu, vì thế, ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu trên thị trường và có thể ảnh hưởng cả đến beta thuộc cổ phiếu thường của công ty. Trong khi có thể quản lý được những thay đổi, thì điểm chủ yếu là việc thực hiện quá trình đầu tư kinh doanh và chọn lựa những tiêu chuẩn phù hợp bao giờ cũng thay đổi.

Một vấn đề thực tế khác là thái độ quản lý đối với việc tiếp nhận rủi ro kinh doanh. Khi nhận biết rằng những cách phân tích cơ bản về những dự án đầu tư kinh doanh chứa đựng nhiều điều không chắc chắn, thì ban quản lý có thể mong muốn lập ra tỉ lệ giới hạn một cách tùy tiện cao hơn so với phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư. Điều này được thực hiện để cho phép ước tính những sai lầm – và ngay cả đối với khuynh hướng thận trọng trong việc chuẩn bị những cách ước tính, vốn rất phổ biến tại hầu hết các tổ chức, trong đó, các nhà quản lý cạnh tranh nhau vì những nguồn quỹ. Cũng có thể có một ước muốn an toàn hơn, do khả năng đáng tin tưởng giới hạn của chính tiêu chuẩn lợi nhuận. Tuy nhiên, không nên coi việc điều chỉnh này như là một cách thay thế để sử dụng nỗ lực phân tích có thể là tốt nhất, và những phương tiện phân tích quyết định để gia tăng và kiểm tra những quy mô dòng tiền bên dưới những dự kiến đầu tư. Như chúng ta đã quan sát trong hai Chương 7 và 8, rủi ro và tính bất bênh là một chức năng của nhiều biến số của một vụ đầu tư, phải được thấu hiểu, đánh giá số lượng, và lệ thuộc vào cách phân tích độ nhạy trước khi áp dụng những tiêu chuẩn lợi

nhuận phù hợp đối với kết quả dự kiến.

Từ một quan điểm thuộc về khái niệm, việc sử dụng những tỉ lệ giới hạn cao hơn rất nhiều so với phí tổn về vốn đầu tư có thể làm mất cơ hội, bởi vì những dự án có tiềm năng xứng đáng lại có thể bị loại bỏ. Tuy nhiên, từ một quan điểm thực tế, có thể cẩn thận khi rời khỏi giới hạn sai số, bằng cách bổ sung một số điểm đối với phí tổn về vốn đầu tư, trước khi sử dụng nó như là một tỉ lệ giới hạn. Tất nhiên, ở bất cứ thời điểm nào, vẫn có thể tiếp cận bên dưới một tiêu chuẩn cao như vậy, nếu một dự án có nhiều lợi thế chiến lược hoặc hoạt động khác, làm giảm nhẹ những ảnh hưởng của thành tích kinh tế biên tế của nó. Nhưng cần phải cẩn thận khi phán đoán tác động của những tỉ lệ giới hạn trên thái độ của các nhà quản lý, cả trong việc bảo trợ những dự án đầy rủi ro, lẫn trong việc có tiềm năng hướng những phân tích của họ để phù hợp với tiêu chuẩn cao như dự kiến. Theo thời gian, có thể thay thế cách mô tả sơ lược rủi ro thuộc tổ hợp chứng khoán đầu tư của công ty.

Cuối cùng, chúng ta phải lập lại rằng việc dự thảo ngân sách vốn đầu tư và chọn lựa dự án không chỉ là những quá trình bằng số. Ngay cả trong công ty sản xuất riêng lẻ tập trung chặt chẽ nhất, trong đó, tất cả những mức độ quản lý đều có kiến thức trực tiếp về tính phức tạp của hoạt động kinh doanh và môi trường cạnh tranh của nó, quá trình quyết định luôn luôn là một sự kết hợp những phán đoán chịu ảnh hưởng từ những sở thích cá nhân, động lực nhóm, và những sức ép thuộc về những thực tại của tổ chức.

Những Loại Rủi ro

Theo định nghĩa, phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư tiêu biểu cho một rủi ro tương đối độc nhất và cấu trúc vốn đầu tư đặc biệt của công ty. Tuy nhiên, theo một ý nghĩa, thì đây là cách đánh lừa, vì ngay cả trong công ty kinh doanh riêng lẻ, những dự án đầu tư khác nhau vẫn liên quan đến những mức độ rủi ro khác nhau. Thông thường, một công ty gặp phải những tầng lớp đầu tư khác nhau, sắp xếp từ sự thay thế thiết bị và phương tiện thuận lợi, đến sự mở rộng trong những thị trường đang tồn tại, ngoài ra, còn đến cả những dự án kinh doanh đối với những sản phẩm hoặc dịch vụ mới, hoặc đối với những thị trường hoàn toàn mới, cũng như đối với công nghệ mới.

Mức độ rủi ro vốn có trong những tầng lớp đầu tư này sẽ khác nhau, đôi khi một cách chủ yếu, ngay cả mặc dù những sản phẩm và dịch vụ có liên quan đều ở trong phạm vi của một ngành kinh doanh riêng lẻ, với toàn bộ rủi ro có thể xác định được. Khi thay thế những tài sản tự nhiên để tiếp tục phục vụ một thị trường đã được xác nhận, trong đó, công ty giữ một vị trí mạnh mẽ, thì điều này ít rủi ro hơn nhiều, và cho phép có những ước tính

đáng tin tưởng hơn về những lợi ích của dòng tiền, so với khi đi vào một thị trường mới trong nước hoặc ngay cả thị trường quốc tế.

Một phương cách phổ biến để xử lý những bất đồng là lập ra một tiêu chuẩn chiết khấu cao hơn, đối với những dự án đã nhận thấy là có nhiều rủi ro hơn. Có thể củng cố một hệ thống những tỉ suất sinh lợi tối thiểu, phần nào tùy tiện, sắp xếp hướng lên, từ điểm tỉ lệ giới hạn của phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư. Chẳng hạn, nếu phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư được cho là 12 %, thì có thể áp dụng tiêu chuẩn đối với những thay thế bình thường và những mở rộng ở thị trường, mà công ty có một vị trí trong đó. Có thể áp dụng một tiêu chuẩn là 14 % hoặc 15 % để đi vào những thị trường có liên quan, trong khi có thể đánh giá một dự án kinh doanh mới đầy rủi ro, theo một tiêu chuẩn chênh lệch thậm chí đến 20 % hoặc cao hơn.

Như chúng ta đã chứng tỏ trước đây trong phần thảo luận về sức mạnh của sự chiết khấu, đặc biệt với tỉ lệ cao hơn, sẽ phải kiểm tra nghiêm khắc theo những điều kiện như vậy, đối với cơ hội dành cho những dự án nhiều rủi ro hơn đang được chấp nhận. Tuy nhiên, một tiêu chuẩn trao đổi về một yêu cầu đối với rủi ro / tiền thưởng như vậy có thể phù hợp, nếu những quyền ưu đãi của ban quản lý về rủi ro đều khá phải chăng.

Mặt khác, người ta thường tranh cãi – đặc biệt trong một công ty kinh doanh riêng lẻ – rằng phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư ngầm biểu hiện toàn bộ loại rủi ro thường gặp, trong khi tham gia và phát triển hoạt động kinh doanh đó. Do đó, thậm chí người ta có thể quy định rằng đối với loại tiêu chuẩn chiết khấu, nên kết hợp chúng thành nhóm chung quanh phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư. Thật vậy, điều này cho phép những dự án ít rủi ro được chiết khấu theo một tiêu chuẩn lợi nhuận bên dưới phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư, trong khi những dự án nhiều rủi ro hơn sẽ được kiểm tra ngay tại hoặc vượt trên mức độ đó. Khi đã kết hợp tất cả những dự án, thì kết quả nên là một lợi nhuận trung bình ngay tại hoặc vượt trên phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư.

Tuy nhiên, phương pháp tiếp cận này sẽ đòi hỏi cần phải giám sát cẩn thận tỉ lệ của những dự án đang được tán thành trong những tầng lớp rủi ro khác nhau, để đảm bảo rằng theo thời gian, toàn bộ tính trung bình đều sẽ đạt được kết quả dự kiến. Mặt khác, công ty có thể gặp phải những lệch lạc đáng kể từ thành tích dự kiến. Hơn nữa, chúng ta phải ghi nhớ rằng về dài hạn, giá trị cổ đông chỉ có thể phát triển, nếu những lợi nhuận đầu tư vượt quá phí tổn về vốn đầu tư.

Một vấn đề thực tế bổ sung có khuynh hướng hỗ trợ việc gia tăng tiêu chuẩn lợi nhuận, đối với những tầng lớp khác nhau của những dự án vốn đầu tư. Mỗi công ty đều đối diện với một con số phần trăm nào đó của chi phí

vốn đầu tư mang lại những lợi ích dòng tiền không thể xác định được. Trong số này, là những chi phí được đặt ra cho việc bảo vệ môi trường, những vụ đầu tư để cải tiến cơ sở hạ tầng của những phương tiện thuận lợi, và những chi phí đối với không gian và thiết bị văn phòng.

Có thể có một lý lẽ mạnh mẽ rằng trên thực tế về mặt kinh tế, phải giành được những quỹ cần có đối với mục đích này, nhờ những lợi ích của dòng tiền đạt được từ tất cả những vụ đầu tư sinh lợi khác. Do đó, theo định nghĩa, toàn bộ số lượng vốn đầu tư nên cung cấp một lợi nhuận đủ để đáp ứng hoặc vượt quá phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư. Nếu một số phần của ngân sách vốn đầu tư trung lập về mặt kinh tế, thì những lợi nhuận từ những dự án tích cực về mặt kinh tế sẽ phải cao hơn, để bù đắp cho những vụ đầu tư “không sinh lợi” như vậy. Nếu ban quản lý chọn điều chỉnh những tiêu chuẩn lợi nhuận của họ đối với tình thế này, thì sự thay đổi chắc chắn sẽ đưa đến một mức độ phán đoán hợp lý, về sự pha trộn và những đặc điểm của tổ hợp chứng khoán đầu tư dự án dự kiến.

Phản thảo luận của chúng ta đã vượt ra ngoài những khía cạnh phân tích thuần túy về đề tài này, và chúng ta còn vạch ra nhiều vấn đề thực tế, liên quan đến việc chọn lựa và sử dụng các phương pháp kinh tế đối với những quyết định kinh doanh, trong số đó, những tiêu chuẩn chiết khấu chỉ là một hình thức. Điều quan trọng là ghi nhớ rằng những thủ tục thực sự mà công ty sử dụng có thể cung cấp một mức độ phán đoán hợp lý, quan trọng hơn những kết quả theo số lượng của bất cứ cách phân tích tài chính nào. Điều này bao gồm những tiêu chuẩn lợi nhuận cụ thể đối với những vụ đầu tư vốn, đôi khi có thể được biến đổi, để hỗ trợ không chỉ trong việc đánh giá dự án cụ thể về mặt kinh tế, mà còn trong việc thay đổi sự nhấn mạnh chiến lược giữa những tầng lớp của những vụ đầu tư. Tất nhiên, ban quản lý cao cấp phải liên tục giám sát và hướng dẫn quy mô đầu tư mà họ mong muốn thực hiện, sao cho đáp ứng được những dự kiến của cổ đông. Những cách phân tích kinh tế đều đề nghị quy mô của những vụ đầu tư, và có thể và nên thay đổi những tiêu chuẩn lợi nhuận, để phù hợp với đường hướng chiến lược đang thay đổi của công ty.

Phí tổn về Vốn Đầu tư trong các Công ty Kinh doanh đa dạng

Các vấn đề liên quan đến việc lập ra những tiêu chuẩn lợi nhuận phù hợp thậm chí càng trở nên phức tạp hơn, khi một công ty có vài chi nhánh hoặc công ty con tham gia vào những hoạt động kinh doanh khá khác nhau, và những thị trường rất khác biệt trong những đặc điểm đầy rủi ro của họ. Trong khi có thể tính toán toàn bộ phí tổn về vốn đầu tư đối với công ty, với sự giúp đỡ của một beta phản ánh tích sai của công ty về những lợi nhuận đã

được củng cố với lợi nhuận thị trường, thật khó khăn hơn nhiều để từ đó rút ra những tiêu chuẩn tương đương về phí tổn về vốn đầu tư dành cho những chi nhánh hoạt động tư nhân. Phổ biến nhất là một công ty kinh doanh nhiều mặt có một cấu trúc vốn đầu tư riêng lẻ cung cấp quỹ cho những hoạt động kinh doanh khác nhau. Do đó, không thể chia vốn đầu tư thành từng phần đối với những loại rủi ro khác nhau, dựa trên cơ sở của những tiêu chuẩn phí tổn về vốn đầu tư cá nhân, vẫn sử dụng những beta cụ thể và những cách đánh giá khoản nợ. Những điều này sẽ chỉ có giá trị, nếu các chi nhánh đều là các công ty tự trị, những cổ phần của họ đều được trao đổi trong thị trường chứng khoán.

Phương pháp tiếp cận thường sử dụng trong những điều kiện như vậy là để ước tính hàng loạt những phí tổn thay thế của vốn đầu tư, dựa trên những phí tổn đối với các công ty đối lập có thể so sánh với những hoạt động kinh doanh khác nhau, nếu toàn bộ điều đó đều khả thi. Từ nền tảng này, có thể triển khai một nhóm những tiêu chuẩn cá nhân đối với công ty kinh doanh nhiều mặt – được biến đổi với rất nhiều phán đoán - tương tự như cách sắp xếp những loại rủi ro trong một công ty kinh doanh riêng lẻ.

Rõ ràng việc chia vốn đầu tư thành từng phần trong một môi trường kinh doanh nhiều mặt cũng phức tạp, do vấn đề thực tế của những cách quản lý phân chia đang cạnh tranh đối với những quỹ giới hạn, trong khi vẫn phải đáp ứng những tiêu chuẩn khác nhau. Phải rất thận trọng trong việc quản lý công ty, trước hết để củng cố những cách phân phối mở rộng về quỹ cho các chi nhánh hoạt động khác nhau, phù hợp với tầm quan trọng chiến lược của công ty theo mong muốn, sau khi đã đánh giá những chiến lược kinh doanh riêng biệt trong toàn bộ ý nghĩa của tổ hợp chứng khoán đầu tư. Sau đó, có thể sắp xếp những dự án bên trong các lô (cổ phiếu) cá nhân đó của những nguồn quỹ được phân phối, tùy theo những tỉ lệ chiết khấu khác nhau, và có thể thực hiện những quyết định để chấp nhận hoặc loại bỏ những vụ đầu tư cụ thể.

Tuy nhiên, hậu quả có thể tiên đoán được của một phương pháp tiếp cận như vậy là tình thế tiến thoái lưỡng nan của việc phải từ chối những cơ hội lợi nhuận cao hơn (và có lẽ rủi ro cao hơn) trong một chi nhánh, mà toàn bộ sự phân phối của họ đều kiệt quệ, nhờ thuận lợi của những cơ hội có lợi nhuận thấp hơn (và có lẽ rủi ro thấp hơn) trong một chi nhánh khác. Ban quản lý công ty - những người chịu trách nhiệm phát triển và giám sát đường hướng chiến lược của toàn bộ công ty - phải giải quyết tình thế tiến thoái lưỡng nan này, kể cả cách mô tả sơ lược rủi ro kinh doanh trong tổ hợp chứng khoán đầu tư của công ty. Điểm chủ yếu cần ghi nhớ là ban quản lý hàng đầu cần hình thành toàn bộ tổ hợp chứng khoán đầu tư, đối với toàn bộ

việc đầu tư vốn của công ty trong đường hướng đối với những dự kiến của cổ đông, sao cho có thể dự kiến tổng số những phần đều đáp ứng hoặc vượt quá tiêu chuẩn về phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư.

Như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 12, phí tổn về vốn đầu tư cũng được sử dụng để xác định xem những đường lối kinh doanh cá nhân trong một công ty được đa dạng hóa đang đóng góp hoặc làm giảm bớt giá trị từ việc tạo ra giá trị cổ đông. Điểm chủ yếu ở đây là phải kiểm tra quá khứ và toàn bộ dòng tiền trong tương lai, từ mỗi đơn vị kinh doanh, trong mối quan hệ với một tiêu chuẩn lợi nhuận dòng tiền tối thiểu dựa trên phí tổn về vốn đầu tư.

Nhiều cách Phân tích Tỷ lệ

Một quan sát kỹ thuật bổ sung nên được thực hiện ở đây. Một số người thực hành vẫn tranh luận về việc áp dụng những tỷ lệ chiết khấu khác nhau đối với những phần khác nhau của quy mô dòng tiền thuộc về một dự án riêng lẻ, khi tính toán các phương pháp bao gồm tính cách đáng mong muốn về mặt kinh tế, để phản ánh tính rủi ro tương đối thuộc về những yếu tố khác nhau của dự án. Thật vậy, ngoài khoản bù rủi ro đã vốn có trong một tiêu chuẩn chiết khấu đặc biệt, đây là một sự điều chỉnh thêm về rủi ro. Chẳng hạn, một vụ đầu tư có thể được phân chia thành những yếu tố mang một khoản bù rủi ro, như những sản phẩm hoặc dịch vụ, và những yếu tố mang một rủi ro về kinh doanh, như đất đai hoặc những nguồn lực khác ẩn bên dưới yếu tố trước. Phương pháp tiếp cận này có nhiều sự khác biệt, mặc dù nó không được sử dụng rộng rãi trong thực tế.

Rõ ràng bởi vì những tính cách bất bành vốn có trong việc phân tích dự án, và những tính cách phức tạp của việc củng cố vài tiêu chuẩn, nên nhiều cách phân tích tỷ lệ có thể không được đảm bảo trong hầu hết những tình hình đầu tư kinh doanh. Đồng thời, quả thật những tiêu chuẩn khác nhau có thể cần thiết trong việc đánh giá những dự án trở thành đặc trưng, như những vụ đầu tư bất động sản, kế hoạch dự kiến về việc cho thuê, đầu tư vào tài nguyên thiên nhiên, và những kế hoạch dự kiến về dòng tiền khác được cấu trúc một cách độc nhất. Những tình huống đặc biệt như vậy có thể đòi hỏi các hợp đồng tài chính sát nhập vào chính những dự án, hoặc đòi hỏi có phán đoán kinh tế về những phạm vi khá khác nhau trong một dự án cho sẵn.

Trong những trường hợp đó, thật phù hợp khi chiết khấu những phần thuộc dòng tiền của dự án, theo những tỷ lệ phản ánh bản chất hợp đồng của chúng, khi so sánh với những phần khác thuộc quy mô của dòng tiền lệ thuộc vào tính bất bành khi hoạt động trong môi trường kinh doanh. Những

phương pháp phân tích tình vi này quá cụ thể để nhắm đến ở đây, nhưng vẫn được xử lý trong các tài liệu tham khảo ở cuối chương.

CÁC VẤN ĐỀ CHỦ YẾU

Sau đây là một sự điều chỉnh các vấn đề chủ yếu được đưa ra trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Chúng ta liệt kê chúng ở đây, để giúp độc giả lưu giữ những phương pháp đã được thảo luận, trong viễn cảnh của lý thuyết về tài chính và thực hành kinh doanh:

1. Những phí tổn cụ thể đối với một công ty có những kiểu thiếu nợ và chứng khoán ưu đãi khác nhau đều rõ rệt dễ dàng, trong những kế ước tiền mặt đã được điều chỉnh thuế mà họ đang phải chịu, nhưng thật khó liệu chừng được những phí tổn phụ thuộc ngấm ngấm trong dịch vụ về khoản nợ, cách đánh giá đẳng cấp tín dụng và đánh giá thị trường.
2. Xác định rằng phí tổn về vốn đầu tư cổ phiếu liên kết một cách phức tạp đến những dự tính về rủi ro / tiền thưởng của thị trường tài chính, vì phải diễn tả phí tổn về vốn cổ phần bằng những thuật ngữ của một lợi nhuận kinh tế dự kiến đối với các cổ đông trong công ty.
3. Những cách thay thế đơn giản đối với chi phí của vốn đầu tư cổ phiếu, như mô hình về những số tiền lãi và cổ tức, phải chịu đựng cả từ độ biến thiên của những điều kiện cơ bản, vốn có thể bóp méo những kết quả của chúng, lẫn từ những thiếu sót về mặt khái niệm.
4. Lý thuyết tài chính hiện đại đã củng cố sự liên kết về mặt khái niệm giữa những dự kiến của thị trường tài chính nói chung, và giá trị của những chứng khoán vốn cổ phần của một công ty tư nhân vẫn còn là một sự phỏng chừng, dựa trên hàng loạt những giả thiết đang được đơn giản hóa.
5. Việc sử dụng một nhân tố (β) rủi ro cụ thể của công ty để điều chỉnh những dự kiến về lợi nhuận trung bình là một khái niệm có giá trị thuộc về lý thuyết, nhưng cả định nghĩa lẫn tiêu chuẩn đánh giá nhân tố này vẫn còn mở ra sự bất đồng, và tiếp tục đặt ra các vấn đề thực tiễn.
6. Sự phát triển một phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư đưa ra các vấn đề có ý nghĩa không chỉ đối với yếu tố bao gồm những phí tổn khác nhau, mà còn đối với những tác dụng được sử dụng, và khái niệm về cách đánh giá việc tài trợ tăng dần.
7. Việc sử dụng một phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư để lập ra những tiêu chuẩn lợi nhuận đầu tư kinh doanh thật hữu ích về mặt khái

niệm, đối với những dự án bên trong một loại rủi ro bình thường của công ty, nhưng có thể cần phải biến đổi tiêu chuẩn đánh giá đối với những vụ đầu tư kinh doanh mang tính rủi ro khác biệt.

8. Lý thuyết tài chính tiếp tục tiến triển, nhưng khi giới thiệu và chọn lọc những khái niệm mới phát sinh trong quá trình thực hiện quyết định, phải thiết lập những sự liên kết cẩn thận cả đối với những nguồn dữ liệu lẫn đối với tổ chức, để thực hiện cách áp dụng thực tế vừa dễ hiểu vừa khả thi.
9. Các phương pháp phân tích khách quan đối với cách đánh giá việc đầu tư kinh doanh chỉ là một đầu vào quan trọng trong cách quản lý những chọn lựa cần phải thực hiện. Những thái độ, sở thích và phán đoán của nhóm và cá nhân vẫn sử dụng những ảnh hưởng có ý nghĩa, qua những quá trình quyết định và giải thích trong những lãnh vực đầu tư, hoạt động kinh doanh và bỏ vốn.
10. Cần phải điều hòa tính chính xác bao hàm trong những cách tính toán các tiêu chuẩn đánh giá về kinh tế, như phí tổn về vốn đầu tư hoặc giá trị ròng hiện tại, bằng sự hiểu biết rằng dữ liệu và những giả thiết ẩn bên dưới chúng đều có tiềm năng lệ thuộc vào một loại sai lầm lớn.

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta đã phác thảo cơ sở hợp lý để xác định phí tổn về những hình thức bỏ vốn khác nhau, như là một đầu vào trong việc thực hiện những loại quyết định tài chính khác nhau. Chúng ta nhận thấy rằng phí tổn cụ thể của khoản nợ, cả ngắn hạn lẫn dài hạn, tương đối dễ tính toán, căn cứ vào bản chất của những bản hợp đồng tiềm ẩn phí tổn này trong hầu hết các trường hợp. Sự thật cũng tương tự như vậy đối với cổ phiếu ưu đãi. Chúng ta cũng nhận thấy bản chất cố định của những kế ước phải gánh chịu nợ nần và cổ phiếu ưu đãi đã đưa ra nhiều lý do phụ thuộc, vốn đòi hỏi một phí tổn kinh tế từ công ty về dịch vụ vay nợ và những điều khoản giới hạn. Việc thiết lập phí tổn về vốn cổ phần thường đã đặc biệt bị thách thức, nhờ đòi hỏi về số dư mà các cổ đông bình thường vẫn nêu ra đối với công ty, và nhờ những dự kiến của họ về rủi ro / tiền thưởng, phản ánh trong cách đánh giá của thị trường về các cổ phiếu.

Sau khi thảo luận về các phương pháp tính toán những phí tổn riêng biệt của ba kiểu tài trợ cơ bản, và vạch ra những tiên báo thuộc về lý thuyết và thực tiễn, chúng ta đã triển khai phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư như là một đầu vào đối với cách phân tích việc đầu tư. Cách này được xác định đặc điểm như là đường lối phân chia giữa những dự án đã bỏ sung giá trị, và

những dự án phá hủy giá trị đối với các cổ đông. Chúng ta nhận thấy rằng việc sử dụng phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư như là một tiêu chuẩn tối thiểu đối với sự chiết khấu lưu lượng tiền mặt đầu tư phải chịu ảnh hưởng do cách giải thích những rủi ro của dự án và hoạt động kinh doanh trong tổ hợp chứng khoán đầu tư của công ty, và do những cách ứng xử của những người thực hiện quyết định trong công ty. Đồng thời, chúng ta nhận thấy phí tổn có tác dụng gần đúng của vốn đầu tư là một mục tiêu phù hợp về mặt khái niệm, để xây dựng hàng loạt những tiêu chuẩn lợi nhuận thích hợp với một loại hoạt động kinh doanh của một công ty đặc trưng, và những vụ đầu tư và rủi ro liên quan đến những hoạt động kinh doanh này.

Bản sao lưu trữ

Chương 10

PHÂN TÍCH CÁC LỰA CHỌN VỀ NGUỒN TÀI TRỢ

Bây giờ chúng ta hãy quay trở lại phân tích khía cạnh thứ ba trong bối cảnh của các hệ thống quyết định gồm ba-thành-phần đã được giới thiệu ở Chương 2: đầu tư, kinh doanh và tài trợ. Chúng ta sẽ tập trung vào những lựa chọn hữu hiệu để sắp xếp việc cấp vốn dài hạn cho một công ty, trong lúc bỏ ra ngoài các nguồn vốn kinh doanh tăng thêm được các công ty thường xuyên sử dụng theo các thông lệ của một xí nghiệp hoặc một cơ quan đặc biệt nào đó, và đã được thảo luận rộng rãi ở Chương 3. Chúng ta chọn tiêu điểm này vì, như chúng ta đã nhận xét trước đây, bản chất và mô hình của các nguồn cấp vốn dài hạn được kết nối một cách phức tạp với những loại hình đầu tư kinh doanh đã được thực hiện và có tính chất quyết định cho việc phát triển sự ổn định, hoặc sự suy thoái của những công việc kinh doanh. Thật vậy, ban quản lý phải cấp vốn cho việc thiết kế chiến lược về kinh doanh của mình với một sự điều phối thích hợp các nguồn vốn, hỗ trợ để thực hiện gia tăng giá trị cho cổ đông.

Chương này sẽ giải quyết các suy tính chủ yếu trong việc đánh giá những quyền lựa chọn cấp vốn cơ bản được bỏ ngỏ cho ban quản lý. Trong lúc việc lựa chọn giữa trái khoán dài hạn, cổ phiếu ưu đãi và vốn cổ phần thông thường trở nên không rõ ràng do có nhiều biến thể gây hoang mang và nhiều công cụ chuyên dụng trong mỗi loại, chúng ta sẽ chỉ thảo luận những đặc điểm chính của ba loại chứng khoán cơ bản. Bởi vì chúng ta đặt trọng tâm vào phân tích về lượng, chúng ta phải lưu ý rằng có nhiều suy tính khác trong những lựa chọn này. Ví dụ, loại công việc kinh doanh cụ thể và xí nghiệp mà ở đó công việc kinh doanh này hoạt động sẽ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn dài hạn được lựa chọn vào các giai đoạn phát triển khác nhau của

một công ty, cũng như những quyền ưu đãi và những kinh nghiệm của ban quản lý cao cấp và hội đồng quản trị. Những khía cạnh đó không thể được giải quyết đầy đủ trong phạm vi của quyển sách này.

Chúng ta sẽ bắt đầu với một hệ thống cơ bản rộng dành cho việc phân tích nhằm xác định những lĩnh vực chủ chốt cần được phân tích và xử lý trong việc lựa chọn các nguồn cấp vốn dài hạn. Tiếp đó, chúng ta sẽ xem xét đến các kỹ thuật tính toán về sự tác động trên thành tích tài chính của một công ty do việc đưa vốn mới vào, vốn này được mỗi một nguồn trong ba nguồn vốn cơ bản cung ứng cho. Sau đó, chúng ta sẽ quay sang một đồ thị về những kết quả này, về phạm vi của sơ đồ hòa vốn của các thu nhập (EBIT) để chứng minh cụ thể tác dụng năng động mà các lựa chọn nguồn vốn có được trong việc thay đổi các điều kiện của công ty. Sau khi đề cập đến việc cho thuê như một nguồn vốn đặc biệt, chúng ta sẽ thảo luận ngắn gọn về các tỉ lệ cơ cấu vốn và liệt kê các vấn đề chủ chốt liên quan đến lĩnh vực lựa chọn các nguồn vốn.

HỆ THỐNG CƠ BẢN DÀNH CHO PHÂN TÍCH

Một vài yếu tố chủ chốt cần được suy tính và xử lý khi một công ty đối diện với việc huy động vốn dài hạn tăng thêm. Chúng ta sẽ lựa ra năm yếu tố quan trọng nhất ở một vài chi tiết:

- Phí tổn
- Tính dễ bị rủi ro
- Tính linh hoạt
- Việc tính toán thời gian
- Việc kiểm soát

Thảo luận này nhằm mục đích thực hiện chức năng là một danh mục tra cứu ở dạng khái niệm để đảm bảo rằng những suy tính quan trọng nhất đã được giải quyết trong việc lựa chọn cấp vốn dài hạn.

Phí tổn của Các Quỹ Tăng thêm.

Một trong những tiêu chuẩn chính để lựa chọn giữa những nguồn vốn dài hạn thêm vào khác là phí tổn liên quan đến việc có được các quỹ vốn và việc trả lãi cho các quỹ đó. Trong Chương 9, chúng ta đã thảo luận chi tiết về các phí tổn cụ thể và tiềm ẩn mà một công ty gánh chịu trong việc sử dụng trái khoán và cổ phiếu ưu đãi, hoặc vốn cổ phần thông thường.

Như là một luật chung, chúng ta nhận ra rằng các quỹ vốn được huy động bằng nhiều hình thức trái khoán khác nhau là ít hao tổn nhất trong các kỳ hạn quy định, một phần là bởi vì lãi được trả bởi các công ty vay vốn

có thể được giảm miễn thuế theo luật lệ hiện hành của Mỹ. Lãi suất thực sự phải trả cho trái khoán tăng thêm tất nhiên sẽ phụ thuộc vào việc định giá tín dụng của công ty vào mức độ vay nợ mà trái khoán mới đưa vào cơ cấu vốn, như đã được thảo luận ở Chương 6. Nói cách khác, phí tổn đặc định không những sẽ bị ảnh hưởng bởi các điều kiện thị trường hiện hành đối với tất cả các công cụ trái khoán dài hạn mà còn ảnh hưởng do nó là một hàm số cho biết rõ mức rủi ro của công ty theo như nhận thức của các người cho vay, các người bảo lãnh phát hành chứng khoán và các nhà đầu tư. Như chúng ta đã lưu ý mới đây, các phí tổn khác còn tiềm ẩn trong việc huy động trái khoán dài hạn, bao gồm chi phí pháp định và chi phí cho việc bảo lãnh phát hành chứng khoán liên quan đến việc phát hành, và liên quan đến tính chất và tính khắc nghiệt của bất cứ hạn chế nào do các chủ nợ áp đặt.

Phí tổn thiết định của cổ phiếu ưu đãi nói chung là cao hơn trái khoán, một phần bởi vì các cổ tức ưu đãi không được giảm miễn thuế, và một phần bởi vì cổ phiếu ưu đãi có một vị trí yếu hơn một cách nào đó trong thứ bậc rủi ro / phần thưởng. Những người có những cổ phiếu này kỳ vọng một mức lãi cao hơn để bù đắp vào rủi ro cho quyền sở hữu của họ. Phí tổn so sánh đặc định của cổ phiếu ưu đãi thì tương đối dễ dàng để tính toán. Mức cổ tức được xác định rõ ràng, và các phí tổn pháp định và phí tổn cho việc bảo lãnh phát hành chứng khoán phải gánh chịu vào thời gian phát hành được phản ánh trong các tiền lãi ròng cho công ty. Tuy nhiên, thỉnh thoảng nhiều loại qui định khác nhau có thể làm liên lụy đến các phí tổn tiềm ẩn cho công ty.

Trong Chương 9, chúng ta đã nhận ra rằng việc xác định phí tổn vốn cổ phần thường là một nhiệm vụ khá phức tạp. Nó liên quan đến việc xây dựng một khuôn khổ lý thuyết để đánh giá các kỳ vọng về rủi ro / phần thưởng của các cổ đông. Các phương pháp trực tiếp (các phương pháp nhanh gọn) để đo lường phí tổn cụ thể của vốn cổ phần thường được cho là không đạt yêu cầu vì chúng không chú ý đến rủi ro tương đối của công ty như được phản ánh trong các giá trị của cổ phần thông thường. Chúng ta phải sử dụng một khuôn khổ tổng hợp hơn bao hàm một số phương pháp thay thế và ước chừng để đạt đến một kết quả thực tiễn dựa trên mô hình lý thuyết.

Phí tổn của vốn cổ phần thường dựa trên phương pháp CAPM có thể được so sánh trực tiếp với các phí tổn đặc định của trái khoán và cổ phiếu ưu đãi, và nó cũng có thể được sử dụng để đạt đến một giá thành toàn bộ có tác dụng của cơ cấu vốn của công ty. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy, việc tăng vốn cổ phần thường trong cơ cấu vốn bằng cách phát hành cổ phiếu mới cần đến những suy tính thêm. Cổ phiếu tăng thêm làm giảm thấp thu nhập bình quân một cổ phiếu, đòi hỏi cổ tức thêm và thậm chí tăng giá ở nơi đầu mà cổ tức này được chi trả, và làm thay đổi cả tỉ lệ cơ cấu vốn. Các ảnh hưởng này

đưa phí tổn hoặc lợi thế kinh tế tiềm ẩn vào hình ảnh của việc cấp vốn.

Tính Dễ bị Rủi ro

Nếu chúng ta sử dụng độ biến thiên của thu nhập như là một định nghĩa có thể chấp nhận được về rủi ro, chúng ta sẽ nhận thấy rằng sự rủi ro của một công ty bị ảnh hưởng bởi những cam kết về phí tổn đặc định, như là lợi tức trên trái khoán hoặc cổ tức trên các cổ phiếu ưu đãi, mà mỗi nguồn cung cấp vốn cần phải có. Những cam kết này đưa những ảnh hưởng vay nợ tài chính vào thành quả thu nhập của công ty, hoặc đẩy các vốn vay có sẵn tăng cao thêm. Như chúng ta đã thảo luận ở Chương 6, việc sử dụng các công cụ liên quan đến các chi phí tài chính cố định sẽ khoét rộng những biến động trong thu nhập khi các điều kiện kinh doanh và kinh tế thay đổi.

Vì phải có trách nhiệm cung cấp giá trị kinh tế gia tăng cho những người nắm giữ vốn cổ phần thường, ban quản lý phải hết sức suy nghĩ và hết sức thận trọng trong việc xác định sự điều phối thích hợp giữa trái khoán và vốn cổ phần trong cơ cấu vốn của công ty. Sự cân bằng này liên quan đến việc cung cấp đủ trái khoán với-giá-thấp-hơn để tăng thêm mức lãi cho các cổ đông, nhưng không quá nhiều trái khoán đến mức gây nguy hiểm cho sự tạo ra giá trị cho cổ đông suốt những thời kỳ thu nhập thấp, để đạt tới một sự điều phối các nguồn vốn thích hợp cho các điều kiện của công ty và xí nghiệp kinh doanh.

Tất nhiên, rủi ro cuối cùng là một công ty không còn khả năng thực hiện những nghĩa vụ đối với dịch vụ trái khoán của nó. Tỷ lệ của trái khoán trong cơ cấu vốn, và tương tự, tỷ lệ của cổ phiếu ưu đãi, ảnh hưởng đến mức độ rủi ro về việc không thực hiện nghĩa vụ một phần hoặc toàn phần. Việc phân tích tính dễ bị rủi ro dựa trên việc thiết lập một mô hình gốc về độ biến thiên của thu nhập và về các dòng tiền mà từ đó các điều kiện theo kỳ hạn được lên kế hoạch. Những điều kiện này phải lưu ý đến quy mô mà công ty đang thay đổi để hướng tới nó, đến bất cứ những biến đổi nào mang tính dễ bị rủi ro cho chu kỳ kinh doanh, đến các áp lực cạnh tranh đang thay đổi, và đến các tình trạng kinh doanh thiếu hiệu quả tiềm năng.

Rõ ràng là rủi ro đặc định của công ty (tính bất định của thu nhập) và khả năng của công ty để trả lãi cho gánh nặng chi phí trái khoán của nó có liên quan mật thiết đến các đặc điểm riêng của doanh nghiệp hoặc các doanh nghiệp mà trong đó công ty hoạt động. Hơn nữa, chúng còn bị ảnh hưởng bởi các điều kiện kinh tế tổng quát – chưa kể đến khả năng của ban quản lý để sản sinh ra thành tích kinh doanh thỏa đáng.

Mức độ vay nợ tài chính có lợi và khôn ngoan vì thế sẽ có sự khác biệt lớn giữa các xí nghiệp và các cơ quan khác nhau, và cũng phụ thuộc vào vị

trí cạnh tranh tương đối và giai đoạn trưởng thành của công ty. Một doanh nghiệp mới gây ra một tình trạng dễ bị rủi ro cho trái chủ khác xa với một xí nghiệp hàng đầu đã được ổn định, không kể đến các điều kiện riêng biệt của xí nghiệp.

Tính Linh hoạt

Lĩnh vực thứ ba mà chúng ta phải suy tính là vấn đề về tính linh hoạt, được định nghĩa ở đây như là phạm vi của các quyền lựa chọn cấp vốn theo kỳ hạn vẫn còn được bỏ ngỏ một khi một lựa chọn riêng biệt đã được chọn rồi. Khi mỗi tăng trị của việc cấp vốn được hoàn tất, sự lựa chọn giữa các lựa chọn theo kỳ hạn có thể sẽ bị hạn chế nhiều hơn suốt vòng huy động vốn kế tiếp. Ví dụ, nếu các nghĩa vụ về trái khoán dài hạn được chọn như là một nguồn cấp vốn chủ yếu, thì mức độ của trái khoán toàn phần trong cơ cấu vốn, các thỏa ước hạn chế, các tài sản bị cầm cố, và các ràng buộc khác ấn định các tỉ suất tài chính tối thiểu có thể có nghĩa là công ty có thể chỉ sử dụng vốn cổ phần thường như là nguồn vốn theo kỳ hạn cho một số thời gian trước mắt.

Tính linh hoạt chủ yếu đòi hỏi việc lên kế hoạch trước. Cần phải có sự suy tính thận trọng trong việc sắp xếp các kế hoạch chiến lược và các chính sách tài chính của công ty cho tương xứng với nhau. Các việc mua sắm tiềm năng, việc mở rộng, và việc đa dạng hóa, tất cả đều bị ảnh hưởng bởi mức độ linh hoạt mà ban quản lý có được trong việc lựa chọn cấp vốn thích hợp, và bởi sự tiêu hao quỹ vốn do trả lãi cho các cam kết về trái khoán hoặc các cổ tức ưu đãi. Đến mức độ có thể, ban quản lý phải phối hợp các dòng tiền theo kỳ hạn đã được lên kế hoạch và các mô hình đầu tư với mô hình của những vòng cấp vốn nối tiếp nhau sẽ hỗ trợ cho chúng. Việc bị lâm vào một tình thế mà các nguồn quỹ vốn theo kỳ hạn bị bó hẹp cho chỉ một quyền lựa chọn mà thôi do bởi các cam kết hiện tại có thể đặt ra một vấn đề quan trọng. Các điều kiện đang thay đổi trên các thị trường tài chính đối với nhiều loại chứng khoán khác nhau có thể làm cho quyền lựa chọn đơn độc này không hấp dẫn hoặc thậm chí không hữu hiệu khi các nhu cầu của quỹ vốn đạt mức tối hạn.

Việc Tính toán Thời gian

Yếu tố thứ tư trong việc lựa chọn cấp vốn dài hạn là việc tính toán thời gian giao dịch. Việc tính toán thời gian có vai trò quan trọng liên quan đến sự vận động của giá cả và lãi suất trên thị trường chứng khoán. Việc thay đổi các điều kiện trên những thị trường này ảnh hưởng đến phí tổn cụ thể mà một công ty gánh chịu cho mỗi lựa chọn, dưới hình thức lãi suất thiết định trên trái khoán mới hoặc trên tỉ suất cổ tức ưu đãi mà cổ phiếu ưu đãi

chấp nhận, cũng như dưới hình thức lãi ròng nhận được từ mỗi lựa chọn. Vì thế, việc tính toán thời gian phát hành cổ phiếu sẽ ảnh hưởng đến sự chênh lệch phí tổn giữa các lựa chọn cấp vốn riêng biệt hữu hiệu. Cũng vậy, các điều kiện thị trường đặc định thực sự có thể hoặc ngăn chặn hoặc dứt khoát ủng hộ các lựa chọn đặc biệt nào đó.

Ví dụ, trong những thời gian giá cổ phiếu bị suy thoái, các trái phiếu có thể chứng tỏ là lựa chọn thích hợp nhất xét theo quan điểm về phí tổn cũng như về nhu cầu của thị trường. Trong chừng mực mà các tiền lãi ở bất cứ cuộc phát hành nào cũng phụ thuộc vào sự thành công của việc - chào bán ngoài công chúng hoặc không chào bán ngoài công chúng - các chứng khoán mới, các điều kiện gặp phải trên các thị trường cổ phiếu hoặc trái phiếu có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến sự lựa chọn. Tính bất bênh tiềm tàng trên các thị trường tài chính vì thế là một luận chứng mạnh để luôn duy trì độ linh hoạt nào đó trong cơ cấu vốn.

Việc Kiểm soát

Cuối cùng, mức độ kiểm soát quyền sở hữu của công ty do các cổ đông hiện hành nắm giữ là một nhân tố quan trọng khi các lựa chọn cấp vốn được suy tính đến. Hiển nhiên, khi các cổ phiếu của cổ phần thông thường mới được phát hành cho các cổ đông mới, ảnh hưởng đưa đến là việc giảm thấp cả thu nhập bình quân một cổ phiếu và cả tỉ lệ quyền sở hữu của các cổ đông hiện hành. Các việc giảm thấp như thế trở thành một vấn đề quan trọng đối với các chủ sở hữu công ty, có thể có khả năng dẫn đến những vụ mua lại để giành phần kiểm soát công ty. Trong thập niên vừa qua, vấn đề kiểm soát đã được nâng lên đến những tầm cao mới trong phần lớn các cuộc chiến giành quyền kiểm soát trong suốt thời kỳ bùng nổ sát nhập công ty và mua lại công ty.

Ngay cả nếu như trái khoán hoặc cổ phiếu ưu đãi được sử dụng như là nguồn cấp vốn dài hạn, các cổ đông hiện hành vẫn có thể gián tiếp bị ảnh hưởng vì cần thiết phải có các điều khoản và các thỏa ước hạn chế để đạt được việc cấp vốn bằng trái phiếu, hoặc vì cần thiết phải thực hiện những nhượng bộ để bảo vệ các quyền mua cổ phiếu của những cổ đông ưu đãi cấp cao hơn.

Sự giảm thấp quyền sở hữu là một vấn đề rất quan trọng trong các công ty được tổ chức chặt chẽ. Trong những tình huống như thế, các người sáng lập công ty hoặc những cổ đông lớn có thể thực thi quyền kiểm soát có hiệu lực đầy đủ đối với công ty. Việc phát hành các cổ phiếu mới sẽ làm giảm thấp cả quyền kiểm soát điều hành công ty và khả năng của những cổ đông chủ chốt trong việc thụ hưởng sự gia tăng giá trị kinh tế có được từ thành quả đạt được. Việc giảm thấp thu nhập và sự chậm trễ có thể xảy ra trong

tăng trưởng thu nhập bình quân một cổ phiếu do việc giảm thấp quyền sở hữu vốn cổ phần thường gây ra, đương nhiên, không chỉ giới hạn ở các công ty được tổ chức chặt chẽ. Đúng hơn, đó là một hiện tượng chung mà chúng ta sẽ thảo luận sau đây.

Cuối cùng, việc giảm thấp quyền kiểm soát và thu nhập là một suy tính lớn trong khả năng chuyển đổi, một đặc điểm thấy được ở một số trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi. Điều khoản này cho phép chuyển đổi chứng khoán thành cổ phiếu thường theo những điều kiện tính toán thời gian và giá cả quy định. Trong thực tế, những công cụ như thế là những chứng khoán lai, vì chúng biểu thị cho những cổ phiếu thường được phát hành trễ ở một giá cao hơn giá thị trường của cổ phiếu thường vào thời gian mà trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi được phát hành. Chúng ta đã lưu ý đặc điểm này ở các chương trước căn cứ vào ảnh hưởng của nó trên các tỉ suất tài chính, đặc biệt khi thảo luận khái niệm về thu nhập bình quân một cổ phiếu bị giảm thấp, và chúng ta sẽ trở lại với nó sau trong chương này.

Việc kiểm soát trở thành một vấn đề trong các quyền lựa chọn cấp vốn có khả năng chuyển đổi bởi vì sự chuyển đổi cuối cùng của trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi sẽ làm tăng thêm những cổ phiếu thường mới vào cơ cấu vốn và như thế gây nên sự giảm thấp. Ảnh hưởng cuối cùng giống y như là một việc phát hành trực tiếp chứng khoán thường mới.

Việc Lựa chọn

Từ bản tóm tắt ngắn gọn những suy tính có liên quan, cần thấy rõ là bất cứ quyết định nào về các nguồn cấp vốn dài hạn được lựa chọn không thể chỉ căn cứ vào phí tổn mà thôi, mặc dù phí tổn là một nhân tố rất quan trọng và cần được phân tích sớm trong tiến trình đưa ra quyết định. Thật đáng tiếc, chẳng có quy luật rõ ràng nào giải thích tường tận nên quyết định cuối cùng như thế nào, bởi vì sự lựa chọn phụ thuộc quá nhiều vào các điều kiện chiếm ưu thế ở trong công ty và trên các thị trường chứng khoán vào thời gian đó, và vào những quyền ưu tiên của hội đồng quản trị và ban quản lý cao cấp. Phương pháp tốt nhất là suy tính một cách cẩn thận năm lĩnh vực mà chúng ta đã trình bày ở trên và xem xét những mặt thuận lợi và bất lợi của mỗi lĩnh vực như một đầu vào cho việc quyết định. Khỏi cần phải nói, một suy tính rất quan trọng, đó là ảnh hưởng của mỗi nguồn cấp vốn trên thành tích thu nhập theo kỳ hạn của một công ty. Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ xem xét các phương pháp để tính toán ảnh hưởng này.

CÁC KỸ THUẬT TÍNH TOÁN

Vì mục đích minh họa, chúng ta sẽ dùng các bản tính toán căn bản của

một công ty giả định, Công ty ABC. Công ty đang cân nhắc những phương thức lựa chọn để huy động 10 triệu đô để hỗ trợ việc đưa vào một sản phẩm mới. Sau khi phân tích thành tích hiện thời của công ty, chúng ta sẽ lần lượt thảo luận tác động vào mức thành tích này do việc đưa vào trái khoán dài hạn, cổ phiếu ưu đãi, và vốn cổ phiếu thường, mỗi loại đều có số lượng 10 triệu đô bằng nhau. Chúng ta sẽ tập trung vào những điều dính lý đến các lựa chọn cấp vốn trên cơ sở những thu nhập được báo cáo của công ty, nhưng cũng sẽ kiểm tra những điều dính lý đến dòng tiền của những lựa chọn cần được thực hiện.

Bảng cân đối kế toán rút gọn của công ty ABC được trình bày trong Biểu đồ 10-1. Công ty hiện tại đang có 1 triệu cổ phiếu của vốn cổ phiếu thường đã phát hành với mệnh giá 10 đô một cổ phiếu. Từ bản báo cáo thu nhập của công ty (không được đưa ra ở đây), chúng ta biết được rằng công ty ABC đã kiếm được 9 triệu đô trước thuế trên doanh số 115 triệu đô trong năm gần đây nhất. Thuế thu nhập phải trả lên đến 3,06 triệu đô, một thuế suất hiệu dụng 34 %.

Hình 10-1 - Công ty ABC - Bảng Cân đối Kế toán

(đơn vị triệu \$)

Tài sản		Công nợ và giá trị ròng	
Tài sản hiện có	\$15	Công nợ hiện có	\$ 7
Tài sản cố định (ròng)	29	Cổ phiếu thường	10
Các tài sản khác	1	Thu nhập giữ lại	28
Tổng tài sản	\$ 45	Tổng công nợ và giá trị ròng	\$ 45

Thành tích Hiện có

Chúng ta bắt đầu đánh giá thành tích hiện có của công ty ABC bằng cách tính toán thu nhập bình quân một cổ phiếu của cổ phiếu thường. Xuyên suốt chương này, biểu mẫu tính toán EPS và các đơn vị đo lường có liên quan sẽ được sử dụng. Đây là một phương pháp phân tích từng bước tác động thu nhập của mỗi loại vốn dài hạn.

Trước tiên, chúng ta sẽ xác định thu nhập trước lãi và trước thuế (EBIT), một hệ thống đo lường mà chúng ta đã thảo luận ở Chương 4. Từ con số này, chúng ta phải khấu trừ một loạt các chi phí khác nhau có thể áp dụng cho các quỹ dài hạn khác nhau. Đầu tiên là các lãi phí cho các trái khoán dài hạn. Thông thường, tiền lãi ngắn hạn có thể không được biết đến cho tới khi nó trở thành một số lượng quan trọng, bởi vì _ căn cứ vào tính chất tạm thời của các nợ ngắn hạn phát xuất từ các việc kinh doanh đang phát triển liên

tục – chúng ta giả định là các lãi phí có liên quan đã được khấu trừ thích hợp khỏi phần thu nhập trước khi đạt đến con số EBIT.

Hình 10-2 - Công ty ABC - Tính toán thu nhập Bình quân Một Cổ phiếu (\$000)

-Thu nhập trước lãi và trước thuế(EBIT)	\$9.000
Trừ: chi phí trả lãi trên trái khoán dài hạn.....	-0-
- Thu nhập trước thuế thu nhập.....	9.000
Trừ: thuế thu nhập ở mức 34%.....	3.060
- Thu nhập sau thuế thu nhập	5.940
Trừ: cổ tức ưu đãi	-0-
- Thu nhập hữu hiệu cho cổ phiếu thường	\$5.940
- Các cổ phiếu thường đã lưu hành(số lượng)	1 triệu
- Thu nhập bình quân một cổ phiếu (EPS).....	\$5,94
Trừ : cổ tức thưởng bình quân một cổ phiếu.....	2,50
-Thu nhập bình quân một cổ phiếu được giữ lại.....	\$3,44
- Tổng thu nhập được giữ lại.....	\$3.440

Các tính toán về thu nhập bình quân một cổ phiếu được đưa ra trong hình 10-2. Một khoản được tạo ra trong bảng kê cho cả lãi vay dài hạn và các cổ tức ưu đãi. Tuy nhiên, không có một số lượng nào được đưa ra vì công ty giả định của chúng ta, vào thời điểm này, không có trái khoán dài hạn và cổ phần ưu đãi đã phát hành. Kết quả tính toán thu nhập hữu hiệu cho cổ phần thường là 5,94 đô một cổ phiếu. Từ con số này chúng ta phải khấu trừ 2,5 đô, số tiền biểu thị một cổ tức bằng tiền mặt do ban quản lý biểu quyết. Chúng ta nhận thấy việc chi tiền cho cổ tức ở mức độ khá cao này (từ 40 đến 50 % thu nhập) được duy trì trong nhiều năm, tác động một cách nào đó đến tính linh hoạt trong việc cấp vốn của công ty ABC. Thu nhập của công ty đã tăng một cách ổn định trung bình khoảng 4 % trong thập niên vừa qua. Cổ phiếu được sở hữu và được mua bán rộng rãi, và hiện kèm chế giá thị trường từ khoảng 38 đô đến 47 đô, điều này có nghĩa là nó đang mua bán cao khoảng 7 đến 8 lần thu nhập. Bản báo cáo mới nhất của nhà phân tích chứng khoán đề nghị một beta 0,9, trong lúc lãi suất không rủi ro được đánh giá là 6,5 phần trăm, và mức lãi của thị trường cổ phiếu dự tính từ S&P 500 được dự báo ở mức 14 phần trăm.

Trái khoán Dài hạn trong Cơ cấu vốn

Vì trái khoán được đưa vào cơ cấu này, và điều kiện tài chính và cả thành tích thu nhập của công ty ABC bị ảnh hưởng quan trọng. Để huy động

10 triệu đô cần thiết nhằm cấp vốn cho sản phẩm mới, ban quản lý đã nhận thấy rằng có thể phát hành trái khoán tín dụng của công ty như là một lựa chọn. Các trái khoán này không được bảo đảm bởi bất cứ tài sản quy định nào của công ty. Thay vào đó, chúng được phát hành dựa vào tín dụng thường trực chung của công ty. Những trái phiếu này, theo những điều kiện thị trường giả định, sẽ có lãi suất (phiếu lãi) là 11,5%, sẽ đáo hạn sau 20 năm tính từ ngày phát hành, và đòi hỏi một số tiền quỹ tích lũy dự trữ 400.000 đô mỗi năm bắt đầu từ năm thứ năm. Số dư chưa thanh toán lúc kết thúc 20 năm sẽ được hoàn lại như là một việc trả hết cả vốn lẫn lãi với số tiền là 4 triệu đô. Công ty dự tính huy động đầy đủ 10 triệu đô từ việc phát hành trái phiếu sau khi trừ ra toàn bộ các chi phí bảo lãnh phát hành, trong thực tế là nhận được giá trị mệnh giá.

Một khi sản phẩm mới được cấp vốn với số tiền thu được đã được đưa vào một cách thành công, công ty dự kiến thu nhập biên tế ít nhất là 2 triệu đô trước thuế. Rủi ro nhỏ do việc sản phẩm bị lỗi thời hoặc do các cuộc xâm lấn cạnh tranh lớn được ban quản lý dự tính cho 5 đến 10 năm tới, bởi vì công ty đã phát triển một quy trình công nghệ độc nhất được bảo vệ bởi hạng mục bảo hiểm đặc quyền sáng chế chu đáo.

Bây giờ chúng ta có thể mô tả quá trình tác động của trái khoán dài hạn trên thành tích của công ty, tuân giữ cả việc thay đổi trong thu nhập và trong cổ tức, và cả phí tổn quy định của chính trái khoán vừa mới được tạo ra. (Một lãi suất và cổ tức ưu đãi khá cao được chọn cho phần minh họa này để làm cho tác động của các lựa chọn được thấy rõ hơn trong việc phân tích bằng đồ thị được trình bày sau này). Chúng ta sẽ phân tích hai điều kiện tương phản nhau:

- Tác động tức thời của trái khoán 10 triệu đô mà không có bất cứ lợi nhuận bù trừ nào từ sản phẩm mới.
- Các điều kiện được cải tiến như dự tính một khi công việc đầu tư đã đi vào hoạt động và sản phẩm mới đã bắt đầu sản sinh ra thu nhập, có lẽ là sau một năm.

Các kết quả của hai tính toán này được đưa ra trong hình 10-3. Ảnh hưởng tức thời của việc thêm trái khoán là một sự giảm thụt các thu nhập hữu hiệu cho cổ phần thường. Điều này được tạo ra bởi phí tổn lãi vay thiết định 11,5 phần trăm trên 10 triệu đô của trái khoán, hoặc 1.150.000 đô trước thuế. Thu nhập sau lãi vay và sau thuế rớt xuống vào khoảng 759.000 đô so với điều kiện ban đầu ở hình 10-2. Tất nhiên, sự giảm thụt thu nhập này biểu thị phí tổn sau thuế của lãi vay trái phiếu, hoặc 1.150.000 đô tính theo số lần (1-, 34)

Hình 10-3 Công ty ABC - Thu nhập bình quân một cổ phiếu với việc phát hành trái phiếu mới (\$1,000)

	Trước sản phẩm mới	Với sản phẩm mới
-Thu nhập trước lãi và trước thuế(EBIT)	\$ 9.000	\$ 11.000
Trừ : chi phí lãi trên trái khoản dài hạn	1.150	1.150
- Thu nhập trước thuế thu nhập	7.850	9.850
Trừ thuế thu nhập mức 34%	2.669	3.349
- Thu nhập sau thuế thu nhập	5.181	6.501
Trừ : cổ tức ưu đãi	-0-	-0-
-Thu nhập hữu hiệu cho cổ phiếu thường	\$ 5.181	\$ 6.501
- Cổ phiếu thường đã phát hành(số lượng)	1 triệu	1 triệu
- Thu nhập bình quân một cổ phiếu(EPS)	\$ 5,18	\$ 6,50
Trừ: cổ tức thường bình quân một cổ phiếu	2,50	2,50
-Thu nhập bình quân một cổ phiếu được giữ lại,	\$ 2,68	\$ 4,00
-Tổng thu nhập được giữ lại	\$ 2.681	\$ 4.001
-EPS gốc (Biểu đồ 9-2)	\$ 5,94	\$ 5,94
- Thay đổi trong EPS	-0,76	+ 0,56
-Thay đổi phần trăm trong EPS	- 12,8%	+ 9,4%

Hậu quả là thu nhập bình quân một cổ phiếu tuột giảm đến mức 5,18đô, rớt giá 76 xu, hoặc mức giảm tức thời 12,8% so với mức trước. Sự thay đổi này hoàn toàn là do phí tổn lợi tức tăng thêm, tính trên căn bản bình quân một cổ phiếu lên đến cũng cùng mức 76 xu, có nghĩa là lãi sau thuế của 759.000 đô được chia cho một triệu cổ phiếu. Ở Chương 8, chúng ta đã thảo luận phí tổn thiết định hàng năm của các quỹ trái khoản, được định nghĩa như là lãi suất có điều chỉnh thuế được chấp nhận bởi công cụ trái khoản. Giả định một thuế suất hiệu dụng 34% trong ví dụ của chúng ta, phí tổn thiết định của trái khoản cho công ty ABC vì thế là 7,59 phần trăm.

Chúng ta cũng đã giải thích ở Chương 9 là phí tổn đặc định hàng năm của trái khoản sẽ được tìm ra bằng cách liên hệ phí tổn thiết định hàng năm với những thu nhập nhận được thực sự. Nếu những thu nhập này khác với giá trị mệnh giá của công cụ trái khoản, tất nhiên phí tổn đặc định hàng năm của trái khoản sẽ cao hơn hoặc thấp hơn mức thiết định.

Trong trường hợp của Công ty ABC, chúng ta đã giả định là thu nhập ròng được tính theo mệnh giá, và vì thế phí tổn đặc định của trái khoản mới của ABC cũng là 7,59 phần trăm, một con số mà chúng ta sẽ so sánh với phí tổn đặc định của các lựa chọn huy động vốn khác.

Khi quay trở lại cột thứ hai của hình 10-3, chúng ta nhận thấy rằng việc đưa vào sản phẩm mới được giả định là thành công sẽ còn hơn cả là bù đắp cho Công ty ABC vì tác động thu nhập của lãi được trả cho các trái phiếu. Nói cách khác, dự án đầu tư đang kiếm được nhiều hơn phí tổn quy định của trái khoán được dùng để cấp vốn cho nó. Thu nhập sau thuế đã lên đến 6.501.000 đô, một số thực tăng là 561.000 đô trên số gốc 5.940.000 đô ở Biểu đồ 10-2. Kết quả là, thu nhập bình quân một cổ phiếu tăng 56 xu cao hơn số gốc 5,94 đô, một mức gia tăng khoảng 10 %.

Bằng cách bù trừ hơn cả tổng lãi phí sau thuế của những trái khoán tín dụng của công ty, việc đầu tư mới được thực hiện một cách thành công được dự tính để gia tăng thu nhập của các cổ phiếu thường. Thu nhập tăng thêm 1.320.000 đô (thu nhập 2 triệu đô trước thuế trừ đi mức thuế 34%) vượt đáng kể phí tổn tăng thêm 759.000 đô. Vì thế, việc đầu tư – nếu các giả định về thu nhập của ABC được chứng tỏ là thực tế – đã làm cho một sự tăng trị kinh tế trở thành khả thi. Quả thực vậy, đòn bẩy vay nợ tài chính được đưa vào với lựa chọn trái khoán là tích cực.

Tuy nhiên, một vài câu hỏi có thể được đặt ra. Ví dụ, giả sử công việc đầu tư kiếm được chỉ 759.000 đô sau thuế, chỉ đủ bù vào phí tổn của trái khoán hỗ trợ cho nó và giữ nguyên vị trí của cổ đông như trước xét về mặt thu nhập bình quân một cổ phiếu. Công việc đầu tư như thế có thể được biện minh không? Phải chăng điều này có nghĩa là công việc đầu tư được thực hiện không theo giá thành dành cho các cổ đông ?

Mới nhìn thoáng qua, người ta có thể tin điều đó, nhưng nhiều vấn đề cần được suy xét ở đây. Trước tiên, người ta đã không lưu ý đến các nghĩa vụ của vốn tích lũy sẽ bắt đầu năm năm nữa tính từ bây giờ và biểu thị một chi phí tiền mặt 400.000 đô một năm. Những số tiền trả vốn gốc như thế không được khấu trừ thuế và phải được thanh toán từ dòng tiền sau thuế mà công ty làm ra được. Như thế, việc trả lãi trái khoán (năng lực trả lãi các chi phí bắt buộc) sẽ đòi hỏi 40 phần trăm bình quân một cổ phiếu vượt quá và trên mức lãi phí 76 xu bình quân một cổ phiếu, cho tổng số là 1,16 đô bình quân một cổ phiếu. Số tiền 400.000 đô sẽ không còn hữu hiệu đối với các cổ tức hoặc các mục đích khác của công ty, bởi vì nó được giao phó việc hoàn trả vốn gốc của trái khoán. Nếu chúng ta giả sử rằng thu nhập từ việc đầu tư ngang bằng đúng với lãi phí của trái khoán, thì công ty làm thế nào để hoàn trả vốn gốc? Các cổ đông sẽ tốt hơn trước ở điểm nào ngoài vốn gốc?

Có một lập luận sai lầm rõ ràng trong cách thức thảo luận này. Nó bắt nguồn từ việc sử dụng tiền lãi kế toán để biểu thị tiền lãi của dự án và so sánh chúng với phí tổn sau thuế của vốn trái khoán được sử dụng để tài trợ cho nó. Đây không phải là một sự so sánh thích hợp về mặt kinh tế, như

chúng ta đã chỉ rõ ở Chương 8 và 9. Chỉ có một phân tích ngân lưu chiết khấu mới có thể xác định được sự cân bằng phí tổn/ tiền lãi kinh tế thật. Chúng ta có thể nói rằng dự án đang mang lại chính xác phí tổn đặc định của vốn trái khoản kết hợp với nó chỉ khi nào giá trị ròng hiện tại của dự án chính xác là con số không khi chúng ta chiết khấu các dòng tiền hàng năm tăng thêm ở mức 7,59 %.

Khi đó, kết quả này biểu thị suất nội hoàn là 7,59 %, một mức thành tích kinh tế rất hiếm được ban quản lý chấp nhận. Tuy nhiên, thậm chí với điều kiện hạn chế đó, dòng tiền của dự án (xét như là tương phản với lợi nhuận kế toán được ghi trong bản báo cáo kinh doanh) sẽ phải là cao hơn thu nhập sau thuế 759.000 đô được quy định để chi trả lãi cho các trái phiếu. Chắc hẳn phải là như thế, bởi vì theo hệ thống cơ bản về giá trị hiện tại của phân tích đầu tư, dòng tiền tăng thêm gắn kết với dự án không những phải cung cấp mức lãi quy định mà còn phải trả dần cho chính việc đầu tư, như chúng ta đã thấy ở Chương 7 và 8.

Bây giờ chúng ta hãy quay trở lại mục đích thực sự của hệ thống cơ bản của phân tích này. Việc phân tích của chúng ta không có ý định đánh giá mức lý tưởng của việc đầu tư, chúng ta phải thừa nhận đây chỉ là việc đã được ban quản lý thực hiện một cách thỏa đáng. Thay vào đó, chúng ta chỉ quan tâm đến các loại hình lựa chọn nào để cấp vốn cho công việc đầu tư đã được ủng hộ là có lợi nhất cho công ty theo những tình hình tài chính quy định được đưa ra. Trong bối cảnh này, tác động của mỗi lựa chọn đối với thu nhập của công ty là một trong số các khía cạnh được suy tính khi quyết định việc cấp vốn mới.

Trong trường hợp trái khoản, mà theo các điều kiện bình thường là lựa chọn có phí-tổn-thấp-nhất, chúng ta thật sự dự tính một hiệu quả vay nợ tài chính có lợi cho cổ đông. Khi dự án đã được chọn, nó cần phải đáp ứng tiêu chuẩn về mức lãi căn cứ phỏng chừng trên phí tổn có tác dụng của vốn – một mức lãi cao hơn nhiều so với chỉ nguyên phí tổn của vốn trái khoản. Tóm lại, việc đưa trái khoản vào làm giảm thấp ngay lập tức thu nhập bình quân một cổ phiếu, nhưng tác động này sẽ được tiếp nối bởi một sự nâng cao thu nhập bình quân một cổ phiếu khi mức lời kế toán được báo cáo của dự án vượt quá phí tổn trả lãi như được phản ánh trong bản báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của công ty. Cũng vậy, từ quan điểm lên kế hoạch cho dòng tiền, công ty phải tính đến việc đóng tiền vào vốn tích lũy theo kỳ hạn, bởi vì bắt đầu vào năm thứ năm, 40 xu bình quân một cổ phiếu của dòng tiền của công ty sẽ được cam kết hàng năm cho việc hoàn lại vốn gốc.

Nói chung, thật hữu ích việc xem xét các dinh lý của những sự kiện này theo nhiều điều kiện khác nhau, tức là, sự rủi ro được gây ra do các biến

động của thu nhập trong cả việc kinh doanh cơ bản và cả việc đóng góp lợi nhuận tăng thêm của sản phẩm mới, điều mà suốt từ đầu chúng ta đã giả định là thành công. Chúng ta sẽ quan tâm đến các biến động này sau.

Cổ phiếu Ưu đãi trong Cơ cấu vốn

Công ty ABC cũng đã có thể đáp ứng các nhu cầu cấp vốn dài hạn của nó với lựa chọn phát hành 10 triệu đô cổ phiếu ưu đãi, với giá 100 đô bình quân một cổ phiếu, với một mức cổ tức là 12,5 phần trăm. Để đơn giản vấn đề, chúng ta lại giả định lãi ròng cho công ty sẽ tương đương với giá danh nghĩa 100 đô, sau những chi phí pháp định và chi phí cho việc bảo lãnh phát hành. Hình 10-4 phân tích các điều kiện trước và sau khi thực hiện việc đầu tư cho sản phẩm mới.

Lần này, chúng ta nhận ra một việc rớt giá nghiêm trọng trong thu nhập hữu hiệu cho cổ phiếu thường, do tác động của các cổ tức ưu đãi 1.250.000 đô một năm. Không những phí tổn thiết định (cũng như phí tổn đặc định, căn cứ vào lãi ròng theo mệnh giá một lần nữa) của cổ phiếu ưu đãi mới cao hơn giá thiết định của các trái phiếu bằng một điểm bách phân trọn vẹn, mà các cổ tức được trả cho cổ phiếu ưu đãi còn không được miễn giảm thuế theo luật lệ hiện hành. Thực tế là chúng ta đang giải quyết một lựa chọn mà, nói theo kiểu so sánh, chịu phí tổn 12,5 % sau thuế so với 7,59% sau thuế đối với các trái phiếu.

Vì thế, sự giảm thụt tức thời trong thu nhập với việc phát hành cổ phiếu ưu đãi là 1,25 đô bình quân một cổ phiếu, hoặc 21 %, khi so sánh với tình trạng ban đầu. Với thời gian, khi các thu nhập từ sản phẩm mới được thực hiện, sự gia tăng cuối cùng trong thu nhập bình quân một cổ phiếu chỉ lên đến con số 7 xu mà thôi, hoặc là một sự cải thiện nhẹ 1,2 %.

Hình 10-4 Công ty ABC - Thu nhập bình quân một cổ phiếu với việc Phát hành Cổ phiếu Ưu đãi mới. (\$1,000)

	Trước sản phẩm mới	Với sản phẩm mới
-Thu nhập trước lãi và thuế (EBIT)	\$9.000	\$11.000
Trừ: lãi phí trên trái khoán dài hạn	-0-	-0-
-Thu nhập trước thuế thu nhập	9.000	11.000
Trừ thuế thu nhập mức 34%	3.060	3.740
-Thu nhập sau thuế thu nhập	5.940	7.260
Trừ: cổ tức ưu đãi	1.250	1.250
- Thu nhập hữu hiệu cho cổ phiếu thường	\$4.690	\$6.010
- Cổ phiếu thường đã phát hành (số lượng)	1 triệu	1 triệu
- Thu nhập bình quân một cổ phiếu (EPS)	\$4,69	\$6,01

- Cổ tức thường bình quân một cổ phiếu	2.50	2,50
- Thu nhập bình quân một cổ phiếu được giữ lại	\$2.19	\$3,51
- Tổng thu nhập được giữ lại	\$2.190	\$3.510
- EPS gốc (Biểu đồ 9-2)	\$5.94	\$5,94
- Thay đổi trong EPS	-1,25	+0,07
- Thay đổi % trong EPS	-21,0%	+1,2%

Số tiền cam kết hàng năm 1.250.000 đô của các quỹ cổ tức sau thuế hầu như không còn chỗ cho bất cứ lãi ròng nào trong khoản lợi nhuận được báo cáo từ thu nhập do việc đầu tư sản sinh ra – thu nhập mà theo chúng ta biết được ước tính là 2 triệu đô trước thuế và 1.320.000 đô sau thuế.

Trong tình trạng này, các điều kiện được giả định tính đến việc vay nợ tài chính rất hạn chế. Chỉ hơn 1 phần trăm gia tăng trong thu nhập bình quân một cổ phiếu đạt được trên mức khởi đầu, trong khi phí tổn cấp vốn cố định sau thuế đã gần như tăng gấp đôi khi so sánh với lựa chọn trái phiếu. Thu nhập bình quân một cổ phiếu sẽ không bị thay đổi nếu sản phẩm có khả năng đạt được thu nhập tối thiểu theo số tiền của phí tổn trước thuế trả cho các cổ tức ưu đãi.

$$\frac{\$ 1.250.000}{(1 - 0.34)} = \$1.894.000$$

Ở mức đó, thu nhập tăng thêm từ sản phẩm mới chỉ bù trừ được phí tổn cấp vốn tăng thêm – một tình trạng hòa vốn. Hãy lưu ý là quy định về thu nhập gần 1.900.000 đô là lớn hơn hai phần ba lần phí tổn trả lãi trước thuế 1.150.000 đô với lựa chọn trái phiếu.

Cổ phiếu Thường trong Cơ cấu vốn

Một đợt phát hành cổ phiếu thường mới là lựa chọn thứ ba để huy động 10 triệu đô có một tác động thậm chí còn nghiêm trọng hơn đối với thu nhập. Chúng ta hãy giả định rằng công ty ABC sẽ phát hành 275.000 cổ phiếu mới theo một giá thực cho công ty là 36,36 đô sau khi phí bảo đảm phát hành và phí pháp định được đáp ứng. Một chiết khấu như thế từ giá thị trường hiện hành là 40 đô phải giúp bảo đảm việc phân phối bán cổ phiếu đã phát hành được thành công. Như thế, số cổ phiếu đã phát hành tăng 27,5 phần trăm trên 1 triệu cổ phiếu hiện hành. Hình 10-5 cho thấy tác động trên thu nhập cùng một cách như đã được thực hiện đối với hai lựa chọn kia.

Hình 10-5 - CÔNG TY ABC - Thu nhập bình quân một cổ phiếu với việc phát hành cổ phiếu thường mới - (\$1,000)

	Trước sản phẩm mới	Với sản Phẩm mới
-Thu nhập trước lãi và thuế (EBIT)	\$9.000	11.000
Trừ: lãi phí trên trái khoán dài hạn	-0-	-0-
- Thu nhập trước thuế thu nhập	9.000	11.000
Trừ: thuế thu nhập liên bang mức 34%	3.060	3.740
- Thu nhập sau thuế thu nhập	5.940	7.260
Trừ: cổ tức ưu đãi	-0-	-0-
- Thu nhập hữu hiệu cho cổ phiếu thường	\$5.940	\$7.260
- Cổ phiếu thường đã phát hành (số lượng)	1,275 triệu	1,275 triệu
- Thu nhập bình quân một cổ phiếu	\$4,66	\$5,69
Trừ: cổ tức thường bình quân một cổ phiếu	2,50	2,50
- Thu nhập bình quân một cổ phiếu được giữ lại	\$2,16	\$3,19
- Tổng thu nhập được giữ lại	\$2.752	\$4.072
- EPS gốc (Biểu đồ 9-2)	\$5,94	\$5,94
- Thay đổi trong EPS	-1,28	-0,25
- Thay đổi % trong EPS	-21,5%	-4,2%

Chúng ta nhận xét thấy rằng sự giảm thấp tức thời là 1,28 đô bình quân một cổ phiếu, một sự rớt giá 21,5 %, đây là tác động cao nhất trong ba lựa chọn đã được phân tích. Cổ phiếu thường, tính theo so sánh này, là dạng vốn hao tổn nhất – nguyên chỉ vì nó đưa đến kết quả giảm thấp tức thời lớn nhất trong thu nhập của các cổ đông hiện có.

Ngoài ra, cũng sẽ có một sự chi tiêu tiền mặt hàng năm ở mức ít nhất là 687.000 đô trong thu nhập sau thuế từ 275.000 cổ phiếu mới, nếu cổ tức hiện hành hàng năm cho cổ phiếu thường là 2,50 đô được duy trì. Thêm nữa, chúng ta có thể dự toán là số chi tiêu tiền mặt này có thể tăng theo mức tăng thu nhập gốc là 4 phần trăm một năm. Giả định này sẽ đúng vững nếu ban giám đốc tiếp tục chính sách tuyên bố cổ tức bằng tiền mặt bình thường ở mức chi trả tương đối cố định từ thu nhập theo kỳ hạn, mà thu nhập này thì tiếp tục tăng. Đối với hiện tại, thu nhập trước thuế được quy định để bảo đảm cổ tức bình quân một cổ phiếu 2,50 đô lên đến con số là:

$$\text{\$ } 2,50 \times 275.000 \text{ cổ phiếu} = \text{\$ } 687.500 \text{ (sau thuế)}$$

$$\frac{\text{\$}687.500}{(1 - 0.34)} = \text{\$}1.042.000 \text{ (trước thuế)}$$

Chúng ta có thể trực tiếp so sánh quy định về thu nhập khoảng 1.050.000 đô này với quy định về lựa chọn trái phiếu 1.150.000 đô và quy định về cổ phiếu ưu đãi 1.900.000 đô. Xét từ quan điểm cả về thu nhập và cả về việc lên kế-hoạch-tiền-mặt, những số lượng và những khác biệt này giữa chúng thật là có ý nghĩa rõ rệt.

Ảnh hưởng của sự giảm thấp tức thời trong thu nhập chỉ là một phần trong việc suy tính. Sẽ có ảnh hưởng thêm do việc tiếp tục giảm thấp, bởi vì tương phản với hai loại vốn kia, các cổ phiếu thường mới được tạo ra biểu thị một yêu cầu thặng dư liên tục trên thu nhập của công ty theo một mệnh giá với mệnh giá của các cổ phiếu hiện có. Như thế, mức tăng trưởng trong thu nhập bình quân một cổ phiếu đã được thử nghiệm cho đến nay sẽ bị chậm lại trong tương lai, duy chỉ bởi vì nhiều cổ phiếu hơn sẽ được lưu hành – đương nhiên, trừ phi thu nhập được cung cấp bởi việc đầu tư tiền thu được là cao hơn về mức độ và về mức tăng trưởng tiềm năng cho thành tích thu nhập hiện có.

Khi quay lại cột thứ hai của hình 10-5, thật rõ ràng là, mặc dù thu nhập tăng thêm từ sản phẩm mới, một sự giảm thấp thật trong thu nhập bình quân một cổ phiếu với số lượng 25 xu, hoặc 4,2 %, thực tế sẽ tiếp tục. Sự đóng góp của sản phẩm mới cho thu nhập được báo cáo là không đủ để đáp ứng những nhu cầu về thu nhập của các cổ đông mới và để duy trì mức thu nhập bình quân một cổ phiếu cũ. Tác động tiêu cực trên thu nhập của lựa chọn cổ phiếu thường như thế là lớn hơn thu nhập mà nguồn vốn được huy động mới sản sinh ra được.

Cho đến thời điểm này, chúng ta đã bàn luận về sự tác động trên thu nhập của việc cấp vốn bằng cổ phiếu thường. Để tìm ra một cách phòng chừng đầu tiên về phí tổn đặc định của lựa chọn này, chúng ta có thể thiết lập, như là một điều kiện tối thiểu, việc duy trì mức thu nhập bình quân một cổ phiếu cũ, và liên hệ nó với thu nhập từ mỗi cổ phiếu mới của cổ phần thường. EPS hiện hành 5,94 đô (hình 10-2) và thu nhập 36,36 đô đưa đến kết quả là một phí tổn khoảng chừng 16 %.

$$\frac{\$5.94}{\$36.36} = 16.34\% \text{ (sau thuế)}$$

Tuy vậy, hãy nhớ lại thảo luận trong Chương 9 là việc sử dụng thu nhập kế toán trong đo lường phí tổn của vốn cổ phần thường là không thích hợp. Nếu chúng ta dùng phương pháp cổ tức để tìm ra phí tổn đặc định của cổ phiếu thường tăng thêm, như đã được bàn đến ở Chương 8, chúng ta phải liên hệ cổ tức bình quân một cổ phiếu hiện hành với giá thực nhận được và thêm vào mức tăng cổ tức dự kiến. Chúng ta biết rằng công ty đã trải

nghiệm mức tăng tương đối phù hợp trong thu nhập là 4% mỗi năm, và chúng ta sẽ giả thiết rằng, căn cứ vào một mức chi trả cổ tức thường xuyên, các cổ tức thường sẽ tiếp tục tăng ở cùng một mức độ. Kết quả là một phí tổn khoảng chừng 11 %

$$\frac{\$2.50}{\$36.36} + 4.0\% = 10.9\%$$

Tuy nhiên, như chúng ta đã trình bày ở Chương 8, phương pháp cổ tức bị hạn chế trong khái niệm và trong tính hữu dụng. Vì thế, bây giờ chúng ta hãy sử dụng những dữ liệu nền được cung cấp để trắc nghiệm phí tổn vốn đặc định đối với vốn cổ phiếu thường của công ty ABC với phương pháp CAPM đã được giải thích trong Chương 9.

Phí tổn mặc định của vốn cổ phiếu thường, K_e là khoảng 13,25 % khi chúng ta đưa vào công thức CAPM lợi nhuận phi-rủi-ro R_s là 6,5 phần trăm, $B\acute{e}ta$ là 0,9, và lợi nhuận trung bình dự tính R_m được biểu thị bởi ước tính S&P 500 là 14 %.

$$K_e = R_s + B\acute{e}ta (R_m - R_f)$$

$$K_e = 6,5 + 0,9 (14,0 - 6,5) = 13,25\%$$

Kết quả này là kết quả đáng tin nhất để đánh giá phí tổn đặc định của cổ phiếu thường. Nó có thể được so sánh với giá đặc định của trái phiếu là 7,59% và của cổ phiếu ưu đãi là 12,5%.

Rõ ràng, lựa chọn vốn cổ phần thường là nguồn cấp vốn đắt nhất, và chúng ta đã chứng minh rằng ảnh hưởng giảm thấp cũng là nghiêm trọng. Thêm nữa, các quy định về dòng tiền để chi trả cổ tức hiện hành 2,50 đô bình quân một cổ phiếu cộng với bất cứ những gia tăng theo kỳ hạn nào trong cổ tức thường cần phải được đặt vào kế hoạch. Bởi vì thật khó để nhìn thấy rõ tất cả các khía cạnh về số lượng này trong các cân nhắc của chúng ta, chúng ta hãy quay trở lại một biểu đồ thị về các thu nhập khác nhau và các ảnh hưởng giảm thấp để so sánh vị trí tương đối của ba lựa chọn này.

PHẠM VI SƠ ĐỒ THU NHẬP

Chúng ta đã một vài lần tham khảo những thay đổi trong thành tích thu nhập của công ty và tác động có được khác nhau của ba lựa chọn cơ bản về cấp vốn trong các điều kiện thay đổi. Quy cách thống kê phân tích mà chúng ta đã sử dụng cho tới bây giờ không dễ dàng cho phép chúng ta khám phá phạm vi các khả năng như là sự thay đổi thu nhập, hoặc hình dung được độ nhạy cảm của việc lựa chọn các nguồn cấp vốn cho các thay đổi này. Sẽ thật là vất vả để tính toán thu nhập bình quân một cổ phiếu và các dữ liệu khác

vì quá nhiều mức thu nhập và quá nhiều giả định. Thay vào đó, chúng ta có thể khai thác các quan hệ tuyến tính trực tiếp hiện hữu giữa các nhân tố về số lượng đã được phân tích.

Một phương pháp về hòa vốn bằng đồ thị có thể được sử dụng để so sánh tác động thu nhập của các nguồn cấp vốn có thể chọn. Trong phần này, chúng ta sẽ cho thấy một mô hình như thế, mô hình đã được lập mã cho các biến động trong EBIT và trong các mức EPS mặc định, có thể được tận dụng như thế nào để trưng ra những khía cạnh về số lượng quan trọng mà các lựa chọn hữu hiệu kỳ vọng. Như chúng ta sẽ thấy, mô hình về hòa vốn cho phép chúng ta thực hiện nhiều trắc nghiệm phân tích khác nhau một cách dễ dàng.

Để bắt đầu, chúng ta đã tóm tắt các dữ liệu dành cho Công ty ABC ở Biểu đồ 10-6. Sau đó, các biến động trong những dữ liệu này có thể được trưng bày theo đồ thị trong một sơ đồ về hòa vốn đơn giản, với trục dọc biểu thị thu nhập bình quân một cổ phiếu (EPS) và trục ngang biểu thị EBIT. Sơ đồ về EBIT này cho phép chúng ta đánh dấu trên sơ đồ theo các tuyến thẳng EPS cho mỗi lựa chọn theo các điều kiện biến đổi, và tìm ra được các điểm hòa vốn giữa chúng.

Thông thường, một trong những điểm tham khảo là điểm cắt của mỗi tuyến với trục ngang, nghĩa là, điểm chính xác mà ở đó EPS là số không. Những điểm này có thể được tìm thấy dễ dàng bằng cách sử dụng các tính toán EPS ngược, nghĩa là, bắt đầu với một EPS giả định là số không và nhận được một EBIT đáp ứng hoàn toàn cho điều kiện đó. Tính toán được đưa ra trong Biểu đồ 10-7 dùng cho tình trạng gốc và cho mỗi trong ba sự lựa chọn. Các dữ liệu trong biểu đồ 10-6 và 10-7 cho chúng ta đủ các điểm để có thể vẽ các đạo hàm tuyến tính của EBS và EBIT cho các lựa chọn khác nhau, như được đưa ra trong Biểu đồ 10-8.

Hình 10-6 - Công ty ABC - Bản tóm lược phân tích EPS với sản phẩm mới (\$ 1,000)

	Gốc	Trái khoản	Ưu đãi	Thường
-EBIT	\$9,000	\$11,000	\$11,000	\$11,000
Trừ: lãi	-0-	1.150	-0-	-0-
-Thu nhập trước thuế	9.000	9.850	11.000	11.000
Trừ: thuế ở mức 34%	3.060	3.349	3.740	3.740
- Thu nhập sau thuế	5.940	6.501	7.260	7.260
Trừ: cổ tức ưu đãi	-0-	-0-	1.250	-0-
-Thu nhập hữu hiệu cho cổ phiếu thường	\$5.940	\$6.501	\$6.010	\$ 7.260
-Cổ phiếu thường đã lưu hành (số lượng)	1 triệu	1 triệu	1 triệu	1.275 triệu
-Thu nhập bình quân một cổ phiếu (EPS)	\$5.94	\$6.50	\$6.01	\$5.69
Trừ: cổ tức thường bình quân một cổ phiếu	2.50	2.50	2.50	2.50
-Thu nhập bình quân một cổ phiếu được giữ lại	\$3.44	\$4.00	\$3.51	\$3.19
-Tổng thu nhập được giữ lại	\$3.440	\$4.001	\$3.501	\$4.072
- Thay đổi từ EPS gốc		-12,8%	-21,0%	- 21,5%
- Thay đổi cuối cùng trong EPS		+9,4%	+1,2%	- 4,2%
- Phí tổn đặc định		7,59%	12,5%	13,25%

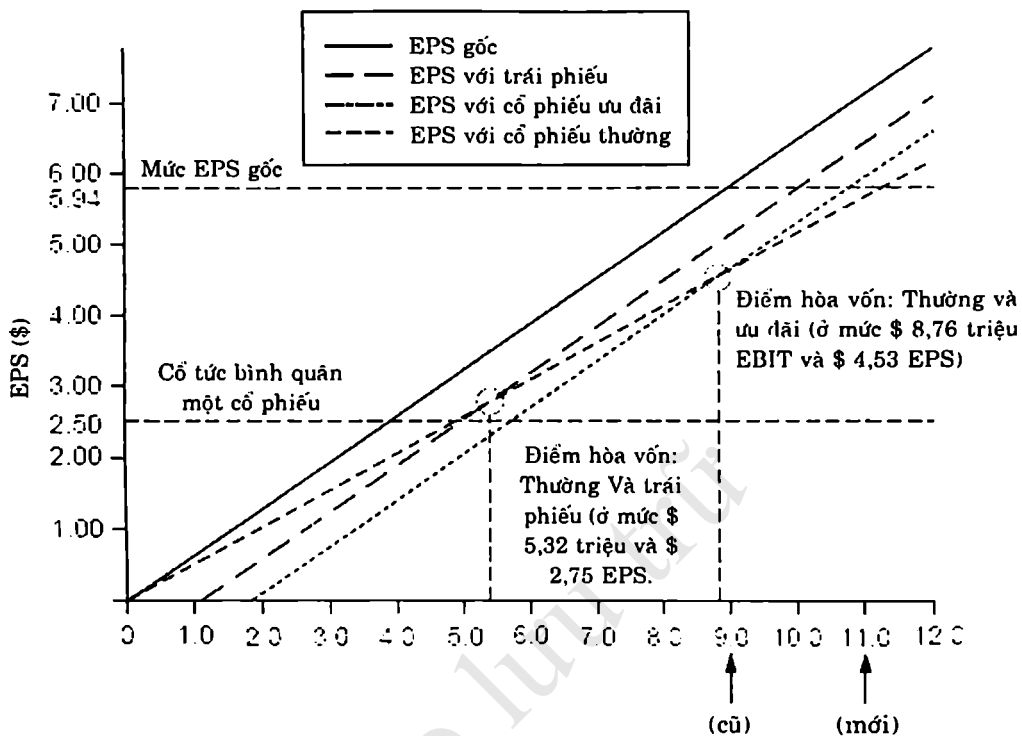
Chúng ta có thể nhanh chóng nhận xét rằng các kết luận về tác động thu nhập của các lựa chọn mà chúng ta rút ra từ hai mức EBIT được phân tích trước đây, 9 triệu đô và 11 triệu đô, vẫn đúng đối với phạm vi thu nhập khá rộng đã được trình bày. Nghĩa là, mỗi lựa chọn được tính đến đều gây nên một sự giảm sút đáng kể trong thu nhập bình quân một cổ phiếu tương quan với điều kiện gốc.

Hình 10-7 Công ty ABC - Tính EPS ở số không

(\$ 1,000)

	Gốc	Trái khoản	Ưu đãi	Thường
- EPS	-0-	-0-	-0-	-0-
- Cổ phiếu thường	1 triệu	1 triệu	1 triệu	1.275 triệu
- Cổ tức ưu đãi	-0-	-0-	\$1.250	-0-
- Thu nhập sau thuế	-0-	-0-	1.250	-0-
- Thuế mức 34%	-0-	-0-	614	-0-
- Thu nhập trước thuế	-0-	-0-	1.894	-0-
- Lãi	-0-	\$1.150	-0-	-0-
- EBIT cho EPS số 0	-0-	\$1.150	\$1.894	-0-

Hình 10-8 - Công ty ABC - Phạm vi của EBIT và sơ đồ EPS



Tuy nhiên, có một nhận xét quan trọng mới. Theo lựa chọn cổ phiếu thường, đường nghiêng của tuyến EPS có khác. Thật vậy, tuyến dành cho cổ phiếu thường cắt cả tuyến trái khoán và cả tuyến cổ phiếu ưu đãi ở các điểm khác nhau trong đồ thị. Hai tuyến vừa mới nói song song với nhau và cũng song song với tuyến biểu thị tình trạng gốc, cả hai đều xuất hiện bên phải của tuyến gốc. Đường nghiêng ít hơn của tuyến cổ phiếu thường được giải thích dễ dàng. Việc đưa các cổ phiếu mới của cổ phần thường vào đưa đến kết quả là một sự giảm thấp tương xứng trong thu nhập bình quân một cổ phiếu ở tất cả các mức EBIT. Hậu quả là các cổ phiếu tăng thêm làm cho thu nhập bình quân một cổ phiếu lên chậm hơn với mức tăng trong EBIT. Trái ngược lại, sự dịch chuyển song song liên quan đến tuyến trái khoán và tuyến cổ phiếu thường bên phải của tuyến gốc được gây nên bởi việc đưa vào các phí trả lãi và cổ tức cố định, trong khi cùng lúc đó, con số các cổ phiếu thường đã phát hành vẫn không thay đổi trên phạm vi EBIT được nghiên cứu.

Bây giờ, ý nghĩa của hai điểm cắt có lẽ trở nên hiển nhiên. Chúng là các điểm hòa vốn mà theo đó, đối với một mức EBIT đã cho, EPS cho lựa chọn cổ phiếu thường và EPS của hai lựa chọn khác đều như nhau. Hãy lưu ý rằng

điểm hòa vốn của cổ phiếu thường với lựa chọn trái phiếu xảy đến ở mức khoảng \$5,3 triệu EBIT, trong khi điểm hòa vốn của cổ phiếu thường với cổ phiếu ưu đãi xảy đến ở mức khoảng \$8,8 triệu EBIT.

Vì thế, dưới khoảng \$5,0 triệu EBIT, lựa chọn cổ phiếu thường gây nên sự giảm thấp EPS ít nhất, trong khi trên \$9,0 triệu, gây nên sự giảm thấp tương đối tệ nhất trong EPS. Hãy nhớ lại rằng mức EBIT hiện hành của Công ty ABC là \$9,0 triệu và được dự tính đạt mức ít nhất là \$11,0 triệu một khi sản phẩm mới đóng góp hoàn toàn thu nhập được dự trù của nó. Như thế, cả hai điểm hòa vốn nằm dưới thành tích EBIT theo kỳ hạn được kỳ vọng, điều này làm cho lựa chọn cổ phiếu thường trở nên hao tổn nhất xét về mặt giảm thấp thu nhập.

Vì thế, không thể đánh giá ba lựa chọn mà không xác định trước một phạm vi “điển hình” của EBIT cho thành tích dự tính của công ty, cho rằng các ảnh hưởng tương đối về thu nhập của ba lựa chọn là khác nhau trên phạm vi rộng của EBIT đã được trình bày. Nếu trên thực tế các mức EBIT theo thời hạn có thể được dự tính để xuất hiện tương đối tốt trong phạm vi hai điểm hòa vốn, cổ phiếu thường dường như hấp dẫn hơn cổ phiếu ưu đãi xét theo quan điểm về sự giảm thấp EPS, nhưng lại tệ hơn trái khoán. Nếu EBIT có thể được dự tính để tăng trưởng và di chuyển tương đối tốt về bên phải của điểm hòa vốn thứ hai, điều hầu như là chắc chắn ở trong trường hợp của Công ty ABC, cổ phiếu thường mới không chỉ là ít hấp dẫn nhất xét theo quan điểm giảm thấp EPS mà mãi mãi vẫn sẽ còn là như vậy.

Tất nhiên, mọi suy tính này phụ thuộc vào các giả định không thay đổi về các điều kiện mà theo đó ba dạng vốn tăng thêm được phát hành. Nếu chúng ta có thể dự tính được bất cứ điều kiện nào trong các điều kiện này phải thay đổi đáng kể, như là giá chào bán của cổ phiếu thường, hoặc các điều kiện của trái phiếu, chúng ta phải vẽ lại một sơ đồ hoàn toàn mới, hoặc chí ít chúng ta phải phản ánh được bất cứ sự gián đoạn nào trong phí tổn hoặc trong tỉ lệ của các lựa chọn khi các mức EBIT thay đổi.

Các giao điểm giữa những tuyến EPS biểu thị các điểm hòa vốn EBIT cho lựa chọn cổ phiếu thường với hai lựa chọn khác có thể được tính toán một cách dễ dàng. Để đạt được mục đích này, chúng ta đưa ra những phương trình đơn giản cho các điều kiện làm cơ sở cho bất cứ cặp tuyến giao điểm nào. Khi đó, EPS được ấn định bằng nhau cho hai lựa chọn, và các phương trình được giải cho mức EBIT quy định mà theo mức đó điều kiện bằng nhau này đứng vững.

Để minh họa, trước tiên chúng ta hãy thiết lập các định nghĩa sau:

$$E = \text{mức EBIT cho bất cứ điểm hòa vốn nào với lựa chọn cổ phiếu thường.}$$

I = Lãi phải trả hàng năm cho các trái phiếu tính bằng tiền đô (trước thuế)

t = mức thuế áp dụng cho công ty

d = Cổ tức ưu đãi hàng năm tính theo tiền đô.

S = Con số các cổ phiếu thường đã lưu hành.

Phương trình cho bất cứ tuyến EPS nào có thể được tìm thấy bằng cách thay các dữ kiện đã biết với các ký hiệu trong phương trình tổng quát hóa sau đây:

$$EPS = \frac{(E - i)(1 - t) - d}{s}$$

Bây giờ chúng ta có thể tìm ra các mức hòa vốn EBIT cho các trái phiếu và cổ phiếu thường ở điểm EPS bằng nhau. Vì mục đích này, chúng ta điền các dữ kiện cho hai biểu thức và đặt chúng bằng nhau:

$$\frac{\text{Trái phiếu}}{(E - \$1,150,000) \cdot 66 - 0} = \frac{\text{Thường}}{(E - 0) \cdot 66 - 0}$$
$$\frac{1,000,000}{1,275,000}$$

Khi ta giải E , chúng ta được kết quả sau

$$0.66E - \$759,000 = \frac{0.66E}{1,275}$$

$$0.842E - \$ 967.725 = 0.66E$$

$$E = \$ 5.317.000$$

Điểm hòa vốn \$ 5.32 triệu này có thể được xác định dễ dàng bằng đồ thị ở hình 10-8. Khi áp dụng cùng một phương pháp cho các lựa chọn cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường, xuất hiện các kết quả sau:

$$\frac{\text{Ưu đãi}}{(E - 0) \cdot 66 - \$1,250,000} = \frac{\text{Thường}}{(E - 0) \cdot 66 - 0}$$
$$\frac{1,000,000}{1,275,000}$$

$$0.66E - \$1,250,000 = \frac{0.66E}{1.275}$$

$$0.842E - \$1,593,750 = 0.66E$$

$$E = \$ 8.757.000$$

Một lần nữa, chúng ta có thể dùng sơ đồ để xác minh mức hòa vốn là \$8,76 triệu.

Chúng ta cũng có thể sử dụng sơ đồ EBIT để cho thấy tác động của các

giả định khác nhau về các cổ tức thường đối với ba lựa chọn. Ví dụ, tuyến ngang ở mức \$2,50 trong sơ đồ biểu thị cổ tức thường hàng năm hiện hành. Ở nơi mà tuyến này cắt bất cứ tuyến EPS được lựa chọn nào chúng ta có thể đọc ra được mức tối thiểu của EBIT được quy định để cung ứng cho cổ tức này. Tương tự, có thể phản ánh trong sơ đồ các quy định thu nhập cho các quỹ tích lũy hoặc các quy định hoàn trả thường xuyên khác. Trong thực tế, các quy định hàng năm như vậy cam kết một phần thu nhập theo kỳ hạn cho mục đích này.

Chúng ta có thể phát triển ảnh hưởng của các quy định này bằng cách tính toán xa hơn một bước và đạt đến cái được gọi là thu nhập bình quân một cổ phiếu không cam kết (UEPS) cho mỗi lựa chọn sau quy định dành cho bất cứ số tiền hoàn trả nào. Chúng ta chỉ đơn giản trừ phí tổn trung bình một cổ phiếu của những số tiền hoàn trả như thế (quy định trả bằng tiền đô sau thuế) với EPS tương ứng của lựa chọn liên quan, và vẽ lại các tuyến ở trong sơ đồ. Kết quả sẽ là một sự thay đổi của tuyến liên quan thành tuyến song song về phía bên phải vị trí của nó trước đó.

Ví dụ, quy định quỹ tích lũy \$400.000 một năm trong lựa chọn trái phiếu sẽ biểu thị 40 xu một cổ phiếu, và tuyến mới cho các trái phiếu sẽ di chuyển về phía bên phải của số lượng này trên toàn bộ phạm vi của nó. Tương tự, giao điểm ở điểm EPS số không, hiện là \$1.150.000 EBIT, sẽ di chuyển sang bên phải đến một điểm UEPS số không là \$1.756.000. Sự chuyển đổi này phản ánh quỹ vốn tích lũy \$400.000 một năm, phiên thành một quy định thu nhập trước thuế tăng thêm là $\$400.000 \div (1-0,34)$, hoặc \$606.000. Trong trường hợp này, tuyến UEPS cho trái phiếu sẽ di chuyển rất sát với tuyến EPS cho cổ phiếu ưu đãi ở Biểu đồ 10-8.

Cho đến giờ, công dụng của hệ thống cơ bản này dành cho việc phân tích năng động về tác động của thu nhập trong các lựa chọn cấp vốn khác nhau chắc là đã rõ. Đọc giả được mời gọi suy nghĩ ngang qua những gợi ý của nhiều trắc nghiệm khác nhau có thể được áp dụng. Ví dụ, có thể xác định mức EBIT tối thiểu theo mỗi lựa chọn gồm cổ tức thường hiện hành là \$2,50 bình quân một cổ phiếu, trong khi giả định các loại tỉ lệ chi trả khác nhau, như là 50 phần trăm hoặc 40 phần trăm. Ví dụ, với tỉ lệ chi trả giả định là 50 phần trăm, EPS sẽ phải là \$5. Một tuyến ngang được vẽ ở mức EPS là \$5, và giao điểm của nó với các tuyến của các lựa chọn khác nhau biểu thị các mức EBIT tối thiểu cho cổ tức \$2,5. Người phân tích sẽ phải đánh giá khả năng có thể xảy ra của EBIT đang tụt xuống ở mức này và xét xem điều này có gây nguy hiểm cho số tiền chi trả cho cổ tức hiện hành không. Tất nhiên, có thể áp dụng các trắc nghiệm khác, tùy thuộc vào các hoàn cảnh đặc biệt của công ty.

Trong lúc chúng ta đã tập trung vào những điều gợi ý đến thu nhập kế toán được ghi lại liên quan đến sự lựa chọn, thật rõ ràng là hệ thống cơ bản dành cho phân tích này cũng có thể được sử dụng để thông suốt những điều gợi ý đến dòng tiền của những kết quả này, bằng cách phiên các mức EBIT tương ứng ra dòng tiền tương đương từ những công việc kinh doanh, như đã được thảo luận ở Chương 3 và 4. Điều này có thể đưa việc phân tích đến sát hơn với các khái niệm đánh giá mà chúng ta sẽ quan tâm đến trong chương cuối – nhận ra rằng các dòng tiền là những tác lực quan trọng nhất cho giá trị và thành tích của công ty. Giữa các biện pháp phụ thêm cần phải có là việc tính toán ảnh hưởng của một chấn thuế trong việc xóa sổ sự tổn hao và sự xuống giá, là việc loại trừ các điều chỉnh kế toán khác, và việc nhận ra những quy định đầu tư mới. Tất nhiên, một phân tích bảng biểu có thể được sử dụng để thực hiện những tính toán phức tạp cần thiết.

Tuy nhiên, lại một lần nữa, chúng ta phải nhấn mạnh là một sơ đồ EBIT chuyên dụng chỉ hoạt động theo các giả định cố định về thu nhập và về lãi suất và cổ tức ưu đãi ổn định. Nếu có lý do để tin rằng bất cứ giả định chủ chốt nào đó có thể thay đổi, các tuyến EPS trên đồ thị phải được điều chỉnh. Hiển nhiên, bất cứ thay đổi nào trong các phí tổn tương đối của những lựa chọn khác nhau cũng sẽ gây ảnh hưởng. Ví dụ, khi sai biệt giá giữa các lựa chọn tăng lên, các khác biệt trong tác động thu nhập sẽ mở rộng, và như thế khoảng cách giữa các tuyến song song sẽ tăng lên. Điều này đơn giản phản ánh là việc áp đặt các nghĩa vụ cố định phí-tổn-cao-hơn làm EPS giảm sút.

Việc mở rộng số lượng vốn được phát hành cũng có ảnh hưởng, bởi vì độ dốc của tuyến thẳng được quy định bởi số lượng của đòn bẩy vay nợ đã có mặt trong cơ cấu vốn hiện có. Nói cách khác, nếu đã có một số trái khoán và cổ phiếu ưu đãi trong cơ cấu vốn, EPS căn bản sẽ lên xuống đột ngột hơn nhiều với các thay đổi trong EBIT. Bất cứ sự gia tăng nào trong các lựa chọn phí-tổn-cố-định cũng hoàn toàn làm tăng cường độ của đòn bẩy vay nợ. Cùng lúc đó, độ nghiêng của tuyến EPS cho vốn cổ phiếu thường được chi phối bởi con số liên quan của các cổ phiếu được phát hành và đến lượt, con số này có liên quan tới mức độ giảm sút thu nhập, như đã được chứng minh trong ví dụ.

Các mô hình về lên kế hoạch tài chính hoặc các phân tích về bảng biểu có thể được sử dụng để nâng cao hệ thống cơ bản được chứng minh ở đây. Tuy nhiên, điểm cần nhớ là về thực chất, phương pháp phân tích này định lượng ảnh hưởng tương đối của các lựa chọn trên các thu nhập kế toán được báo cáo. Ảnh hưởng này chỉ là một trong số nhiều nhân tố cần phải được cân nhắc khi đưa ra những lựa chọn cấp vốn. Như chúng ta đã lưu ý ở phần đầu chương này, bối cảnh khái niệm và thực hành cho việc quyết định cuối cùng

mang tính ôm đồm nhiều hơn những gì mà cách diễn đạt bằng đồ thị về những điều kiện hòa vốn tương ứng này gợi ra. Các kế hoạch chiến lược cho tương lai, các dự tính về rủi ro, các nhân tố thị trường, các tiêu chuẩn quy định mà chúng ta đã liệt kê, và các điều kiện hiện hành của công ty, tất cả đều phải được xem xét tận cùng.

CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU

Người ta đã bỏ ra rất nhiều công sức cả về lý thuyết cả về thực hành để xác định được sự phối hợp tối ưu của những nguồn vốn dài hạn khác nhau trong cơ cấu vốn của một công ty. Quyển sách này không phải là chỗ để khám phá ra rất nhiều vấn đề khái niệm khá phức tạp có liên quan, mà chỉ đưa ra một số thảo luận mà thôi. Chúng ta đã nhiều lần tham khảo sự kiện là việc đưa ra quyết định về tài chính có liên quan đến một loạt các cân nhắc lựa chọn về mặt kinh tế cũng như các phán quyết cá nhân và các quyền ưu tiên lựa chọn rủi ro của các nhà quản lý và các giám đốc chủ chốt. Như là trường hợp đối với việc thiết kế và sửa đổi các tỉ lệ của cơ cấu vốn, cần phải có phán quyết tối hậu căn cứ vào việc hỗ trợ tạo ra giá trị của chúng qua thời gian.

Một trong những cân nhắc lựa chọn chủ yếu là rủi ro so với phần thưởng. Đưa đòn bẩy vay nợ vào một cơ cấu vốn, như chúng ta đã nhận xét trước đây, sẽ có khuynh hướng hạ thấp tổng phí tổn của vốn vì khía cạnh ít-tổn-phí nhất của trái khoán (nhờ lãi vay được khấu trừ thuế, như đã được thảo luận ở Chương 9). Tuy nhiên, không phải là một điều kiện tĩnh bởi vì như chúng ta đã lưu ý, những số lượng gia tăng của trái khoán đưa công ty vào tình trạng rủi ro lớn hơn do tính bất định của thu nhập (và dòng tiền), cũng như sự vi ước tiềm năng của vốn gốc. Các mô hình lý thuyết để tìm ra phí tổn tối ưu của vốn chú ý đến những động lực của các tỉ lệ đang thay đổi của trái khoán, của cổ phiếu ưu đãi, và của vốn cổ phiếu. Nhiều nghiên cứu đã cho thấy rằng, như là một quy luật chung, phí tổn của vốn sẽ có khuynh hướng thấp nhất ở mức tỉ lệ nợ khoảng một phần ba so với hai phần ba vốn cổ phiếu ở những dạng khác nhau. Các đặc điểm của rủi ro đặc định của công ty và ngành nghề của nó rõ ràng là sẽ ảnh hưởng đến kết quả chung này. Bằng chứng cũng cho thấy là tổng phí tổn của vốn nói chung chuyển động trong một dải tương đối hẹp giữa những thái cực của các điều kiện đòn bẩy vay nợ, thường không vượt quá hai điểm tỉ lệ phần trăm. Nhưng cũng như chúng ta đã nói trước đây, phí tổn đặc định liên quan đến việc cấp vốn mới chỉ là một trong nhiều suy tính khác xen vào trong việc cân nhắc lựa chọn phức tạp khi lập kế hoạch cho cơ cấu vốn.

Một trong những suy tính chủ yếu trong việc hoạch định cơ cấu vốn là

thành tích tăng trưởng và triển vọng tương xứng của công ty. Các nghiên cứu thực nghiệm đã cho thấy rằng các công ty tăng-trưởng-nhanh thường tạo ra giá trị cao thông qua một cơ cấu vốn có một mức nợ phải chăng, cho phép họ duy trì được tính linh hoạt trong việc xâm nhập vào các thị trường tài chính. Điều này thường được kèm theo với mức chi trả cổ tức thấp và với việc đặt trọng tâm vào các nguồn quỹ nội bộ khi gia tăng việc cấp vốn. Vốn cổ phần thêm chỉ được huy động khi thật sự cần thiết để duy trì mức tăng trưởng sinh lợi, trong khi trái khoán mới được hạn chế bởi các chỉ tiêu tương đối khiêm tốn của đòn bẩy vay nợ. Nói chung, tiêu điểm phải đặt vào việc cấp vốn cho các công cuộc đầu tư thành công để giữ vững mô hình tăng trưởng mà không vung tay quá trán trong việc cấp vốn cho các lựa chọn và vượt quá các dự tính của thị trường trong việc thực hiện chúng.

Trái lại, các công ty tăng-trưởng-chậm nào mà sản sinh ra được những dòng tiền khá lớn có thể tạo ra giá trị cao bằng cách giải quyết số tiền mặt thặng dư thông qua việc mua lại cổ phiếu, giảm bớt cơ số vốn cổ phần. Ở đây, việc cân nhắc lựa chọn chỉ ở giữa một bên là tính chất và sự rủi ro của các cơ hội tái đầu tư được dự tính và bên kia là tác động của việc trả lại số tiền mặt thặng dư cho các cổ đông. Cho là các cơ hội đầu tư nội bộ hấp dẫn thường bị hạn chế trong những tình trạng tăng trưởng chậm, việc tăng đòn bẩy vay nợ tài chính thậm chí nhiều hơn và mượn các quỹ để mua lại nhiều cổ phiếu hơn nữa vẫn có thể có lợi về mặt kinh tế. Ảnh hưởng nói chung sẽ là một sự tăng giá trị cổ phiếu, vì ít cổ phiếu được lưu hành hơn, và vì sự giảm tương xứng của các số tiền trả cho cổ tức. Tất nhiên, một chính sách như thế sẽ không thể giữ vững được về lâu về dài bởi vì đến một điểm nào đó, cơ số vốn cổ phần sẽ teo lại đến mức vô nghĩa và các dự tính về những dòng tiền theo kỳ hạn sẽ giảm đi.

Ở đây, cần hiểu thêm rằng ảnh hưởng của việc tái cơ cấu và thành tích mà nhiều công ty đã thực hiện được một cách thành công hơn ở vào tiền bán thập niên này đã dẫn đến một sự dịch chuyển rõ ràng hướng đến cơ cấu vốn thận trọng hơn. Các dòng tiền mạnh có được từ các chuyển nhượng của những doanh nghiệp đạt thành tích yếu và các doanh nghiệp đang hoạt động thất bát hơn thường đã được sử dụng để giảm bớt tỉ lệ nợ bị lạm phát tạm thời của nhiều công ty. Điều này một phần là một phản ứng đối với việc sử dụng đòn bẩy vay nợ – đôi lúc cực đoan – suốt thập niên 80, việc sử dụng này ngoài việc dễ bị rủi ro lớn hơn, còn không được biện hộ bởi các kết quả của những đầu tư được thực hiện với các quỹ này.

Nỗ lực tạo ra giá trị cho cổ đông trong thập niên qua gồm có việc suy nghĩ lại các tỉ lệ cơ cấu vốn bền vững tương quan với thành tích và triển vọng kinh doanh và không chỉ theo quan điểm tối thiểu hóa chi phí vốn. Tất

nhiên, cuối cùng chúng ta phải xem xét cơ cấu vốn tối ưu trong bối cảnh rộng lớn của mô hình hệ thống kinh doanh của chúng ta như đã được thảo luận ở Chương 2. Nó không thể bị tách khỏi việc đầu tư, kinh doanh và các biến số của việc cấp vốn mà chúng ta đã nhận dạng được trong toàn bộ các thành phần của hệ thống.

MỘT SỐ DẠNG CẤP VỐN ĐẶC BIỆT

Phần thảo luận trước của chúng ta tập trung vào lựa chọn rất cơ bản giữa trái khoán, cổ phiếu ưu đãi, và cổ phiếu thường, để ra ngoài đa số những biến thể thường thấy trong những công cụ này cũng như trong các dạng cấp vốn chuyên dụng khác. Bây giờ chúng ta sẽ giải quyết một cách vắn gọn một vài lĩnh vực chuyên môn hơn của những lựa chọn cấp vốn, cụ thể là tín dụng cho thuê, các trái phiếu và các cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, các vụ chào bán những quyền mua cổ phiếu, và các chứng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu.

Tín dụng Cho thuê.

Chúng ta đã đề cập đến tín dụng cho thuê ở một số điểm trong quyển sách này. Tín dụng cho thuê là một dạng cấp vốn đặc biệt giúp doanh nghiệp thâm nhập vào một phạm vi tài sản trọn vẹn, từ các cao ốc cho đến máy bay và tàu điện, từ xe hơi đến máy vi tính, mà không phải hoàn toàn mua lại các tài sản đó. Người thuê trả một phí theo mức quy định từng kỳ đã được thỏa thuận cho việc sử dụng tài sản, được ấn định ở một mức bao gồm phí tổn trả cho quyền sở hữu của người cho thuê, các chi phí cho thuê và cho việc cấp vốn, và còn cung cấp một lợi nhuận kinh tế cho người cho thuê nữa. Các hợp đồng cho thuê và các điều khoản có thể thay đổi rộng rãi, nhưng tựu trung vẫn là hai loại cơ bản:

- Hợp đồng thuê khai thác.
- Hợp đồng cho thuê vốn (tài chính)

Một *hợp đồng thuê khai thác* chủ yếu phản ánh sự cho thuê hơn là việc sở hữu. Người thuê có thể sử dụng tài sản trong một giai đoạn quy định, thường là ít hơn thời gian sử dụng thực tế, đảm trách việc không để rủi ro nào xảy ra do quyền sở hữu và do việc lỗi thời về mặt kỹ thuật, và có thể thay thế hoặc nâng cấp tài sản trong khi người cho thuê đảm nhiệm chuyển nhượng các tài sản được sử dụng. Điều khoản mới nói là đặc biệt hấp dẫn trong trường hợp các máy vi tính và các thiết bị kỹ thuật. Trong thực tế, người thuê phải chịu một chi phí định kỳ có-chiết-khấu-thuế trong lúc người cho thuê nhận được các khoản tiền trả chịu thuế dựa vào đó mà phí tổn cho quyền sở hữu cũng như tất cả các dịch vụ cung cấp cho người thuê được cân

đổi bù trừ. Người cho thuê thụ hưởng tác động khấu hao của một phần thuế, và phải quyết định phải làm gì với tài sản được sử dụng khi kết thúc kỳ hạn cho thuê.

Một *hợp đồng cho thuê vốn* chủ yếu biểu thị một dạng cấp vốn dài hạn, bởi vì quyền sở hữu tài sản được chuyển nhượng cho người thuê khi kết thúc kỳ hạn thuê, trực tiếp hoặc thông qua quyền chọn mua danh nghĩa. Sự lựa chọn đặc định cần phải làm nằm ở tính chất của việc dàn xếp cấp vốn, việc này được xem như là một cân nhắc lựa chọn giữa việc phát hành trái khoán dài hạn hỗ trợ quyền sở hữu trực tiếp so với một hợp đồng cho thuê cung cấp quyền sở hữu cuối cùng. Nghĩa vụ của hợp đồng thuê được ấn định, cũng y như là trái khoán và tiền trả cho việc thuê dựa vào việc thu hồi giá trị tài sản cho người cho thuê và chi phí của các dịch vụ được cung cấp khác. Các hợp đồng vay dài hạn, đặc biệt đối với các cao ốc, có thể kéo dài ra nhiều năm và như thế, thực tế là trở thành bộ phận cơ cấu vốn của một công ty.

Tác động của một hợp đồng thuê trên các bản báo cáo tài chính của một công ty có sự khác nhau giữa hai loại lớn này. Các hợp đồng thuê khai thác đưa số liệu vào báo cáo thu nhập qua đường các chi phí thuê được miễn giảm thuế, nhưng không trực tiếp ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán, thậm chí dù cho hợp đồng thuê thường kéo dài vượt ra một số thời hạn. Đặc biệt hơn, nếu các hợp đồng thuê khai thác là quan trọng trong cơ cấu phí tổn của công ty, bắt buộc phải có một chú thích cuối trang công bố các tổng số tiền của hợp đồng thuê hàng năm hiện hành và theo kỳ hạn đi kèm theo các bản báo cáo tài chính, công bố quy mô của nghĩa vụ “ngoài bảng tổng kết tài sản” này. Bởi vì quyền sở hữu vẫn còn là của người cho thuê, các tài sản có liên quan không được phản ánh trong bảng cân đối kế toán của người thuê.

Trái lại, các hợp đồng thuê vốn được phản ánh trong các báo cáo tài chính của một công ty cả trên bảng cân đối kế toán, ở đó tài sản liên quan được ghi vào, và được cân đối bù trừ trên tài sản nợ bởi giá trị được chuyển thành vốn của các số tiền trả cho việc thuê mượn. Trong thực tế, một hợp đồng thuê vốn có một tác động được ghi nhận khá giống với một thỏa thuận cho vay có thể chấp, và nghĩa vụ đối với việc thuê mượn được xem như là khoản nợ cùng với các thỏa thuận về trái khoán dài hạn thường. Các khoản tiền trả cho việc thuê định kỳ được đưa vào diện chi phí kinh doanh trong bản kết toán thu nhập. Theo luật lệ kế toán hiện hành, bất cứ hợp đồng thuê mượn nào chỉ cần có một trong bốn thuộc tính sau phải được xem như là hợp đồng thuê vốn và phải được ghi vào bảng cân đối kế toán:

- Quyền sở hữu được chuyển cho người thuê trước khi hợp đồng thuê mượn hết hạn.
- Người thuê có thể mua tài sản với một giá thấp vào lúc hợp đồng

thuê mượn hết hạn.

- Kỳ hạn của hợp đồng thuê đã đạt được 75% thời gian thực tế sử dụng tài sản về mặt kinh tế.
- Giá trị hiện tại của các khoản tiền trả cho hợp đồng thuê mượn đạt ít nhất là 90% giá trị của tài sản.

Xét theo quan điểm thuế, các khoản tiền trả cho hợp đồng thuê mượn định kỳ do người thuê thực hiện được miễn giảm thuế trong khi hiệu lực của một chấn thuế về khấu hao vẫn còn với người cho thuê, được cân bằng bù trừ dựa vào các tiền trả chịu thuế cho hợp đồng thuê mượn đã được thu. IRS thì rất rõ ràng trong việc phân biệt giữa các hợp đồng thuê mượn thực và các vụ mua trả góp hoặc các khoản vay có bảo đảm để cho phép một mức khấu trừ thuế cho số tiền mà người thuê trả cho hợp đồng thuê mượn.

Như chúng ta có thể dự tính, bất kỳ công ty nào cho thuê một phần quan trọng các tài sản của họ sẽ có sự linh hoạt hơn trong các lựa chọn cấp vốn của mình. Ảnh hưởng này cũng giống ảnh hưởng của một khoản nợ dài hạn lớn chưa thanh toán. Cũng vậy, các chi phí thuê mượn cố định đưa một mức độ nợ vay vào các công việc kinh doanh của công ty, có thể so sánh được với nợ vay đến từ các nguồn khác, như đã được thảo luận ở Chương 6.

Bởi vì việc thuê mượn liên quan đến một sự lựa chọn giữa việc sở hữu với việc thuê mượn hoặc việc thuê mượn với việc vay mượn, tiến trình phân tích cơ bản cần được căn cứ vào một so sánh các dòng tiền được-điều-chỉnh-thuế tương ứng. Sử dụng các kỹ thuật về giá trị hiện tại của Chương 7 và 8, phân tích có thể phát triển các mô hình dòng tiền so sánh cho những lựa chọn có liên quan. Một trong những mô hình cơ bản là việc phân tích phí tổn của quyền sở hữu, từ đó số tiền trả cho một hợp đồng thuê mượn hòa vốn có thể được tính toán, như đã được đưa ra trong hình 10-9. Một thời gian sử dụng thực tế bảy năm đã được giả định cho việc đầu tư thiết bị, với việc thu hồi giá trị kế toán còn lại vào cuối Năm Thứ 7. Các phí tổn hỗ trợ và bảo trì đang tăng nhẹ vì thời hạn sử dụng và sự xuống giá nhanh chóng của thiết bị đã được sử dụng để tính toán ảnh hưởng của một chống thuế.

Phí tổn giá trị hiện tại ròng ở mức 12 % của việc sở hữu thiết bị là khoảng \$107.000, nó có thể được chuyển đổi sang một phí tổn tương đương được tính trên cơ sở từng năm là \$23.360, như đã được thảo luận ở Chương 7 (trên một bảng biểu, hãy sử dụng hàm số *pmt*, quy định tỉ lệ chiết khấu, số lượng các kỳ hạn và giá trị hiện tại). Giả định rằng người cho thuê có các phí tổn quyền sở hữu tương tự, số tiền trả tối thiểu cho hợp đồng thuê bắt buộc phải có để người cho thuê kiếm được một lợi nhuận dòng tiền 12 phần trăm sẽ là số tiền tương đương trước thuế là \$36.500 một năm. Xét từ quan điểm của người thuê, số tiền trả cho hợp đồng thuê này biểu thị một mức hòa

vốn giữa việc thuê mướn và việc sở hữu, từ đó bất cứ độ chênh lệch đáng kể nào cũng phải được lượng giá. Các phân tích tương tự có thể được phát triển cho các lựa chọn tiềm năng khác, luôn luôn thận trọng trong việc sắp đặt dòng tiền và các khoản dính lý đến thuế một cách thích hợp.

Có nhiều suy tính liên quan đến sự lựa chọn thuê mướn với quyền sở hữu vượt ngoài những sự cân nhắc lựa chọn thuần túy tài chính. Thật rất quan trọng, việc phân tích thuê mướn như là một lựa chọn cấp vốn có thể xảy đến chỉ sau khi các nguyên tắc kinh tế về dòng tiền của chính dự án đầu tư đã chỉ rõ cho thấy nó sẽ thực sự thêm giá trị cho công ty. Sau đó, việc thuê mướn có thể được xem xét một cách thích hợp đơn thuần như là một dạng cấp vốn. Chúng ta sẽ không giải quyết các khoản dính lý đến dòng tiền đặc định của đa số những loại thỏa thuận thuê mướn hữu hiệu, bởi vì chúng quá chuyên môn và phức tạp để có thể bao gồm vào ở đây. Nhưng chúng ta phải nhận thấy rằng việc thuê mướn thường liên quan đến một phí tổn kinh tế, bởi vì, đặc biệt là trong các thỏa thuận hợp đồng thuê khai thác, người cho thuê phải được đền bù cho việc cung cấp, cấp vốn, bảo dưỡng, và thay thế tài sản. Theo định nghĩa, các chi phí thuê mướn phải cao đủ để có thể làm cho việc thuê mướn có thể trở nên hấp dẫn đối với người cho thuê như là người đầu tư vào tài sản. Đồng thời, người cho thuê thường có thể sử dụng hiệu quả kinh tế quy mô lớn để mua và bảo dưỡng các tài sản có thể ảnh hưởng thuận lợi đến giá cho thuê, như là trường hợp đối với các công ty cho thuê thiết bị lớn chẳng hạn.

Hình 10-9 Phân tích Giá trị Hiện tại của Phí tổn Quyền Sở hữu

	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7
- Phí tổn thiết bị và phục hồi	\$-100,000	0	0	0	0	0	0	\$ 4,450
- Bảo trì, Bảo hiểm, các phí tổn Hỗ trợ	0	\$-15,000	\$-15,000	\$-16,000	\$-16,000	\$-17,000	\$-17,000	\$-18,000
- Thuế suất		36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
- Phí tổn tiền mặt sau thuế	0	-9,600	-9,600	-10,240	-10,240	-10,880	-10,880	-11,520
- Mốc chống thuế khấu hao	0	9,146	15,674	11,194	7,994	5,715	5,715	-3,430
- Lương tiền mặt kinh doanh được chia ra	0	-454	6,074	954	-2,246	-5,165	-5,165	-14,950
- Hệ số chiết khấu giá trị hiện tại @ 12%	1.000	0.893	0.797	0.712	0.636	0.567	0.507	0.452
- Các giá trị hiện tại của các dòng tiền dành cho thiết bị	-100,000	0	0	0	0	0	0	2.011
- Các giá trị hiện tại của các dòng tiền kinh doanh	0	-406	4,841	679	-1,429	-2,928	-2,619	-6,758
- Các giá trị hiện tại của tổng các dòng tiền	\$-100,000	\$-406	\$4,841	\$679	\$-1,429	\$-2,928	\$-2,619	\$-4,746
- Giá trị hiện tại ròng @ 12%								\$-106,608
- Giá trị hiện tại ròng @ 12% được phân theo hàng năm								-23,360
- Tiền trả hợp đồng thuê muốn tương đương trước thuế @ thuế suất 36%								36,500

*Dựa trên các tỷ lệ phần trăm giảm giá gia tốc 7- năm (14,29%; 24,49%; 17,49%; 12,49%; 8,93%; 8,93%; 8,93%; 8,93%; 8,93%; 4,45% phần dư

Trong việc phân tích so sánh lựa chọn cuối cùng giữa việc thuê mướn và quyền sở hữu, chúng ta phải cân nhắc những yếu tố như là chi phí định kỳ dành cho người thuê, bất cứ lợi thế kỹ thuật nào từ việc có thể sử dụng những phương tiện và thiết bị mới nhất, những dịch vụ nhận được như là thành phần của hợp đồng, tính linh hoạt do không bị ràng buộc bởi quyền sở hữu, và tác động trên tình trạng tài chính của công ty. Như trong tất cả các phân tích tài chính, việc lựa chọn được căn cứ trên cả các dữ liệu về số lượng và cả sự phán quyết của ban giám đốc. Trong một số ngành nghề, việc thuê mướn là một phần của phương cách hoạt động kinh doanh bình thường. Ví dụ, trong nghề buôn s1, các kho chứa hàng thông thường là được thuê mướn, và trong ngành chuyên chở, việc thuê mướn kho để tồn trữ hàng, xe tải, và máy bay là phổ biến. Trong các lĩnh vực khác, việc lựa chọn thuê mướn được mở rộng và phụ thuộc vào lựa chọn tài chính nào được xem như là có lợi vào thời gian đó.

Các Chứng khoán Chuyển đổi được.

Như chúng ta đã phát biểu trước đây, khả năng chuyển đổi sang cổ phiếu thường là một đặc tính thỉnh thoảng thêm vào cho việc phát hành các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi vì những lý do như là tính thị trường và việc tính toán thời gian. Thực chất của khả năng chuyển đổi chỉ đơn thuần là công ty phát hành trong thực tế có thể bán các cổ phiếu thường với giá cao hơn những cổ phiếu đang phổ biến ở thời gian mà các trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi được phát hành. Điều này là nhờ vào việc giá chuyển đổi cho cổ phiếu thường mà nó biểu thị được quy định ở một mức theo kỳ hạn được dự tính, căn cứ trên kỳ vọng và kinh nghiệm tăng trưởng giá trị của công ty.

Giá chuyển đổi là căn bản cho tỉ số chuyển đổi được quy định cho việc phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi. Ví dụ, một cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi mới có thể có tỉ số chuyển đổi là 3, có nghĩa là, mỗi cổ phiếu của cổ phiếu ưu đãi được chuyển đổi thành ba cổ phiếu của cổ phiếu thường. Điều đó biểu thị một giá chuyển đổi \$33,33 bình quân một cổ phiếu thường, trong khi các cổ phiếu của công ty hiện có thể đang được giao dịch ở mức \$25 đến \$27. sự chênh lệch giữa giá hiện hành và giá chuyển đổi được gọi là phí thưởng chuyển đổi. Cùng một phương pháp như thế được áp dụng cho trái phiếu, thường được viết bằng các đơn vị ngàn-đô.

Căn cứ vào dự tính cổ phiếu thường của công ty sẽ vượt giá chuyển đổi đúng thời hạn, trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi sẽ được mua bán ở các mức giá trị phản ánh cả lãi vay tiềm tàng hoặc lợi suất cố tức, và cả chính giá trị chuyển đổi. Thoạt đầu, lợi suất cố định sẽ chiếm ưu thế, nhưng khi giá của cổ phiếu thường bắt đầu vượt quá giá chuyển đổi, giá của trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi sẽ được tăng thêm để phản ánh giá trị thị trường hiện hành của

các cổ phiếu ưu tiên. Đây là điểm ở đó sự chuyển đổi trở nên càng hấp dẫn đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu giá cổ phiếu vẫn ở dưới mức giá chuyển đổi, giá trị chuyển đổi sẽ luôn là giá trị nền cho trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi – trong lúc giá thực sự sẽ phụ thuộc vào lợi suất được cung cấp bởi lãi suất cố định hoặc cổ tức ưu đãi.

Căn cứ vào sức hấp dẫn tiềm năng của việc chuyển đổi đối với nhà đầu tư, công ty phát hành thường trả lãi suất hoặc cổ tức ưu đãi một cách nào đó thấp hơn cho những công cụ này. Để giới hạn hạn kỳ thời gian mà các chứng khoán này được lưu hành, công ty thường có thể cưỡng chế việc chuyển đổi – một khi giá thị trường của cổ phiếu thường đã đạt mức giá chuyển đổi – bằng cách thực hiện điều khoản mua lại (quyền của công ty được mua lại tất cả hoặc một phần số lượng phát hành) được đưa vào trong đa số các vụ phát hành chuyển đổi. Điều khoản này thường căn cứ trên một giá ấn định trước sát với giá chuyển đổi.

Tính chuyển đổi làm tăng thêm nhiều suy tính cho ba lựa chọn cơ bản đã được thảo luận trước đây. Bởi vì các vụ phát hành chuyển đổi thành công cuối cùng rồi cũng đưa đến kết quả là một sự gia tăng các cổ phiếu thường, tác động bị cản trở đối với việc kiểm soát, đối với thu nhập bình quân một cổ phiếu, và đối với số lượng các cổ tức thường theo kỳ hạn phải được lưu tâm trong việc phân tích. Việc trình bày bằng đồ thị được sử dụng trước đây có thể được áp dụng để cho thấy lựa chọn này dưới hai dạng:

- Trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi như là một trái phiếu hoặc cổ phiếu chuyển đổi trực tiếp.
- Các cổ phiếu thường thêm vào từ việc chuyển đổi cuối cùng.

Bao lâu mà trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi được phát hành với một số lượng đáng kể vẫn còn đang lưu hành, các công ty bắt buộc phải tính toán thu nhập bình quân một cổ phiếu bị giảm thấp, như đã được thảo luận ở Chương 4.

Quyền mua Cổ phần Mới

Cái được gọi là việc chào bán quyền mua cổ phần mới là một dạng cấp vốn bằng cổ phiếu thường nhằm tối thiểu hóa sự giảm thấp cổ quyền về mặt tỉ lệ của các cổ đông hiện có. Cũng được tham khảo như là một quyền nhận mua ưu tiên, một việc chào bán như thế cung cấp cho mỗi cổ đông hiện có một số quyền nhận mua theo tỷ lệ một số cổ phần thường mới theo quy định từ công ty với một giá nhận mua ưu tiên có lợi trong một thời hạn hạn chế, sau thời hạn này các quyền đó hết hiệu lực. Số lượng các quyền nhận mua cổ phần mới được phát hành phù hợp với số lượng cổ phiếu của cổ phần thường đã phát hành, và một số lượng quyền nhận mua được xác định là cần thiết

để mua mỗi cổ phiếu của cổ phần mới. Các quyền nhận mua cổ phần mới được phát hành như là giấy chứng nhận đặc biệt và thường được mua bán theo kiểu giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường quá-đổi-lập.

Để minh họa, nếu Công ty XYZ có một triệu cổ phiếu thường đã phát hành và mong muốn bán được 250.000 cổ phiếu mới, một triệu quyền nhận mua cổ phần mới sẽ được phát hành cho các cổ đông hiện có với quy định là phải có đến bốn quyền mới mua được một cổ phiếu của cổ phần mới với giá nhận mua ưu tiên. Nếu giá nhận mua ưu tiên là \$30 trong khi giá thị trường hiện hành là \$40, một cổ đông phải nhượng lại 4 quyền và \$30 cho công ty để nhận một cổ phiếu khác với giá hiện hành là \$40.

Một công ty thường bị cuốn hút theo phương thức hành động này bởi vì, ngoài việc hạn chế được tiềm năng giảm tháp quyền kiểm soát, đó là một sự gọi vốn trực tiếp với một nhóm nhà đầu tư đã quen với lịch sử và triển vọng của nó. Nếu có khuynh hướng như thế, một cổ đông sẽ thực hiện quyền nhận mua cổ phần mới bằng cách mua trực tiếp từ công ty số cổ phiếu được quy định với giá nhận mua ưu tiên đã được thiết lập. Nếu cổ đông không quan tâm, các quyền nhận mua cổ phần mới có thể được bán cũng như thế, bởi vì chúng sẽ phản ánh sai biệt giá trị giữa giá nhận mua ưu tiên và giá thị trường của cổ phiếu. Chúng ta sẽ trở lại việc xác định giá trị của các quyền nhận mua cổ phần cho nhà đầu tư ở Chương 11.

Các gợi ý phân tích của lựa chọn này thì khá giống với các gợi ý của một việc chào bán công khai, điều mà chúng ta đã giả định như là trường hợp trước đây trong chương này. Giá nhận mua cổ phần có thể khác một cách nào đó với giá mà nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán cung cấp trong một vụ chào bán công khai, nhưng mặt khác, việc phân tích sẽ tương ứng với lựa chọn cổ phiếu thường mà chúng ta đã khám phá.

Chứng chỉ Đặc quyền Mua Cổ phiếu

Chứng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu là một dạng chứng khoán của công ty cho cổ đông quyền mua một số quy định cổ phiếu thường với một giá cơ bản cố định trong một thời hạn thiết định. Một vài chứng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu không có ngày hết hạn. Chúng được phát hành như là một phần khuyến khích thêm vào cho các nhà đầu tư để mua một số lượng trái phiếu được phát hành công khai mới hoặc một số lượng chứng khoán cho vay hoặc trái phiếu được phát hành riêng. Thỉnh thoảng, các chứng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu được phát hành như là bộ phận của một vụ chào bán các cổ phiếu thường. Tỷ lệ của các chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu được phát hành chung với việc chào bán các cổ phiếu thường mới thay đổi tùy thuộc vào giá cơ bản và mức độ khuyến khích được kỳ vọng để chuyển số lượng trái khoán mới vào tay các nhà đầu tư. Các chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu được gắn

kết với các chứng khoán mới này như là bộ phận của việc chào bán, nhưng như trong đa số trường hợp, chúng có thể được tách rời ra và bán riêng nếu muốn. Nhiều chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu được mua bán bất cứ lúc nào trên các thị trường chứng khoán.

Trong thực tế, một chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu cho người nắm giữ nó quyền chọn mua cổ phiếu thường nếu làm như thế là có lợi, ví dụ, nếu giá nhận mua ở dưới mức giá thị trường. Giống y như trong trường hợp quyền nhận mua cổ phiếu mới, khi một chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu được thực hiện, vốn đi trực tiếp vào công ty. Vì các chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu, trái với quyền nhận mua cổ phần mới, có hiệu lực trong thời hạn tương đối dài, có tiềm năng cho sự giảm thấp thu nhập từ các chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu chưa hết hạn. Các công ty có nhiều chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu đã phát hành phải tính toán thu nhập bị giảm thấp bình quân một cổ phiếu, y như trong trường hợp các cổ phiếu chuyển đổi đã phát hành (Chương 4).

Gợi ý chính để phân tích một việc chào bán trái khoán mới với chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu kèm theo là sự cần thiết phải nhận ra được lưu lượng vốn tiềm năng được thu vào từ các cổ phiếu mới khi các chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu được thực hiện, và việc giảm thấp thu nhập từ các cổ phiếu này. Việc phân tích bằng đồ thị của chúng ta phải được thay đổi để xét đến sự kết hợp của các ảnh hưởng này. Chúng ta sẽ trở lại với giá trị của các chứng chỉ độc quyền mua cổ phiếu ở Chương 11.

CÁC VẤN ĐỀ CHỦ CHỐT

Sau đây là một bản tóm lược các vấn đề chủ chốt được nêu lên trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Chúng được kể ra đây để giúp người đọc nhớ những kỹ thuật phân tích đã được thảo luận trong phạm vi quan điểm về lý thuyết tài chính và thực tiễn thương nghiệp.

1. Sự lựa chọn giữa các loại cấp vốn dài hạn khác nhau được kết nối không thể tách rời với chiến lược kinh doanh của công ty. Sự lựa chọn cuối cùng phải phù hợp với những đặc điểm rủi ro / phần thưởng vốn có trong cả chiến lược và cả việc cấp vốn, và cần hỗ trợ việc tạo ra giá trị lâu dài.
2. Phí tổn của nhiều loại vốn khác nhau chỉ là một yếu tố dựa vào đó để có một quyết định về cấp vốn mới. Trong khi trái phiếu nói chung là lựa chọn cấp vốn tổn-phí-thấp-nhất (nhờ lãi được miễn giảm thuế) và vốn cổ phần thường là lựa chọn tổn-phí-cao-nhất, nhu cầu xây dựng và duy trì một sự cân bằng thích hợp trong cơ cấu vốn thường hay vi phạm các tiêu chuẩn về phí tổn

3. Một số yếu tố phi phí tổn như là rủi ro, tính linh hoạt, việc tính toán thời gian, và việc kiểm soát của các cổ đông cũng như những quyền ưu tiên của ban quản lý cần phải được xử lý chắc chắn liên quan đến cả những điều kiện thị trường đang thay đổi và cả những chính sách theo kỳ hạn của công ty.
4. Việc cấp vốn mới đôi khi biểu thị một tỷ lệ quan trọng của cơ cấu vốn hiện có. Phương cách huy động vốn cũng có thể gây ra việc dịch chuyển lệch khỏi cơ cấu vốn chỉ tiêu lý tưởng của một công ty. Vì một lô cổ phiếu của một trong những dạng vốn dài hạn đã được chọn ở một thời điểm, ban quản lý có thể bị hạn chế trong các lựa chọn cho đợt cấp vốn kế tiếp. Để bù đắp cho sự mất cân đối này, có thể phải sử dụng phối hợp thỏa hiệp giữa các quỹ vốn.
5. Các điều khoản đặc định của một cuộc phát hành chứng khoán mới nói chung là hoàn toàn thích hợp với tình thế. Các nhà ngân hàng đầu tư, các nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán và ban quản lý hợp tác với nhau để thương lượng thiết kế và giá cả của một công cụ tài chính phản ánh được các điều kiện thị trường và việc định giá tín dụng và danh tiếng của công ty, việc đánh giá rủi ro, các kế hoạch của công ty, và thông lệ tài chính hiện hành.
6. Khi cơ cấu vốn của một công ty thay đổi, phí tổn có tác dụng của nó cũng thay đổi. Tuy nhiên, những thay đổi tạm thời do các khối lượng vốn mới thêm vào đem đến không được ảnh hưởng đến các tiêu chuẩn lợi nhuận dựa trên phí tổn của vốn, trừ phi có một sự thay đổi lâu bền và có chủ định trong các chính sách của công ty.
7. Vốn cổ phần thường mới có ảnh hưởng làm giảm thấp dài hạn đối với cả quyền sở hữu và cả thu nhập bình quân một cổ phiếu. Điều này là có thật nếu các cổ phiếu mới được phát hành trực tiếp hoặc được tạo ra bằng cách chuyển đổi các chứng khoán khác, hoặc bằng cách sử dụng các chứng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu. Vì thế, quyết định có phát hành cổ phiếu thường mới không phải được gắn kết chặt chẽ với các kết quả được dự tính từ các kế hoạch chiến lược đang được sử dụng. Nó cũng liên quan đến việc cân nhắc các lợi ích trong chuyện đưa vốn từ vốn cổ phần thường xuyên mới vào cơ cấu vốn.
8. Việc cho thuê như là một dạng cấp vốn dựa trên một loạt dòng tiền và các cân nhắc lựa chọn kinh doanh phải được điều chỉnh để phản ánh giá trị tương quan với cả cơ cấu vốn của công ty và cả hướng kinh doanh của nó. Nó không thể được dùng như là một phương tiện biện minh cho việc giành được tài sản có liên quan; chỉ việc phân tích kinh tế mới là cơ sở thích hợp để tăng thêm các vụ đầu tư.

TÓM LƯỢC

Trong chương này, chúng ta đã khảo sát cả hệ thống cơ bản có tính quyết định và cả một số kỹ thuật được sử dụng để phân tích các loại vốn dài hạn khác nhau. Chúng ta đã tập trung vào ba lựa chọn cơ bản được bỏ ngỏ cho ban quản lý: trái khoán dài hạn, cổ phiếu ưu đãi, và vốn cổ phiếu thường, và để phân thảo luận về nhiều khía cạnh chuyên môn của các công cụ cấp vốn được tiếp nối trong các tài liệu tham khảo ở cuối chương.

Chúng ta đã nhận thấy rằng việc lựa chọn các lựa chọn cấp vốn là một kết hợp phức tạp giữa phân tích và phán quyết. Một số lĩnh vực của các suy tính được làm nổi bật. Chúng ta đã khảo sát phí tổn cho công ty, các rủi ro tương đối và các vấn đề về tính linh hoạt, việc tính toán thời gian, và việc kiểm soát về các nguồn cấp vốn khác nhau. Chúng ta đã nhận thấy rằng nhiều khía cạnh liên quan đến việc lựa chọn các loại vốn vượt quá các dữ liệu có thể xác định số lượng.

Chúng ta cũng đã tập trung vào tác động của mỗi lựa chọn cấp vốn trên thu nhập được báo cáo của công ty, và sau đó, đã phát triển một đồ thị về hòa vốn liên quan đến EPS và EBIT. Mô hình đơn giản này cho phép chúng ta trải nghiệm một cách hiện thị tác động thu nhập của các lựa chọn liên quan đến phạm vi năng động toàn diện của các mức thu nhập tiềm năng. Đồ thị gợi ý việc sử dụng tiềm năng các mô hình tài chính rộng lớn hơn hoặc các bảng tính vi tính mà nhờ đó để mô phỏng một cách đầy đủ hơn tác động của các gói cấp vốn được lựa chọn hoặc các điều kiện đang thay đổi. Rất quan trọng, chúng ta sẽ chỉ ra được rằng cơ cấu vốn tối ưu không phải là một hàm số của chỉ một mình tác động thu nhập mà thôi, nhưng đó là kết quả của việc cân nhắc tính toán các đặc điểm chủ yếu của doanh nghiệp và thành tích cũng như triển vọng dài hạn của nó nhằm đạt đến một sự kết hợp, sự kết hợp đó sẽ duy trì quá trình sáng tạo ra giá trị.

Chương 11

XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ VÀ THÀNH TÍCH KINH DOANH

Trong suốt cuốn sách này, chúng ta vẫn nhấn mạnh rằng các nhà quản lý phải tập trung trước hết đến việc thực hiện quyết định về những mức đầu tư, hoạt động kinh doanh và bỏ vốn vào việc tạo ra giá trị kinh tế đối với các cổ đông của công ty. Bây giờ, chúng ta hãy đặt giá trị cổ đông vào một bối cảnh rộng lớn hơn, bằng cách xem xét kỹ những khái niệm chủ yếu của giá trị, và liên kết chúng với thành tích kinh doanh thành công. Trước đây, chúng ta đã thảo luận về những phạm trù như những giá trị được ghi lại, phản ánh trong các báo cáo tài chính của công ty, những giá trị kinh tế tiêu biểu cho dòng tiền, phát sinh thông qua những mức đầu tư vốn, và giá thị trường của cổ phiếu hoặc những công cụ nợ. Trong từng trường hợp, giá trị được nhìn nhận trong một bối cảnh cụ thể của cách phân tích và đánh giá, nhưng không nhất thiết chống lại toàn bộ động lực của những chiến lược và quyết định quản lý ẩn bên dưới thành tích của bất cứ doanh nghiệp nào.

Chúng ta sẽ thảo luận về ý nghĩa của giá trị trong những tình hình chung đòi hỏi sự đánh giá. Chúng ta sẽ không chỉ xác định vài khái niệm của giá trị bằng những thuật ngữ chính xác hơn, mà còn một lần nữa sử dụng một số phương pháp phân tích quen thuộc hiện nay, có thể vẫn được áp dụng vào quá trình đánh giá. Tất nhiên đứng đầu trong số này, là phương pháp phân tích giá trị hiện tại của dòng tiền theo kỳ hạn (chủ đề chính của hai Chương 7 và 8), vốn là cơ sở chung của những nguyên tắc đánh giá hiện đại và tạo ra giá trị cổ đông. Trong chương cuối, chúng ta sẽ kết hợp những khái niệm khác nhau thành một khái quát về cách quản lý dựa trên giá trị, hướng tới phương pháp có hệ thống đã được thảo luận trước hết trong

Chương 2, và sử dụng phương pháp này để cung cấp một viễn cảnh nhất quán về cách tạo ra giá trị thành công.

Ở đây, chúng ta sẽ bắt đầu với một số định nghĩa cơ bản về giá trị đã tìm thấy trong thực hành kinh doanh. Sau đó, chúng ta sẽ chọn quan điểm của nhà đầu tư đang đánh giá giá trị của hình thức chứng khoán do một công ty phát hành, và quan điểm của người cho vay đang phán đoán giá trị của những kế ước của công ty. Cuối cùng, chúng ta sẽ thảo luận về các vấn đề chủ yếu liên quan đến việc đánh giá một doanh nghiệp đang hoạt động, như là cơ sở để xác định xem có đang tạo ra giá trị cổ đông hay không – đây là mục tiêu chính của cách quản lý hiện đại. Như chúng ta đã nhấn mạnh trong suốt cuốn sách này, sự liên kết giữa dòng tiền với việc tạo ra giá trị kinh tế là cách diễn tả cuối cùng về sự thành công hoặc thất bại của những quyết định của doanh nghiệp vào việc đầu tư, kinh doanh và tài trợ. Việc nhận ra sự liên kết này đã kích lệ làn sóng tiếp quản công ty và tái cấu trúc những hoạt động của thập niên 1980 – chủ yếu tái đánh giá hiệu quả mà nhờ đó, các công ty mục tiêu đã sử dụng những nguồn lực – đưa đến việc triển khai lại các nguồn lực đó, bằng những phương cách chọn lựa được dự tính phát sinh lợi nhuận và dòng tiền cao hơn cho cổ đông. Nhưng việc không nhận ra những liên kết này khi chuyển sang thế kỷ mới đã đưa đến tình trạng giảm phát và sụp đổ thương nghiệp trong những cách đánh giá hoạt động kinh doanh dot.com mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 1.

NHỮNG ĐỊNH NGHĨA VỀ GIÁ TRỊ

Sẽ thật hữu ích khi gợi nhớ một cách ngắn gọn về những loại giá trị khác nhau mà chúng ta đã từng bắt gặp cho đến nay, và nêu lên càng rõ càng tốt những điều mà các loại giá trị này tiêu biểu, và chúng có thể phù hợp vì những mục đích gì. Qua sự liệt kê này, chúng ta sẽ chứng minh rằng chỉ vài trong số những khái niệm này thực sự hữu ích đối với việc chúng ta hiểu biết gì về công việc tạo ra giá trị kinh tế trong môi trường kinh doanh.

Giá trị Kinh tế

Khi khái niệm này được sử dụng trong suốt cuốn sách này như là thuật ngữ phù hợp đối với việc tạo ra giá trị cổ đông, thì nó liên quan đến khả năng cơ bản của một tài sản – hoặc một đòi hỏi -, để cung cấp một hướng chuyển động của dòng tiền sau khi trừ thuế dành cho người giữ cổ phiếu. Dòng tiền có thể phát sinh thông qua lợi nhuận, hoặc các khoản thanh toán theo hợp đồng, và / hoặc thanh lý phần nào hoặc toàn bộ vào một điểm tương lai. Như các chương trước đây đã nêu, giá trị kinh tế chủ yếu là một khái niệm về sự trao đổi dòng tiền. Giá trị của bất cứ tài sản nào được định

ngĩa như là lượng tiền mặt mà một người mua sẵn sàng bỏ ra bây giờ – giá trị hiện nay của nó – để trao đổi với một mô hình của những dòng tiền được dự tính trong tương lai. Do đó, giá trị kinh tế là một khái niệm hướng tới tương lai. Điều này được xác định bằng cách ước lượng và đánh giá những dòng tiền triển vọng tương lai, bao gồm những doanh thu từ cách bố trí sau cùng đối với chính tài sản. Bạn hãy nhớ rằng những phí tổn quá khứ và những chi phí gây ra do những quyết định ưu tiên là những phí tổn chìm, và do đó, không phù hợp theo quan điểm kinh tế.

Như chúng ta sẽ nhận thấy, giá trị kinh tế ẩn bên dưới một số khái niệm phổ biến khác về giá trị, bởi vì nó dựa trên một logic trao đổi khá tự nhiên đối với quá trình đầu tư. Tuy nhiên, cách tính toán giá trị kinh tế không phải là không có những khó khăn thực tiễn. Bạn hãy nhớ lại rằng phải chọn lựa và áp dụng một tỉ lệ chiết khấu tiêu biểu (phí tổn về vốn đầu tư hoặc tiêu chuẩn lợi nhuận) đối với dòng tiền tích cực dự tính và tiêu cực theo một thời gian đã được xác định. Tự thân dòng tiền thường khó ước lượng, và chúng cũng có thể bao gồm những giả thiết cụ thể về bất cứ tiền mặt có thể thu hồi được từ việc thanh lý, hoặc về bất cứ giá trị nào đang liên tục phát triển còn lại tại điểm kết thúc phân tích. Thật vậy, quá trình này xác định những số tiền tương đương hiện nay của tổng số dòng tiền mà người ta dự tính tìm thấy trong những phần khác nhau của chuỗi thời gian, dựa trên rất nhiều phán đoán.

Bạn cũng hãy nhớ lại nhu cầu đối với việc đánh giá rủi ro, cả về mặt xác định tự thân quy mô của dòng tiền, lẫn trong việc lập ra tiêu chuẩn lợi nhuận phù hợp. Nói cách khác, giá trị kinh tế không tuyệt đối; đó là kết quả của việc đánh giá rủi ro tương đối của những dự tính tương lai. Trên thực tế, giá trị kinh tế liên quan chặt chẽ đến những chế độ rủi ro cá nhân, bởi vì những cá nhân khác nhau sẽ đi đến những kết quả đánh giá khác nhau, nhờ nhận thức khác nhau của họ về rủi ro. Tuy nhiên, cho dù những khía cạnh này có rõ ràng hay không trong một tình huống quy định, thì nguyên tắc của giá trị kinh tế vẫn nằm ở cốt lõi của tất cả những quyết định kinh doanh về việc đầu tư, kinh doanh và tài trợ.

Giá Thị trường

Cũng được ám chỉ như là giá thị trường hợp lý, đây là giá trị của bất cứ tài sản, hoặc sự thu thập tài sản nào, khi kinh doanh trong một thị trường có tổ chức – hoặc được điều đình riêng giữa các bên – trong một vụ giao dịch êm xuôi không có sự cưỡng ép. Những cuộc trao đổi chứng khoán và hàng hóa khác nhau là ví dụ về thị trường có tổ chức, như hàng ngàn thị trường địa phương và khu vực và những cuộc trao đổi thực sự cho phép người bán và

người mua tìm thấy những giá trị có thể chấp nhận qua lại đối với đủ mọi loại tài sản rõ ràng và không rõ ràng. Tất nhiên, giá thị trường cũng được thiết lập thông qua những cuộc giao dịch giữa các cá nhân, khi không thị trường có tổ chức nào sẵn có một cách thuận tiện.

Lại nữa, không có điều gì tuyệt đối trong giá thị trường. Thay vào đó, giá trị này biểu thị một sự nhất trí tạm thời của hai bên hoặc nhiều hơn. Theo một ý nghĩa, các bên trong một cuộc giao dịch điều chỉnh những đánh giá cá nhân riêng của họ về giá trị kinh tế của tài sản một cách thích đáng, để đi đến nhất trí. Do đó, bất cứ lúc nào, giá thị trường có thể lệ thuộc vào những ưu đãi, và thậm chí lệ thuộc vào cả sở thích chợt nảy sinh của những cá nhân có liên quan, xu thế tâm lý phổ biến trong một cuộc giao dịch cổ phiếu có tổ chức, sức nóng của một vụ đấu tranh tiếp quản công ty, những quá trình phát triển ngành có ý nghĩa, sự thay đổi trong những điều kiện kinh tế và chính trị v.v... Hơn nữa, số lượng giao dịch tài sản hoặc chứng khoán sẽ ảnh hưởng đến giá trị mà những người mua và người bán đều đặt vào đó.

Bất chấp độ biến thiên tiềm năng của giá thị trường, nói chung, nó vẫn được coi như là một tiêu chuẩn hợp lý, để ước lượng giá trị hiện hành của những tài sản và tài sản nợ trong bảng cân đối kế toán của cá nhân, tương phản với giá trị được ghi lại của chúng. Tiêu chuẩn này được thường xuyên sử dụng để đánh giá hàng tồn kho và phân tích sự đầu tư vốn, trong đó, cần phải ước lượng những giá trị thu hồi trong tương lai. Trên một quy mô lớn hơn, việc thu mua và sát nhập của các công ty kinh doanh phát đạt cũng đều dựa trên những giá thị trường do các bên có liên quan điều đình. Như trường hợp đối với giá trị kinh tế, có các vấn đề thực tiễn liên kết với việc củng cố giá thị trường. Chỉ có thể tìm thấy một giá thị trường thực sự, bằng cách thực sự tham gia vào một cuộc giao dịch. Do đó, trừ phi thực sự trao đổi món hàng, bất cứ giá thị trường nào được gán cho nó đều chỉ là một sự ước lượng, sẽ có khuynh hướng thay đổi khi những điều kiện thay đổi và những nhận thức của các bên thay đổi.

Nhưng ngay cả nếu dễ dàng sẵn có những bảng thị giá, thì vẫn áp dụng được những phán đoán nào đó. Chẳng hạn, những cổ phiếu thường phổ biến được giao dịch dựa trên những cuộc trao đổi chủ yếu đều được định giá rộng rãi theo giá thị trường, tuy nhiên, vẫn thường xuyên có sự dao động đáng kể về giá cả, ngay cả đối với cuộc giao dịch trong vòng một ngày, và khối lượng những cổ phiếu chuyển tay nhau trong một ngày quy định có thể thay đổi lớn – ảnh hưởng đến sự xác đáng của những bảng thị giá đối với tất cả những cổ phiếu khác đang được nắm giữ. Cũng vậy, toàn bộ những cuộc vận động trên thị trường đều sẽ ảnh hưởng đến những cổ phiếu cá nhân. Do đó, chỉ có thể có định giá thị trường dựa trên nhiều cuộc trao đổi tương tự trong

một phạm vi quy định, lần lượt bị ràng buộc vào những điều kiện giao dịch trong ngày, trong tuần hoặc trong tháng. Đối với những món hàng được giao dịch không thường xuyên hoặc với những con số tương đối nhỏ, thì cách ước lượng một giá trị giao dịch thực tế thậm chí có thể càng trở nên khó khăn hơn. Tuy nhiên, thực tế là giá thị trường vẫn còn là một trong những khái niệm giá trị có ý nghĩa nhất, được sử dụng để phân tích kinh tế / tài chính. Giá thị trường liên quan chặt chẽ đến giá trị kinh tế, bởi vì cuối cùng nó dựa trên dự tính của các bên về những dòng tiền theo kỳ hạn, được rút ra từ tài sản hoặc hoạt động kinh doanh có liên quan.

Giá trị trên Sổ sách

Bạn hãy nhớ lại từ Chương 2 rằng giá trị trên sổ sách của một tài sản là giá trị đã định được phản ánh trên bảng cân đối kế toán, được ghi lại và đôi khi được thay đổi tùy theo những nguyên tắc kế toán nói chung đã được chấp nhận. Trong khi giá trị trên sổ sách được xử lý một cách nhất quán vì mục đích kế toán, thì nó lại thường ít liên quan đến giá trị kinh tế hiện hành. Đây là một giá trị nguyên thủy, vào một điểm, có thể tiêu biểu cho giá thị trường, nhưng những thay đổi và thời gian trôi qua trong những điều kiện kinh tế lại càng ngày càng làm cho nó bị biến dạng. Theo thời gian, những tài sản mang bản chất lâu dài đặc biệt lệ thuộc vào những thay đổi về giá trị kinh tế. Giá trị trên sổ sách của những cổ phần thường vẫn thường xuyên được nêu ra, tiêu biểu cho đòi hỏi theo tỉ lệ của cổ đông dựa trên kết quả thực, tổng hợp của tất cả những giao dịch trong quá khứ về tài sản, tài sản nợ, và những hoạt động kinh doanh, giá trị này đặc biệt lệ thuộc vào sự biến dạng. Với tư cách là một số lượng còn lại, giá trị này chịu ảnh hưởng bởi tất cả những sự điều chỉnh kế toán hiện tại và quá khứ, cũng như những thay đổi về giá trị. Do đó, tính hữu ích của giá trị trên sổ sách đối với cách phân tích kinh tế vẫn có vấn đề trong hầu hết các trường hợp.

Giá trị Thanh lý

Giá trị này liên quan đến điều kiện đặc biệt, khi một công ty cần phải thanh lý một phần hoặc tất cả những tài sản và yêu sách của họ. Về bản chất, đây là một tình trạng bất thường, trong đó, những sức ép thời gian và thậm chí sự cưỡng ép đều làm biến dạng những đánh giá giá trị mà người mua và người bán đã thực hiện. Trong hoàn cảnh đáng buồn của sự thất bại đang đe dọa về kinh doanh hoặc sức ép dữ dội từ những người cho vay, ban quản lý sẽ nhận thấy rằng nói chung, những giá trị thanh lý đều thấp hơn nhiều, so với những giá thị trường có tiềm năng. Môi trường điều đình đã chịu ảnh hưởng bất lợi bởi sự tổn thất biết rõ, qua đó, bên bán cần phải tác động vào việc giao dịch. Hậu quả là giá trị thanh lý chỉ thực sự được áp dụng

đối với mục đích dự tính bị giới hạn. Tuy nhiên đôi khi, giá trị này vẫn được sử dụng để đánh giá những tài sản của các doanh nghiệp chưa bị thử thách, như là một nền tảng thực tế hơn để phân tích, so với cách ước lượng những quy mô dòng tiền rất bấp bênh, khi kiểm tra những khía cạnh này như là mức tín nhiệm.

Giá trị Tài sản Ròng

Như chúng ta thảo luận sau này, giá trị tài sản ròng là một sự biến đổi của giá trị thanh lý, liên quan đến sự tiếp quản công ty và những hoạt động tái cấu trúc. Giả sử những giá trị kinh tế kết hợp, thuộc về những lãnh vực tư nhân của một công ty kinh doanh nhiều mặt, vượt quá giá trị của công ty với tư cách là một đơn vị hạch toán – do cách quản lý không đầy đủ trong quá khứ, hoặc những cơ hội hiện hành không được nhận ra sớm hơn – thì công ty được phân chia ra những thành phần có thể bán được để chuyển nhượng cho những người mua. Bất cứ tài sản thặng dư nào, như địa ốc thừa mứa, cũng đều được bán ra theo giá trị hiện hành của chúng.

Bạn hãy ghi chú rằng giá trị thanh lý thường được thực hiện trên những lãnh vực kinh doanh, với những hoạt động kinh doanh đang tiến hành, và ít thường xuyên thông qua sự thanh lý bắt buộc những tài sản cá nhân hỗ trợ cho những lãnh vực kinh doanh này, như sẽ xảy ra trong trường hợp bán phá sản chẳng hạn. Tất nhiên, bất cứ tài sản thặng dư nào không cần thiết đối với những hoạt động kinh doanh đang tiến hành đều có thể được thanh lý theo đúng nghĩa của từ này. Những ước lượng về giá trị thanh lý đều là yếu tố quan trọng, để phân tích những cuộc đấu giá việc tiếp quản công ty trước đó.

Giá trị Chế tạo lại

Đây là số lượng sẽ cần có để thay thế một tài sản cố định hiện có bằng hiện vật. Nói cách khác, đó là sự thay thế giống như nhau đối với phí tổn về một bộ máy, phương tiện thuận lợi, hoặc những tài sản tương tự khác. Trên thực tế, giá trị chế tạo lại là một trong những tiêu chuẩn so sánh, được sử dụng để phán đoán giá trị tài sản của một công ty đang hoạt động. Việc xác định giá trị chế tạo lại của những tài sản cụ thể là một cách ước lượng hoàn toàn dựa trên những phán đoán kỹ thuật.

Có vài vấn đề thiết thực có liên quan. Điều quan trọng nhất là trên thực tế, tài sản cố định đang được bàn đến có thể, hoặc sẽ, được chế tạo lại một cách chính xác như nó đã từng được chế tạo từ đầu hay không. Thời gian trôi qua, ngoài sự hao mòn, hầu hết những tài sản vật chất đều lệ thuộc vào một số kiểu lỗi thời về mặt công nghệ. Cũng có vấn đề về việc ước lượng phí tổn

hiện hành có thể áp dụng của việc thực sự chế tạo lại hiện vật món hàng. Vì mục đích phân tích, giá trị chế tạo lại thường chỉ trở thành một điểm gây cản trở trong việc đánh giá giá thị trường của những tài sản thuộc về một doanh nghiệp đang hoạt động.

Giá trị Phụ

Đây là giá trị của một tài sản được sử dụng như là vật thế chấp đối với một khoản vay hoặc loại tín dụng khác. Nói chung, giá trị phụ được coi như số lượng tín dụng tối đa, có thể được mở rộng đối chiếu với việc thế chấp một tài sản. Khi bạn tâm đến chứng khoán của riêng mình, người cho vay thường lập ra giá trị phụ thấp hơn so với giá thị trường của một tài sản. Điều này cung cấp một khoản dự trữ an toàn trong trường hợp bị thiếu, và những ưu đãi về rủi ro của cá nhân người cho vay sẽ xác định tầm vóc của sự điều chỉnh thường tùy tiện hạ thấp xuống. Ở đâu có thể dễ dàng ước lượng được giá thị trường, thì ở đó giá trị phụ được lập ra đều dựa trên một cơ sở thuần túy mang tính cách phán đoán, người cho vay đang ở trong một vị trí để cung cấp phần lớn mức bảo chứng về độ an toàn, được cho là thích hợp trong những hoàn cảnh đặc biệt.

Giá trị có thể Đánh thuế

Khái niệm về giá trị này được củng cố trong những đạo luật của chính quyền địa phương như là nền tảng để đánh thuế tài sản. Những quy luật chi phối cách thực hành việc đánh thuế rất khác nhau, và có thể hoặc không thể quan tâm đến giá thị trường. Việc sử dụng những giá trị có thể đánh thuế bị giới hạn đối với việc gia tăng thuế thu nhập, và do đó, những giá trị này ít mang lại quan hệ đối với những khái niệm khác về giá trị.

Giá trị Đánh giá

Giá trị đánh giá được xác định và sử dụng một cách chủ quan, khi không thể xác định được giá thị trường rõ rệt của tài sản có liên quan. Một nỗ lực thường được thực hiện để tìm ra bằng chứng của những cuộc giao dịch có thể so sánh một cách hợp lý với tài sản đang được đánh giá. Giá trị đánh giá thường được sử dụng trong những cuộc giao dịch có quy mô đáng kể – đặc biệt trong trường hợp bất động sản thuộc về nhà ở hoặc tài sản kinh doanh –, giá trị này được xác định do một chuyên gia công bằng, mà cả hai bên giao dịch đều chấp nhận, sự hiểu biết của người này về loại tài sản liên quan có khả năng thu hẹp khoảng cách có thể tồn tại giữa người mua và người bán, hoặc ít nhất thiết lập một lãnh vực điều đình. Phẩm chất của sự ước lượng dựa vào sự thành thạo của người đánh giá và vào tính khả dụng của những tình hình có thể so sánh được. Một lần nữa, sự ưu đãi và khả năng

của cá nhân nằm trong sự cân bằng giá trị. Chỉ hiếm khi những cách đánh giá khác nhau sẽ mang lại cùng kết quả một cách chính xác, và đôi khi, những phạm vi của giá trị vẫn được sử dụng.

Giá trị của Công ty Kinh doanh Phát đạt

Khái niệm này áp dụng cách đánh giá về mặt kinh tế đối với một doanh nghiệp đang hoạt động. Một công ty được coi như một xí nghiệp kinh doanh phát đạt dự tính tạo ra hàng loạt những dòng tiền theo kỳ hạn mà người mua tiềm năng phải đánh giá, để đi đến một giá cả dành cho toàn bộ doanh nghiệp. Bạn hãy ghi chú rằng cùng một khái niệm này áp dụng vào việc đánh giá toàn bộ các lãnh vực kinh doanh của một công ty, khi giá trị thanh lý của công ty được củng cố, như chúng ta đã thảo luận trước đây. Ngoài các phương pháp đánh giá cụ thể đã được sử dụng, mà chúng ta sẽ thảo luận sau, khái niệm này đòi hỏi doanh nghiệp phải được coi như là một “hệ thống sống động” của những việc đầu tư, kinh doanh và bỏ vốn, thay vì chỉ là một tập hợp những tài sản và tài sản nợ.

Bạn hãy nhớ lại phần nhấn mạnh trước đây của chúng ta về sự kiện rằng giá trị kinh tế được tạo ra, nhờ một cuộc trao đổi tích cực về những dòng tiền tương lai, dành cho những chi phí và cam kết hiện tại. Như chúng ta sẽ nhận thấy trong Chương 12, giá trị của công ty kinh doanh phát đạt cũng hữu ích, khi những cách phân tích dòng tiền tương đối, riêng lẻ và kết hợp, đều được triển khai để lập ra những mục đích quản lý dựa trên giá trị và để thu mua và sát nhập. Giá trị của công ty kinh doanh phát đạt cũng ở trong cách phân tích dòng tiền như là ước lượng sau cùng vào cuối thời kỳ phân tích, trong đó, giá trị này tiêu biểu cho giá trị đang phát triển liên tục của doanh nghiệp trong quan hệ đối với thành tích tương lai. Thách thức liên tục đối với nhà phân tích là xử lý một cách đúng đắn giá trị tương lai này, cũng như toàn bộ quy mô của những dòng tiền được ước lượng.

Giá trị của Cổ đông

Như chúng ta đã nêu lên lập đi lập lại, giá trị cổ đông được tạo ra khi những lợi nhuận đều phát xuất từ những vụ đầu tư hiện có và mới mẻ, trước sau vẫn vượt quá phí tổn về vốn đầu tư của công ty. Giá trị này tiêu biểu cho toàn bộ sự gia tăng về giá trị kinh tế của doanh nghiệp theo thời gian. Giá trị này lần lượt được phản ánh dưới hình thức của tổng số lợi nhuận định kỳ đang tăng trưởng đối với các cổ đông, như đánh giá bởi sự kết hợp của các cổ tức và những tiền lãi hoặc những thua lỗ của vốn đầu tư, có thể được so sánh với toàn bộ lợi nhuận thị trường, hoặc lợi nhuận đạt được, do các công ty ngang hàng được chọn, hoặc các nhóm kỹ thuật. Giá trị cổ đông – cách diễn tả cơ bản về sự thành công của công ty – liên kết chặt chẽ với những cuộc trao đổi dòng

tiền và những dự tính về lợi nhuận vốn là nền tảng của giá trị kinh tế. Chúng ta sẽ thảo luận về khái niệm này chi tiết hơn trong Chương 12.

Tóm lại, chúng ta đã thảo luận một số định nghĩa về giá trị. Một số là những tiêu chuẩn so sánh chuyên dụng, được thiết kế dành cho những tình hình cụ thể. Nhiều định nghĩa trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến giá trị kinh tế. Một lần nữa, chúng ta đã xác định giá trị kinh tế như là giá trị hiện tại của dòng tiền trong tương lai, được chiết khấu theo tiêu chuẩn đã được điều chỉnh rủi ro của nhà đầu tư. Như chúng ta đều biết, khái niệm này về giá trị được áp dụng rộng rãi như là nền tảng để tạo ra giá trị cổ đông, và chúng ta sẽ sử dụng khái niệm này một cách rộng rãi, khi chúng ta xem xét kỹ những lãnh vực quyết định khác nhau, trong đó, các tiêu chuẩn để đánh giá giá trị đều cần thiết.

GIÁ TRỊ ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ

Như trong các Chương 6, 9 và 10, chúng ta sẽ chỉ tập trung vào ba loại chứng khoán chính của công ty – trái khoán, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường -, khi thảo luận về các phương pháp có liên quan, để đánh giá giá trị và tỷ suất lợi nhuận. Đối với mục đích của chúng ta ở đây, giá trị được định nghĩa như là sức hấp dẫn hiện hành của việc đầu tư đối với nhà đầu tư bằng những thuật ngữ về giá trị hiện tại, trong khi tỷ suất lợi nhuận được định nghĩa như là suất nội hoàn (IRR), mà nhà đầu tư kiếm được dựa trên giá tiền đã chi trả cho vụ đầu tư. Chúng ta sẽ thảo luận ngắn gọn về số tiền dự trữ chủ yếu trong những chứng khoán cơ bản, tới mức độ chúng có thể ảnh hưởng đến giá trị và tỷ suất lợi nhuận của chúng. Các phương pháp nhằm đến tỏ ra khá quen thuộc đối với độc giả, bởi vì chúng liên quan chặt chẽ đến các phương pháp phân tích khác nhau, đã được trình bày trong các chương trước đây.

Giá trị Trái khoán

Việc đánh giá một trái khoán thường khá dễ thực hiện. Một trái khoán tiêu biểu do một công ty phát hành là một công cụ nợ đơn giản. Nói chung, tiền dự trữ của trái khoán đưa đến hàng loạt những khoản tiền được trả lãi nửa năm theo hợp đồng, được xác định như là một tỉ lệ cố định, dựa trên giá trị danh nghĩa (mệnh giá) đã định của trái khoán (thường là \$1.000). Hợp đồng hợp pháp, hoặc kế ước, hứa hoàn lại vốn gốc (giá trị ròng), khi đến một kỳ đáo hạn cụ thể qua một số năm trong tương lai. Chúng ta bắt gặp hai đặc điểm cơ bản, xác định khoản tiền được trả lãi và những quy định về việc hoàn lại, trong hầu hết những vụ dàn xếp nợ nần thông thường. Đôi khi, chúng ta nhận thấy những khía cạnh phức tạp trong những số tiền dự trữ,

như sự chuyển đổi thành cổ phiếu thường, với một giá trị trao đổi được xác định từ trước, hoặc chỉ được trả tiền lãi khi công ty phát hành có lãi. Chúng ta sẽ xem lại một số đặc tính chuyên dụng này sau.

Giá trị cơ bản của một trái khoán phụ thuộc vào sự đánh giá của nhà đầu tư về sức hấp dẫn tương đối của dòng thu tiền lãi tương lai dự tính, và triển vọng đối với việc thu hồi vốn gốc cuối cùng khi đáo hạn. Tất nhiên, nhà đầu tư thường không buộc phải giữ trái khoán cho đến khi đáo hạn, bởi vì hầu hết các trái khoán đều có thể dễ dàng trao đổi trên thị trường chứng khoán. Ở đây, vẫn phải xem xét rủi ro ẩn bên dưới hợp đồng trái khoán về mặt khả năng tương lai của công ty phát hành, trong việc phát ra đủ tiền mặt để chi trả cả tiền lãi lẫn vốn gốc. Phán đoán chung của các nhà phân tích và các nhà đầu tư chứng khoán về những triển vọng của công ty phát hành ảnh hưởng đến mức độ giá cả mà theo đó, trái khoán được giao dịch công khai, giá cả lại chịu ảnh hưởng thêm của những lãi suất phổ biến trong nền kinh tế. Cũng vậy, trái khoán có thể được đánh giá bởi các dịch vụ tài chính như phương pháp của Standart & Poor và Moody, và được đặt trong một phạm trù rủi ro đặc biệt, tương ứng với các trái khoán khác.

Để xác định giá trị của một trái khoán, trước hết chúng ta phải tính toán giá trị hiện tại của khoản tiền được trả lãi nhận được cho đến kỳ đáo hạn, và bổ sung vào đó giá trị hiện tại của việc hoàn lại vốn gốc cuối cùng. Bạn sẽ nhận ra rằng phương pháp này có thể so sánh được với quá trình tính toán giá trị hiện tại của những chi phí đầu tư kinh doanh đã được trình bày trong Chương 7. Tỷ lệ chiết khấu được áp dụng là lãi suất đã được điều chỉnh rủi ro, biểu thị tiêu chuẩn riêng của nhà đầu tư trong việc dự liệu những cơ hội đầu tư vay nợ trong một phạm vi rủi ro có thể chấp nhận được. Chẳng hạn, một nhà đầu tư với một tiêu chuẩn lợi nhuận tiền lãi hàng năm là 8 % sẽ ước tính một trái khoán với lãi suất của phiếu lãi là 6 % mỗi năm, thấp hơn một cách đáng kể so với giá trị danh nghĩa của nó. Cách tính toán được trình bày trong Biểu đồ 11-1. Tiêu chuẩn năm của nhà đầu tư là 8 %, tương đương với một tiêu chuẩn nửa năm là 4 %, một sự trình bày lại đối với những mục đích của cách tính toán cần thiết, để phù hợp với khoản tiền được trả lãi nửa năm mà hầu hết các trái khoán đều chi trả.

Hình 11-1- Đánh giá Trái khoán.

Thời hạn phân tích:	1-7-2000.
Mệnh giá (giá trị danh nghĩa) của trái khoán:	\$1.000.
Ngày đáo hạn:	1-7-2014.
Tiền lãi của trái khoán (tỷ lệ phiếu lãi):	6% cho từng năm.
Biên lai tiền lãi:	\$30 mỗi nửa năm.

	Tổng số Dòng tiền	Hệ số chiết khấu của Giá trị Hiện tại, 4 %	Giá trị Hiện tại
28 biên lai \$30 trong vòng trên 14 năm (28 kỳ)	\$ 840	16,663 (x \$30)	\$499,89
Vì thế, biên lai của vốn gốc trong vòng 14 năm (28 kỳ) là:	<u>1.000</u>	0,333	<u>333,00</u>
Tổng cộng	<u>\$1.840</u>		<u>\$832,89</u>

Giá trị kết quả \$832,89 biểu thị giá tiền tối đa mà nhà đầu tư của chúng ta sẽ sẵn sàng chi trả – hoặc giá tiền tối thiểu mà nhà đầu tư sẽ sẵn sàng bán ra – nếu bình thường nhà đầu tư mong muốn một lợi nhuận (tỷ suất lợi nhuận) là 8 % từ loại đầu tư này. Do đó, chỉ nên giành được trái khoán đặc biệt này với cái giá thật cao dưới đây (với một khoản chiết khấu từ giá trị danh nghĩa). Bạn hãy ghi chú rằng lãi suất trên trái khoán chỉ phù hợp để xác định những biên lai tiền mặt nửa năm trong những giới hạn dollar tuyệt đối.

Như vậy, cách đánh giá tiền mặt của trái khoán và những dòng tiền mà nó biểu thị tùy thuộc vào tỷ lệ cơ hội của nhà đầu tư (tiêu chuẩn lợi nhuận). Nói cách khác, tỷ suất lợi nhuận đáng mong muốn xác định giá phù hợp, và ngược lại. Tất nhiên, mối quan hệ này cũng áp dụng vào những bảng thị giá đối với những trái khoán được giao dịch công khai. Giá được quy định, hoặc giá trị, là một chức năng của tỷ suất lợi nhuận hiện hành, mà nhiều người mua và người bán những công cụ nợ này đều mong ước một cách tập thể, giá này lần lượt dựa trên những điều kiện lãi suất nói chung.

Vì một số lý do không thực tế, nếu các nhà đầu tư đều thỏa mãn với tỷ suất lợi nhuận hàng năm rất thấp, chỉ 4 %, từ việc nắm giữ cùng một trái khoán (tương đương với 2 % cho từng thời kỳ 6 tháng), giá trị đối với nhà đầu tư sẽ gia tăng một cách đáng kể vượt trên giá trị danh nghĩa, như trình bày trong Hình 11-2. Với những điều kiện theo giả thiết này, nhà đầu tư sẽ sẵn sàng chi trả một số tiền chênh lệch tới \$212,43 đối với trái khoán

\$1.000, bởi vì tiêu chuẩn lợi nhuận cá nhân thấp hơn lãi suất đã định. Nếu tiêu chuẩn riêng của nhà đầu tư và lãi suất của phiếu lãi rõ ràng trùng hợp với nhau, thì tất nhiên, giá trị của trái khoán sẽ phù hợp với giá trị danh nghĩa là \$1.000.

Trên thực tế, giá thị trường được đánh giá của bất cứ trái khoán nào đều sẽ có khuynh hướng tiếp cận với giá trị danh nghĩa khi gần đến kỳ đáo hạn, vì thế, giá trị tiêu biểu duy nhất sẽ là sắp sửa hoàn lại vốn gốc – tất nhiên, giá thử công ty có khả năng chi trả về mặt tài chính khi được hưởng số tiền này.

Hình 11-2 Cách Đánh giá Trái khoán theo Tiêu chuẩn Lợi nhuận Thấp hơn (4 % mỗi năm).

	Tổng số Lượng Tiền mặt	Hệ số chiết khấu của Giá trị Hiện tại	Giá trị Hiện tại
28 biên lai \$30 trong vòng trên 14 năm (28 kỳ)	\$ 840	21,281 (x \$30)	\$638,43
Vì thế, biên lai của vốn gốc trong vòng 14 năm (28 kỳ)	<u>1.000</u>	0,574	<u>570,00</u>
Tổng cộng	\$1.840		\$1.212,43

Tỷ suất Lợi nhuận của Trái khoán

Một công việc phổ biến chỉ liên quan đến nhà phân tích hoặc nhà đầu tư, đó là tính toán tỷ suất lợi nhuận mà những trái khoán khác nhau cung cấp, khi những giá được đặt ra khác hẳn với giá trị danh nghĩa. Một lần nữa, điều chủ yếu đối với cách phân tích này là mối quan hệ của giá trị và tỷ suất lợi nhuận như chúng ta đã thảo luận trên đây, và phương pháp được sử dụng là một cách tính toán giá trị hiện tại, thật ra xác định suất nội hoàn (IRR) của những quy mô dòng tiền mà trái khoán phát ra ngoài thời gian sử dụng còn lại của nó.

Phương pháp này giống hệt như phương pháp đã được sử dụng để đánh giá những dòng tiền của bất cứ đề xuất đầu tư kinh doanh nào. Sự khác biệt chủ yếu trong dữ liệu, đó là những tính toán của cá nhân nhà đầu tư đều dựa trên dòng tiền trước khi trừ thuế, điều này cần được nhà đầu tư điều chỉnh trong từng trường hợp, theo tình hình thuế của cá nhân họ. Những khác biệt tối thiểu khác là phạm vi ảnh hưởng của tiền mặt trong một mô hình nửa năm, và hình thức đánh giá trái khoán (đầu tư thực). Giá cả công bố thường được nêu lên theo tỉ lệ phần trăm của giá trị danh nghĩa. Chẳng hạn, một trái khoán được đánh giá 103 3/8 có giá là \$1.033,75. Sự thay đổi đến số

thập phân trong quá trình giao dịch vào đầu năm 2001 sẽ làm cho những bảng thị giá này dễ xử lý hơn.

Những bảng tỷ suất lợi nhuận của trái khoán vẫn được sử dụng từ lâu nay, để xác định suất nội hoàn hoặc tỷ suất lợi nhuận. Dù máy vi tính và máy tính ngày nay đều có các chức năng tài chính thực hiện việc tính toán hàng ngày, tuy nhiên, chúng ta sẽ nhìn lướt qua một bảng tỷ suất lợi nhuận, chủ yếu giúp độc giả hiểu được những ví dụ, bằng cách tận mắt xem xét kỹ những mối quan hệ. Những bảng tỷ suất lợi nhuận của trái khoán được chia độ một cách tinh tế đối với những bảng giá trị hiện tại, liệt kê toàn bộ loại lãi suất tiềm năng đã định, được phân chia thêm thành những cấp số thuộc về phân số nhỏ đến $1/32$ của một điểm. Chúng chi tiết hơn nhiều, so với những bảng giá trị hiện tại đã được sử dụng trong các Chương 7 và 8.

Bản sao lưu trữ

Hình 11-3 Bảng Tỷ suất Lợi nhuận của Trái khoán (mục mẫu với một tỉ lệ 6 %).

Giá dành cho những Năm Quy định, hoặc những Kỳ hạn tính đến Kỳ Đáo hạn												
Tỷ suất Lợi nhuận tính đến Kỳ Đáo hạn	13 Năm (26 Kỳ hạn)	13 Năm (27 Kỳ hạn)	14 Năm (28 Kỳ hạn)	14 Năm (29 Kỳ hạn)	14 Năm (30 Kỳ hạn)	15 Năm (31 Kỳ hạn)	15 Năm (32 Kỳ hạn)	15 Năm (33 Kỳ hạn)	15 Năm (34 Kỳ hạn)	15 Năm (35 Kỳ hạn)		
3.80%	1.224	043	1.230	661	1.237	155	1.243	528	1.249	782	1.255	919
3.85	1.218	284	1.224	709	1.231	012	1.237	196	1.243	263	1.249	215
3.90	1.212	559	1.218	793	1.224	907	1.230	904	1.236	787	1.242	557
3.95	1.206	868	1.212	913	1.218	841	1.224	654	1.230	354	1.235	944
4.00	1.201	210	1.207	068	1.212	812	1.218	443	1.223	964	1.229	377
4.05	1.195	585	1.201	260	1.206	821	1.212	273	1.217	616	1.222	853
4.10	1.189	993	1.195	486	1.200	868	1.206	142	1.211	310	1.216	375
4.15	1.184	434	1.189	747	1.194	952	1.200	051	1.205	046	1.209	940
4.20	1.178	908	1.184	043	1.189	073	1.193	999	1.198	823	1.203	549
4.25	1.173	414	1.178	374	1.183	230	1.187	985	1.192	642	1.197	201

Chẳng hạn, hình 11-3 là một phạm vi nhỏ của một bảng tỷ suất lợi nhuận, trường hợp này dành cho một trái khoán với một lãi suất trên phiếu lãi đúng 6 %. Cột dọc trình bày con số những kỳ hạn 6 tháng còn lại trong thời gian tồn tại của trái khoán, trong khi hàng ngang trình bày tỷ suất lợi nhuận cho đến kỳ đáo hạn. Tỷ suất lợi nhuận cho đến kỳ đáo hạn hoàn toàn ám chỉ tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đạt được, nếu thực sự giữ được trái khoán cho đến khi giá trị danh nghĩa của nó được hoàn trả lại vào kỳ đáo hạn. Nếu nhà đầu tư phải bán nó đi vào một thời hạn sớm hơn, thì giá thị trường của trái khoán được công nhận vào điểm đó sẽ được thay thế bằng giá trị danh nghĩa khi tính toán lợi nhuận. Hậu quả là tỷ suất lợi nhuận đạt được đối với kỳ hạn cho đến ngày bán có thể khác hẳn tỷ suất lợi nhuận vào kỳ đáo hạn, nếu trái khoán được bán bên trên hoặc bên dưới giá trị danh nghĩa. Chúng ta có thể nhanh chóng tìm thấy tỷ suất lợi nhuận của trái khoán vào kỳ đáo hạn, với bất cứ giá mua nào trong bảng tỷ suất lợi nhuận của trái khoán. Trái lại, cũng có thể tìm được giá chính xác (giá trị) tương ứng với bất cứ tỷ suất lợi nhuận đặc biệt nào mong muốn đến kỳ đáo hạn. Ví dụ của chúng ta về trái khoán 6 % được sử dụng trong phần trước đây (hình 11-1) được biểu thị trên hàng tỷ suất lợi nhuận 4 %, và trên cột 28 kỳ hạn trong phần bảng tỷ suất lợi nhuận của trái khoán được mô phỏng trong hình 11-3. Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 7, các bảng tỷ suất lợi nhuận của trái khoán cung cấp một ấn tượng mang tính thị giác về cấp số hoặc hồi quy của giá cả và tỷ suất lợi nhuận, tất nhiên, thuần túy dựa trên mối quan hệ toán học của chúng. Một máy tính hoặc chương trình bảng biểu xuyên suốt những bước như nhau và những công thức đã được sử dụng để đưa ra các bảng.

Có thể tính gần đúng tỷ suất lợi nhuận đến kỳ đáo hạn, bằng cách sử dụng một phương pháp nhanh gọn, nếu cả máy tính lẫn bảng trái khoán đều không dễ sử dụng. Nếu chúng ta giả thiết rằng trái khoán 6 % được đánh giá là \$832,89 vào ngày 2 tháng 7 năm 2000 (đây là kết quả cách tính toán trước đây của chúng ta), thì chiết khấu từ giá trị danh nghĩa của \$1.000 là \$167,11. Do đó, nhà đầu tư sẽ không chỉ nhận được tiền lãi trên phiếu lãi là \$30 mỗi lần cho 28 kỳ hạn, nhưng họ cũng sẽ kiếm được chiết khấu \$167,11, nếu giữ được trái khoán đến kỳ đáo hạn, và nếu họ được hoàn trả lại vốn gốc là \$1.000.

Phương pháp nhanh gọn tính gần đúng tỷ suất lợi nhuận thực sự, bằng cách điều chỉnh việc trả lãi định kỳ, với cách trừ dần theo tỉ lệ chiết khấu. Bước đầu tiên phản ánh việc thực hành kế toán phổ biến của cách trừ dần những số tiền chiết khấu hoặc tiền chênh lệch theo thời gian tồn tại của trái khoán. Do đó, trong ví dụ của chúng ta, số tiền chiết khấu \$167,11 được

phân chia ra 28 kỳ hạn còn lại, và kết quả của giá trị tăng dần định kỳ \$5,97 được bổ sung vào biên lai tiền lãi định kỳ là \$30. Bây giờ, mô hình lợi nhuận 6 tháng được điều chỉnh là \$35,97 cho từng kỳ hạn.

Bước thứ hai liên quan đến lợi nhuận định kỳ được điều chỉnh là \$35,97 đối với mức đầu tư bình quân chưa hoàn thành trong thời gian tồn tại còn lại của trái khoán. Nhà đầu tư chi trả giá tiền \$832,89, trong khi giá trị của mức đầu tư sẽ gia tăng đến \$1.000 vào kỳ đáo hạn. Số trung bình của hai giá trị là phân nửa của tổng số, hoặc \$916,45. Vậy thì chúng ta có thể tính toán tỷ suất lợi nhuận định kỳ là \$35,97 đối với mức đầu tư bình quân chưa hoàn thành, hoặc chúng ta có thể tìm thấy tỷ suất lợi nhuận hàng năm, bằng cách liên kết hai lần số tiền lợi nhuận 6 tháng, mỗi lần là \$35,97, với mức đầu tư bình quân:

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận} = \frac{2 \times \$35.97}{\$916.45} = 7.85\% \text{ mỗi năm.}$$

Kết quả này hơi thấp hơn tỷ suất lợi nhuận đúng 8 % mỗi năm mà trên đó, chúng ta xây dựng cách tính toán đầu tiên. Cách tính nhanh gọn theo bình quân sẽ luôn luôn đưa đến một số sai sót, bởi vì cách tính này mô phỏng một cách không hoàn hảo những gì thực sự là một cấu trúc giá trị hiện tại tăng dần. Khi tỉ lệ tỷ suất lợi nhuận và con số những kỳ hạn gia tăng, thì sẽ đưa đến những sai sót lớn hơn. Tuy nhiên, cách tính phỏng chừng cung cấp một kết quả vừa ý, để sử dụng như là một cách kiểm tra phân tích ban đầu.

Trái lại, khi liên quan đến một số tiền chênh lệch (nghĩa là giá mua vượt trên giá trị danh nghĩa của trái khoán), thì cách tính toán nhanh gọn sẽ giảm bớt những lợi nhuận tiền lãi định kỳ, bằng cách trừ dần theo tỉ lệ của số tiền chênh lệch. Ví dụ thứ hai mà chúng ta đã thảo luận trong phần trước (Biểu đồ 11-2) đặt ra một điều kiện như vậy.

Một lần nữa, khi trình bày một cách tính gần đúng sát với lời giải thực sự là 4 %, thì kết quả sẽ như sau:

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận} = \frac{2 \times (\$30.00 - \$7.59)}{(\$1,212.43 + \$1,000) \div 2} = 4.05\% \text{ cho từng năm.}$$

Tóm lại, những cách tính toán tỷ suất lợi nhuận của trái khoán liên quan đến một cách xác định khá dễ hiểu về lãi suất lợi nhuận của những dòng tiền theo kỳ hạn, được mang lại do mức đầu tư vào trái khoán với một giá cả hiện tại đã biết. Giống như trong trường hợp của một vụ đầu tư vốn kinh doanh, đòi hỏi phải có một cuộc trao đổi chi phí hiện hành, dành cho những dòng tiền theo kỳ hạn trong điều kiện bấp bênh. Tỷ suất lợi nhuận và giá trị đều có liên quan về mặt toán học, và có thể sử dụng mối quan hệ này,

hoặc là để định vị kết quả trong những bảng tỷ suất lợi nhuận của trái khoán đã được lập ra trước, hoặc là để giải quyết cách phân tích trực tiếp bằng một máy tính đã được lập trình hoặc bằng một bảng biểu.

Tiền Dự trữ và Giá trị của Trái khoán

Tất nhiên, những mối quan hệ giữa giá trị đơn giản và tỷ suất lợi nhuận mà chúng ta đã thảo luận cho đến nay đều chịu ảnh hưởng bởi những điều kiện cụ thể chung quanh công ty và ngành kinh doanh của họ, và cũng chịu ảnh hưởng bởi tiền dự trữ bổ sung trong chính kế ước trái khoán chuyên biệt. Phải đánh giá khả năng chi trả của nhà phát hành, thông qua cách phân tích cẩn thận mô hình lợi nhuận của công ty và những quy định về thành tích theo dự tính. Các phương pháp mà chúng ta đã thảo luận trong các chương trước đây đều hữu ích trong quá trình này. Khả năng chi trả là một chức năng của những dòng tiền theo kế hoạch, và những dòng tiền này bù đắp tốt như thế nào đối với dịch vụ vay nợ thuộc về cả tiền lãi lẫn vốn gốc. Cách phân tích tính mất cảm (độ cạnh tranh) dựa trên những cách ước lượng về thành tích cao và thấp có thể hữu ích ở đây, giống như cách mô phỏng phân tích tinh vi hơn cũng có thể như vậy.

Những dao động trong kế ước trái khoán cũng sẽ ảnh hưởng đến giá trị và tỷ suất lợi nhuận kiếm được. Để minh họa, ở đây chúng ta sẽ chỉ ám chỉ những loại dao động trái khoán chủ yếu. Trái khoán thối chấp đều được đảm bảo bằng tài sản cụ thể của công ty phát hành. Vì mối quan hệ này, người giữ trái khoán có một khoản dự trữ, để đối phó với sự sai hẹn trong việc hoàn lại vốn gốc. Điều này làm giảm bớt rủi ro đối với nhà đầu tư, do đó, lãi suất phiếu lãi được cung cấp cùng với trái khoán thế chấp có thể phần nào thấp hơn, so với trái khoán không đảm bảo, đưa đến tỷ suất lợi nhuận giảm bớt đối với nhà đầu tư. Trái khoán thu nhập đều ở đỉnh bên kia trên chuỗi rủi ro, bởi vì chúng không chỉ không được đảm bảo, nhưng chúng cũng chi trả tiền lãi chỉ khi lợi nhuận của công ty đạt được một mức độ tối thiểu theo quy định. Do đó, lãi suất phiếu lãi và mức độ tỷ suất lợi nhuận của chúng đều sẽ cao.

Như chúng ta đã quan sát, trái khoán chuyển đổi bổ sung sức hấp dẫn của sự việc người giữ phiếu tham gia cuối cùng vào sự tăng giá thị trường tiềm năng của cổ phiếu thường, mà theo đó, có thể trao đổi trái khoán với một giá cố định. Do đó, có thể lập ra lãi suất của phiếu lãi với một mức độ phần nào thấp hơn, so với một trái khoán thường. Trong Chương 10, chúng ta đã ghi chú rằng giá trị của trái khoán chuyển đổi chịu ảnh hưởng bởi:

- Cách đánh giá của thị trường về thành tích có thể có của cổ phiếu thường.
- Khoảng cách quy định giữa giá chuyển đổi và giá hiện hành của cổ

phiếu thường.

- Tiền lãi trên phiếu lãi mà nó chi trả mỗi nửa năm.

Thông thường, giá chuyển đổi được lập ra cao hơn, so với giá thị trường của cổ phiếu thường vào lúc phát hành, để cung cấp sự tăng trưởng giá trị được cho là của cổ phiếu thường theo thời gian. Sự chuyển đổi chủ yếu theo sự thận trọng suy xét của nhà đầu tư khi nhận thấy thuận lợi, mặc dù kế ước thường quy định một giới hạn thời gian. Hơn nữa, công ty phát hành thường có quyền đòi hỏi phải hoàn trả trái khoán, với một giá tiền chênh lệch nhỏ sau một thời hạn nào đó, vì thế, họ thúc đẩy nhà đầu tư hành động. Khi giá của cổ phần thường giảm sút và vượt quá giá chuyển đổi, thì giá trị của trái khoán sẽ gia tăng vượt trên giá trị danh nghĩa, do giá trị đang gia tăng của những cổ phần thường tương đương mà nó biểu thị.

Một hiện tượng gần đây hơn trong những thị trường trái khoán là việc sử dụng cái được gọi là trái khoán rủi ro cao, được một số giám đốc ngân hàng đầu tư khuyến khích rộng rãi, để hỗ trợ việc tiếp quản do công ty nào sử dụng những mức độ vay nợ rất cao, hoặc thúc đẩy việc thu mua toàn bộ, do các nhóm nhà quản lý hoặc nhà đầu tư nào cũng dựa vào sự thúc đẩy tài chính cực kỳ cao, để bỏ vốn ra mua lại công ty có liên quan. Thật vậy, những chứng khoán này lệ thuộc vào yêu sách của những người cho vay khác (sắp xếp dưới đây), trong trường hợp sai hẹn, và thường được bán ra trong những trường hợp rủi ro rất cao, bởi vì số tiền mắc nợ có liên quan với vài trong số những vụ giao dịch này vượt quá những điều thường được coi như mức độ thận trọng. Tỷ suất lợi nhuận mà những công cụ thiếu an toàn này cung cấp thường xứng với độ rủi ro cao mà các nhà đầu tư đều nhận thấy, và những sự sai hẹn thì không phổ biến.

Có thể có nhiều sự thay đổi và những số tiền dự trữ khác, để đáp ứng những loại trái khoán khác nhau đối với nhu cầu của công ty phát hành, và đối với những điều kiện đang phổ biến trong những thị trường chứng khoán. Nhiều dao động trong việc dự trữ trái khoán và tác động của chúng trên giá trị và tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi phải phán đoán cẩn thận vượt ra ngoài các phương pháp phân tích trực tiếp mà chúng ta đã thảo luận. Chúng ta nhấn mạnh rằng những cách tính toán được mô tả chỉ là điểm khởi đầu, và không có quy luật nào cứng nhắc tồn tại đối với việc xử lý một cách máy móc tất cả những khía cạnh của cách đánh giá trái khoán. Trong việc phân tích cuối cùng, cần phải điều chỉnh giá trị và tỷ suất lợi nhuận, với tầm nhìn thích đáng đối với những quyền ưu đãi của nhà đầu tư về rủi ro và kinh tế, theo những mục tiêu cụ thể trong việc thừa nhận các công cụ nợ. Những quyền ưu đãi ở cuối chương bao gồm những khía cạnh này với nhiều chi tiết hơn.

Giá trị của Cổ phiếu ưu đãi

Theo chính bản chất của nó, cổ phiếu ưu đãi tiêu biểu cho vị trí trung dung giữa khoản nợ và quyền sở hữu vốn cổ phần thường. Chúng khoán cung cấp hàng loạt những cách chi trả cổ tức bằng tiền mặt, nhưng thường không có tiền dự trữ cụ thể (hoặc dự tính), để hoàn trả lại giá trị danh nghĩa của cổ phiếu. Tuy nhiên đôi khi, cổ phiếu ưu đãi lại mang một số tiền dự trữ theo đòi hỏi, cho phép công ty phát hành rút lại một phần hoặc toàn bộ cổ phiếu trong một thời gian cụ thể, bằng cách chi trả một số tiền chênh lệch nhỏ theo giá trị đã định của cổ phiếu.

Trong khi nhà đầu tư được hưởng một vị trí ưu đãi trên cổ phiếu thường đối với cổ tức hiện hành, và cũng đối với việc thu hồi vốn gốc trong trường hợp thanh lý công ty, trên thực tế, cổ tức ưu đãi có thể không được chi trả, nếu thành tích của công ty yếu kém, thì ban giám đốc phải thực hiện quyết định. Tất nhiên, một sự kiện như vậy sẽ phản tác dụng đối với giá trị của cổ phiếu.

Giống như cổ tức thường, cổ tức ưu đãi được công bố với sự thận trọng suy xét của ban giám đốc, và nếu hiện vẫn bị bỏ sót, thì có thể chúng không được đền bù trong những kỳ hạn tương lai, trừ phi kỳ phát hành ưu đãi mang những yêu cầu pháp luật cụ thể trái ngược lại. Chẳng hạn, những số tiền dự trữ như vậy có thể đòi hỏi phải tích lũy những cổ tức chưa chi trả trong quá khứ, cho đến khi công ty ở trong một cương vị có khả năng tuyên bố bất cứ loại cổ tức nào. Những lần khác, đặc biệt trong các công ty mới, cổ phiếu ưu đãi có thể mang một đặc tính tham gia, đòi hỏi ban giám đốc phải tuyên bố cổ tức ưu đãi cao hơn tỉ lệ đã định, nếu lợi nhuận vượt quá một mức độ tối thiểu đã quy định. Nhưng hai trường hợp đặc biệt này đều không thường xuyên xảy ra.

Do đó, công việc đánh giá cổ phiếu ưu đãi phải dựa trên những điều kiện ít xác định hơn, so với trường hợp của trái khoán, vì yếu tố hợp lý duy nhất là cổ tức hàng năm đã định, ban đầu được lập ra như là một tỉ lệ phần trăm của giá trị đã định. Chẳng hạn, một cổ phiếu ưu đãi 8 % thường ám chỉ một cổ phần gồm có cổ phiếu \$100, dự tính chi trả một cổ tức \$8 mỗi năm, có thể xảy ra nhất trong những loại trả góp từng quý, một mô hình thông thường phù hợp với đối với cổ phiếu thường. Nhà đầu tư đối diện với cách đánh giá dòng cổ tức bằng tiền mặt triển vọng này. Nếu giá tiền được chi trả đối với một cổ phần gồm có cổ phiếu ưu đãi là \$100, và cổ phiếu được giữ vô hạn định, thì tỷ suất lợi nhuận trong những trường hợp này sẽ là 8 %, giả thử công ty có khả năng thường xuyên chi trả cổ tức.

Nếu giá tiền được chi trả nhiều hơn hoặc ít hơn giá trị đã định, thì có thể tìm được tỷ suất lợi nhuận, bằng cách liên kết số lượng cổ tức với giá

tiền thực sự cho từng cổ phiếu:

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận} = \frac{\text{Cổ tức hàng năm cho từng cổ phần}}{\text{Giá tiền chi trả cho từng cổ phần}}$$

Do đó, nếu nhà đầu tư có thể dự tính bán ra cổ phiếu \$110 trong vòng 5 năm, thì có thể xác định tỷ suất lợi nhuận chính xác qua sự kết hợp những dòng tiền dự tính, bằng cách sử dụng hoặc các phương pháp giá trị hiện tại, hoặc các phương pháp nhanh gọn mà chúng ta đã thảo luận trước đây, trong phần về trái khoán.

Tuy nhiên, việc ước lượng một giá trị thu hồi tương lai lại liên quan rất nhiều đến sự phỏng đoán. Ngược lại với trái khoán, cổ phiếu ưu đãi không hề có kỳ đáo hạn cụ thể, hoặc giá trị danh nghĩa, để được chi trả vào kỳ đáo hạn. Giá tiền thực sự của một cổ phiếu ưu đãi được giao dịch trong những thị trường chứng khoán tùy thuộc vào cả thành tích của công ty, lẫn giá trị tập thể của vị trí thị trường chứng khoán trên kỳ phát hành cổ phiếu ưu đãi theo quy định. Mức độ giá tiền này lần lượt phản ánh sự trao đổi rủi ro / tiền thưởng, được yêu cầu đối với toàn bộ chuỗi đầu tư vào một thời gian nào đó. Phạm vi giá trị sẽ không chỉ tùy thuộc vào những khoản bù rủi ro riêng biệt, được ấn định cho những chứng khoán cá nhân, mà còn tùy thuộc vào những dự tính thuộc về lạm phát ẩn bên dưới nền kinh tế, được phản ánh trong tỉ lệ không có rủi ro mà khoản bù rủi ro được bổ sung vào đó. Có thể hơi dễ ước lượng giá trị hơn, nếu cổ phiếu mang một đòi hỏi dự trữ có tính cách bắt buộc, có thể áp dụng đối với giá cả và vào một thời hạn tương lai cụ thể, đặc biệt nếu thời hạn phân tích gần sát với thời gian đó.

Khi nhìn vào giá trị của cổ phiếu ưu đãi từ quan điểm của việc đầu tư, thì chúng ta nên sử dụng tiêu chuẩn lợi nhuận riêng của nhà đầu tư, để đi đến giá tiền tối đa mà nhà đầu tư nên sẵn sàng chi trả cho cổ phiếu, hoặc giá tiền tối thiểu mà nhà đầu tư nên sẵn sàng bán ra. Chúng ta hoàn toàn liên kết tỉ lệ cổ tức được quy định với lợi nhuận theo đòi hỏi của nhà đầu tư – phù hợp với mức độ rủi ro ngầm trong việc phát hành cổ phiếu ưu đãi – để đi đến lời giải. Nếu tiêu chuẩn lợi nhuận là 9 %, đối chiếu vào đó để kiểm tra 8 % cổ phiếu ưu đãi, thì chúng ta sẽ xác định được giá trị cụ thể của nhà đầu tư như sau:

$$\text{Giá trị cho từng cổ phần} = \frac{\text{Tỉ lệ cổ tức đã định}}{\text{Lợi nhuận đòi hỏi}} = \frac{0.08}{0.09} = \$88.89$$

Nếu nhà đầu tư chỉ thỏa mãn với một lợi nhuận 7 %, thì giá trị sẽ là:

$$\text{Giá trị cho từng cổ phần} = \frac{0.08}{0.07} = \$114.28$$

Tất nhiên, những phán đoán vẫn liên quan đến bất cứ sự bấp bênh nào trong mô hình cổ tức tương lai, và bất cứ sự thay đổi hữu hình nào có thể xảy ra trong giá trị tương lai của cổ phiếu, cho dù do sự thay đổi những điều kiện thị trường, hoặc do một đòi hỏi hoàn trả lại theo kế hoạch với một giá tiền chênh lệch.

Tiền Dự trữ và Giá trị của Cổ phiếu Ưu đãi

Như trong trường hợp của trái khoán, có nhiều sự thay đổi trong việc dự trữ cổ phiếu ưu đãi có thể ảnh hưởng đến giá trị trong thị trường. Trước đây, chúng ta đã đề cập rằng một số cổ phiếu ưu đãi, đặc biệt trong các công ty mới được thiết lập, chứa đựng một đặc tính tham gia, trao quyền cho người giữ phiếu ưu đãi đối với những cổ tức cao hơn, nếu công ty kiếm được vượt quá một mức độ đã định. Đặc tính này có thể ảnh hưởng thuận lợi đến tỷ suất lợi nhuận tiềm năng, và do đó, ảnh hưởng đến cách đánh giá cổ phiếu, tùy thuộc vào những triển vọng mà công ty sẽ thực sự đạt tới mức độ lợi nhuận cao hơn này.

Tương tự như một số trái khoán, một đặc tính phổ biến hơn nhiều, đó là khả năng chuyển đổi – khả năng thay đổi cương vị về quyền sở hữu cổ phiếu ưu đãi thành quyền sở hữu cổ phiếu thường, mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 10. Tuy nhiên, như trong trường hợp của những trái khoán chuyển đổi, không thể tính toán chính xác được giá trị của đặc tính này. Tuy nhiên, khi giá của cổ phiếu thường tiếp cận và vượt quá giá chuyển đổi đã định, thì giá của cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi sẽ có khuynh hướng phản ánh giá thị trường của con số những cổ phiếu thường tương đương. Trước khi đạt tới điểm này, giá trị của cổ phiếu ưu đãi sẽ được nhìn nhận rộng rãi, tương tự như một cổ phiếu ưu đãi thường xuyên, và chủ yếu dựa trên cổ tức đã định. Nói chung, khả năng chuyển đổi đi kèm với một đòi hỏi dự trữ, với một giá chênh lệch, giúp công ty có thể thúc đẩy sự chuyển đổi khi những điều kiện đều thuận lợi.

Tóm lại, thách thức của cách đánh giá cổ phiếu ưu đãi cũng vượt ra ngoài các phương pháp đơn giản mà chúng ta đã trình bày. Cuối cùng chỉ nên thực hiện quyết định, sau khi đánh giá cẩn thận sức hấp dẫn tương đối của những đặc tính cụ thể, và những điều kiện chung quanh cổ phiếu ưu đãi của một công ty đặc trưng, và vị trí của họ trong phạm vi của chuỗi rủi ro / tiền thưởng của nhà đầu tư mang tính cá nhân hoặc cơ quan.

Giá trị của Cổ phiếu Thường

Chúng ta bắt gặp vấn đề đánh giá phức tạp nhất khi chuyển sang cổ phiếu thường, bởi vì theo định nghĩa, cổ phiếu thường tiêu biểu cho đòi hỏi thặng dư của các sở hữu chủ, về toàn bộ thành tích và triển vọng của công ty

phát hành. Chúng ta nhận thấy vấn đề này có thật, khi chúng ta xem xét kỹ phí tổn về vốn đầu tư từ quan điểm của công ty trong Chương 9.

Việc đánh giá cổ phiếu thường đặc biệt khó khăn, bởi vì cổ đông mang đầy rủi ro của quyền sở hữu, tuy nhiên, họ lại có những đòi hỏi thặng dư về cả tài sản lẫn lợi nhuận, chỉ sau khi đã thỏa mãn tất cả những đòi hỏi khác. Do đó, một vụ đầu tư vào cổ phiếu thường liên quan đến việc chia sẻ cả rủi ro lẫn tiền thưởng. Điều này càng tăng cao tính bấp bênh về số thu cổ tức tiềm năng, và bất cứ lợi ích hoặc mất mát nào trong tương lai của việc thu hồi giá tiền đã chi trả cho cổ phiếu. Hậu quả là các phương pháp đánh giá đều phải đối phó với những biến số, lệ thuộc vào một mức độ phán đoán cao.

Vài số tiền thưởng của quyền sở hữu cổ phiếu thường thành công là: cổ tức tiền mặt (và đôi khi phân phối cổ phiếu bổ sung thay cho tiền mặt), và sự tăng trưởng trong vốn cổ phần cao nhất từ lợi nhuận đang gia tăng, mà những dòng tiền gốc của chúng được ban quản lý tái đầu tư phần nào hoặc toàn bộ. Tuy nhiên, điều quan trọng nhất là thành tích dòng tiền trong quá khứ và tương lai của công ty, là cơ sở đối với sự tăng giá tiềm năng (hoặc suy giảm) về giá thị trường của cổ phiếu và đưa đến những lợi ích hoặc mất mát. Nhiều lần, chúng ta đã nêu rằng việc tạo ra giá trị của cổ đông tùy thuộc vào sự kết hợp của cổ tức và lợi ích hoặc mất mát vốn đầu tư đạt được theo thời gian, được diễn tả dưới hình thức toàn bộ lợi nhuận của cổ đông, hoặc TSR. Như chúng ta đã quan sát trong Chương 9, có nhiều vấn đề về thực hành và lý thuyết chung quanh cách giải thích và đánh giá những yếu tố này. Ở đây, chúng ta sẽ tập trung vào những phương cách triển khai những phỏng chừng hợp lý về giá trị của cổ phiếu thường, và tương tự như vậy, cho thấy những cách phỏng chừng tỷ suất lợi nhuận mà một nhà đầu tư rút ra từ một vụ đầu tư cổ phiếu thường.

Lợi nhuận và Giá trị của Cổ phiếu Thường

Phương cách nhanh chóng nhất – mặc dù đơn giản nhất – để tiếp cận cách đánh giá một cổ phần gồm có cổ phiếu thường là ước lượng mức độ tương lai có thể có của những lợi nhuận cho từng cổ phần, và sử dụng những lợi nhuận này làm vốn theo một bội số lợi nhuận phù hợp (tỷ suất giá cả / lợi nhuận) phản ánh những dự tính về công ty và ngành kinh doanh của họ:

$$\text{Giá trị theo từng cổ phần} = \text{Lợi nhuận cho từng cổ phần} \times \frac{\text{tỷ suất giá cả}}{\text{lợi nhuận}}$$

Tất nhiên, có những thiếu sót trầm trọng trong cách sử dụng lợi nhuận kế toán theo dự tính, như là một cách đánh giá những dự tính của cổ đông. Bởi vì cuối cùng, toàn bộ giá trị kinh tế đều phát xuất từ những dòng tiền, nên việc sử dụng lợi nhuận thay thế cho từng cổ phần không thể đạt được

đầy đủ tác động trên giá trị. Hơn nữa, phương pháp này không thay đổi, trừ phi gắn bó vào bất cứ sự tăng trưởng tiềm năng hoặc suy giảm nào trong lợi nhuận. Cuối cùng, vẫn còn vấn đề cơ bản của việc dự đoán chính mô hình của lợi nhuận, cả đối với công ty lẫn đối với ngành kinh doanh của họ.

Để ước lượng giá trị của cổ phần thường, có một phương pháp cụ thể hơn, dựa trên tiền mặt, đó là sử dụng cổ tức đã dự tính để làm vốn. Quy mô, tính thường xuyên và xu hướng trong sự thu hồi cổ tức đối với các cổ đông có một ảnh hưởng quan trọng trên giá trị của một cổ phần gồm có cổ phiếu thường, đang là một trong những yếu tố trong việc tạo ra giá trị của cổ đông. Tuy nhiên, cũng có một mức độ tính bấp bênh về số thu của bất cứ loạt cổ tức theo kỳ hạn nào. Cổ tức như vậy không chỉ sẽ tùy thuộc vào khả năng của công ty để thực hiện thành công, nhưng bất cứ cổ tức nào cũng được tuyên bố với sự thận trọng suy xét của ban giám đốc.

Không áp dụng quy luật chung nào trong lãnh vực này – những chính sách về cổ tức có thể sắp xếp từ không hề chi trả tiền mặt, đến thường xuyên thanh toán 75 % hoặc nhiều hơn thuộc về lợi nhuận hiện hành. Đôi khi, thậm chí cổ tức được thanh toán còn vượt quá lợi nhuận hiện hành, bởi vì công ty không sẵn sàng cắt đi cổ tức hiện hành cho từng cổ phần, trong khi lợi nhuận bị tạm thời sụt giá mạnh. Hầu hết các ban giám đốc đều nhìn thấy một số giá trị trong một kiểu thanh toán cổ tức nhất quán, và những điều chỉnh chủ yếu về quy mô của cổ tức, từ trên xuống dưới, đều được thực hiện một cách rất miễn cưỡng.

Phương pháp đánh giá thông qua cổ tức đòi hỏi phải tiên đoán cổ tức dự tính cho từng cổ phần và chiết khấu chúng, theo tiêu chuẩn lợi nhuận phù hợp đối với nhà đầu tư. Vài vấn đề chủ yếu xuất hiện ở đây.

Trước hết, mức độ hiện hành của cổ tức có thể thay đổi theo thời gian. Chẳng hạn, trong một công ty đang phát triển, thành công, thì cổ tức, cũng như lợi nhuận, đều có thể gia tăng. Vấn đề là làm sao cho việc tiên đoán cổ tức theo kỳ hạn trở thành hiện thực, ngay cho dù thành tích quá khứ là hướng dẫn có giá trị duy nhất. Nếu một công ty vẫn chi trả một cổ tức đang gia tăng bền vững nhiều năm qua, thì sự suy luận xu hướng quá khứ này có thể hợp lý. Nhưng cần phải kiểm chế kiểu suy luận này, bằng những phán đoán chủ quan về triển vọng đối với công ty và ngành kinh doanh của họ. Tuy nhiên, các công ty nào có những mô hình thất thường hơn về lợi nhuận và cổ tức, thì họ đều đặt ra một thách thức lớn hơn, như các công ty mới tăng trưởng vẫn không chi trả cổ tức nào trong những giai đoạn đầu thuộc thời gian tồn tại của họ.

Vấn đề thứ hai là phương pháp tính toán. Dạng thức phổ biến nhất là cái được gọi là mô hình khấu trừ cổ tức, xuất hiện dưới hình thức đơn giản

nhất của nó dưới đây. Công thức là một sự trình bày lại một phương pháp cổ tức mà chúng ta đã sử dụng, như là một phương cách để tính toán phí tổn về vốn cổ phần trong Chương 9. Trong phương pháp này, chúng ta xác định phí tổn về vốn cổ phần thường như là tỉ suất của cổ tức hiện hành đối với giá thị trường hiện hành, cộng thêm tỉ lệ gia tăng đã dự tính của những cổ tức theo kỳ hạn. Ở đây, thay vì tìm ra lời giải đối với phí tổn về vốn cổ phần, là dự tính của nhà đầu tư về lợi nhuận, thì chúng ta tìm ra lời giải đối với giá trị, hoặc giá của cổ phiếu:

Giá trị cho từng cổ phần =

$$= \frac{\text{Cổ tức hiện hành}}{\text{Tỉ lệ chiết khấu (dự tính của nhà đầu tư về lợi nhuận) - Tỉ lệ gia tăng cổ tức}}$$

Công thức đặc biệt này dựa trên ý tưởng rằng giá trị của một cổ phần gồm có cổ phiếu là tổng số các giá trị hiện tại của hàng loạt những lần thanh toán cổ tức hàng năm đang gia tăng, được chiết khấu theo dự tính của nhà đầu tư về lợi nhuận đối với loại rủi ro này. Công thức cũng cho phép sử dụng giả thiết ít thực tế hơn của một cổ tức không ngừng sụt giá. Nhưng cho dù bằng phương cách nào, thì công thức này cũng bao hàm hàng loạt những chi trả liên tục diễn ra, và nó cũng bao hàm một tỉ lệ gia tăng hoặc suy giảm không ngừng hàng năm trong việc chi trả cổ tức.

Tuy nhiên, bạn hãy ghi chú rằng mô hình này sẽ đưa ra một lời giải vô hiệu đối với một công ty đang chi trả cổ tức, được dự tính để gia tăng nhanh chóng bằng hoặc nhanh chóng hơn tỉ lệ chiết khấu, bởi vì sau đó, mẫu số sẽ trở thành 0 hoặc thậm chí bị âm. Rõ ràng, trong một trạng thái may mắn như vậy, thì nhà đầu tư nên xét kỹ lại và gia tăng dự tính của họ về lợi nhuận, hoặc nên xem xét cổ phiếu như ở bên ngoài chuỗi rủi ro / tiền thưởng của nhà đầu tư.

Mô hình khấu trừ cổ tức liên kết về mặt toán học với một công thức trả góp hàng năm (xem Chương 7), vẫn thừa nhận một tỉ lệ tăng trưởng và tỉ lệ chiết khấu không ngừng. Cách đánh giá mà công thức này ngầm cung cấp bao gồm bất cứ sự tăng giá nào trong giá thị trường tương lai của cổ phiếu, khi ban quản lý tái đầu tư phần còn lại của lợi nhuận đang gia tăng. Trạng thái này vẫn còn, bởi vì trong mô hình này, giá thị trường của cổ phiếu ở bất cứ điểm tương lai nào đều được xác định như là giá trị hiện tại ở điểm đó của chuỗi cổ tức vẫn gia tăng sau đó.

Có thể thay đổi giả thiết đơn giản hóa của một tỉ lệ tăng trưởng không ngừng về cổ tức, nếu dự tính một mô hình thất thường hơn của cổ tức theo kỳ hạn. Vậy thì cách tính toán trở thành một cách phân tích giá trị hiện tại của những dòng tiền không đồng đều hàng năm, cho đến một điểm được

chọn trong tương lai. Nếu nhà phân tích muốn giả thử tỉ lệ gia tăng cổ tức sẽ bền vững ở điểm nào đó trong tương lai, thì có thể lồng vào công thức cơ bản và không tính đến kết quả của nó đối với hiện tại. Tuy nhiên, bạn hãy nhớ rằng việc dự đoán một mô hình chính xác của cổ tức là vấn đề trong đa số những trường hợp, và nhà phân tích nên tìm kiếm những cách tính gần đúng hợp lý.

Mô hình khấu trừ cổ tức (và các bội số của lợi nhuận) không quan tâm đến những xu hướng chung và những dao động cụ thể trong những thị trường chứng khoán. Rõ ràng, giá thị trường của những cổ phần chuyên biệt không thể đối lập với những cuộc vận động trong toàn bộ thị trường chứng khoán, gây ra do những nhân tố kinh tế như lạm phát, những điều kiện kỹ nghệ, hệ thống thuế, những biến cố chính trị, và rất nhiều nhân tố khác. Do đó, người ta có khuynh hướng nhận ra lợi nhuận kinh tế mà một công ty đạt được, dựa trên tài sản đầu tư trong giá thị trường tương đối của cổ phần của họ, nghĩa là tương ứng với giá trị cổ phần thuộc về những công ty ngang hàng với họ, và trong bối cảnh của toàn bộ những cuộc vận động trong thị trường. Hơn nữa, giá trị của cổ phần của một công ty còn phản ánh những cách đánh giá thành tích tập thể, do các nhà phân tích chứng khoán, các nhà đầu tư mang tính cách cá nhân và cơ quan, và từ đó đưa đến yêu cầu, hoặc thiếu quan tâm, đối với những cổ phần đó. Những nguyên nhân rất quan trọng này vượt ra ngoài phạm vi của cuốn sách này.

Tỷ suất Lợi nhuận của Cổ phiếu Thường và những Dự tính của Nhà Đầu tư

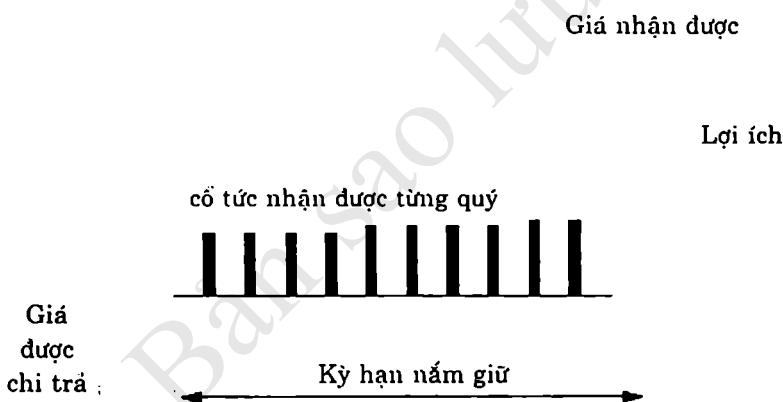
Trong Chương 4, chúng ta đã trình bày hai tiêu chuẩn so sánh đơn giản để đánh giá lợi nhuận của chủ sở hữu trong vụ đầu tư vào cổ phiếu thường. Một trong hai tiêu chuẩn so sánh này là tỷ suất lợi nhuận của những lợi nhuận này, một tỉ suất đơn giản của lợi nhuận hiện hành hoặc đã dự tính cho từng cổ phiếu đối với giá thị trường hiện hành. Tiêu chuẩn so sánh kia là mối quan hệ ngược lại, được gọi là tỉ suất giá cả / lợi nhuận. Như chúng ta đã vạch ra, những tỉ suất đơn giản này là cách diễn tả không thay đổi, dựa trên dữ liệu sẵn có dễ dàng, và chỉ nên phục vụ như là những chỉ số phóng chừng tạm thời về tỷ suất lợi nhuận của nhà đầu tư thực sự, được tạo ra do thành tích kinh tế của một công ty, nghĩa là mô hình dòng tiền đã được phát ra và lên kế hoạch.

Hai tiêu chuẩn so sánh này hữu ích chủ yếu đối với cách phân tích tương đối của các công ty hoặc nhóm ngành kinh doanh, nhưng cần phải bổ sung những sự thấu hiểu thêm, nếu nhà phân tích mong muốn tính gần đúng tỷ suất lợi nhuận về mặt kinh tế hiện hành của một cổ phiếu. Bất cứ cách xem xét kỹ nghiêm túc nào về giá trị hoặc tỷ suất lợi nhuận tương ứng với những dự tính của cổ đông đều nên sử dụng các phương pháp tinh vi hơn, như mô

hình đánh giá tài sản vốn đầu tư (CAPM, đã được thảo luận trong Chương 9), mô hình này quan tâm đến rủi ro của thị trường, rủi ro của công ty cụ thể, những xem xét về tổ hợp chứng khoán đầu tư, và những quyền ưu đãi của các nhà đầu tư về rủi ro.

Phương pháp thứ ba, quan trọng nhất để đánh giá việc tạo ra giá trị của cổ đông, đó là toàn bộ lợi nhuận của cổ đông, hoặc TSR, như chúng ta đã thảo luận trong Chương 4. Đây là một cách diễn tả tỷ suất lợi nhuận thực sự đạt được sau một thời gian, khi giành được một cổ phần gồm có cổ phiếu vào đầu kỳ hạn, và bán lại vào cuối kỳ hạn. Vậy thì sự kết hợp cổ tức nhận được trong kỳ hạn, và lợi ích hoặc mất mát từ sự thay đổi giá cổ phần đều liên quan đến mức đầu tư ban đầu, như phản ánh trong hình 11-4. Khi được phổ biến rộng rãi đối với các công ty được lưu giữ công khai trong những bộ sưu tập thống kê như Fortune 500, thì cách tính toán này tiêu biểu cho một phương pháp trực tiếp để đánh giá tỷ suất lợi nhuận đối với nhà đầu tư.

Hình 11-4 Toàn bộ Lợi nhuận của Cổ đông – những Thành phần



Tất nhiên, tỷ suất lợi nhuận là một chức năng trình bày rủi ro mà một nhà đầu tư đã chọn. Nhiều nghiên cứu đã cải thiện sự hiểu biết của chúng ta về thành tích tương đối của những cổ phiếu thường, trong các cuộc vận động lớn của những thị trường chứng khoán. Điều này mang lại kết quả khi xác định tinh tế về rủi ro mang tính cách hệ thống ẩn bên dưới tổ hợp chứng khoán đầu tư được đa dạng hóa của các cổ phiếu giao dịch, và rủi ro không mang tính cách hệ thống (có thể tránh được) của một chứng khoán đặc biệt. Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 9, CAPM liên kết rủi ro tương đối

của một chứng khoán với rủi ro của tổ hợp chứng khoán đầu tư trong thị trường, thông qua một nhân tố đã được tính toán, β , biểu thị sự khác biệt trong những đặc điểm rủi ro của cổ phiếu, ngược lại với những đặc điểm rủi ro của tổ hợp chứng khoán đầu tư. Nhân tố β được áp dụng vào toàn bộ khoản bù rủi ro của tổ hợp chứng khoán đầu tư trong thị trường, được xác định về mặt xu hướng nguyên thủy trong những lợi nhuận kiếm được ở trên và vượt trên lợi nhuận không có rủi ro từ cách đầu tư an toàn nhất, như những trái khoán lâu dài của chính phủ Mỹ.

Do đó, tỷ suất lợi nhuận theo dự tính của một cổ phiếu thường đặc trưng là tổng số lợi nhuận không có rủi ro và một khoản bù rủi ro, đó là khoản bù rủi ro kiếm được trong toàn bộ tổ hợp chứng khoán đầu tư của cổ phiếu, được điều chỉnh bởi tính rủi ro cố hữu β của chứng khoán đặc trưng. Chúng ta đã mô tả công thức này trong Chương 9:

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

trong đó:

R_f là lợi nhuận không có rủi ro.

β là tích sai của cổ phiếu đặc trưng thuộc về độ biến thiên của lợi nhuận.

R_m là lợi nhuận trung bình được dự tính trên cổ phiếu thường.

Như chúng ta đã đề cập, thật may mắn, β đối với các công ty giao dịch công khai được phổ biến hàng ngày trong những dịch vụ tài chính như *Value Line*. Những chỉ số hiện hành của tỉ lệ không có rủi ro phổ biến vào một thời gian nào đó, và những ước lượng về lợi nhuận từ các nhóm cổ phiếu thường cũng có giá trị trong các nguồn được phổ biến.

Chúng ta chỉ đề cập đến một số phương pháp được sử dụng để xác định giá trị và tỷ suất lợi nhuận đối với cổ phiếu thường. Cần có thêm nhiều thấu hiểu về mặt thực hành và lý thuyết, để xử lý một cách tự tin đối với các vấn đề phức tạp có liên quan. Những tham khảo được liệt kê ở cuối chương này cung cấp thêm thông tin.

Những Xem xét khác trong cách Đánh giá Cổ phiếu Thường

Giá trị trên sổ sách cho từng cổ phần gồm có cổ phiếu thường vẫn thường được định giá trong những phần tham khảo tài chính và những bài phê bình của công ty. Như chúng ta đã quan sát trước đây, con số này tiêu biểu cho đòi hỏi thặng dư đã được ghi lại của cổ đông như đã nêu trên bằng cân đối kế toán. Giá trị trên sổ sách là một sự tích lũy những giao dịch trong quá khứ và những giá trị, và nó không phản ánh giá trị kinh tế hiện hành, vốn dựa trên lợi nhuận hoặc cổ tức tiềm năng. Chỉ trong những trường

hợp bất thường, giá trị trên sổ sách cho từng cổ phần sẽ tiêu biểu một cách hợp lý cho bất cứ điều gì gần đúng với giá trị kinh tế của một cổ phần gồm có cổ phiếu thường. Chẳng hạn, điều này có thể đúng, nếu một công ty vừa mới khởi đầu, hoặc gần như bị thanh lý. Tuy nhiên, trong những điều kiện bình thường, giá trị trên sổ sách cho từng cổ phần sẽ có khuynh hướng trở nên càng ngày càng xa cách với giá trị hiện hành, bởi vì theo những quy luật kế toán hiện hành, nếu bao giờ có những thay đổi tích cực về giá trị của những tài sản đang tồn tại, thì hiếm khi chúng được phản ánh trên sổ sách. Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 4, tỉ suất từ sổ sách đến thị trường được sử dụng như là một chỉ số phỏng chừng của sự sai lệch này, và một giá trị trên sổ sách gần với hoặc thậm chí vượt quá giá thị trường có thể đưa ra giả thiết rằng công ty phát hành đang thực hiện kém, đây là một tình huống có thể kêu gọi các nhà đầu tư hoặc các công ty hăng hái nỗ lực tiếp quản công ty.

Giá thị trường của cổ phiếu thường rất bị coi nhẹ trong phần thảo luận của chúng ta, bởi vì một cuốn sách về các phương pháp phân tích tài chính không phải là chỗ để khai thác những hoạt động phức tạp của thị trường chứng khoán. Trước đây, chúng ta đã củng cố nguyên tắc rằng theo nghĩa rộng, thị trường chứng khoán đặt cơ sở giá trị trên các dòng tiền theo kỳ hạn đã được dự tính, chúng được chiết khấu ngầm, nhờ một tỉ suất sinh lợi phản ánh triển vọng hiện hành đối với công ty và toàn bộ thị trường. Những nhân tố chủ yếu đưa đến tỉ suất sinh lợi này là những dự tính về lạm phát và thuế suất đã được lên kế hoạch. Sự gia tăng đối với một trong hai nhân tố này sẽ có khuynh hướng đánh giá thấp hơn thị trường chứng khoán, trong khi lạm phát vẫn thấp hơn và thuế suất sẽ tăng giá nó lên.

Theo khuynh hướng chung của thị trường, tương tự như vậy, giá cổ phần của các công ty tư nhân đều được lời cuốn do những dự tính về dòng tiền. Thành tích tương đối của những cổ phần của một công ty tùy thuộc phần lớn vào những dòng tiền này, nhưng đối với một phạm vi đáng kể, nó cũng tùy thuộc vào kiểu giao dịch và số lượng của cổ phiếu đặc trưng. Ở đây đủ để nói rằng nếu đáp ứng được vài điều kiện cơ bản sau đây, thì những bảng thị giá của một cổ phiếu trong thị trường chứng khoán có thể được nhìn nhận một cách hợp lý là tiêu biểu cho giá trị kinh tế cơ sở, dựa trên thành tích hiện hành và tương lai của một công ty:

- Cổ phiếu nên được thường xuyên giao dịch và với số lượng khá lớn. Những giao dịch nhỏ giữa vài cá nhân không thể là một chỉ số hợp lý về toàn bộ giá thị trường của một công ty lớn, ngay cho dù những giá giao dịch được đánh giá một cách đúng đắn trong một ngày quy định.
- Một cách lý tưởng, nên phổ biến rộng rãi quyền sở hữu cổ phần, sao

cho việc giao dịch bao gồm sự di chuyển những lô cổ phần lớn giữa một con số nhỏ của các bên có liên quan.

- Cổ phiếu nên được giao dịch công khai theo một hoặc nhiều cuộc trao đổi cổ phiếu hơn, hoặc nên trở thành một phần của thị trường NASDAQ càng ngày càng quan trọng.

Ngay cả nếu đáp ứng tất cả những điều kiện này, thì giá thị trường của một cổ phiếu vào bất cứ điểm nào vẫn có thể không nhất thiết phản ánh tiềm năng thực sự của công ty. Những nhân tố bên ngoài, như những thay đổi trong nền kinh tế, sự phổ biến về công ty và ngành kinh doanh của họ, hoặc những nỗ lực tiếp quản công ty, đều có thể ảnh hưởng đến giá giao dịch cổ phiếu. Để giúp họ hiểu được bối cảnh này, các nhà phân tích sẽ nghiên cứu quy mô mà trong đó, giá thị trường xê dịch. Tốt nhất là điều này được thực hiện ít nhất trong vòng một năm và thường lâu hơn. Các nhà phân tích sẽ lập biểu đồ về giá cổ phần chuyên biệt tương ứng với những số trung bình của thị trường và số trung bình kết hợp đối với nhóm ngành kinh doanh ngang hàng, bằng cách sử dụng cơ sở dữ liệu hiện hành đối với phương pháp này. Dữ liệu nguyên thủy và việc lập biểu đồ về những biến số chủ yếu của các công ty nắm giữ công khai đều sẵn có trực tuyến từ những người cung cấp dịch vụ rất khác nhau.

Như chúng ta sẽ thấy, khi chúng ta thảo luận về cách đánh giá toàn bộ công ty, cũng có sự khác biệt giữa (1) cách đánh giá những cổ phần cá nhân, (2) cách đánh giá phân số của các cổ phần của một công ty thường được giao dịch trong thị trường chứng khoán dựa trên cơ sở hàng ngày, và (3) đánh giá tất cả những cổ phần vào một điểm quy định. Trong hầu hết các trường hợp, có thể coi việc giao dịch từng phần như là cách củng cố giá trị của những sự nắm giữ tối thiểu, nghĩa là giá trị của những vị trí từng phần trong vốn cổ phần của công ty – đó là điều mà các bảng thị giá hiện hành biểu thị. Tuy nhiên, đến khi đánh giá toàn bộ vốn cổ phần của một công ty, chẳng hạn, trong trường hợp mua lại công ty, kinh nghiệm nhiều lần đã cho thấy rằng giá thị trường của việc giao dịch từng phần mới đây và giá trị của toàn bộ công ty trong việc mua lại công ty có thể rất khác nhau, thường đưa đến một giá chênh lệch đối với toàn bộ công ty. Lý do cơ bản là một cuộc giao dịch mua lại công ty làm thu hẹp một cách đột ngột con số các bên có liên quan trong cuộc giao dịch, gia tăng một cách đáng kể số lượng những cổ phần được giao dịch, và đưa đến cuộc đấu giá cạnh tranh để nhận ra sự điều phối và những lợi ích khác mà những người mua lại công ty đã hình dung.

CÁC VẤN ĐỀ ĐÁNH GIÁ CHUYÊN DỤNG

Quyền Mua Cổ phần và Chứng chỉ Đặc Quyền Mua Cổ phiếu

Trong Chương 10, chúng ta đã thảo luận các khía cạnh chính về những quyền mua cổ phần và chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu từ viễn cảnh của công ty phát hành. Bây giờ, chúng ta sẽ chuyển sang minh họa ngắn gọn giá trị của những hình thức chuyên dụng này của việc bỏ vốn đối với nhà đầu tư.

Những giá trị về quyền mua cổ phần phát xuất từ sự kiện chứng khoán cho phép người giữ phiếu được mua thêm những cổ phần thường của công ty, với một cái giá thường rất thấp hơn giá thị trường phổ biến. Chẳng hạn, một nhà đầu tư nắm giữ năm cổ phần thường đã nhận được năm quyền mua cổ phần, tiêu biểu cho cơ hội mua một cổ phần mới thuộc về cổ phiếu thường với giá \$30. Giá thị trường hiện hành của cổ phiếu thường hiện có là \$40.

Vị trí ban đầu của nhà đầu tư như sau:

Con số cổ phần	5
Con số những quyền mua cổ phần	5
Giá trị của 5 cổ phần @ \$40	\$200
Giá đặt mua	\$30

Sau khi sử dụng những quyền mua cổ phần và trả \$30 cho công ty, thì vị trí của công ty sẽ là:

Con số cổ phần	6
Giá trị của việc đầu tư	\$230,00
Việc đầu tư cho từng cổ phần	\$38,83
Giá trị của một quyền mua cổ phần	\$1,67 (Giá cũ – giá mới)

Sau khi đã sử dụng tất cả những quyền mua cổ phần, thì trên thực tế, giá thị trường của những cổ phần của công ty sẽ có khuynh hướng gần \$38,3, bởi vì những cổ phần mới đều được đưa ra với một sự chiết khấu đáng kể, trong tỉ suất của một cổ phần mới đối với từng cái trong số năm cổ phần cũ đã được giữ lại. Khi thông báo việc bán quyền mua cổ phần, thì những cổ phần của công ty sẽ trao đổi với *quyền mua cổ phần (cum rights)*, từ dữ liệu có hiệu quả (thời hạn giữ sổ sách), cho đến thời hạn cụ thể mà cổ phiếu trở thành *từ quyền mua cổ phần (ex rights)*. Vào lúc đó, sự giảm giá phản ánh giá trị của những quyền mua cổ phần hiện nay đang tách biệt sẽ xảy ra.

Do đó, đối với nhà đầu tư, giá trị của từng quyền lợi chính là sự chiết khấu theo tỉ lệ, được cung cấp do việc bán quyền mua cổ phần, liên quan đến tỉ suất của những cổ phần cũ và mới. Quyền mua cổ phần thường được trao đổi trong thị trường theo mức độ gần đúng của giá trị đã được tính toán. Tất nhiên, cả giá trị của cổ phiếu thường với quyền mua cổ phần, lẫn giá trị của

tự thân quyền mua cổ phần, sẽ chịu ảnh hưởng bởi những cuộc vận động nói chung, trong những thị trường chứng khoán độc lập đối với những hoàn cảnh của công ty đặc trưng.

Chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu có giá trị trực tiếp liên quan đến giá thị trường của những cổ phần thường của công ty. Không giống như quyền mua cổ phần, chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu không được phát hành theo tỉ lệ với tất cả những cổ đông thường, nhưng thường gắn bó nhất với những lần phát hành khoản nợ mới, và đôi khi gắn bó với những lần phát hành mới của cổ phần thường. Hơn nữa, chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu có khuynh hướng có thời gian hết hạn dài hơn, so với quyền mua cổ phần, và trong một số trường hợp, chúng chỉ này còn không hề có thời gian hết hạn. Thật vậy, chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu là những chọn lựa trao quyền cho người giữ phiếu được mua một cổ phần mới thuộc loại thường, với một giá cơ bản cố định đối với một thời gian kéo dài.

Do đó, giá trị của chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu sẽ trực tiếp liên quan đến sự khác biệt giữa giá cơ bản và giá thị trường được dự tính của cổ phiếu thường trong độ dài thông thường của hạn sử dụng. Nếu cổ phiếu thường liên tục trao đổi theo hoặc bên dưới giá cơ bản, thì giá trị của chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu sẽ gần bằng 0 khi gần đến thời gian hết hạn và không dự đoán được sự thay đổi nào. Nếu giá thị trường của cổ phiếu thường vượt trên giá cơ bản, và đặc biệt nếu người ta dự tính trong tương lai là nó sẽ gia tăng, trong thời gian còn lại của hạn sử dụng, thì giá trị của chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu sẽ gia tăng trong sự phối hợp.

Những Quyền chọn (mua hoặc bán cổ phiếu)

Căn cứ vào sự gia tăng nhanh chóng về tầm quan trọng của những quyền chọn việc trao đổi tiền bạc và thị trường chứng khoán, ít nhất nên thực hiện một số tham khảo ngắn gọn, đối với hình thức chuyên dụng cao của việc đầu tư và cách đánh giá cơ bản những khía cạnh có liên quan. Như chúng ta đã thảo luận trên đây, thật ra, quyền mua cổ phần và chúng chỉ đặc quyền mua cổ phiếu chính là những quyền chọn được công ty phát hành mở rộng, để mua những cổ phần bổ sung với một giá cố định, và chúng ta nhận thấy sự ảnh hưởng lẫn nhau như thế nào của khuynh hướng trong giá thị trường của công ty, giá cơ bản, và hạn sử dụng tác động đến giá trị của những chúng chỉ này. Khái niệm rộng lớn hơn về những quyền chọn ám chỉ một hình thức chứng khoán, vốn cho phép người giữ phiếu được mua và bán một tài sản với một cái giá được đặt ra trong một thời gian quy định. Những quyền chọn để mua được đặt tên là *quyền chọn mua*, trong khi những quyền chọn để bán được đặt tên là *quyền chọn bán*. Giá được đặt ra của tài sản tiềm tàng được

gọi là giá cơ bản hoặc giá điểm, trong khi thời hạn vào cuối hạn sử dụng là kỳ đáo hạn của nó. Có thể mua những quyền chọn trong những thị trường có quyền chọn đối với một giá tiền, được gọi là số tiền chênh lệch. Vào lúc mua, giá tiền này phản ánh giá trị của đặc quyền được mua hoặc bán tài sản có liên quan, với những điều kiện quy định, dưới ánh sáng của những dự tính hiện hành về những cuộc vận động trong tương lai về giá trị của tài sản.

Những quyền chọn là phương cách để đảm bảo số lượng của việc mua hoặc bán với những điều kiện nào đó trong tương lai, đối với một mức đầu tư hiện hành tương đối nhỏ, nhưng giá trị của cơ hội này lại tăng lên và giảm xuống cùng với những cuộc vận động trong giá thị trường của tài sản. Một quyền chọn bán để bán cổ phiếu với một giá được đặt ra sẽ trở nên vô giá trị, nếu giá thị trường phù hợp hoặc giảm xuống bên dưới giá điểm khi tới kỳ đáo hạn, trong khi nó có thể trở nên khá có giá trị, khi thực sự có tình trạng ngược lại. Tương tự như vậy, một quyền chọn mua để mua một ngoại tệ với một giá nào đó bằng tiền dollar sẽ gia tăng giá trị, khi những bảng thị giá của thị trường vượt quá giá điểm, và bị mất giá trị khi chúng hạ xuống thấp hơn, vô giá trị khi quá hạn. Những quyền chọn có thể hữu ích khi chọn một trạng thái trong một cổ phiếu hoặc tài sản khác đối với một vụ đầu tư từng phần, với cơ hội thúc đẩy một lợi nhuận đáng kể trên mức đầu tư này, nếu thành công trong việc đầu cơ quyền chọn, trong khi giới hạn được một sự mất mát tiềm năng đối với số tiền chênh lệch phải trả. Những quyền chọn cũng là những phương tiện mua đi bán lại lý tưởng, khi được các nhà đầu tư và các nhà quản lý công ty sử dụng, để cân đối việc bày bán tiền tệ hoặc chứng khoán, với việc làm cho phù hợp những quyền chọn “đánh cá bằng cách khác”.

Các phương pháp đánh giá cụ thể có quan hệ với những quyền chọn và nhiều kiểu rủi ro / tiền thưởng và những cuộc trao đổi cũng đều được chuyên hóa, để bao trùm trong khoảng này. Chúng dựa trên phần lớn những công thức đánh giá Black Scholes, đã từng thiết lập nên nền tảng phân tích. Ngoài các bản văn chi tiết theo chủ đề, còn có những mô hình phần mềm có giá trị, để giúp phân tích những quyền chọn, và độc giả nào quyết tâm thì nên chuyển sang những tham khảo ở cuối chương.

ĐÁNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Các nhà quản lý, nhà đầu tư, và giám đốc ngân hàng đầu tư cần biết cách làm thế nào để đánh giá toàn bộ giá trị của một doanh nghiệp như là một đơn vị hạch toán đang hoạt động. Cho dù đây là một công ty toàn cầu kinh doanh nhiều mặt, bất cứ hoạt động kinh doanh tư nhân nào của họ, hoặc một công ty nhỏ kinh doanh riêng lẻ, thì họ vẫn có nhiều cơ hội khi

đạt được một cách đánh giá hiện hành nào cần thiết. Công dụng rõ rệt nhất đối với một cách đánh giá như vậy phát sinh, khi xem xét việc mua hoặc bán của một công ty hoặc một đường lối kinh doanh. Làn sóng của những sự mua lại, sát nhập và tiếp quản công ty đối thủ trong thập niên qua đã đòi hỏi hàng ngàn trên hàng ngàn những cách đánh giá.

Một kiểu đánh giá tương tự thật hữu ích, khi một công ty sử dụng những loạt hàng sản phẩm nào đó hoặc những khu vực kinh doanh, vì mục đích tái cấu trúc nội bộ. Người mua có thể là các công ty khác, các nhóm nhà đầu tư, hoặc ngay cả ban quản lý hiện hành, những người có thể muốn mua lại khu vực được bỏ vốn, thông qua việc thu mua toàn bộ được thúc đẩy (một sự thu mua dựa trên việc sử dụng một tỉ lệ cao của khoản nợ, vượt quá những tỉ lệ cấu trúc vốn bình thường). Bất chấp hình thức mua, bán hoặc tái cấu trúc, cả người mua lẫn người bán đều cần đi đến một cách tính gần đúng hợp lý về giá trị kinh tế của công ty hoặc đường lối kinh doanh như là một công ty kinh doanh phát đạt.

Một công dụng quan trọng khác của việc đánh giá doanh nghiệp – liên quan đến những công dụng đã được đề cập – phát xuất từ việc gia tăng nhìn nhận cách quản lý dựa trên giá trị như là điểm tập trung quan trọng đối với thành tích thành công. Việc quản lý đối với giá trị của cổ đông đã trở nên một mục tiêu chiến lược chủ yếu đối với các nhà quản lý công ty. Nhiều công ty thành công đều đánh giá sự tạo ra giá trị kinh tế đối với toàn bộ công ty, và đối với các doanh nghiệp chủ yếu và khen thưởng ban quản lý một cách phù hợp. Trong bối cảnh này, doanh nghiệp được đánh giá định kỳ, với các phương pháp khác nhau, để xác định sự tiến bộ đối chiếu với thành tích đã được lên kế hoạch, và lập ra những phần thưởng bù đắp thích lệ phù hợp. Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về việc quản lý dựa trên giá trị trong Chương 12, qua đó, chúng ta sẽ xem lại những mối quan hệ rộng lớn của việc tạo ra giá trị của cổ đông – đây là khái niệm mà chúng ta đã bắt đầu cuốn sách này.

Ở điểm này, trước hết chúng ta sẽ thảo luận những khái niệm cơ bản của việc đánh giá vốn cổ phần của một công ty, rồi sau đó, đánh giá toàn bộ công ty. Trong từng trường hợp, chúng ta sẽ sử dụng các phương pháp dòng tiền vẫn áp dụng cho hầu hết những tình hình đánh giá.

Đánh giá Vốn cổ phần

Có thể tính toán giá trị vốn cổ phần của một công ty, bằng cách ước lượng những dòng tiền tích lũy đối với các cổ đông. Hoàn toàn có thể so sánh quá trình này với các phương pháp đầu tư kinh doanh mà chúng ta đã triển khai trong Chương 7. Về bản chất, tiền đặt cọc của các cổ đông trong công ty

là: (1) giá trị hiện tại của toàn bộ mô hình của những cổ tức thường theo dự tính đã được chi trả, khi cẩn thận chọn lựa một thời kỳ phân tích hợp lý đối với loại ngành kinh doanh – từ 3 đến 5 năm đối với các ngành kinh doanh thay đổi nhanh chóng như máy vi tính, và từ 10 đến 20 năm đối với các ngành kinh doanh dựa trên nguồn lực, như những sản phẩm rừng hoặc dầu lửa – cộng với (2) giá trị hiện tại của giá trị theo dự tính của vốn cổ phần khi đến cuối thời kỳ phân tích.

Chúng ta có thể diễn tả định nghĩa này trong công thức:

$$VE = PV \text{ (hoặc cổ tức tiền mặt theo dự tính)}$$

$$+ PV \text{ (thuộc về giá trị của vốn cổ phần khi đến cuối thời kỳ phân tích).}$$

Bạn hãy ghi chú rằng những dòng tiền này đều là những dự tính, hoàn toàn giống như khi chúng ta bắt gặp chúng trong tất cả các loại đầu tư kinh doanh. Bạn cũng hãy ghi chú rằng phương pháp này khác hẳn mô hình khấu trừ cổ tức, ở chỗ nó đưa vào một thời gian rõ rệt, và thay thế một cách ước lượng trực tiếp giá trị tương lai của vốn cổ phần vào cuối thời kỳ, ngược lại với giả thiết đơn giản về một cổ tức đang tăng trưởng liên tục.

Quá trình này được thực hiện bằng cách chiết khấu mô hình của những cổ tức hàng năm, và giá trị của vốn cổ phần chấm dứt theo phí tổn về vốn cổ phần của công ty, phản ánh rủi ro đối với những chủ sở hữu của vốn cổ phần. Chi phí này không phải là phí tổn trung bình có tác dụng về vốn đầu tư, dựa trên một sự kết hợp của khoản nợ và vốn cổ phần trong cấu trúc vốn đầu tư của công ty, nhưng đúng hơn, đó là phí tổn cao hơn của riêng vốn cổ phần.

Mô hình của những dòng tiền cổ tức được ước lượng có thể gia tăng hoặc suy giảm, tùy thuộc vào những giả thiết phân tích ẩn bên dưới những dự tính của nhà phân tích. Tương tự như vậy, việc ước lượng giá trị sau cùng của toàn bộ vốn cổ phần có thể dựa trên những giả thiết đa dạng, sắp xếp từ một cổ tức đơn giản hoặc những bội số của lợi nhuận, đến một cách đánh giá chi tiết về khả năng thành tựu mang tính cạnh tranh của công ty.

Tuy nhiên, trong nỗ lực tập trung đặc biệt vào giá trị vốn cổ phần của công ty, phương pháp này làm mờ đi sự đóng góp từ việc sử dụng thành công sự thúc đẩy. Bạn hãy nhớ rằng có thể thực hiện được dòng tiền của cổ tức đối với cổ đông, không chỉ thông qua việc đầu tư thành công của những quỹ vốn cổ phần, mà còn từ những lợi nhuận vượt quá phí tổn về việc bỏ vốn lâu dài, được sử dụng trong cấu trúc vốn đầu tư. Trên thực tế, chủ đề chung được cùng cố ngay từ đầu cuốn sách này là sự thành công về kinh tế của bất cứ công ty nào đều phải phát xuất từ sự vượt quá toàn bộ phí tổn có tác dụng, qua tất cả những vụ đầu tư của họ trọng hiện tại và tương lai. Như chúng ta sẽ nhận

thấy trong giấy lát, phương pháp đánh giá vốn cổ phần của cổ đông hữu ích hơn nhiều, bằng cách trước hết đánh giá công ty, rồi sau đó, trừ đi giá trị của khoản nợ.

Đánh giá Toàn bộ Công ty

Như chúng ta đã nói trước đây, bất cứ doanh nghiệp nào đang hoạt động đều tiêu biểu cho hàng loạt dòng tiền tương lai. Do đó, để đi đến toàn bộ giá trị của công ty, chúng ta phải biến đổi thành tích lợi nhuận trong quá khứ và đã được lên kế hoạch, thành một khung giá thực dòng tiền, như thể chúng ta đang tính toán khả năng đáng mong ước của kế hoạch đầu tư một khoản vốn, như chúng ta đã thảo luận trong hai Chương 7 và 8. Dòng tiền đặc trưng được sử dụng cho mục đích này là lượng tiền tự do, được định nghĩa như là dòng tiền sau khi trừ thuế từ những hoạt động kinh doanh trước khi có lãi, được giảm bớt bằng bất cứ nguồn quỹ nào đòi hỏi vốn luân chuyển bổ sung và những mức đầu tư tịnh của doanh nghiệp mới. Dòng tiền này tiêu biểu cho tiền mặt có giá trị đối với các nhà đầu tư và những người cho vay, sau khi đã đáp ứng những nhu cầu đầu tư đang tiến hành của doanh nghiệp. Bạn hãy ghi chú rằng định nghĩa này phù hợp với các nguyên tắc mà chúng ta đã sử dụng trong hai Chương 7 và 8, trong đó, mô hình dòng tiền của một mức đầu tư được triển khai độc lập với bất cứ khoản bù đắp nào dành cho những người cung cấp quỹ (tiền lãi và cổ tức), bởi vì phí tổn về vốn đầu tư được sử dụng để chiết khấu bao gồm cả số bình quân có tác dụng của các cổ đông và những dự tính của những người cho vay.

Vài bước thường được sử dụng để đi đến mô hình dòng tiền tự do. Thứ nhất là dự đoán lợi nhuận kinh doanh của doanh nghiệp đối với một con số năm hợp lý trong tương lai. Điểm khởi đầu để từ đó rút ra lợi nhuận kinh doanh phù hợp với mục đích này là EBIAT, nghĩa là lợi nhuận trước khi có lãi, nhưng sau khi trừ thuế, hoặc EBIT (1 – thuế suất), như chúng ta đã thảo luận trong Chương 4. Lý do của việc sử dụng EBIT được điều chỉnh thuế là chúng ta đang tìm kiếm những dòng tiền còn lại, sau tất cả phí tổn kinh doanh và chi phí – mà thuế thu nhập là một yếu tố trong đó –, nhưng trước bất cứ những xem xét bỏ vốn nào, như chúng ta đã thực hiện trong trường hợp phân tích những vụ đầu tư kinh doanh trong hai Chương 7 và 8. Bất cứ lợi nhuận hoặc chi phí nào đáng kể không thuộc về kinh doanh sau khi trừ thuế phù hợp, như thu nhập đầu tư, hoặc những phí tổn tái cấu trúc, đều nên được nhận ra và loại bỏ trong thời kỳ chúng xuất hiện, nghĩa là bằng cách trừ đi thu nhập không kinh doanh và cộng thêm chi phí không kinh doanh đối với EBIAT.

Việc triển khai mô hình thu nhập theo dự tính đòi hỏi những giả thiết

và phán đoán khác nhau. Tất nhiên, phương cách đơn giản nhất để lên kế hoạch sẽ là phải giữ mức độ hiện hành của những thu nhập không đổi. Tuy nhiên, trong hầu hết các trường hợp, một sự đơn giản hóa như vậy sẽ không thực tế. Nếu có thể dự tính là những thu nhập kinh doanh đều gia tăng hoặc suy giảm, hoặc đi theo một mô hình có chu kỳ rõ rệt, thì nhất thiết phải lên kế hoạch hàng năm trong những trường hợp hướng tới tương lai càng xa càng tốt.

Bước thứ hai là chuyển mô hình lợi nhuận kiểm soát thành những dòng tiền, bằng cách điều chỉnh lợi nhuận sau khi trừ thuế đối với những yếu tố không phải là tiền mặt như khấu hao và trừ dần, và đối với các mức thuế, như chúng ta đã thảo luận trong hai chương 4 và 7.

Bước thứ ba là ước lượng chi phí đầu tư trong tương lai, được cho là cần thiết để hỗ trợ cả mức độ lợi nhuận hiện tại, lẫn bất cứ những thay đổi dự đoán trong những hoạt động kinh doanh phù hợp với toàn bộ chiến lược của công ty. Điều này bao gồm việc sử dụng tài sản, máy móc và thiết bị, các chương trình chủ yếu như những kế hoạch nâng cao và phát triển, và tất cả những đòi hỏi vốn luân chuyển tăng dần, bao gồm những vụ thu mua đã được lên kế hoạch. Những chi phí sẽ được giảm bớt, nhờ bất cứ cách sắp xếp nào đã được lên kế hoạch về những tài sản hiện có, hoặc cách loại bỏ những đường lối của doanh nghiệp.

Trong khi những ước lượng như vậy có thể mang tính cách suy đoán, thì thường là không thực tế khi giả thiết rằng những lợi nhuận của một doanh nghiệp đang hoạt động vẫn sẽ tiếp tục ở mức độ hiện hành. Chắc hẳn sẽ phải có những pha trộn định kỳ về vốn đầu tư, để thay thế và nâng cấp thiết bị hiện có, không kể đến những đòi hỏi tài trợ để hỗ trợ số lượng đang gia tăng (hoặc rút bớt vốn đầu tư, từ cách giảm bớt số lượng), như chúng ta đã thảo luận trong Chương 3. Trong đó, chúng ta nhận thấy rằng theo kinh nghiệm, một quy tắc được sử dụng phổ biến để lên kế hoạch cho những chi phí của vốn đầu tư này, đó là mỗi năm, phải tái đầu tư một số lượng gần hoặc bằng với sự khấu hao hàng năm, để duy trì được mức độ hiện tại của những lợi nhuận. Mức đầu tư bổ sung đối với việc mở rộng những sản phẩm và dịch vụ mới và tác dụng của chúng trên lợi nhuận đều được ước lượng như là những chi phí tách biệt, rõ ràng, với dòng tiền định kỳ xảy ra sau đó.

Bước thứ tư là xác định xem có bất cứ tài sản không kinh doanh nào tách biệt khỏi những hoạt động kinh doanh đang tiến hành, như tiền mặt, chứng khoán có thể tiêu thụ, đất đai không sử dụng v.v..., trong đó, một số có thể tạo ra thu nhập hoặc chi phí không kinh doanh, hoặc đơn giản là những giá trị thặng dư. Nên tách biệt những tài sản như vậy khi phân tích, và cuối cùng bổ sung vào việc đánh giá công ty kinh doanh.

Bước cuối cùng trong việc lập ra mô hình để đánh giá một doanh nghiệp đang hoạt động liên quan đến việc giảm bớt phân tích sau một số năm phù hợp, và từ đó rút ra một cách ước lượng đối với giá trị đang phát triển liên tục (giá thị trường) của doanh nghiệp ở điểm kết thúc. Điều này tương ứng với khái niệm về giá trị sau cùng mà chúng ta đã thảo luận trong hai Chương 7 và 8, để thực hiện việc phân tích kế hoạch. Theo định nghĩa, giá trị đang phát triển liên tục này nên là tổng số những giá trị hiện tại của tất cả những dòng tiền trong tương lai từ điểm đó. Một số nhà phân tích thừa nhận mức độ dòng tiền (góp hàng năm) đối với tương lai không xác định (thừa nhận về tính cách liên tục), khi sử dụng dòng tiền tự do theo dự tính cho năm đầu tiên ngoài điểm kết thúc đối với mục đích. Những dự tính không tăng trưởng này được tính toán thật đơn giản, bằng cách chia dòng tiền tự do theo dự tính hàng năm, với phí tổn trung bình có tác dụng về vốn đầu tư hoặc tiêu chuẩn tương tự, để đi đến giá trị đang phát triển liên tục của doanh nghiệp (bạn hãy nhớ lại phần thảo luận về những tiền góp hàng năm trong Chương 7). Ở đâu dự tính được sự tăng trưởng liên tục, thì người ta có thể sử dụng cái được gọi là công thức về sự tăng trưởng liên tục, bằng cách chia dòng tiền tự do theo dự tính hàng năm trong năm đầu tiên vượt quá giới hạn, với phí tổn về vốn đầu tư ít tỉ lệ tăng trưởng:

$$\text{Giá trị đang phát triển liên tục} = \frac{\text{Lưu lượng tiền mặt tự do}_{t+1}}{k_w - g}$$

Bạn hãy ghi chú rằng công thức này bị giới hạn đối với tỉ lệ tăng trưởng thấp hơn so với phí tổn về vốn đầu tư, bởi vì kết quả trở nên vô nghĩa, khi sự tăng trưởng bằng hoặc vượt quá phí tổn về vốn đầu tư. Đôi khi, có thể cần phải thừa nhận một mô hình dòng tiền đang suy giảm, phản ánh tính bấp bênh về mặt cạnh tranh và công nghệ, sẽ thay đổi công thức trên đây bằng cách cộng với tỉ lệ suy giảm trong phí tổn về vốn đầu tư trong mẫu số, thay vì trừ đi tỉ lệ tăng trưởng.

Ngoài mục đích của thời kỳ phân tích đã được chọn, khó khăn bổ sung của việc dự đoán những hoạt động kinh doanh gợi ý rằng chúng ta cũng tìm thấy một lời giải nhanh gọn hợp lý, đối với giá trị đang phát triển liên tục. Một phương cách phổ biến để đối phó với vấn đề, đó là sử dụng một giá tiền đối với bội số của lợi nhuận có thể được đảm bảo ở điểm đó, nghĩa là lập ra giá trị của doanh nghiệp ở điểm kết thúc, dựa trên 10, 15 hoặc 20 lần lợi nhuận sau khi trừ thuế trong năm đó. Bội số được chọn sẽ tùy thuộc vào bản chất của doanh nghiệp và những xu hướng trong ngành kinh doanh mà doanh nghiệp tiêu biểu. Nhờ quyền chiết khấu, nên nói chung, một phép tính gần đúng về giá trị đang phát triển ít nhất sẽ đủ cho một kết quả đánh giá ban đầu. Đôi khi, giá trị đang phát triển liên tục hoàn toàn được biểu thị

bằng giá trị trên sổ sách được ước lượng của doanh nghiệp, mặc dù đây có thể là một cách tính nhanh gọn ít thỏa mãn, so với bội số của lợi nhuận, vì những lý do mà chúng ta đã thảo luận trong các chương trước đây.

Một khi đã ước lượng tất cả những yếu tố của dòng tiền, thì có thể tập hợp chúng dưới hình thức của một bảng biểu như được trình bày trong hình 11-5, tương tự như những ví dụ khác nhau mà chúng ta đã đưa ra trong chương 8. Kết quả của giá thực dòng tiền hàng năm biểu thị tiền mặt có giá trị đối với công ty, để hỗ trợ trách nhiệm của họ đối với tất cả những người cung cấp quỹ lâu dài, nghĩa là việc chi trả tiền lãi, cổ tức, và tiềm năng hoàn lại khoản nợ hoặc thậm chí mua lại chính những cổ phần của công ty.

Hình 11-5 Cách Đánh giá Toàn bộ Công ty – Một Ví dụ bằng Số

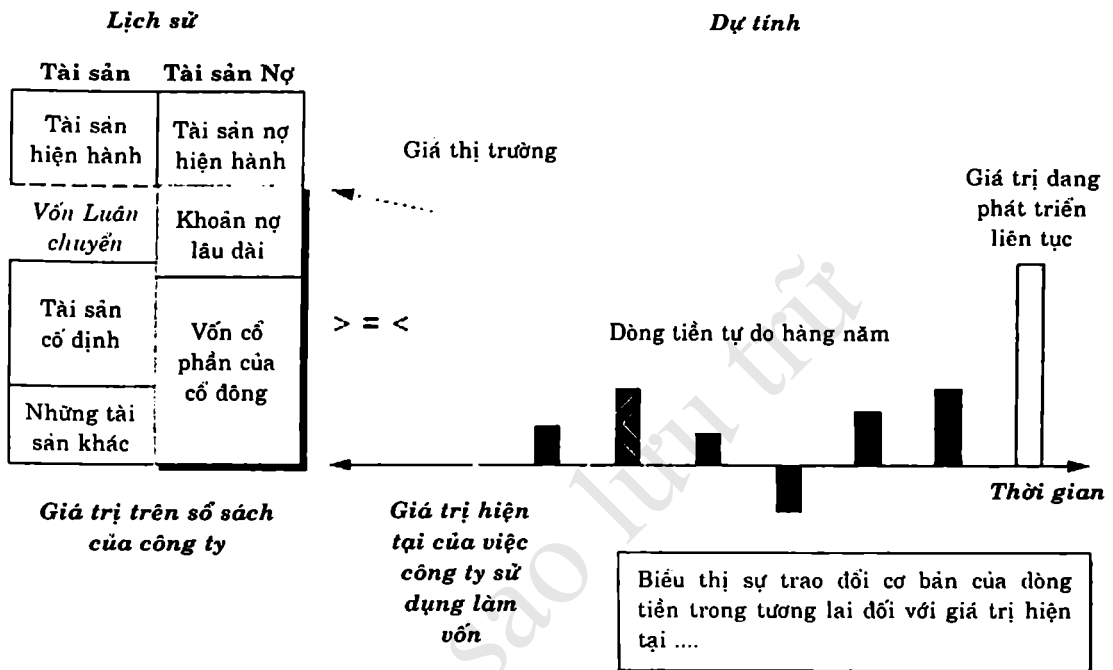
Hiện tại	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6
EBIT (1 - t)	\$10.000	\$12.000	\$13.000	\$12.000	\$13.500	\$12.500
Cộng vào: những khoản xóa bỏ và không phải là tiền mặt....	6.500	7.000	8.600	9.300	9.900	11.900
Trừ đi: vốn luân chuyển ròng còn mới	- 1.200	- 1.400	- 1.800	500	- 1.600	- 2.000
còn: mức đầu tư vốn ròng còn mới	- 8.000	-15.000	-10.200	11.000	-22.000	-10.000
Cộng vào / Trừ đi: những khoản không kinh doanh đáng kể	<u>500</u>	<u>- 300</u>	<u>400</u>	<u>1.200</u>	<u>- 800</u>	<u>0</u>
Dòng tiền tự do	7.800	2.300	10.000	12.000	- 1.000	12.400
Giá trị đang phát triển liên tục @ 15 lần lợi nhuận	-	-	-	-	-	187.500
Hệ số chiết khấu giá trị hiện tại @ 12 %	0,893	0,797	0,712	0,636	0,567	0,507
Giá trị hiện tại @ phí tổn về vốn đầu tư	6.965	1.833	7.120	7.632	- 567	101.349
Giá trị hiện tại tích lũy	\$6.965	\$8799	\$15.919	\$23.551	\$22.984	\$124.333
Giá trị Công ty	\$124,3 triệu					
Những tài sản không kinh doanh (tiền mặt, chứng khoán có thể tiêu thụ v.v...)	<u>5,7 triệu</u>					
Tổng số giá trị	\$130,0 triệu					
Giá trị của khoản nợ dài hạn chưa thanh toán	<u>40,0 triệu</u>					
Giá trị vốn cổ phần của cổ đông	<u>\$90,0 triệu</u>					

Sau khi chiết khấu mô hình của dòng tiền hàng năm theo khung thời gian đã chọn, với tiêu chuẩn lợi nhuận phù hợp, thường là phí tổn trung bình có tác dụng về vốn đầu tư, thì kết quả giá trị hiện tại ròng nên là một cách tính gần đúng hợp lý về giá trị của toàn bộ doanh nghiệp. Bạn hãy ghi chú rằng tài sản không kinh doanh đều được bổ sung vào giá trị kinh doanh của công ty, để đi đến giá trị tổng cộng. Trong ví dụ, chúng ta đã trình bày một giá trị giả thiết là \$5,7 triệu, gia tăng giá trị tổng cộng tới \$130,0 triệu. Tất nhiên, phẩm chất của kết quả tùy thuộc vào phẩm chất của những cách ước lượng đã được sử dụng trong việc từ đó rút ra kết quả. Nhà phân tích nên sử dụng cách phân tích độ nhạy mở rộng, để kiểm tra loại kết quả có thể xảy ra, khi kiểm tra những tỉ lệ chiết khấu khác nhau và đặc biệt những cách ước lượng khác nhau về giá trị đang phát triển liên tục. Trong ví dụ này, giá trị đang phát triển liên tục dựa trên giả thiết không tăng trưởng sẽ là \$100 triệu, khi chúng ta sử dụng một dòng tiền tự do ước lượng là \$12 triệu, chia cho phí tổn về vốn đầu tư là 12 %. Giả thử với sự tăng trưởng liên tục là 5 %, thì giá trị đang phát triển liên tục sẽ là \$12 triệu chia cho một nhân tố thực là 7 %, hoặc \$171 triệu. Trong khi tác động của việc chiết khấu điều hòa phần nào tầm quan trọng của giá trị đang phát triển liên tục (nhân tố chiết khấu 12 % trong Năm 6 là 0,507), thì sự khác biệt về mặt chiết khấu giữa giả thiết bội số của lợi nhuận là \$187,5 triệu mà chúng ta sử dụng, và kết quả dòng tiền tự do không gia tăng là \$100 triệu vẫn còn là con số \$44 triệu rất đáng kể ($\$87,5 \times 0,507$), hoặc khoảng một phần ba của kết quả sau cùng. Đối với cách xác định số lượng của những dự tính tương lai, thật bình thường khi tìm thấy những loại kết quả khá lớn như vậy trong những số lượng nào không phải là dữ liệu nguyên thủy.

Sẽ hữu ích khi chứng minh theo cái nhìn bề ngoài về giá trị của công ty đã phát triển như thế nào, nhờ cách phân tích giá trị hiện tại liên quan đến cấu trúc vốn đầu tư của công ty. Chúng ta đã triển khai được giá trị trường khá gần đúng của toàn bộ việc sử dụng làm vốn của công ty, nhờ chiết khấu dòng giá thực dòng tiền và giá trị đang phát triển liên tục được thừa nhận. Hình 11-6 chứng minh rằng tổng giá trị được ghi lại của một doanh nghiệp là tổng số vốn luân chuyển, những tài sản cố định, và những tài sản khác của doanh nghiệp đó, được bỏ vốn nhờ sự kết hợp của khoản nợ dài hạn và vốn cổ phần. Phương pháp tiếp cận với giá trị hiện tại giúp chúng ta diễn tả giá trị kế toán này bằng những thuật ngữ kinh tế hiện hành – một giá trị hiện tại có thể cao hơn hoặc thấp hơn, so với các giá trị được ghi trên bảng cân đối kế toán, và tất nhiên, giá trị này cũng tùy thuộc vào tất cả những sự thừa nhận ngầm trong những dự đoán dòng tiền bao gồm giá trị đang phát triển liên tục. Chỉ do sự trùng hợp, hai giá trị sẽ hoàn toàn bằng nhau, bởi vì như chúng ta đã thảo luận trong chương 2, các giá trị được ghi lại trên

bảng cân đối kế toán phản ánh các giá trị giao dịch nguyên thủy, có khuynh hướng trở nên lỗi thời theo thời gian.

Hình 11-6 Giá trị Hiện tại của Dòng tiền Kinh doanh và Cấu trúc Vốn Đầu tư



Rõ ràng rằng để có được giá thị trường của vốn cổ phần của cổ đông, thì chúng ta phải lấy kết quả của giá trị hiện tại đã được điều chỉnh trừ đi giá trị của khoản nợ dài hạn – đó là giá thị trường của toàn bộ doanh nghiệp, cũng được gọi là giá trị của công ty hoặc giá trị của tổ chức kinh doanh. Do đó, trong ví dụ của chúng ta, giá trị của vốn cổ phần của cổ đông là \$90,0 triệu. Có thể cần phải trình bày lại giá trị của khoản nợ dài hạn, dựa trên lợi nhuận hiện hành phổ biến đối với khoản nợ của rủi ro tương tự, như chúng ta đã thảo luận trước đây trong chương này, hơn là những giá trị được ghi lại trên bảng cân đối kế toán. Chẳng hạn, nếu những tỉ lệ tiền lãi hiện hành cao hơn, so với những tỉ lệ đã định đối với khoản nợ của công ty, thì giá trị của khoản nợ sẽ thấp hơn giá trị được ghi lại, và ngược lại.

Bằng cách tuân theo nguyên tắc này, chúng ta vẫn nhất quán với phí tổn trung bình có tác dụng của tiêu chuẩn so sánh vốn đầu tư đã được áp dụng khi chiết khấu mô hình dòng tiền, một phương pháp chứa đựng phí tổn về khoản nợ tăng dần, như chúng ta nhớ lại từ Chương 9. Phải thực hiện một sự chiết khấu tương tự đối với bất cứ cổ phiếu ưu đãi nào ở trong cấu trúc

vốn đầu tư.

Bây giờ chúng ta đã đạt được một cách đánh giá trực tiếp vốn cổ phần thường của công ty, nhờ phương tiện của một phương pháp của một phương pháp kinh tế (dòng tiền), vượt trên những phương cách đơn giản hơn thuộc về khái niệm đã được thảo luận trong phần cổ phiếu thường của chương này, mặc dù lệ thuộc vào quy mô của những thừa nhận ngầm trong đó. Phương pháp này là cơ sở đối với nhiều công việc phân tích ẩn bên dưới cách phân tích chứng khoán hiện đại, trong đó, cách phân tích dòng tiền bắt đầu che mờ hầu hết các phương pháp luận khác.

Trong một công ty kinh doanh nhiều mặt, có thể chọn lựa phương pháp này, bằng cách triển khai những mô hình dòng tiền kinh doanh của từng đơn vị kinh doanh, và chiết khấu những mô hình cá nhân này đối với phí tổn về vốn đầu tư của công ty. Nếu những hoạt động kinh doanh rất khác biệt trong những điều kiện rủi ro / tiền thưởng của chúng, thì người ta có thể áp dụng những tiêu chuẩn chiết khấu khác nhau phản ánh những khác biệt này, như chúng ta đã thảo luận trong Chương 8. Trong những năm gần đây, việc kiểm tra giá trị hiện tại của những mô hình dòng tiền thuộc đơn vị kinh doanh cá nhân đã được chấp nhận rộng rãi.

Tuy nhiên, căn cứ vào bản chất của những cách ước lượng ẩn bên dưới cách phân tích, không có gì là tự động đối với cách sử dụng những giá trị như vậy trong một cuộc giao dịch thực sự, liên quan đến việc bán một công ty hoặc bất cứ bộ phận nào của công ty. Các nhà phân tích khác nhau và những người mua và người bán nào đó sẽ sử dụng những tập hợp giả thiết riêng của họ, để triển khai những kết quả tương ứng. Cùng nên nỗ lực kiểm tra những kết quả phân tích đối chiếu với những cuộc giao dịch có thể so sánh được, tới mức chúng có giá trị và phù hợp.

Giá trị thực sự cuối cùng được tán thành dựa trên bất cứ cuộc giao dịch nào giữa một người mua và một người bán sẽ tùy thuộc vào nhiều nhân tố hơn, không phải mức tối thiểu của chúng là sự khác biệt trong cách đánh giá rủi ro kinh doanh và trong những dự tính trở lại đối với những phần có liên quan, cũng như trong quan điểm điều đình và những kỹ năng mà họ sử dụng. Chúng ta sẽ trở lại với chủ đề về cách đánh giá một công ty, hoặc sự kết hợp các công ty trong bối cảnh của việc tạo ra giá trị cổ đông trong chương 12.

Sử dụng những Cách Nhanh gọn trong việc Đánh giá một Doanh nghiệp đang Hoạt động

Trong ví dụ trên, một bội số lợi nhuận dựa trên EBIT đã được sử dụng, để từ đó rút ra giá trị đang phát triển liên tục của doanh nghiệp. Bội số này hoàn toàn cho thấy rằng một mức độ đặc biệt của những lợi nhuận hiện

hành hoặc đã được lên kế hoạch “có giá trị” gì, tại điểm kết thúc của việc phân tích. Lợi nhuận sau khi trừ thuế hoặc tiền lãi kinh doanh sau khi trừ thuế cũng thường được áp dụng. Theo kinh nghiệm, khi liên quan chặt chẽ với tỉ suất giá cả / lợi nhuận, thì quy luật này thường được áp dụng để nhanh chóng đánh giá một công ty, và kết quả có thể là một sự “mở đầu” cho những cuộc điều đình. Bội số của những lợi nhuận phát xuất từ những so sánh thống kê gần đúng nhưng không bao giờ chính xác của những cuộc giao dịch tương tự, và còn phát xuất từ một cách đánh giá tương đối về thành tích của những tỉ suất giá cả / lợi nhuận của các công ty trong ngành kinh doanh. Đôi khi chúng ta bắt gặp những bội số khác, đặc biệt đối với các công ty nhỏ hơn hoặc các doanh nghiệp mới, bao gồm bội số của những doanh số, hoặc thậm chí từ đó rút ra các số lượng doanh số, dựa trên một nhóm khách hàng ước lượng.

Khi một bội số lợi nhuận được chuyển thành một tỉ suất của những lợi nhuận ước lượng để đánh giá, thì nó cung cấp một cách ước lượng gần đúng về tỉ suất sinh lợi dựa trên giá mua hoặc bán – giả sử lợi nhuận được chọn tiêu biểu cho những gì mà tương lai sẽ mang lại. Khi được coi như là một trong những chỉ số của giá trị trong toàn bộ cách sắp xếp dữ liệu điều đình, thì bội số của lợi nhuận và tỉ lệ của lợi nhuận nguyên thủy liên quan có một số giá trị.

Những cách nhanh gọn khác để đánh giá một doanh nghiệp đang hoạt động liên quan đến việc xác định toàn bộ giá thị trường của vốn cổ phần thường và vốn cổ phần ưu đãi từ những bảng thị giá – trong đó, những dao động về thị trường chứng khoán phần nào thách thức -, và việc điều chỉnh tổng số này đối với bất cứ khoản nợ dài hạn nào được thừa nhận trong cuộc giao dịch. Một vấn đề liên quan đến phương pháp này, đó là vấn đề những bảng thị giá tiêu biểu tùy thuộc vào mô hình trao đổi và số lượng cổ phiếu đặc trưng như thế nào. Thỉnh thoảng, khi không liên quan đến chứng khoán nào được trao đổi công khai, thì giá trị trên sổ sách của doanh nghiệp được xem xét như là một chỉ số về giá trị. Không cần phải nói, sự kiện các giá trị được ghi lại không nhất thiết phản ánh các giá trị kinh tế có thể là một vấn đề đáng kể.

Tất cả những kết quả này có thể khi này hoặc khi khác đi vào những cuộc bàn cãi, nhưng cần phải thực hiện phán đoán đáng kể, để xác định sự phù hợp của chúng trong trường hợp đặc biệt. Trong hầu hết các trường hợp, phương pháp chiết khấu dòng tiền là phương pháp có sức thuyết phục nhất về mặt khái niệm, bất chấp những khó khăn của cách ước lượng mô hình dòng tiền bằng những thuật ngữ cụ thể.

CÁC VẤN ĐỀ CHỦ YẾU

Sau đây là bản tóm tắt các vấn đề chủ yếu đã được đưa ra trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Chúng được đánh số ở đây, để giúp độc giả lưu giữ các phương pháp được thảo luận trong viễn cảnh của lý thuyết tài chính và thực hành kinh doanh.

1. Khái niệm về giá trị không độc lập với mục đích nó được sử dụng, và định nghĩa về giá trị và ý nghĩa của nó có thể rất khác biệt đối với những điều kiện và trường hợp mà nó được áp dụng.
2. Giá trị của một chứng khoán là một chức năng của những dự tính về thành tích tương lai được đánh giá dựa vào đó, có thể là những phán đoán của cá nhân cũng như những phán đoán của tập thể tiêu biểu cho một thị trường.
3. Các nhà đầu tư tiếp cận cách đánh giá một đề nghị đầu tư về những quyền ưu đãi của cá nhân họ đối với rủi ro, và do đó, họ sẽ rất khác nhau trong cách đánh giá sức hấp dẫn của một vụ đầu tư.
4. Dù thị trường chứng khoán cung cấp những chỉ số tạm thời, thì giá trị tương đối của một cổ phần gồm có cổ phiếu thường trong thị trường vào bất cứ lúc nào đều là một sự kết hợp của những dự tính tương lai, những đòi hỏi thặng dư, và những đánh giá về rủi ro tổng quát và cụ thể, lệ thuộc vào những điều kiện kinh tế và kinh doanh, và những quyết định của ban quản lý và ban giám đốc. Sự trao đổi rộng rãi về chứng khoán cũng ảnh hưởng đến giá trị này.
5. Các phương pháp đánh giá là phương tiện đánh giá chủ yếu, chúng cố gắng xác định số lượng của dữ liệu khách quan có giá trị và những ước lượng. Tuy nhiên, những cách xác định số lượng như vậy sẽ luôn luôn còn phần nào chủ quan, và phần nào chịu tác động bởi những sức mạnh bên ngoài sự kiểm soát của những nhóm riêng biệt.
6. Việc đánh giá một chứng khoán hoặc một doanh nghiệp bị bóp méo bởi cùng những yếu tố vẫn bóp méo những kiểu phân tích tài chính khác: những thay đổi về mức độ giá cả, quy ước kế toán, điều kiện kinh tế, dao động trong thị trường, và nhiều nhân tố không rõ rệt mang tính cách chủ quan.
7. Cuối cùng, sự công nhận giá trị của những kết quả đạt được từ việc đánh giá kế hoạch phải dành cho thành tích thực sự trong tương lai; đây là lý do tại sao không thể quá cường điệu tầm quan trọng của các phán đoán hợp lý vào lúc phân tích.

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta đã cùng nhau đưa ra toàn bộ quy mô của những khái niệm và phương pháp cơ bản, để cung cấp cho độc giả một khái quát về cách làm thế nào để đánh giá những tài sản, chứng khoán, và những hoạt động kinh doanh. Để chuẩn bị, chúng ta đã thảo luận những định nghĩa chủ yếu về giá trị, rồi sau đó, chúng ta còn chọn quan điểm của nhà đầu tư khi đánh giá giá trị của ba hình thức chính của chứng khoán mà một công ty phát hành. Sau khi nhắc đến cả giá trị lẫn tỷ suất lợi nhuận trong những trường hợp này, chúng ta còn mở rộng tầm nhìn của mình, để bao gồm cả việc đánh giá một doanh nghiệp đang hoạt động. Mục đích của chúng ta là để tìm thấy những phương cách cơ bản, nhằm lập ra giá trị của những cuộc giao dịch, như việc bán một doanh nghiệp, tái cấu trúc, hoặc kết hợp các công ty dưới hình thức sáp nhập hoặc thu mua.

Chúng ta nhận thấy rằng các phương pháp đều có hiệu lực để từ đó rút ra những giá trị này, nhưng những giả thiết cụ thể và nền tảng của cuộc giao dịch còn bổ sung nhiều chiều kích thường là phức tạp đối với những cách tính toán cơ bản. Chúng ta đã chứng minh được việc đánh giá một doanh nghiệp cụ thể bằng những thuật ngữ về dòng tiền, và cho thấy cách làm thế nào để có thể đánh giá vốn cổ phần của một công ty, dựa trên những dự tính về dòng tiền, khá tương tự như cách phân tích mức đầu tư kinh doanh mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 8. Cuối cùng, giá trị sẽ luôn luôn vẫn phần nào chủ quan, và sẽ được giải quyết trong một cuộc trao đổi giữa các bên có liên quan – nhưng cách quản lý hiệu quả đối với thành tích kinh tế và giá trị sẽ luôn luôn vẫn còn là trách nhiệm cơ bản của ban quản lý.

Chương 12

QUẢN LÝ GIÁ TRỊ CỔ ĐÔNG

Bây giờ, chúng ta trở lại với khái niệm đầu tiên mà chúng ta đã đưa vào từ đầu cuốn sách này, nghĩa là trách nhiệm cơ bản đối với ban quản lý của bất cứ công ty nào là để thực hiện những quyết định về việc đầu tư, kinh doanh và tài trợ, những quyết định này sẽ làm nổi bật giá trị cổ đông theo thời gian lâu dài. Phần thảo luận của chúng ta về việc đánh giá những dòng tiền kinh doanh trong Chương 11 đã mạnh mẽ đề nghị rằng ban quản lý nên định kỳ xem lại những chính sách và chiến lược của công ty, để kiểm tra xem trách nhiệm cơ bản của công ty trong việc tạo ra giá trị cổ đông có thực sự được đáp ứng hay không. Chúng ta nhớ lại rằng giá trị đang gia tăng của cổ đông tùy thuộc vào việc thực hiện những vụ đầu tư mới vượt quá phí tổn về vốn đầu tư – một cách diễn tả những dự tính của nhà đầu tư –, cũng như việc quản lý tất cả những vụ đầu tư hiện có đối với những kết quả dòng tiền cũng vượt quá những dự tính của nhà đầu tư.

Khía cạnh có lợi nhất của việc nhấn mạnh thêm vào việc tạo ra giá trị cổ đông trong thập niên qua, đó là sự tái phát hiện phổ biến về những nguyên tắc cơ bản của quản lý – ngay cả nếu đôi khi dưới sự đe dọa loại bỏ của những kẻ thù địch – bất chấp những sai sót thường kỳ của sự trừng phạt về mặt kinh tế đã được minh họa trong phạm bão thương nghiệp dot. com gần đây, mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 1, sự tiến bộ đích thực vẫn được thực hiện cùng với triển vọng đi tới thêm nữa. Những con số gia tăng về các nhà quản lý công ty, tại Mỹ và tại những nơi khác trên thế giới, đang giải quyết công việc quan trọng là tạo ra giá trị cho các cổ đông của họ. Họ đang thực hiện công việc này, bằng cách xem xét lại cấu trúc và chức năng

của toàn bộ công ty, và nhấn mạnh nhiều hơn vào việc thực hiện những quyết định, lớn và nhỏ, dựa trên cơ sở của những cuộc trao đổi kinh tế đúng đắn. Người ta đã lại phát hiện rằng nhu cầu cơ bản đòi hỏi tất cả những vụ đầu tư đều phải kiếm được vượt trên phí tổn về vốn đầu tư như là một mục đích thực tiễn – ngay cả nếu thật khó đạt được. Những nỗ lực lớn trong việc tái cấu trúc, gia tăng hiệu suất-phí tổn, thực hiện những vụ rút vốn và mua lại (công ty), và triển khai các phương pháp dựa trên-giá trị, những lượng dữ liệu, biện pháp và động cơ đều đang được thực hiện, nhân danh việc tạo ra giá trị cổ đông. Thật vậy, việc kiểm tra tính hiệu quả mà nhờ đó, tất cả các nguồn lực đều được sử dụng, và việc xác định sự đóng góp tương đối từ những phạm vi kinh doanh khác nhau, với một mục tiêu “bên ngoài” đường hướng, đã trở thành chuyện cũ rích trong nhiều công ty. Người ta có thể lý luận rằng suốt từ đầu đến cuối, phương pháp này thực sự là chuyện cũ rích, bởi vì sự kiện đã được đưa ra từ lâu là tất cả những quyết định kinh doanh đều có một cơ sở kinh tế – cho dù người ta có nhận ra điều này hay không. Nhiều phương pháp chuyên dụng và các phương pháp đánh giá đã nảy sinh, hỗ trợ những nguyên tắc quản lý dựa trên-giá trị, mà chúng ta sẽ thảo luận sau trong chương này.

TRIỂN VỌNG CỦA VIỆC TẠO RA GIÁ TRỊ CỔ ĐÔNG

Trước khi chúng ta chuyển sang thảo luận chi tiết về các phương pháp đánh giá dựa trên-giá trị, sẽ thật là hữu ích khi xem lại hệ thống kinh doanh được trình bày trong Hình 12-1, để cung cấp toàn bộ viễn cảnh đối với các phương pháp phân tích khác nhau được giới thiệu trong cuốn sách này, và xem lại mối quan hệ của chúng đối với việc tạo ra giá trị cổ đông. Hai viễn cảnh bổ sung trong hai Hình 12-2 và 12-3 cũng sẽ giúp chuẩn bị cho chương này.

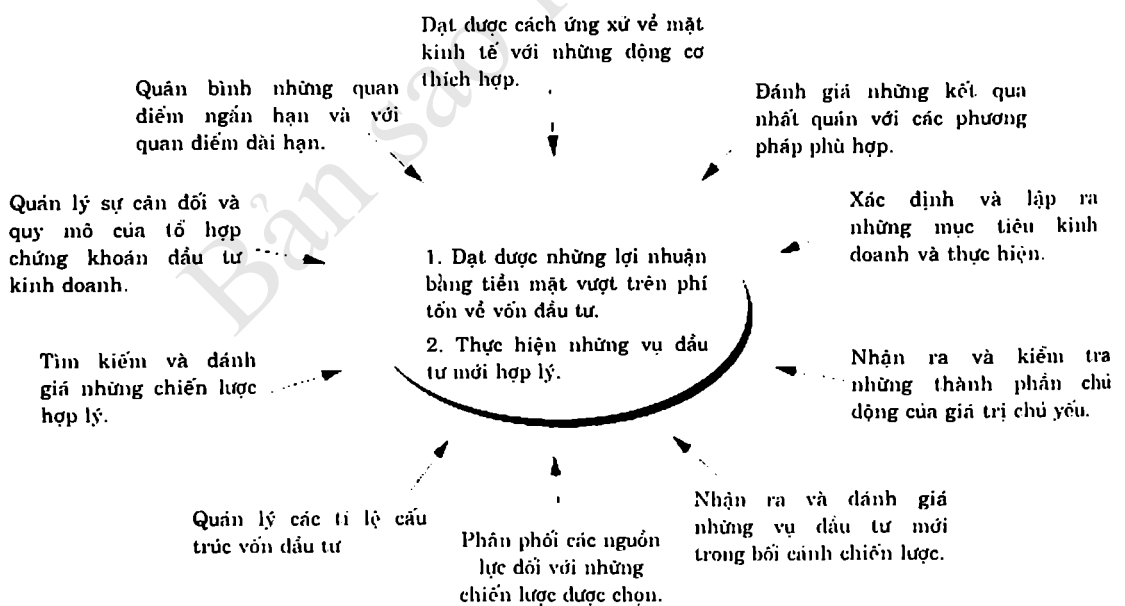
Như phần trên của hình 12.1 cho thấy, các công ty nào đang tập trung vào giá trị cổ đông đều sẽ thay đổi các phương pháp phân tích của họ và cách thực hiện tự nhiên, để đạt được những lợi nhuận kinh tế (dòng tiền) vượt trên phí tổn về vốn đưa vào vụ đầu tư mới, cũng như những vụ đầu tư hiện có, đảm bảo sao cho những mục đích lợi nhuận đều được lập ra với mức độ phù hợp và trong bối cảnh kinh tế thích đáng. Chúng ta nhớ lại phần thảo luận trong các Chương 7, 8 và 9, trong đó đã trình bày các nguyên tắc và phương pháp hỗ trợ phương pháp này. Tuy nhiên, một trong những vấn đề chủ yếu phải đối diện trong lãnh vực này, đó là sự phân đôi giữa cách phân tích kinh tế về những vụ đầu tư mới, trong đó, những mô hình dòng tiền có thể được phán đoán theo một kiểu tăng dần; và cách phân tích cơ sở đầu tư hiện có, trong đó, dữ liệu kế toán thông thường và những giá trị được ghi lại là nguồn thông tin chính. Đây là nơi đã xảy ra việc triển khai nhiều phương pháp dựa trên-giá trị, trong một nỗ lực để khép lại mức chênh lệch về mặt nhận thức, giữa nền kinh tế dựa trên dòng tiền và cách phân tích truyền thống dựa trên-tỉ suất.

Khu vực ở giữa sơ đồ phản ánh khuynh hướng quen thuộc của chúng ta về những cuộc trao đổi kinh doanh, nên được thực hiện với sự chú ý đến dòng tiền lâu dài, trong một bối cảnh tạo ra giá trị. Việc cung cấp sản phẩm và dịch vụ xuất sắc, lợi thế cạnh tranh và hiệu suất-phí tổn đều là những động lực cơ bản, nhưng nhiều quyết định hỗ trợ những hoạt động hàng ngày đòi hỏi không chỉ sự hiểu biết về việc phân tích tác động của dòng tiền, mà còn cả các phương pháp và động cơ củng cố việc thực hiện quyết định kinh tế. Một lần nữa, sự gia tăng việc nhấn mạnh đến cách quản lý dựa trên-giá trị đang kích động một sự thay đổi phương pháp dựa trên-kế toán hướng tới khuôn khổ dòng tiền. Chúng ta đã bắt gặp vài trong số những khuynh hướng này trong phần thảo luận của chúng ta về các phương pháp phân tích trong các chương trước đây, và chúng ta sẽ mở rộng các phương pháp này và những gợi ý của chúng sau trong chương này.

Phần trên cùng của sơ đồ xử lý những khía cạnh tài chính của việc tạo ra giá trị, trong đó, chúng ta nhận ra nhiều cuộc trao đổi mà chúng ta đã bắt gặp trong các Chương 6, 9 và 10. Với một khuynh hướng về giá trị, các công ty quản lý một cách ý thức những cuộc trao đổi này đối với việc phát sinh dòng tiền lâu dài, và coi việc sắp xếp những lợi nhuận và những chọn lựa mục tiêu của cấu trúc vốn đầu tư như là những yếu tố hỗ trợ quan trọng trong việc lên kế hoạch chiến lược của họ. Những quyền chọn ảnh hưởng đến sự thu hồi cổ tức, những thay đổi trong đòn bẩy vay nợ, việc mua lại những cổ phần, và việc tài trợ cho những cơ hội tương lai, đều được thực hiện dựa trên tiêu chuẩn của việc tạo ra giá trị. Đôi khi, những cuộc trao đổi được chọn ở đây có thể ảnh hưởng đáng kể đến đường hướng chiến lược của công ty.

Một khái quát khác của sự kết hợp những hoạt động tài chính, chiến lược và kinh doanh hỗ trợ cho việc tạo ra giá trị cổ đông đều được cung cấp trong hình 12-2. Ở đây, chúng ta nhận thấy những hoạt động quản lý chủ yếu bao quanh khái niệm cốt lõi về lợi nhuận vượt quá phí tổn về vốn đầu tư, bắt đầu ở mức cao, với sự đánh giá và chọn lựa những chiến lược hợp lý, đưa đến sự phân phối nguồn lực lớn và phân tích những vụ đầu tư kinh doanh cụ thể. Trong lãnh vực này, những công cụ phân tích trong các Chương 7 và 8 bắt đầu có hiệu lực. Sau đó là việc nhận ra những yếu tố đó và những biến số đưa đến việc tạo ra giá trị, hình thành cơ sở đối với những mục tiêu kinh doanh và các phương pháp đánh giá thành tích. Ở đây, những tài liệu bao gồm trong các Chương 3, 4 và 5 đều phù hợp. Sau đó là lãnh vực quan trọng của việc trù tính những động cơ đối với các nhà quản lý, để hành động theo một kiểu tiết kiệm, và để hỗ trợ một tầm nhìn lâu dài của việc thực hiện quyết định. Chúng ta không tập trung vào các chương trình khuyến khích như vậy, bởi vì chúng ở ngoài phạm vi của cuốn sách này. Tuy nhiên, các phương pháp tài chính và các phương pháp khác được chọn vì mục đích này đều phải củng cố khuynh hướng kinh tế (dòng tiền) mà chúng ta đã nhấn mạnh từ đầu đến cuối.

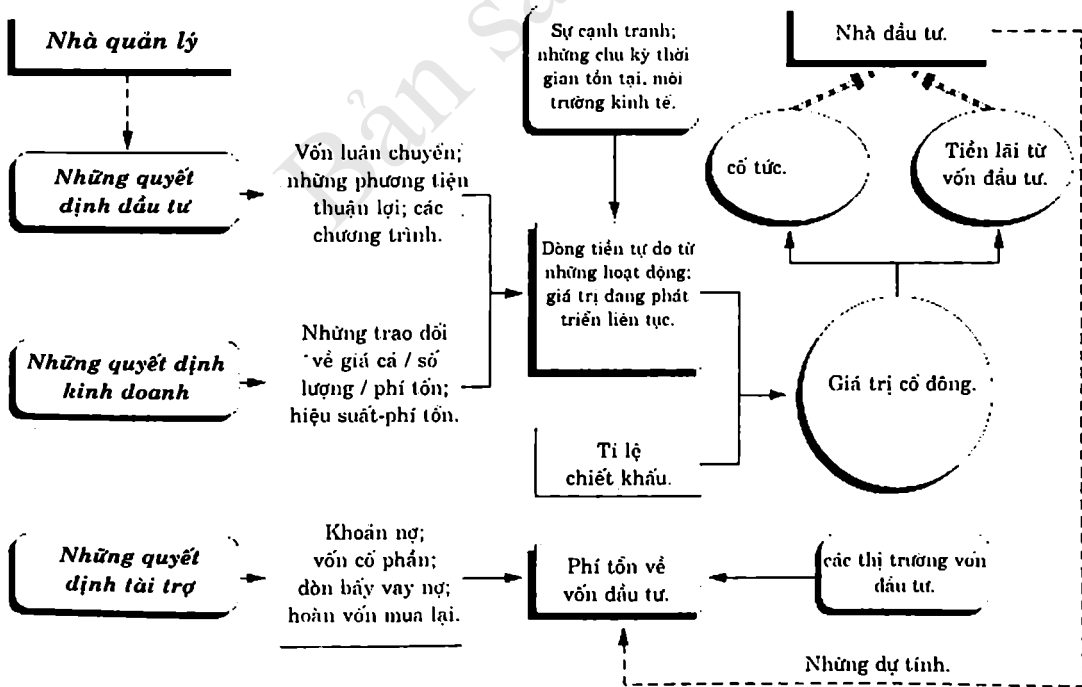
Hình 12-2 Tạo ra Giá trị Cổ đông trong một Bối cảnh Quản lý



Cuối cùng, công ty đã thực hiện cuộc phát hành lớn về những hoạt động của tổ hợp chứng khoán đầu tư, liên kết chặt chẽ với những tỉ lệ cấu trúc vốn đầu tư và những cuộc trao đổi. Tại đây, những tài liệu trong các Chương 6, 9 và 11 là nền tảng phù hợp.

Bây giờ, chúng ta hãy chuyển sang một khái quát tóm tắt cuối cùng về những yếu tố chủ yếu của việc tạo ra giá trị cổ đông, và mối quan hệ của chúng với ba lãnh vực của những quyết định quản lý: đầu tư, kinh doanh và bỏ vốn. Sơ đồ trong hình 12-3 sẽ hữu ích trong việc liên kết với nhau những khái niệm khác nhau mà chúng ta đã thảo luận. Nó được thiết kế để giúp độc giả hình dung được sự liên kết giữa những quyết định quản lý và giá trị cổ đông. Sơ đồ này cho thấy ba loại quyết định cơ bản phía bên trái, và nhận ra những tác động chủ yếu của chúng trên dòng tiền, vốn là những thành phần chủ động của đối với việc tạo ra giá trị. Sự phối hợp những quyết định đầu tư và kinh doanh phát sinh dòng tiền từ những hoạt động kinh doanh sau khi trừ thuế, hoặc dòng tiền tự do, trong khi những quyết định bỏ vốn lại ảnh hưởng đến cấu trúc vốn đầu tư và mức độ của phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư của công ty. Việc áp dụng phí tổn về vốn đầu tư – tất nhiên, phí tổn này phản ánh những lợi nhuận theo dự tính của nhà đầu tư – như là tỉ lệ chiết khấu đối với dòng tiền tự do và giá trị đang phát triển liên tục vẫn xác định toàn bộ giá trị của cổ đông, như chúng ta đã thảo luận trong chương 11. Đồng thời, những chu kỳ thời gian tồn tại của sản phẩm, sự cạnh tranh, và nhiều ảnh hưởng khác lại tác động đến quy mô và độ biến thiên của những dòng tiền đã được lên kế hoạch này. Những thị trường vốn đầu tư lần lượt ảnh hưởng đến dự tính của nhà đầu tư về lợi nhuận.

Hình 12-3 Tạo ra Giá trị Cổ đông trong một Bối cảnh Dòng tiền



Như một sự chọn lựa, phía bên phải của sơ đồ chứng tỏ rằng cũng có thể nhìn thấy giá trị cổ đông dưới hình thức toàn bộ lợi nhuận của cổ đông (TRS), mà chúng ta đều biết đó là sự phối hợp của cổ tức bằng tiền mặt và tiền lãi từ vốn đầu tư đã được nhận ra, khi nhìn bằng đôi mắt của cổ đông. Quyết định này của cổ đông không thể tách biệt với động lực của hoạt động kinh doanh – các mô hình dòng tiền – bởi vì đó là dòng tiền tự do tích cực trước hết sẽ cho phép công ty chi trả cổ tức, và cũng sẽ gia tăng giá thị trường của cổ phần, giúp nhà đầu tư có thể nhận ra những khoản tiền lãi từ vốn đầu tư. Một cách tự nhiên, có thể tạo ra giá trị bằng cách giảm thiểu cổ tức và tái đầu tư toàn bộ quỹ trong những cơ hội có nền tảng hợp lý. Vậy thì sự gia tăng giá trị phát xuất từ sự tăng giá vốn đầu tư, đánh giá việc thực hiện thành công và sự tăng trưởng về thành tích dòng tiền theo dự tính. Trái lại, với những điều kiện mà trong đó, không sẵn có những cơ hội mới hợp lý, thì điều có thể tốt nhất đối với cổ đông là công ty mua lại cổ phần, hơn là đầu tư trong những kế hoạch kinh doanh tầm thường, để tránh phá hủy giá trị.

Những mối quan hệ mật thiết của ba khái quát mà chúng ta vừa trình bày là gì? Bạn hãy ghi chú rằng chúng ta đã một lần nữa trở lại với một tầm nhìn có hệ thống về công ty, cũng được dẫn dắt bởi ba quyết định quản lý cơ bản, nhưng thậm chí còn nhấn mạnh nhiều hơn vào những mô hình dòng tiền vốn là cơ sở kinh tế của thành tích và giá trị. Tất cả các kỹ thuật và phương pháp phân tích tài chính đã được thảo luận trong cuốn sách này cuối cùng đều liên quan đến hệ thống kinh doanh và bối cảnh chiến lược của nó, như chúng ta đã nhận thấy ở đây và trong Chương 2, và điều quan trọng là việc sử dụng bất cứ phương pháp phân tích nào, hoặc sự phối hợp các phương pháp, được phán đoán theo nghĩa này.

Thông điệp cơ bản của việc quản lý giá trị cổ đông không gì hơn là trách nhiệm của ban quản lý, để đặt cơ sở cho tất cả những quyết định đầu tư, kinh doanh và tài trợ của họ, dựa trên một cơ sở kinh tế – dòng tiền – hợp lý, và để quản lý tất cả những nguồn lực được giao cho họ quan tâm, đối với những lợi nhuận kinh tế cao hơn. Theo thời gian, sự nhất quán trong phương pháp này sẽ mang lại giá trị gia tăng của cổ đông, và sự tăng trưởng tương đối trong biểu hiện của giá cổ phiếu. Nếu điều này nghe có vẻ hợp lý, thì quả thật nó có ý định như vậy, bởi vì thách thức của thế kỷ 21 là sự cạnh tranh sống còn, thông qua cách quản lý tốt hơn trong một phạm vi của thế giới – nơi mà những nguyên tắc cơ bản về kinh tế đang đạt tới sự thống trị vượt trên hệ tư tưởng. Như chúng ta đã giới thiệu trong Chương 2 và giải thích cụ thể trong phần còn lại của cuốn sách này, trong nhiều hình thức của nó, cách

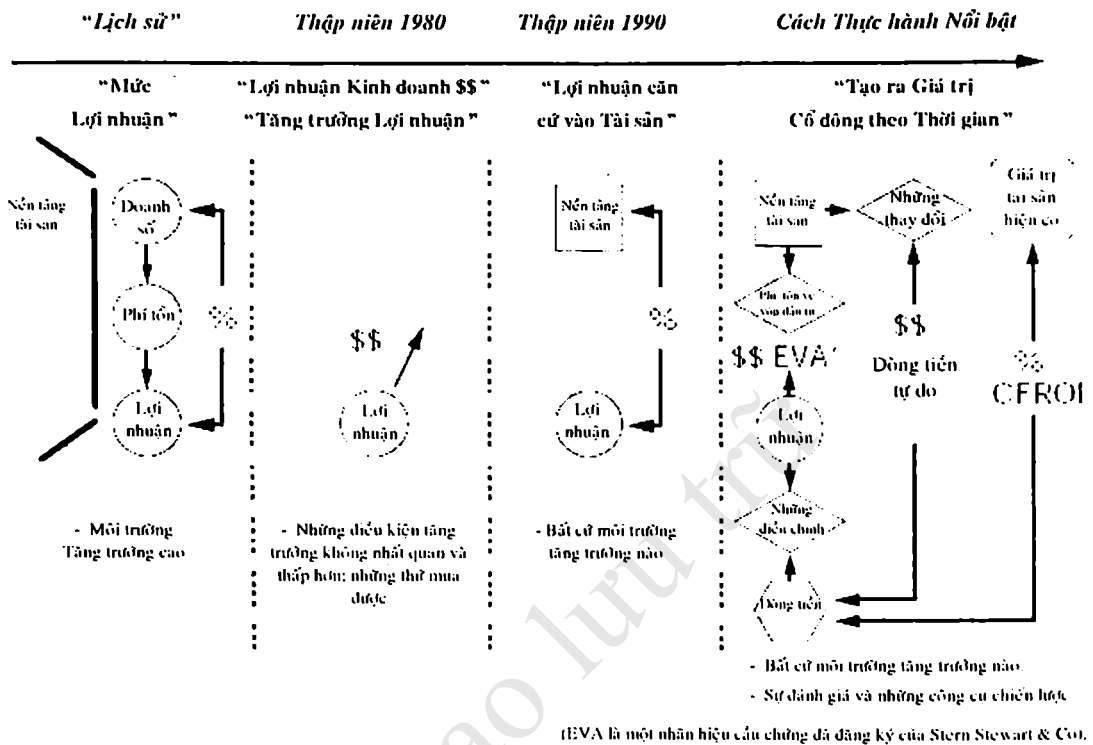
phân tích tài chính là một công cụ đối với những người hướng tới việc phân tích với bất cứ quan điểm nào, khi họ phán đoán thành tích kinh tế / tài chính và triển vọng của bất cứ hoạt động kinh doanh nào.

SỰ TIẾN TRIỂN CỦA CÁC HỆ PHƯƠNG PHÁP DỰA TRÊN-GIÁ TRỊ

Suốt hai thập niên qua, con số các hệ phương pháp dựa trên-giá trị vẫn tiến triển và đang càng ngày càng được chấp nhận. Mục đích của chúng là nhằm liên kết thành tích được diễn tả trong quá khứ, và những mô hình dòng tiền theo dự tính hoặc những vật thay thế chúng, với giá thị trường của toàn bộ công ty, và với mức độ giá cả tương ứng của những cổ phần thường của công ty. Các hệ phương pháp này đã trở nên phổ biến trong bối cảnh của các phương pháp quản lý dựa trên-giá trị, và các công ty tư vấn khác nhau vẫn sử dụng các phương pháp này, để củng cố một sự liên kết vững chắc giữa những hoạt động quản lý và những kết quả giá trị cổ đông. Hơn nữa, các chương trình như vậy liên quan đến lối suy nghĩ về dòng tiền và những kết quả đối với cách quản lý tiền thưởng. Chúng được trù tính để cung cấp một tập hợp chặt chẽ, bao gồm những nguyên tắc kinh tế hướng dẫn các phương pháp lên kế hoạch, những chính sách đầu tư, chọn lựa bỏ vốn, quyết định kinh doanh, và khuyến khích quản lý đối với giá trị đang gia tăng của cổ đông trong một công ty, như đã được trình bày trước đây trong các bản khái quát của chúng ta.

Sự thay đổi lối suy nghĩ làm nền tảng cho các phương pháp này được mô phỏng trong sơ đồ đơn giản của hình 12-4, trình bày sự thay đổi đáng kể về tầm quan trọng, như được phản ánh trong cách đánh giá thành tích của công ty.

Hình 12-4 Tầm Quan trọng đang Thay đổi trong những cách Đánh giá Thành tích của Công ty.



Trước thập niên 1980, trong đa số tình huống, tầm quan trọng của việc quản lý có khuynh hướng đạt được những mức lợi nhuận liên tục cao. Cơ sở tài sản cần thiết để hỗ trợ những hoạt động kinh doanh thuộc về tầm quan trọng thứ hai, hầu như là một cách giải quyết đến sau, như ranh giới ngăn cách đã biểu thị. Ý tưởng là nếu những mức bảo chứng đủ cao, thì việc thu hồi tài sản và những lợi nhuận sẽ tự thu xếp, giống như việc tài trợ đối với những nhu cầu đầu tư mới để tăng trưởng nhanh chóng. Không cần phải nói, các công ty nào đang áp dụng lối suy nghĩ này đều không sử dụng tốt nhất những quỹ được đầu tư, và tính hiệu quả của tài sản có vấn đề. Trong thập niên 1980, tầm quan trọng đã thay đổi hướng tới sự tăng trưởng lợi nhuận trong những thời hạn tuyệt đối, ngoài ra, còn tập trung vào bản báo cáo kinh doanh, và ít chú ý đến tính hiệu quả của tài sản. Với một số may mắn, sự tăng trưởng lợi nhuận đầy đủ sẽ hỗ trợ những vụ đầu tư mới và hiện có, nhưng khuynh hướng suy nghĩ này vẫn để mặc cho tính hiệu quả của tài sản mở ra đối với các vấn đề thực sự.

Không phải cho đến thập niên 1990, sự kết thúc chính thức giữa cơ sở tài sản và những lợi nhuận kinh doanh mới bắt đầu, thường dưới hình thức

của một tỉ lệ phần trăm những lợi nhuận căn cứ vào tài sản, được diễn tả bằng nhiều cách. Trong khi những giá trị được ghi lại và lợi nhuận dựa trên-kế toán có thể mở đầu cho những biến dạng, và trong khi việc sử dụng lợi nhuận ngắn hạn như là một mục đích có thể đưa đến những hoạt động đầu tư mới ít tối ưu hơn, thì sự phối hợp những tài sản và khả năng sinh lợi vẫn là một bước có ý nghĩa, hướng tới một phương cách kết hợp hơn về cách phán đoán kết quả và thực hiện những quyết định mới. Khi các phương pháp kết hợp và sinh lợi hơn bắt đầu được sử dụng trong thực hành, thì những nỗ lực đang gia tăng đã được thực hiện, để đối phó với những thiếu sót của lối suy nghĩ dựa trên-kế toán, và để cung cấp những dấu hiệu có ý nghĩa hơn cho các nhà quản lý ở mọi mức độ. Việc tạo ra giá trị cổ đông được giới thiệu và dựa trên dữ liệu điều chỉnh đa dạng, trình bày cơ sở tài sản và những kết quả kinh doanh.

Một yếu tố chủ yếu là tái phát hiện phí tổn về vốn đầu tư (xuất hiện lần đầu tiên trong tài liệu kinh tế vào khoảng năm 1890!), như là một tiêu chuẩn chủ yếu để phán đoán thành tích. Khái niệm về lợi nhuận kinh tế được xác định là sự vượt quá của những lợi nhuận đã điều chỉnh, trên cả phí tổn về những nguồn lực đã điều chỉnh đang hỗ trợ chúng. Một yếu tố chủ yếu khác là sự tái phát hiện dòng tiền như là thành phần chủ động của giá trị, cho dù dưới hình thức của dòng tiền tự do để phán đoán toàn bộ công ty, hoặc những giá thực dòng tiền dành cho những dự kiến đầu tư. Các phương pháp dòng tiền khác nhau đạt được tầm quan trọng, trong số đó, có dòng tiền từ lợi nhuận căn cứ vào mức đầu tư (CFROI) dưới những hình thức khác nhau. Chủ đề phổ biến trong sự tiến triển này là chậm nhận ra rằng thật ra, bất cứ đơn vị hạch toán kinh doanh nào đều là một hệ thống kinh tế cần được phán đoán dựa trên một phạm vi thời gian hợp lý, với thành tích và những tiêu chuẩn giá trị phản ánh và khuyến khích những cuộc trao đổi dòng tiền làm nền tảng cho những quyết định quản lý, động cơ, sự thực hiện và những kết quả.

Xem lại các Phương pháp Chủ yếu

Ở điểm này, chúng ta nên xem lại bằng những thuật ngữ bao quát, về các phương pháp đánh giá thành tích chủ yếu và giá trị, mà chúng ta đã bắt gặp trong thực hành kinh doanh hiện nay, và để chú thích chi tiết hơn vài công cụ nổi bật vẫn hỗ trợ việc tạo ra giá trị cổ đông. Chúng ta phân loại các phương pháp thành: lợi nhuận, dòng tiền và những loại giá trị, và chúng ta sẽ bàn đến từng phạm vi liên tiếp.

Các Phương pháp Lợi nhuận

Năm phương pháp trong phạm vi này là những phương cách truyền

thống về lợi nhuận đang nêu ra hoặc lợi nhuận liên quan đến những cách diễn tả khác nhau về vốn được đầu tư, mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 4. Chúng đang càng ngày càng bị thay thế bằng các phương pháp về dòng tiền và dựa trên-giá trị, đặc biệt đối với những mục đích lên kế hoạch nội bộ, phân tích và đánh giá. Chúng ta liệt kê các phương pháp này ở đây vì tính chất trọn vẹn, hơn là vì sự phù hợp hiện nay của chúng.

- Lợi nhuận cho từng cổ phần (EPS) là lãi ròng kế toán sau khi trừ thuế chia cho con số những cổ phần đang lưu hành.
- Lợi nhuận căn cứ vào mức đầu tư (ROI) là lợi nhuận kế toán chia cho giá trị trên sổ sách của mức đầu tư đang hỗ trợ những hoạt động kinh doanh, cả hai đều được xác định bằng nhiều cách.
- Lợi nhuận căn cứ vào tài sản ròng (RONA), hoặc lợi nhuận căn cứ vào việc sử dụng làm vốn, là lợi nhuận kinh doanh kế toán sau khi trừ thuế (NOPAT), chia cho giá trị trên sổ sách của toàn bộ những tài sản, trừ đi những tài sản nợ hiện hành.
- Lợi nhuận căn cứ vào vốn đầu tư được sử dụng (ROCE) là lợi nhuận kinh doanh kế toán (NOPAT) đối với giá trị trên sổ sách của những tài sản đang hỗ trợ những hoạt động kinh doanh.
- Lợi nhuận căn cứ vào vốn cổ phần (ROE) là lãi ròng kế toán sau khi trừ thuế chia cho giá trị trên sổ sách của vốn cổ phần của cổ đông.

EPS, một trong những chỉ số về thành tích được nêu ra phổ biến nhất, mà chúng ta đã thảo luận vài chỗ trong cuốn sách này, đã suy giảm từ tính ưu việt trước đây của nó. Trong khi EPS vẫn còn được các nhà phân tích chứng khoán theo dõi như là một chỉ số về thành tích trong thời hạn gần đây, và được sử dụng trong những tình huống đánh giá đơn giản thông qua bội số của lợi nhuận, thì EPS chỉ diễn tả thu nhập phụ thuộc về chuỗi kế toán. Hơn nữa, nó còn lệ thuộc vào nhiều quy tắc kế toán đã đầy đủ liệu thành tích đi xa hơn, và cách xa khỏi dòng tiền. Ngoài ra, con số những cổ phiếu đã phát hành thậm chí sẽ còn dao động hơn trong những ngày này bao gồm việc mua lại cổ phần, và sẽ ảnh hưởng đến mức độ và khuynh hướng của phương pháp này.

ROI là phương cách đơn giản nhất để diễn tả khả năng sinh lợi của việc sử dụng tài sản, và trong hình thức chưa được điều chỉnh của nó, vẫn còn một phương pháp kế toán cơ bản, không phải là một cách diễn tả thành tích kinh tế. Những lợi nhuận kế toán phản ánh nhiều chi phí ngoài tiền mặt và những chi phí bổ sung, trong khi giá trị trên sổ sách của mức đầu tư lại là một giá trị được ghi lại, không phải là một giá trị kinh tế hiện hành. Nó có thể hữu ích như là một cách tính gần đúng, nhưng có thể thường không đáng

tin tưởng, do bản chất của dữ liệu kế toán, như chúng ta đã đề cập trong Chương 4.

RONA đã trở nên khá phổ biến, khi sử dụng một lợi nhuận kinh doanh tập trung hơn, liên quan đến những tài sản ròng, hoặc việc sử dụng làm vốn, như được ghi lại trên bảng cân đối kế toán. Phương pháp này vẫn phải chịu tổn thất từ cùng một số vấn đề kế toán như ROI, đặc biệt trong việc đánh giá cơ sở tài sản.

ROCE là một sự biến đổi xa hơn, tập trung vào lợi nhuận kinh doanh và những tài sản doanh nghiệp, nhưng vẫn còn các vấn đề kế toán tương tự. Phương pháp này được áp dụng hầu hết để sắp xếp mục đích nội bộ, nó giúp làm cho việc sử dụng tài sản trở thành một vấn đề về thành tích, ít nhất trong thời hạn gần. Tuy nhiên, phương pháp này lại không liên quan nhiều đến các phương pháp kinh tế được sử dụng để phán đoán những mức đầu tư mới, nó cũng không hỗ trợ trong việc thực hiện những quyết định hàng ngày dựa trên một cơ sở kinh tế.

ROE là mối quan hệ của lãi thuần kế toán đối với đòi hỏi về quyền sở hữu thặng dư của các cổ đông thường, một giá trị được ghi lại bị chèn ép bởi một loạt toàn bộ những sự sắp xếp lại, dự trữ, đặt sang một bên. Phương pháp này vẫn được nêu ra rộng rãi, và đôi khi còn được sử dụng để sắp xếp mục đích, trong chính bản chất của nó, phương pháp này không thể phản ánh thành tích kinh tế của một công ty. Ngoài các vấn đề kế toán thông thường, nó cũng chịu ảnh hưởng bởi sự thúc đẩy tài chính mà một công ty sử dụng. Bên cạnh những thiếu sót đối với việc sử dụng nội bộ của phương pháp này, sự biến dạng của đòn bẩy vay nợ còn làm cho những so sánh ngang hàng càng trở nên khó khăn, khi những cấu trúc vốn đầu tư thay đổi.

Các Phương pháp về Dòng tiền

Các phương pháp gần đây hơn để đánh giá thành tích và giá trị vẫn dựa trên việc phân tích dòng tiền, với nhiều tầm quan trọng được đặt trên việc thay thế những số tiền chỉ định kế toán và sự điều chỉnh ngoài tiền mặt, để đạt tới tiền mặt được cung cấp bởi những hoạt động kinh doanh, và tiền mặt được đầu tư để hỗ trợ những hoạt động kinh doanh. Chúng liên quan chặt chẽ đến những tiêu chuẩn kinh tế được sử dụng phổ biến, như giá trị hiện tại ròng và suất nội hoàn, do đó, liên kết phương pháp kinh tế với những vụ đầu tư mới, qua việc đánh giá về những hoạt động kinh doanh đang tiến hành. Chúng ta đã thảo luận nhiều trong số các phương pháp này qua các chương trước đây, và sau đó, chúng ta sẽ bàn đến các phương pháp hiện hành nhất trong phần này.

- Dòng tiền tự do là dòng tiền kinh doanh (lãi tịnh sau khi trừ thuế cộng với khấu hao và trừ dần, nhưng thường được điều chỉnh để thay

thế phí tổn trả lại), trừ đi những mức đầu tư kinh doanh mới (bao gồm những thay đổi trong vốn luân chuyển), cộng với những sự chuyển nhượng tài sản.

- Lợi nhuận bằng dòng tiền căn cứ vào tổng (ngạch) đầu tư (ROGI) là dòng tiền kinh doanh (lãi tịnh sau khi trừ thuế cộng với sự khấu hao và trừ dần), chia cho tổng tích sản (trước khi khấu hao tích lũy).
- Lợi nhuận bằng dòng tiền căn cứ vào mức đầu tư (CFROI) là suất nội hoàn đối với thời gian tồn tại của vụ đầu tư, dựa trên những dòng tiền kinh doanh thu vào, dòng tiền đầu tư chi ra, và những việc thu hồi tiền mặt. Nó liên quan đến những cách điều chỉnh khác nhau, để đi đến những dòng tiền kinh doanh và giá trị tiền mặt của cơ sở tài sản có liên quan, như chúng ta sẽ chứng minh.
- Toàn bộ lợi nhuận của cổ đông (TSR) là tỷ suất lợi nhuận đối với nhà đầu tư từ những cổ phần giữ được qua một hoặc vài kỳ hạn, được tính toán từ sự phối hợp của những cổ tức và sự thay đổi trong giá trị cổ phần.
- Toàn bộ lợi nhuận kinh doanh (TBR) là suất nội hoàn từ một đơn vị kinh doanh hoặc công ty không niêm yết qua một hoặc vài kỳ hạn, từ sự phối hợp của những dòng tiền và sự thay đổi trong giá trị vốn đầu tư. Nó liên quan đến những cách điều chỉnh khác nhau, để phát triển những giá trị mở đầu và kết thúc của doanh nghiệp.

Dòng tiền tự do đã trở thành một khái niệm được chấp nhận phổ biến, hữu ích như một tiêu chuẩn kinh tế đối với những kết quả định kỳ, nhưng, thậm chí lại còn quan trọng hơn, nó tiêu biểu cho một yếu tố chủ yếu trong việc đánh giá các công ty và những bộ phận của họ, cũng như trong những cách phân tích lên kế hoạch chiến lược

Đôi khi, ROGI phục vụ như sự thay thế hoàn toàn đối với lợi nhuận kinh tế định kỳ, liên kết những dòng tiền kinh doanh với những tài sản doanh nghiệp được ghi lại – chúng đã “kiếm được cả thảy”, bằng cách cộng với khấu hao được tích lũy trở lại, để cung cấp một sự thay thế đối với những giá trị hiện hành của cơ sở tài sản. Nó có thể là một phép tính gần đúng đối với một cách phân tích dòng tiền chính xác hơn trong nhiều tình huống, nhưng nó cũng có thể gây ra một số biến dạng, bởi vì thật ra, nó dựa vào phí tổn gốc của những tài sản thuộc về những thời kỳ khác nhau, như là một sự thay thế rộng lớn đối với giá trị hiện hành.

Dưới hình thức tinh vi nhất của nó, CFROI là một lợi nhuận kinh tế được phát triển đối với công ty hoặc các bộ phận của họ, tiêu biểu cho một suất nội hoàn qua thời gian tồn tại trung bình của những tài sản doanh

nghiệp có liên quan. Nó được trực tiếp so sánh với phí tổn về vốn đầu tư, và với kết quả từ những cách phân tích mức đầu tư mới dựa trên dòng tiền. Hệ phương pháp này đòi hỏi hàng loạt những sự điều chỉnh và một số cách giải thích về khái niệm, như chúng ta sẽ thảo luận sau.

TSR đã trở nên một khái niệm phổ biến, được sử dụng và phổ biến rộng rãi, bởi vì nó diễn tả lợi nhuận hàng năm mà một nhà đầu tư đạt được, từ việc giữ những cổ phần của một công ty qua một thời gian cụ thể, dựa trên những cổ tức và sự thay đổi trong giá thị trường. Nó liên kết với cách tính toán phí tổn về vốn đầu tư của một công ty, như là một cách diễn tả về những dự tính của cổ đông, để xem xét khi chứng minh phí tổn về vốn cổ phần.

TBR là một phương pháp tương tự như CFROI, được chỉ định để đánh giá suất nội hoàn của các đơn vị kinh doanh hoặc những đơn vị hạch toán khác, dựa trên dòng tiền tự do và cách ước lượng những giá trị mở đầu và kết thúc của đơn vị hạch toán, rất giống như cách phân tích một kế hoạch đầu tư như đã trình bày trong Chương 8.

Các Phương pháp về Giá trị

Tương tự như vậy, bảy phương pháp về giá trị được liệt kê ở đây phản ánh sự tiến triển từ những bội số đơn giản, đến những khái niệm về dòng tiền có giá trị hiện tại. Một lần nữa, chúng ta đã thảo luận vài trong số các phương pháp cơ bản trong các chương trước, nhưng sau này, chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về các phương pháp quan trọng nhất đối với cách thực hành quản lý dựa trên-giá trị hiện hành.

- Những bội số lợi nhuận dựa trên toàn bộ thu nhập sau khi trừ thuế, hoặc EPS nhân với một nhân tố mang tính cách phán đoán. Những bội số này liên quan đến tỉ suất giá cả / lợi nhuận, vẫn thường được sử dụng như là một cách hướng dẫn đối với nhân tố được sử dụng.
- Những bội số dòng tiền là một sự biến đổi những bội số lợi nhuận, bằng cách sử dụng toàn bộ thu nhập sau khi trừ thuế, cộng với sự khấu hao và trừ dần, hoặc cũng như vậy dựa trên một cơ sở cho từng cổ phần, nhân với một nhân tố mang tính cách phán đoán.
- Lợi nhuận kinh tế, hoặc giá trị kinh tế được bổ sung (EVA), là sự khác biệt giữa lợi nhuận kinh doanh sau khi trừ thuế (NOPAT) và một chi phí vốn đầu tư, dựa trên phí tổn về vốn đầu tư, nhân với những tài sản ròng của doanh nghiệp đã được sử dụng. Nó cũng được diễn tả như sự thay đổi trong lợi nhuận kinh tế từ kỳ hạn này sang kỳ hạn kia. Phương pháp này đòi hỏi những cách điều chỉnh khác nhau đối với lợi nhuận kinh doanh và cơ sở tài sản, như chúng ta sẽ nhận thấy.

- Giá thị trường gia tăng (MVA) là sự khác biệt giữa giá trị trên sổ sách của toàn bộ vốn đầu tư và giá thị trường bao gồm những hình thức khác nhau của vốn đầu tư. Nó đòi hỏi những điều chỉnh khác nhau đối với những giá trị được ghi lại, và một phán đoán cẩn thận về những giá trị cổ phần hiện hành tiêu biểu như thế nào.
- Giá trị gia tăng của tiền mặt (CVA) là sự khác biệt giữa dòng tiền hàng năm cần có, để trả dần vào một vụ đầu tư (bằng cách sử dụng phí tổn về vốn đầu tư như là nhân tố chiết khấu), và dòng tiền thực sự phát sinh, được diễn tả như một vi phân của giá trị hiện tại.
- Như chúng ta đều biết, giá trị cổ đông (SHV) là giá trị hiện tại của những dòng tiền tự do theo ước lượng qua thời gian lên kế hoạch, được chiết khấu theo phí tổn về vốn đầu tư của công ty, cộng với giá trị hiện tại của giá trị đang phát triển liên tục của doanh nghiệp, cộng với bất cứ tài sản nào không thuộc về doanh nghiệp (như những chứng khoán có thể bán được và những vụ đầu tư khác), trừ đi tổng số nợ dài hạn chưa trả. Nó tiêu biểu cho giá trị hiện tại thuộc về vốn cổ phần của cổ đông trong những điều kiện đã được thừa nhận.
- Giá trị gia tăng của cổ đông (SVA) là sự thay đổi trong toàn bộ giá trị cổ đông, hoặc là từ kỳ hạn này sang kỳ hạn kia, hoặc là qua một quãng thời gian lên kế hoạch lâu hơn, bằng cách sử dụng phương pháp tính toán giá trị cổ đông (SHV) như đã mô tả trên đây đối với từng điểm dữ liệu.

Những bội số của lợi nhuận vẫn còn là một phương cách phổ biến để củng cố một hình ảnh cho giá trị của một doanh nghiệp, ngay cho dù những lợi nhuận kế toán vẫn lệ thuộc vào nhiều sự biến dạng tiềm năng từ một quan điểm kinh tế.

Những bội số của dòng tiền tiêu biểu cho một nỗ lực để phản ánh những dòng tiền kinh doanh, cho dù dưới hình thức đơn giản nhất của chúng, thì chỉ có sự khấu hao và trừ dần được bổ sung trở lại. Chúng lại vẫn hữu ích như là một cách ước lượng đầu tiên, trước khi áp dụng các phương pháp tinh vi hơn.

EVA, khái niệm do Stern Stewart & Co. phổ biến, là một hình thức của lợi nhuận kinh tế phát xuất từ sự vượt quá (hoặc thâm hụt) của những lợi nhuận kinh doanh, sau khi trừ đi phí tổn về vốn đầu tư của những tài sản được sử dụng. Với những cách điều chỉnh khác nhau cả đối với lợi nhuận kinh doanh, lẫn đối với cơ sở tài sản, thì có thể sử dụng phương pháp này để theo dõi những thay đổi trong việc tạo ra giá trị từ kỳ hạn này sang kỳ hạn kia, và để củng cố cách đánh giá công ty. Lợi nhuận kinh tế không phải là một nguyên tắc mới, bởi vì trong hình thức cơ bản của nó, nó chỉ nêu lên

một cách đơn giản rằng một công ty hoặc một đơn vị doanh nghiệp đang bổ sung giá trị, khi những lợi nhuận sau khi trừ thuế và trước khi có lãi đều cao hơn phí tổn có tác dụng về vốn đầu tư của những nguồn lực được sử dụng để tạo ra những lợi nhuận này.

MVA là một cách diễn tả giá trị mà một doanh nghiệp tạo ra vượt quá tổng số vốn được đầu tư, như trình bày trên bảng cân đối kế toán, dựa trên một cơ sở định kỳ cũng như qua một quãng thời gian lâu hơn. Căn cứ vào cơ sở là vốn đầu tư được ghi lại, cần có những cách điều chỉnh khác nhau để làm cho phương pháp này trở nên có ý nghĩa.

CVA củng cố giá trị kinh tế được tạo ra, trong những giới hạn dòng tiền, hơn và vượt trên những dòng tiền cần có, để thu hồi vốn đầu tư được sử dụng trong một doanh nghiệp, bằng cách sử dụng phí tổn về vốn đầu tư như là một tiêu chuẩn. Nó tương đương một cách chặt chẽ với tiêu chuẩn giá trị ròng hiện tại, và nó nhất quán với những cách phân tích đầu tư nội bộ.

Tất nhiên, SHV là khái niệm quen thuộc với việc để cho những dòng tiền theo dự tính tiêu biểu cho giá trị hiện tại thuộc về vốn cổ phần của cổ đông, như là một phương pháp bao gồm việc tạo ra giá trị của toàn bộ công ty. Như đã được thảo luận trong Chương 11, mô hình này tiêu biểu cho giá trị làm nền tảng cho nhiều hoạt động quản lý dựa trên-giá trị hiện vẫn có trong tổ chức hiện đại ở Mỹ.

SVA đã trở thành một sự bổ sung hữu ích vào khái niệm về toàn bộ giá trị cổ đông, do tầm quan trọng của những khuynh hướng củng cố việc tạo ra giá trị, khi đánh giá những kế hoạch chiến lược trong tổ chức và tác động của chúng qua một thời gian. Nó cũng được sử dụng để đánh giá việc tạo ra giá trị tiềm năng từ sự kết hợp và mua lại công ty, như chúng ta sẽ nhận thấy sau đây.

Lợi nhuận Kinh tế và CFROI

Bây giờ, chúng ta sẽ thảo luận, với ít chi tiết hơn, về hai trong số các phương pháp phổ biến nhất hiện đang được sử dụng trong các quá trình quản lý dựa trên-giá trị. Như chúng ta đã nêu lên trước đây, lợi nhuận kinh tế (EVA) tiêu biểu cho một tiêu chuẩn so sánh để đánh giá xem một doanh nghiệp có đang kiếm được vượt trên phí tổn về vốn đầu tư bao gồm những nguồn lực (nền tảng vốn đầu tư) mà họ sử dụng hay không. Cách tính toán là một con toán trừ thật đơn giản, bằng cách lấy lợi nhuận kinh doanh trừ đi phí tổn về vốn đầu tư:

$$EVA = NOPAT - Ck$$

trong đó:

$NOPAT = \text{Lợi nhuận kinh doanh sau khi trừ thuế (đã điều chỉnh)}$.

$C = \text{Nền tảng vốn đầu tư được sử dụng (giá trị của sự khấu hao)}$.

$k = \text{Phí tổn trung bình có tác dụng về vốn đầu tư}$.

Bạn hãy ghi chú rằng như quy định, công thức này dựa vào những lợi nhuận được báo cáo và nền tảng vốn đầu tư được ghi lại đang hỗ trợ những lợi nhuận này, chứ không dựa trên dòng tiền. Thật vậy, đối với giá trị trên sổ sách của số tiền mà các chủ sở hữu và người cho vay đầu tư vào công ty, EVA được xác định bằng cách lấy lợi nhuận kinh doanh trừ đi chi phí vốn đầu tư. Đối với một đơn vị doanh nghiệp, chi phí vốn đầu tư thường dựa trên những tài sản ròng được sử dụng. Do đó, thoát nhìn, EVA có vẻ là phương pháp dựa trên-kế toán, hơn là một phương pháp kinh tế. Stern Stewart & Co. thực hiện hàng loạt những điều chỉnh lớn, khi làm việc với các công ty thân chủ. Những điều chỉnh này được thực hiện để kiểm tra phương pháp một cách chặt chẽ hơn đối với một cơ sở dòng tiền kinh tế, trong một nỗ lực để so sánh với những khái niệm về cách đánh giá kinh tế mà chúng ta đã thảo luận trước đây (bạn hãy xem những tham khảo ở cuối chương này). Hơn nữa, phương pháp EVA được áp dụng không chỉ để đánh giá thành tích hiện hành, mà còn để đánh giá những mức đầu tư mới và để phát triển thù lao khuyến khích.

Một số cách điều chỉnh chủ yếu được sử dụng trong việc áp dụng khái niệm EVA là gì? Bắt đầu bằng các bản báo cáo kế toán của một công ty, bước đầu tiên là từ đó rút ra một NOPAT đã điều chỉnh, trong khi bước thứ hai là triển khai nền tảng vốn đầu tư phù hợp. Những điều chỉnh chủ yếu trong những tính toán NOPAT và nền tảng vốn đầu tư xảy ra trong những lãnh vực sau đây:

- Chi phí thuê hoạt động.
- Chi phí nghiên cứu và phát triển.
- Chi phí khuyến mãi và quảng cáo.
- Điều chỉnh giá trị hàng tồn kho (LIFO).
- Những khoản thuế thu nhập hoãn lại.
- Khấu hao do uy tín kinh doanh.
- Tách riêng những tài sản không phải là kinh doanh.

Trong trường hợp thuê hoạt động, sự điều chỉnh trở nên cần thiết, bởi vì có sự ưu tiên đối với việc bộc lộ giá trị không được ghi lại của những tài sản thuê như là một phần của nền tảng vốn đầu tư, và thay thế chi phí lợi tức được quy cho những tài sản thuê mượn này từ bản báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Việc trả tiền thuê được sử dụng làm vốn trên bảng cân đối kế

toán, với sự bù trừ bằng một tài sản nợ phù hợp, và giá trị vốn đầu tư được khấu hao qua thời gian phù hợp. Sau đó, lấy những lợi nhuận đang đạt tới NOPAT trừ đi chi phí khấu hao này.

Những ảnh hưởng của việc nghiên cứu và phát triển, cũng như chi phí quảng cáo và khuyến mãi phải gánh chịu trong một thời gian quy định thường mở rộng sang những thời gian tương lai, mặc dù những quy tắc kế toán hiện hành đòi hỏi phải tính toàn bộ chi phí vào thời gian phải gánh chịu. Việc điều chỉnh đối với NOPAT bao gồm việc loại bỏ những chi phí này từ bản báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, dùng chúng làm vốn như là một phần của nền tảng vốn đầu tư, và khấu hao chúng đối với một thời gian phù hợp. Sau đó, lấy những lợi nhuận đang đạt tới NOPAT trừ đi chi phí khấu hao định kỳ này, với một số lượng nhỏ hơn.

Theo thời gian, những giá trị của hàng tồn kho trong LIFO có thể bị báo cáo không đúng sự thật, bởi vì phí tổn được ghi lại của những món hàng trước đây trong số hàng tồn kho vẫn không thay đổi, trong khi những hàng bổ sung lại được tính vào phí tổn của những hàng hóa bán ra. Để điều chỉnh sự chênh lệch này, những hàng tồn kho trên bảng cân đối kế toán phải được trình bày lại tới những giá trị hiện hành cao hơn, với sự tăng giá để bù trừ cho những lợi nhuận. Sự điều chỉnh này cũng liên quan đến việc tính vào sự thay đổi trong phần dự trữ LIFO.

Như chúng ta đã thảo luận trong các chương trước đây, những khoản thuế thu nhập hoãn lại đều gia tăng từ việc điều chỉnh sự khác biệt giữa những khoản thuế, do những tờ khai thuế của công ty, và những khác biệt đó phản ánh trên sổ sách. Trong một nỗ lực để biểu thị những khoản thuế bằng tiền mặt thực sự được trả trong một thời gian, sự thay đổi trong khoản thuế thu sau được cộng vào hoặc trừ đi khi xem lại cách tính NOPAT.

Cuối cùng, ở đâu trên bảng cân đối kế toán vẫn tiếp tục có thực chất của uy tín kinh doanh khá lớn, thì ở đó vẫn phải đảo ngược sự khấu hao định kỳ được phản ánh trên bản báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, sao cho lợi nhuận đều cao hơn. Uy tín kinh doanh vẫn không thay đổi trên bảng cân đối kế toán, theo giả thiết rằng tài sản này vẫn là một phần thường xuyên của nền tảng vốn đầu tư.

Trong hầu hết trường hợp, tác dụng thực của những điều chỉnh này sẽ mang lại kết quả trong một NOPAT phần nào cao hơn và một nền tảng vốn đầu tư mở rộng, nhưng không nhất thiết tỉ lệ với tác động của chúng trên cách tính toán EVA.

Phải giải thích kết quả của cách tính toán EVA như thế nào? Có hai cách quan sát kết quả. Thứ nhất là cách xác định tuyệt đối xem những lợi nhuận định kỳ có vượt quá hoặc không đạt tới phí tổn về vốn đầu tư hay

không. Cách giải thích thứ hai theo dõi sự thay đổi từ thời kỳ này sang thời kỳ kia, để phản ánh ý nghĩa của việc tạo ra giá trị. Chẳng hạn, giả thử vào năm 1999, một công ty không đạt tới phí tổn về vốn đầu tư tới khoảng \$200 triệu, nhưng vào năm 2000, công ty này đạt được một lợi nhuận kinh tế tích cực là \$50 triệu. Theo cách giải thích thứ nhất, thì lợi nhuận kinh tế năm 1999 rất tiêu cực, và tích cực vào năm 2000. Theo cách giải thích thứ hai, ban quản lý của công ty đã tạo ra được \$250 triệu lợi nhuận kinh tế giữa năm 1999 và 2000, bằng cách đảo ngược những kết quả tiêu cực của năm 1999 thành lãnh vực tích cực năm 2000. Từ quan điểm quản lý dựa trên-giá trị, cả hai cách giải thích đều được sử dụng, cách thứ nhất thường dành cho việc lập ra mục đích trong những hoạt động kinh doanh, lên kế hoạch và đầu tư; còn cách thứ hai như là một động cơ để đưa đến sự thay đổi. Như chúng ta sẽ nhận thấy một cách ngắn gọn, những cách phân tích lợi nhuận kinh tế như vậy được nhìn nhận tốt nhất qua vài thời kỳ, bởi vì khi được biến đổi thành những kết quả kế toán, chúng đều lệ thuộc vào cùng một số những biến dạng từ thời kỳ này sang thời kỳ kia như là các phương pháp kế toán chưa được điều chỉnh.

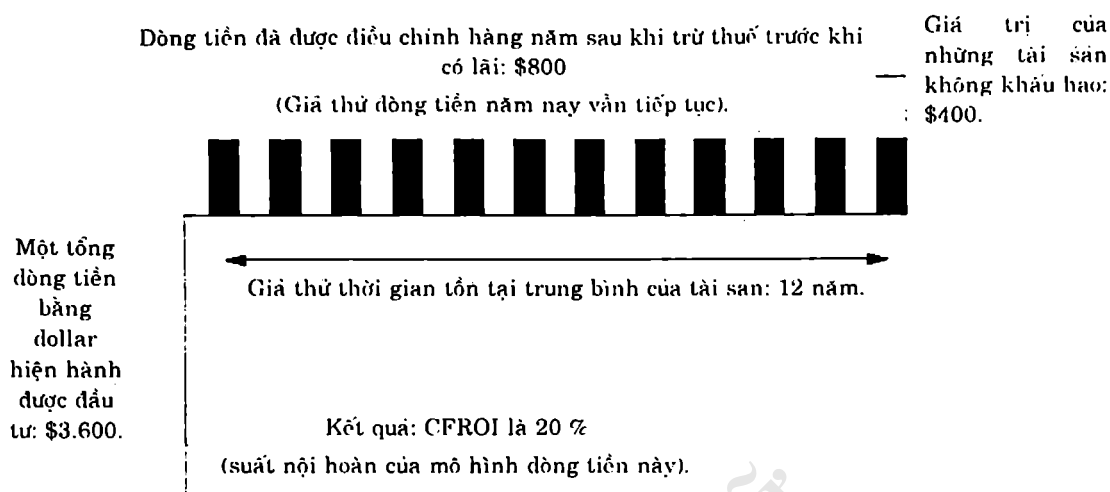
CFROI - hệ phương pháp tính vi nhất và có cơ sở vững chắc theo kinh nghiệm đối với cách quản lý dựa trên-giá trị – đã được các cựu Hội viên Đánh giá HOLT triển khai về cách phân tích thống kê từ nhiều năm qua, hiện nay, đang hoạt động vừa với tư cách là thành viên của Nhóm Tư vấn Boston, và vừa hoạt động một cách riêng biệt với tư cách là Hội viên Đánh giá Holt LP. Phương pháp dựa trên dòng tiền này – ban đầu có ý định như là một hướng dẫn phân tích dành cho các nhà quản lý tổ hợp chứng khoán đầu tư – dựa trên cách giải thích những kết quả tài chính của một công ty, thông qua những cách điều chỉnh khác nhau, thành phương pháp lợi nhuận căn cứ vào mức đầu tư được tính bằng dòng tiền dollar hiện hành, diễn tả thành tích kinh tế của công ty. Như vậy, khi khái niệm này được áp dụng vào dòng tiền theo dự tính, và kết hợp với sự tăng trưởng theo kế hoạch trong cơ sở tài sản của công ty, thì có thể sử dụng nó trong một mô hình phân tích độc quyền, để tính toán giá thị trường của công ty. Mô hình HOLT nhận ra những đóng góp dòng tiền đã điều chỉnh từ những tài sản hiện có, và kết hợp chúng với những dòng tiền đầu tư mới, tất cả đều dựa trên một cơ sở kinh tế có thể so sánh được. Điều này lên đến tột đỉnh trong khái niệm về *giá trị gia tăng của tiền mặt (CVA)*, có ý nghĩa trong việc tìm thấy giá trị kinh tế được tạo ra do những vụ đầu tư và chiến lược kinh doanh thành công hơn và vượt trên lợi nhuận của phí tổn về vốn đầu tư, dựa trên một cơ sở dòng tiền đã được chiết khấu.

Thật vậy, mô hình HOLT biến đổi dữ liệu tài chính của một công ty

thành hàng loạt những dòng tiền “kế hoạch” kinh tế nhất quán, khi được chiết khấu theo một tiêu chuẩn lợi nhuận của nhà đầu tư, được từ đó rút ra theo kinh nghiệm (phí tổn về vốn đầu tư tổng quát đối với toàn thể thị trường), cho phép tính toán giá thị trường tương ứng của việc công ty sử dụng làm vốn. Trong hầu hết trường hợp, giá trị của cổ phần được tính toán không chỉ theo dõi rất sát với những mô hình giá cả nguyên thủy, mà còn trở thành những tiên đoán đối với giá thị trường theo dự tính, dựa trên những kế hoạch chiến lược của một công ty – tất nhiên, nếu nhận ra kế hoạch được thừa nhận về dòng tiền trong tương lai. Mô hình này là một cách áp dụng rất kết hợp và tinh vi về các nguyên tắc dòng tiền kinh tế mà chúng ta đã thảo luận trong suốt cuốn sách này (xem các tham khảo ở cuối chương về phần đọc thêm).

Tự thân cách đánh giá thành tích CFROI có thể được minh họa theo sơ đồ ở hình 12-5, trong đó, dữ liệu được chọn từ các bản báo cáo tài chính của một công ty sau những lần điều chỉnh khác nhau, một số tương tự như những cách điều chỉnh mà chúng ta đã mô tả đối với phương pháp EVA. Tuy nhiên, trái ngược với phương pháp EVA, phương pháp này hoàn toàn dựa trên dòng tiền, và dữ liệu được điều chỉnh tới một cơ sở bằng dollar hiện hành. Bạn hãy ghi chú rằng sơ đồ này là một cách phân tích giá trị hiện tại về giá trị hiện hành của việc tổng đầu tư trong công ty, một mức độ dự đoán dòng tiền hơn 12 năm - thời gian tồn tại trung bình được thừa nhận -, và giá trị của những tài sản không khấu hao được phục hồi vào cuối thời gian 12 năm. Trong ví dụ này, kết quả là một suất nội hoàn 20 %, biểu thị lợi nhuận dòng tiền mà công ty kiếm được trong năm nay. Về sự phục hồi và mô hình dòng tiền mở rộng hơn thời gian tồn tại trung bình của những tài sản đã thừa nhận, nguyên nhân được đưa ra một cách đơn giản là khái niệm CFROI được trừ tính để tương đương với kế hoạch mới về những mô hình dòng tiền kinh tế mà chúng ta đã thảo luận trong hai Chương 7 và 8. Trong đó, chúng ta nhấn mạnh rằng cần phải quan tâm đến cuộc đời kinh tế và bất cứ sự thu hồi nào, để có thể tính toán một suất nội hoàn. Kết quả của CFROI chỉ diễn tả thành tích của năm được phân tích. CFROI cho năm tới sẽ dựa trên những dòng tiền trong năm đó, được mở rộng hơn thời gian tồn tại của tài sản đã thừa nhận, bằng cách sử dụng những giá trị tài sản đã điều chỉnh khi cần thiết đối với mức đầu tư hiện hành, cũng như đối với sự thu hồi vốn đầu tư khi kết thúc, và quá trình này được lập lại cho những năm kế tiếp.

Hình 12-5 Một Viễn cảnh về CFROI (ngàn dollar).



Những cách điều chỉnh làm nền tảng cho dữ liệu trong hình 12-5 được thực hiện qua ba lãnh vực. Lãnh vực thứ nhất liên quan đến việc biến đổi lãi tịnh kế toán thành một tổng dòng tiền hàng năm. Những thay đổi sau đây được thực hiện:

Lãi tịnh kế toán	\$425
Bổ sung thêm tác dụng của việc khấu hao, những khoản phải trả ngoài tiền mặt khác.....	200
Bổ sung thêm phí tổn trả lãi đã điều chỉnh thuế.....	75
Bổ sung thêm chi phí thuê khai thác đã điều chỉnh thuế (xem dưới đây):.....	50
Điều chỉnh để đánh giá hàng tồn kho (dự trữ LIFO).....	40
Điều chỉnh đối với lạm phát.....	10
Tổng dòng tiền bằng dollar hiện hành	<u>\$800</u>

Khi thích hợp, thì những điều chỉnh để bổ sung thêm những chi phí tăng giá bất thường về nghiên cứu và khuyến mãi cũng được thực hiện. Bạn hãy ghi chú rằng sự điều chỉnh lạm phát – hiện nay không rộng rãi trong các công ty Mỹ – nhưng có thể có ý nghĩa trong các nền kinh tế khác.

Lãnh vực thứ hai liên quan đến việc biến đổi những tài sản được ghi lại, thành một cơ sở đầu tư giá trị tiền mặt hiện hành. Những thay đổi sau đây được thực hiện:

Tổng số tài sản được ghi lại.....	\$3.125
Bổ sung thêm sự khấu hao tích lũy để đi đến phí tổn gốc.....	950
Điều chỉnh tổng tài sản cố định đối với giá trị bằng dollar hiện hành	575
Dùng những việc thuê khai thác làm vốn, để chỉ định giá trị tài sản ẩn tàng	350
Trừ đi những tài sản nợ không mang lãi	(1.100)
Trừ đi uy tín kinh doanh (của doanh nghiệp).....	(300)
Tổng dòng tiền đầu tư bằng dollar hiện hành.....	\$3.600

Bạn hãy ghi chú rằng việc điều chỉnh để biến đổi phí tổn gốc của những tài sản cố định thành một số tương đương bằng dollar hiện hành là một số lượng đáng kể, dựa trên việc chọn các phương pháp lạm phát phù hợp. Những tài sản nợ không mang lãi, như những khoản nợ, tích tụ, thuế phải trả và những tài sản nợ khác không có trong hợp đồng, đều được trừ đi để đi đến một con số tài sản ròng được điều chỉnh. Điều quan trọng trong cách tính toán này, đó là uy tín kinh doanh bị khấu trừ như thế không phù hợp với nền kinh tế, bởi vì sự điều chỉnh tài sản cố định đối với những giá trị hiện hành có giá trị như một cách thay thế đối với uy tín kinh doanh đang xuất hiện từ số tiền chênh lệch được chi trả đối với những tài sản được mua.

Lĩnh vực thứ ba liên quan đến sự phát triển của một phí tổn về tiêu chuẩn vốn đầu tư trong những thời hạn thực sự (không gây lạm phát), dựa trên một tỉ lệ tiền lãi thực sự không có rủi ro, một số tiền chênh lệch thực sự trong thị trường cổ phiếu, và một phí tổn trả lãi thực sự của khoản nợ. Trong những thời hạn đó, hệ phương pháp HOLT sử dụng một phí tổn về vốn đầu tư dựa trên thị trường, hơn là một phí tổn về vốn đầu tư dựa trên giả thiết rằng rủi ro của công ty tư nhân (β) được diễn tả trong thành tích dòng tiền dự tính, như đã thảo luận trong Chương 9.

Như trước đây chúng ta đã đề cập, cách tính toán CFROI là một trong các phương pháp được sử dụng trong hệ phương pháp HOLT, để phán đoán xem một công ty có đang thực hiện vượt trên phí tổn về vốn đầu tư trong bất cứ thời kỳ quy định nào hay không. Bởi vì đây là một phương pháp hoàn toàn dựa trên tiền mặt, nên CFROI được trực tiếp so sánh với tiêu chuẩn của phí tổn về vốn đầu tư. CFROI tái xuất hiện trong hệ phương pháp HOLT như là một phần của cách mô tả sơ lược toàn bộ thành tích liên kết với thành tích CFROI, sự tăng trưởng mức đầu tư trong quá khứ và theo kế hoạch, và tác động cạnh tranh trong một khuôn khổ đánh giá diễn tả thành tích của giá cổ phiếu trong quá khứ và tương lai. Tác động cạnh tranh được nhận ra dưới hình thức của một ảnh hưởng phai mờ (giảm bớt những kết quả

theo thời gian khi không thể chứng minh được), và được sát nhập vào phán đoán về giá trị đang phát triển liên tục của doanh nghiệp. Ở đây, chúng ta chỉ dành ra một khái quát ngắn gọn về hệ phương pháp rất kết hợp này; để biết thêm thông tin, độc giả nên chuyển sang những tham khảo ở cuối chương.

Chúng ta có thể làm thế nào để so sánh lợi nhuận kinh tế và CFROI với một số phương pháp khác? Bảng trong hình 12-6 là một ví dụ được đơn giản hóa rất nhiều về cách làm thế nào để áp dụng các phương pháp khác nhau trong trường hợp một công ty với một mức đầu tư đầu tiên là \$2 triệu về vốn luân chuyển, mức độ lợi nhuận kinh doanh ròng sau khi trừ thuế (NOPAT) là \$825.000, và một thời gian tồn tại 8 năm về mặt kinh tế. Chúng ta giả sử rằng không cần đến những mức đầu tư bổ sung nào, thì vốn luân chuyển sẽ được thu hồi trong Năm 8, và toàn bộ tiền mặt vượt quá đều được chi trả cho các chủ sở hữu. Trong một tình huống thực sự, sẽ có những điều kiện phức tạp hơn, nhưng vì mục đích minh họa, ví dụ này sẽ cung cấp những chỉ số có thể chấp nhận được.

Trước hết, chúng ta cho thấy một cách phân tích lợi nhuận kinh tế, trong đó, một số tiền phải trả cho phí tổn về vốn đầu tư 10 % được áp dụng cho giá trị trên sổ sách đang suy giảm của cơ sở đầu tư. Số tiền phải trả này là sự bù đắp đối chiếu với mức độ NOPAT hàng năm \$825.000. Bạn hãy ghi chú rằng trong ba năm đầu tiên, lợi nhuận kinh tế thật tiêu cực, đạt được mức hòa vốn trong Năm 4, và những số tiền tăng trưởng tích cực trong những năm còn lại. Căn cứ vào việc chúng ta thừa nhận một mức độ NOPAT hàng năm, thì mô hình này không đáng ngạc nhiên, bởi vì số tiền phải trả vào vốn đầu tư đang được áp dụng mỗi năm đối với một cơ sở đầu tư đang suy giảm. Khi chúng ta sử dụng một tỉ lệ chiết khấu 10 % đối với những kết quả lợi nhuận hàng năm thuộc về cá nhân, thì giá trị hiện tại ròng là 0, giá thử trong ví dụ được đơn giản hóa này, công ty kiếm được đúng phí tổn về vốn đầu tư của họ.

Hình 12-6 Minh họa về Lợi nhuận Kinh tế, CFROI, và các Phương pháp về Lợi nhuận (ngàn dollar).

Phân tích Lợi nhuận Kinh tế	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Năm 8
Giá trị trên sổ sách của mức đầu tư cố định (khởi đầu)	\$10.000	\$8.750	\$7.500	\$6.250	\$5.000	\$3.750	\$2.500	\$1.250	
Vốn luân chuyển	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>
Toàn bộ giá trị trên sổ sách	<u>12.000</u>	<u>10.750</u>	<u>9.500</u>	<u>8.250</u>	<u>7.000</u>	<u>5.750</u>	<u>4.500</u>	<u>3.250</u>	
Phí tổn về vốn đầu tư	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Số tiền phải trả vào vốn @ 10%	\$1.200	\$1.075	\$950	\$825	\$700	\$575	\$450	\$325	
NOPAT	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>	<u>825</u>
Lợi nhuận kinh tế (EVA)	<u>-325</u>	<u>-250</u>	<u>-125</u>	<u>0</u>	<u>125</u>	<u>250</u>	<u>375</u>	<u>500</u>	
Giá trị ròng hiện tại của những lợi nhuận kinh tế @ 10%									

-0-

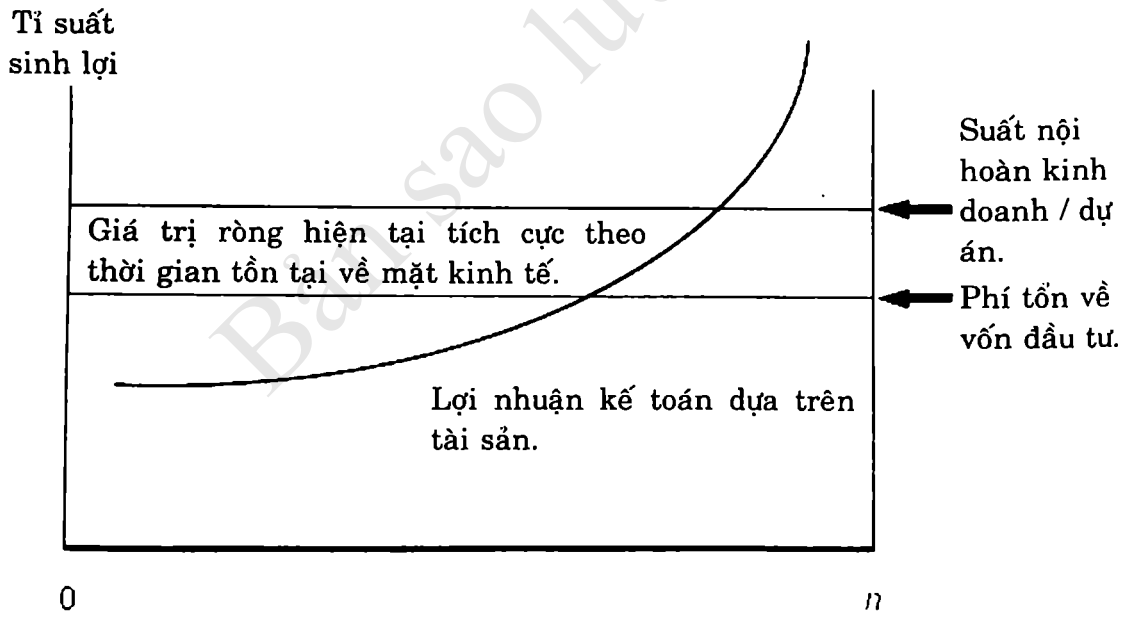
Chúng ta đạt được cùng một kết quả, khi tiến hành với một cách phân tích CFROI có cơ sở, như được trình bày ở chính giữa bảng. Trước hết, chúng ta di chuyển từ NOPAT hoàn toàn đến một dòng tiền kinh doanh định kỳ, bằng cách bổ sung thêm ảnh hưởng của khấu hao không dùng tiền mặt, đi đến một mức độ \$2,075 triệu. Cách này tương đương với phương pháp mà chúng ta đã sử dụng với những dự án đầu tư mới, như được mô tả trong hai Chương 7 và 8. Khi tiếp tục, chúng ta nhận thấy rằng trong trường hợp cá biệt này, cơ sở đầu tư không giảm bớt, bởi vì chúng ta đang thu hồi mức đầu tư bằng tiền mặt ban đầu từ những dòng tiền tương lai, thông qua một mức độ tiền phải trả vào vốn, cộng với một mức độ khấu hao vốn. Số tiền trước đơn giản là một số tiền phải trả 10 % dựa trên cơ sở đầu tư ban đầu. Trên thực tế, số tiền sau tiêu biểu cho một số tiền trả hàng năm sẽ gom lại thành một giá trị tương lai là \$12 triệu với một số tiền phải trả 10 % trong Năm 8, một số tiền đủ để bù lại mức đầu tư ban đầu. Bạn hãy ghi chú rằng số tiền phải trả vào vốn và sự khấu hao vốn được phối hợp với nhau hoàn toàn ngang bằng với dòng tiền kinh doanh \$2,075 triệu, cho thấy rằng suất nội hoàn của doanh nghiệp này là đúng 10 %.

Sự khác biệt chủ yếu giữa các phương pháp lợi nhuận kinh tế và lợi nhuận bằng dòng tiền là những mô hình định kỳ riêng biệt và sự thể hiện của chúng. Bạn hãy ghi chú rằng những kết quả sau cùng đều như nhau, nghĩa là một giá trị hiện tại ròng là 0 và suất nội hoàn là 10 %. Tuy nhiên, ý nghĩa của yếu tố định kỳ được trình bày khá khác nhau, bởi vì trong trường hợp đối với lợi nhuận kinh tế, chúng ta đang xem xét một lợi nhuận kế toán đã điều chỉnh, cũng như một nền tảng vốn đầu tư đang suy giảm như phản ánh trên những sổ sách của công ty. Trong trường hợp của CFROI, chúng ta đang đối phó với những dòng tiền sau khi trừ thuế trong từng trường hợp theo thời gian vẫn cung cấp một sự thu hồi tiền đầu tư, và một lợi nhuận bằng dòng tiền là 10 %. Mô hình lợi nhuận kinh tế chia sẻ sự biến dạng vốn có trong các phương pháp lợi nhuận kế toán, gây ra do ảnh hưởng của sự khấu hao. CFROI cung cấp một mức độ hiểu biết, bởi vì ảnh hưởng của sự khấu hao đã được hủy bỏ. Do đó, trong việc giải thích những cuộc vận động lợi nhuận kinh tế theo thời gian, cần phải quan tâm đến ảnh hưởng này, chẳng hạn, việc phán đoán tác động của những mức đầu tư mới tạm thời sẽ làm giảm bớt kết quả của những năm đầu. Tương tự như vậy, cần phải thực hiện việc lập ra mục đích trong những kế hoạch lợi nhuận, với sự chú ý đích thực đến những mối quan hệ kế toán.

Ở cuối hình 12-6, chúng ta đã liệt kê những kết quả đối với các phương pháp kế toán thông thường, lợi nhuận trên vốn cổ phần và lợi nhuận trên vốn đầu tư đều được sử dụng. Trong ví dụ này, chúng tương tự như nhau, bởi

vì chúng ta đã sử dụng tác dụng của đòn bẩy tài chính, và chúng cho thấy mô hình đang nhanh chóng vượt lên trên cũng vẫn có trong lợi nhuận kinh tế. Phương pháp thứ ba – lợi nhuận dựa trên tổng đầu tư – bộc lộ một mức độ kết quả, bởi vì chúng ta đều biết rằng đây là một cách thay thế đơn giản đối với lợi nhuận dòng tiền. Tuy nhiên, bạn hãy ghi chú rằng ROGI ở đây cao hơn một cách đáng kể so với lợi nhuận dòng tiền thực sự mà chúng ta đã tính toán., một minh họa về các phương pháp nhanh gọn có thể đưa đến những kết quả bị biến dạng như thế nào. Hình 12-7 cho thấy bằng hình thức biểu tượng sự sai biệt cơ bản của các phương pháp kế toán và dòng tiền theo thời gian, dựa trên một kế hoạch kinh doanh hoặc đầu tư. Một cách tiêu biểu, lợi nhuận kế toán nổi lên đột ngột khi sự khấu hao làm giảm bớt nền tảng vốn đầu tư, trong khi lợi nhuận dòng tiền theo thời gian lại tích cực và cân bằng, với một giá trị ròng hiện tại theo quãng thời gian phân tích.

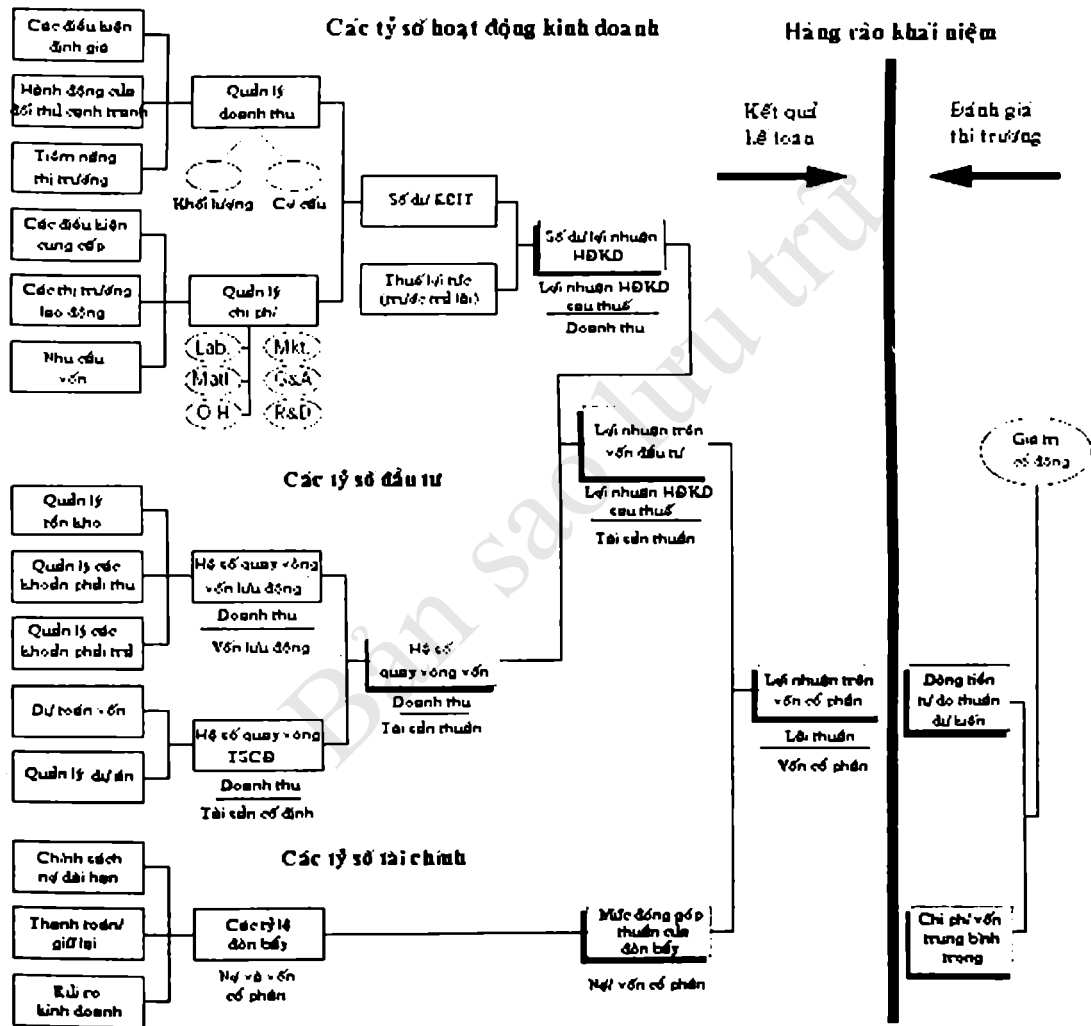
Hình 12-7 Sự Sai biệt của các Phương pháp Kế toán và Dòng tiền



Một phương cách khác cho thấy sự tách biệt về các phương pháp kế toán và những kết quả kinh tế được trình bày trong hình 12-8, chúng ta đã bắt gặp phần bên trái của hình trong Chương 4, trong phần thảo luận của chúng ta về mối quan hệ qua lại của các tỷ suất. Lần này, chúng ta đang đối chiếu tập hợp các tỷ suất kế toán gom lại thành lợi nhuận trên vốn cổ phần, với sơ

đồ biểu tượng về các nguyên tắc tạo ra giá trị cổ đông mà chúng ta vừa thảo luận. Bạn hãy ghi chú sự tách biệt về mặt khái niệm của hai phương pháp, nhưng bạn cũng hãy ghi chú rằng những thành phần chủ động ở tuốt bên trái sơ đồ đều thực sự giống như nhau đối với những kết quả kế toán và đối với sự phát sinh dòng tiền.

Hình 12-8 Một cái Nhìn khác về Kế toán và Thành tích Dòng tiền



Đây là một sự thấu hiểu quan trọng, bởi vì vấn đề mà các công ty đối diện khi họ vận động hướng tới sự tạo ra giá trị cổ đông là cách làm thế nào để tiếp cận thông qua trở lực này, và liên kết những thành phần chủ động của thành tích cơ bản với những quyết định quản lý trong thời gian gần và

lâu dài. Điều này đòi hỏi cách đánh giá thành tích và những động cơ sẽ đảm bảo những thành quả dòng tiền lâu dài. Trên một quy mô lớn, những tỉ suất kế toán và các phương pháp ở chính giữa sơ đồ có thể gây rối trí, nếu chúng vẫn còn là yếu tố tập trung chính của sự chú ý đến cách quản lý, bởi vì có thể cho thấy rằng nếu những thành quả dòng tiền đúng thực sự là mục đích quản lý trên hết, thì những kết quả kế toán theo thời gian sẽ có khuynh hướng tuân theo đó. Nhưng điều trái ngược không hẳn là đúng. Thoạt nhìn, bản danh sách các công ty thực hiện tốt nhất trong tạp chí Fortune 500 được sắp xếp theo lợi nhuận của cổ đông và theo các phương pháp kế toán khác nhau sẽ có khuynh hướng xác nhận rằng việc tạo ra giá trị lớn hơn của cổ đông theo thời gian, được phản ánh qua những kết quả kế toán chắc chắn.

Khái quát ngắn gọn này về các phương pháp dựa trên-giá trị trong cách sử dụng hiện hành có ý định cung cấp đủ sự thấu hiểu đối với độc giả để nhận ra các nguyên tắc, và để khích lệ họ nghiên cứu thêm những bản tham khảo đã liệt kê, được cụ thể hóa và mở rộng hơn nhiều. Mỗi phương pháp kinh tế trong số các phương pháp mà chúng ta đã thảo luận đều có những thuận lợi và hạn chế. Điều này đặc biệt đúng trong những tính cách phức tạp của sự thực hiện, và trong sự tiến hành và những thay đổi về quan điểm đòi hỏi phải chuyển từ các hệ phương pháp hiện có và những mô hình tư tưởng, sang một sự trao đổi có tổ chức củng cố việc tạo ra giá trị cổ đông. Vì những lý do này, thành quả từ những nỗ lực quản lý dựa trên-giá trị khác biệt rất nhiều giữa các công ty, nhưng tính chung, những khái niệm mới đang có một đóng góp đáng kể đối với những quyết định quản lý tốt hơn và thành tích của công ty.

TAO RA GIÁ TRỊ TRONG SỰ TÁI CẤU TRÚC VÀ NHỮNG PHỐI HỢP

Một trong những phương cách mà ban quản lý cố gắng tạo ra là thông qua việc thay đổi cấu trúc của tổ chức, hoặc việc phối hợp công ty với các đơn vị hạch toán khác, để đạt được hiệu quả lớn hơn, bằng cách nhấn mạnh nhiều hơn vào những hoạt động chủ yếu, một nền tảng kinh doanh rộng lớn hơn, với số lượng lớn hơn trong một đường lối kinh doanh quy định v.v... Thập niên 1990 đã chứng kiến hoạt động chưa từng thấy trong việc tái cấu trúc, bố trí lại và sắp xếp, cũng như mức độ kỷ lục về những sự sát nhập và mua lại công ty, không chỉ tại Mỹ, mà còn trên toàn thế giới. Những hồ sơ được lập ra cả về con số lẫn quy mô của những sự phối hợp, như sự phối hợp của các công ty Daimler-Chrysler và Exxon-Mobil, và sự sát nhập gần đây hơn của AOL – Times Warner. Bất chấp sự phổ biến của những nỗ lực như vậy, những nghiên cứu khác nhau được áp dụng cho cả quá khứ lẫn tương lai đã chứng tỏ rằng những sự sát nhập và mua lại công ty chỉ tạo ra giá trị cổ

đông trong một tỉ lệ nhỏ một cách đáng kinh ngạc, vì những giá tiền chênh lệch vẫn thường được chi trả, và những khó khăn ở cả việc hòa lẫn các tổ chức khác hẳn nhau, lẫn việc đạt được sự hợp lực theo dự tính. Sự tái cấu trúc và bố trí lại có một lý lịch chuyên môn tốt hơn, khi ban quản lý hoặc các nhóm tiếp quản tập trung vào việc điều hành tốt hơn đối với những hoạt động kinh doanh hiện có, và loại bỏ những hoạt động không liên quan đến những khả năng chủ yếu. Chúng ta sẽ chỉ thảo luận một số khái niệm phổ biến hơn về cách phân tích tài chính tương ứng với chủ đề này, đề nghị độc giả chuyển sang tham khảo tin tức về các kỹ thuật phong phú và chuyên dụng cao, và các hệ phương pháp có liên quan.

Tái Cấu trúc và Giá trị

Cơ hội tái cấu trúc xuất hiện từ nhận thức – do ban quản lý hoặc do các đối tác bên ngoài có liên quan - rằng *mức chênh lệch về giá trị* tồn tại giữa giá trị đang thực sự được một công ty tạo ra, và giá trị tiềm năng đạt được trong những trường hợp thay đổi. Bằng những thuật ngữ đơn giản, mức chênh lệch giá trị này là sự khác biệt giữa giá trị hiện tại của những dòng tiền theo kế hoạch của công ty trong những điều kiện hiện có, và giá trị hiện tại của một mô hình dòng tiền khác hẳn và thường cao hơn theo dự tính từ công ty được tái cấu trúc. Sức hấp dẫn đối với bên mua lại trong việc tiếp quản một công ty, đó là nhận ra những lợi ích tiềm năng ngấm ngấm trong mức chênh lệch về giá trị được nhận thấy. Tùy theo hoàn cảnh, đôi khi, mức chênh lệch về giá trị có thể hỗ trợ những số tiền chênh lệch đáng kể, qua việc định giá thường bất gặp trong những trường hợp tiếp quản công ty. Tuy nhiên, kết quả sau cùng lại thường xuyên tạo ra một mức chênh lệch về giá trị trái ngược, bởi vì một số tiền chênh lệch quá đáng đã được trả trong cuộc tranh cãi sôi nổi. Hơn nữa, lại thường bất gặp những khó khăn không tiên liệu được, khi thực hiện những thay đổi để quản lý đơn vị hạch toán được phối hợp, và cuối cùng để thích nghi với văn hóa của công ty, vốn là những bước cần thiết trong việc nhận ra phần lớn hơn của những lợi ích đã được hình dung.

Thật là ngoài phạm vi của cuốn sách này, khi triển khai tất cả những khía cạnh của những cân nhắc đặc biệt và hợp lý, và những kỹ thuật vẫn được sử dụng bởi các chuyên gia tiếp quản công ty, các nhà tư vấn về việc mua công ty bằng tiền vay nợ, và các giám đốc ngân hàng đầu tư. Chúng ta không thể bao hàm vốn cổ phần và những công cụ nợ rất khác nhau, vẫn được sử dụng để đạt tới việc tái cấu trúc các công ty lớn và nhỏ. Thay vào đó, chúng ta sẽ thảo luận ngắn gọn phương pháp phân tích cơ bản và hợp lý về mặt kinh tế, để xác định mức chênh lệch về giá trị. Vì mục đích này, trước hết, chúng ta nên liệt kê những lý do phổ biến nhất, giải thích mức chênh lệch về giá trị.

Thành tích thấp hơn do các bộ phận hoặc toàn bộ công ty có thể là nguyên nhân quan trọng nhất đối với việc hạ thấp các giá trị. Trong hàng ngàn tình huống, có thể sử dụng hồ sơ nguyên thủy và thành tích đã dự kiến, do ban quản lý hiện tại đang sử dụng những chiến lược và chính sách hiện có, để chứng minh rằng thành tích đó thấp hơn, so với thành tích của các công ty ngang hàng thích hợp. Một hồ sơ như vậy thường trực tiếp phản ánh trong những mức độ giá cổ phiếu có liên quan. Cho dù việc tái cấu trúc do ban giám đốc từ bên trong đề xuất, hoặc thông qua những sáng kiến thân thiện hoặc thù địch do những người bên ngoài, thì mục đích vẫn là để gia tăng thành tích đang lạc hậu và những dự tính về dòng tiền. Việc xem lại những chiến lược kinh doanh, hiệu suất-phí tổn và công nghệ được cải tiến, giảm bớt những chi phí không cần thiết, và cách quản lý hăng hái hơn thuộc về các nguồn lực của công ty đều được sử dụng phổ biến, để đạt được những thành quả như vậy.

Việc sắp xếp các đường lối kinh doanh đã chọn là một sự mở rộng của những chiến lược cải tiến đã được đề cập ở trên. Tại đây, những cân nhắc có thể bao gồm việc bán đi những lãnh vực đang thực hiện kém cỏi, và tái đầu tư những doanh thu trong những bộ phận hứa hẹn hơn của công ty. Một cách sử dụng luân phiên những quỹ như vậy có thể phân phối cho những chủ sở hữu, dưới hình thức của những cổ tức đặc biệt – hoặc mua lại những cổ phần của công ty trong thị trường, mà trong những năm gần đây đã trở thành một phương cách càng ngày càng phổ biến, trong việc tạo ra giá trị với tiền mặt vượt mức quy định. Những đường lối kinh doanh thành công cũng có thể được bán đi, với ý tưởng về việc nhận ra những lợi nhuận kinh tế từ những “ngôi sao” như vậy và sử dụng những doanh thu, để tài trợ cho những thành công tiềm năng vẫn còn lại trong tổ hợp chứng khoán đầu tư của công ty. Một khía cạnh khác của việc bán đi như vậy, đó là tập trung chú ý quản lý một cách gay gắt hơn vào những đường lối hoạt động, điều này có thể quản lý một cách cạnh tranh để thành công lâu dài. Không được bỏ qua sự kiện rằng theo quan điểm của một bên mua lại công ty, thì những doanh thu từ việc bán một phần của công ty có thể giúp bổ vốn vào chính cuộc giao dịch để mua lại công ty.

Việc loại bỏ những tài sản dư thừa thường được sử dụng như là một phương tiện của giá trị kinh tế tự do, có khuynh hướng vẫn còn bị che giấu, liên quan đến những tài sản này như là bất động sản chưa được sử dụng, những mức đầu tư tài chính, và thậm chí cả những số lượng tiền mặt vượt mức quy định chỉ mang lại những lợi nhuận rất nhỏ. Thật vậy, cách phân tích tái cấu trúc tập trung vào việc tách biệt những giá trị kinh tế đó thật cần thiết để tiếp tục những hoạt động mong muốn, từ những giá trị có thể

được “trả tiền mặt”, như là không phù hợp với những mục đích chủ yếu của công ty mới.

Rõ ràng về bản chất, quan điểm về việc tái cấu trúc – cho dù được thực hiện bên ngoài hoặc nội bộ – vẫn phải triển khai một giá trị thanh lý của công ty, khi xem xét cẩn thận từng đơn vị kinh doanh và tất cả những tài sản kinh doanh và không kinh doanh chủ yếu đã được lưu giữ. Bước thứ hai là tìm kiếm những phương cách không chỉ cải tiến dòng tiền kinh doanh, mà còn nhận ra những giá trị kinh tế của các nguồn lực có thể bị lột bỏ, mà không ảnh hưởng đến đường hướng đã chọn.

Từ một quan điểm phân tích, phương pháp này khá tương tự như cách đánh giá giá trị hiện tại của dòng tiền mà chúng ta đã thảo luận trước đây. Sự khác biệt chủ yếu là một tập hợp những cách ước lượng được sử dụng, vẫn nhận ra những sự nêu bật cụ thể trong mô hình dòng tiền, cũng như những giá trị sắp xếp từ các doanh nghiệp hoặc những nguồn lực dư thừa.

Nếu cách phân tích trước đây của chúng ta có thể được nêu lên như là:

$$\text{Giá trị} = PV (\text{Dòng tiền tự do} + \text{Giá trị đang phát triển liên tục})$$

thì phương pháp tái cấu trúc có thể được nêu lên như là:

$$\begin{aligned} \text{Giá trị} = & PV (\text{Dòng tiền tự do} + \text{Giá trị đang phát triển liên tục}) \\ & + PV (\text{Tăng cao}) + PV (\text{Sắp xếp doanh thu} - \text{Dòng tiền bị mất mát} \\ & \text{từ những cách sắp xếp}) \end{aligned}$$

và mức chênh lệch giá trị sẽ là sự khác biệt giữa hai kết quả, những chi tiết của chúng được triển khai, bằng cách sử dụng những mô hình giá trị hiện tại mà chúng ta đã thảo luận trong hai Chương 8 và 11. Tất nhiên, đối với người tái cấu trúc bên ngoài, thì sức hấp dẫn chủ yếu là đạt được quyền kiểm soát về những dòng tiền cao hơn dự tính từ phương pháp này.

Bạn nên ghi chú hai khía cạnh khác của sự việc. Thứ nhất, nếu một công ty thay đổi tài sản trong một lần tái cấu trúc, thì giá căn bản khấu hao đối với những tài sản có liên quan thường gia tăng, vì những giá trị cao hơn bao gồm trong cuộc giao dịch, sau đó, chúng đều được ghi lại trên sổ sách ở mức độ mới, theo phương pháp mua nguyên giá gồm cả cách kế toán. Một phần của sự gia tăng giá trị được ghi lại này trực tiếp chuyển thành một dòng tiền tương lai, do ảnh hưởng của sự khấu hao mặc chắn thuế. Chẳng hạn, nếu những tài sản khấu hao của công ty được mua có một giá trị trên sổ sách là \$500 triệu, nhưng được viết tới \$650 triệu nhờ số tiền chênh lệch được trả trong khi mua lại công ty, thì công ty đang mua sẽ đạt được giá trị bằng tiền mặt của mặc chắn thuế dựa trên sự sai biệt về khấu hao \$150

triệu, trong thời gian tồn tại còn lại của những tài sản đó. Nếu thuế suất hiệu dụng của công ty là 40 %, thì sẽ tạo ra được tổng số \$60 triệu bằng dòng tiền, tính đều trên thời gian tồn tại còn lại của tài sản, giả thử công ty có đủ lợi nhuận để lợi dụng những sự xóa bỏ này. Giá trị hiện tại của mô hình dòng tiền này là một sự bù trừ trực tiếp đối với sự chênh lệch về giá cả mà công ty bên mua đang chi trả. Thật vậy, chính phủ Mỹ đang hỗ trợ để bỏ vốn cho cuộc giao dịch trong những trường hợp này.

Thứ hai, nếu việc tái cấu trúc mở đầu cho đòn bẩy vay nợ về tài chính cao hơn, như thường xảy ra như vậy, thì tác động trên lợi nhuận kế toán căn cứ vào vốn cổ phần của cổ đông có thể thuận lợi, ngay cho dù mô hình dòng tiền có thể bị phân tác dụng trong thời gian gần, nhờ những phí tổn trả lãi đáng kể. Khi tình trạng dễ bị rủi ro gia tăng, thì những dự tính về thành tích có thể đạt được của công ty có thể thay đổi, điều này đang ảnh hưởng đến sự đánh giá những dòng tiền tương lai trở về sau, lúc cần phải sử dụng những tỉ lệ chiết khấu cao hơn, để đánh giá mô hình dòng tiền theo dự tính. Giống như trong bất cứ sự thay đổi đáng kể nào mở đầu cho một tổ chức kinh doanh, điều chủ yếu đối với sự thành công trong việc tái cấu trúc là ở việc thực hiện – và chính tại đây, các nhà phân tích sẽ xem xét kỹ lưỡng lý lịch chuyên môn của ban quản lý hiện tại hoặc của nhóm mới có liên quan, để đánh giá khả năng nhận ra những lợi ích theo dự tính.

Những sự Phối hợp và Hợp lực

Một hình thức khác của sự tái cấu trúc được nhận thấy trong sự phối hợp hai hoặc nhiều công ty độc lập hơn cho đến nay. Cơ sở hợp lý thường đòi hỏi đối với những việc sát nhập và mua lại công ty, đó là sự hợp lực giữa các đơn vị hạch toán sẽ mang lại những lợi ích kinh tế thực sự. Trong khi các nghiên cứu theo kinh nghiệm đã thực sự nghi ngờ không biết những sự phối hợp kinh doanh có lợi ích qua lại như hy vọng hay không, thì người ta lại bị lôi cuốn để cho rằng sự liên kết hai doanh nghiệp riêng biệt, đặc biệt trong cùng ngành kinh doanh, sẽ có khuynh hướng dẫn tới một số hiệu suất về mặt kinh doanh hoặc thị trường. Những ví dụ có thể bao gồm tiềm năng của việc hoàn toàn lôi kéo những phương tiện thuận lợi được sử dụng một phần để sản xuất, hoặc không gian làm kho dự trữ; việc loại bỏ các hệ thống phân phối gấp đôi hoặc các mạng lưới dịch vụ; và việc củng cố những hoạt động nào đó, như tiếp thị và bán hàng, hỗ trợ nhân viên và quản trị. Nhiều trong số những lợi ích này cũng được dự tính, khi phối hợp các công ty bổ sung hoặc ngay cả các công ty trong những doanh nghiệp khác nhau. Trong những năm gần đây, càng ngày người ta càng nhấn mạnh vào sự phối hợp các doanh nghiệp đã rộng lớn, thành những đơn vị hạch toán khổng lồ, với lý luận rằng sự thành công trong các ngành như: xe hơi, dầu khí, ngân hàng,

không gian và phòng ngự, và những mối quan hệ đều tùy thuộc một phần vào số lượng tới hạn và sức mạnh của thị trường, với những lợi ích trong các lãnh vực như mối quan hệ với người bán và những mô hình sản phẩm / dịch vụ toàn cầu.

Có thể cảm thấy tác động của sự hợp lực bằng hai phương cách chủ yếu. Chẳng hạn, những lợi ích cụ thể hơn có thể được đồng nhất với sự cải tiến dòng tiền, những chi phí thấp hơn phát xuất từ sự củng cố và giảm bớt những phương tiện thuận lợi và nhân viên, và sự đóng góp cao hơn từ tình hình thị trường và mức bảo hiểm được cải tiến. Cần phải ước lượng mức độ dự tính về những lợi ích của dòng tiền này, khi xem xét việc sát nhập hoặc mua lại công ty. Tất nhiên, những ước lượng như vậy sẽ biến đổi về phẩm chất, tùy thuộc vào việc có thể xác định số lượng như thế nào về những cơ hội cải tiến khác nhau. Cũng có thể có những loại mộc chắn thuế và ảnh hưởng của đòn bẩy vay nợ mà chúng ta đã thảo luận trong phần trước. Sau đó, tất cả những yếu tố này đều được kết hợp trong mô hình phân tích dòng tiền dựa trên một cơ sở trước và sau đó, để kiểm tra việc tạo ra giá trị.

Một lợi ích tổng quát hơn là tác động theo dự tính về giá cổ phiếu gây ra, do những hy vọng tăng giá dòng tiền. Đây là nơi mà cuối cùng, người ta nhận ra được sự nâng cao giá trị cổ đông. Cổ phiếu của công ty được phối hợp có thể trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư, và do đó, đạt được giá thị trường cao hơn, phản ánh những lợi ích của sự phối hợp. Nói chung, các nhà phân tích chứng khoán và cộng đồng đầu tư đều dự tính những sự phối hợp được coi như mang tính cách hợp lực, để mang lại kết quả, không chỉ trong một công ty có khả năng sinh lợi hơn, mà còn có thể trong một thế cân bằng đối với sự tăng trưởng nhanh chóng hơn, với một tình hình thị trường mạnh mẽ hơn, hoặc lệ thuộc vào những lợi nhuận ít dao động hơn, khi những chu kỳ của các doanh nghiệp tư nhân bù trừ lẫn nhau. Cuối cùng, những dự tính tiềm ẩn trong việc đánh giá lại này và sự thực hiện thành công có thể cải tiến toàn bộ lợi nhuận đã đạt được của cổ đông.

Có thể phân tích những quá trình cải tiến lợi nhuận có lẽ phát xuất từ một sự phối hợp doanh nghiệp, tới quy mô có thể xác định được số lượng của chúng. Để làm được việc này, nhà phân tích sử dụng hai bộ bản báo cáo theo quy ước. Một bộ cho thấy những lãi thuần được dự kiến và những mô hình dòng tiền từ mỗi công ty riêng biệt; trong khi bộ kia lại phản ánh công ty được phối hợp, và bao gồm những sự cải tiến đã được hình dung. Sau đó, các bản báo cáo này trở thành cơ sở để phân tích tỉ suất tương đối và tính toán giá trị của các công ty tư nhân và đơn vị hạch toán được phối hợp với các phương pháp khác nhau. Sau khi đã xác định những mô hình dòng tiền từ cách phân tích này, thì có thể áp dụng các phương pháp về giá trị hiện tại

khác nhau mà chúng ta đã thảo luận.

Đôi khi, có thể hữu ích khi xác định riêng biệt giá trị hiện tại của tất cả những lợi ích dòng tiền mang tính cách hợp lực đã được nhận ra. Sau đó, có thể sử dụng giá trị hiện tại này như là một hướng dẫn gần đúng, trong khi thương lượng những điều khoản của việc sát nhập, bởi vì nên xem xét giá trị của sự hợp lực thực tế, khi lập ra số tiền chênh lệch về giá trị mà người mua lại công ty phải trả. Tuy nhiên, cuối cùng, cơ sở để đánh giá có thể là một sự phối hợp những cách phân tích giá trị hiện tại, quy tắc theo kinh nghiệm, những xem xét về giá cổ phiếu, và đủ loại những nhân tố rõ ràng và không rõ ràng.

Những sự Phối hợp và Giá trị của Cổ phần

Khi một thỏa thuận sát nhập hoặc mua lại công ty liên quan đến sự trao đổi cổ phiếu thường, như thực sự vẫn xảy ra trong nhiều trường hợp, thì thách thức về việc đánh giá càng mở rộng. Việc đánh giá những mô hình dòng tiền về mặt kinh tế, mà trong đó, thành tích và những dự tính mang tính cách hợp lực được diễn tả trên một cơ sở kinh tế, nên trở thành nền tảng để từ đó các bên tiến hành. Vấn đề là một trong những kết quả đánh giá đó đang chuyển thành trung gian của những cổ phần hiện hành được trao đổi khi có giá trị trong thị trường cổ phiếu. Quá trình này đòi hỏi đi đến một cách giải thích có thể chấp nhận qua lại về những giá trị riêng biệt của hai chứng khoán khác nhau, cũng như tìm thấy một tỉ suất phù hợp của sự trao đổi, dựa trên những cổ phần này. Một khía cạnh của sự trao đổi này là số tiền chênh lệch đáng kể (thông thường từ 15 % đến 25 %), được chi trả dựa trên những gì có thể được coi như một giá trị kinh tế lúc đầu khá tốt của công ty được mua. Trong khi cuối cùng, một giải pháp về số được áp dụng, thì những giá trị tiềm ẩn và số tiền chênh lệch sẽ là kết quả của cuộc thương lượng mở rộng và một số lượng nào đó của sự “mặc cả kịch liệt”.

Khi đánh giá hai cổ phiếu, thì bất cứ sự khác biệt nào về phẩm chất và quy mô của sự trao đổi trong những thị trường chứng khoán đều có thể là một nhân tố quan trọng. Chẳng hạn, nếu một công ty lớn, được củng cố vững chắc, thu mua một công ty mới và tăng trưởng nhanh chóng, thì có thể cách đánh giá giá thị trường đối với cổ phiếu của bên mua đáng tin tưởng hơn, so với cách đánh giá của ứng viên, mà cổ phiếu của họ có thể không dễ trao đổi và không có bảo chứng, hoặc có thể phản ánh tình trạng đầu cơ quá đáng. Nhưng ngay cả nếu họ có dễ bị rủi ro trong thị trường có thể so sánh được, thì giữa những chỉ số khác, sự khác biệt vốn có trong bản chất và thành tích của hai công ty vẫn có thể tự biểu lộ qua sự khác biệt rõ rệt về các tỉ suất giá cả / lợi nhuận. Thật vậy, điều này có nghĩa là theo tiêu chuẩn so sánh này,

thành tích của một công ty được đánh giá ít cao trong thị trường, so với thành tích của công ty khác. Sự khác biệt này sẽ có khuynh hướng ảnh hưởng đến cách đánh giá về những cổ phiếu và giá cuối cùng đã được thương lượng – cách xa với những dự tính về dòng tiền cụ thể, đã được triển khai đối với cách đánh giá kinh tế.

Từ quan điểm này, chúng ta sẽ chứng minh chỉ vài cách tính toán chủ yếu cần thiết, để đi đến nền tảng trao đổi, bằng cách sử dụng một ví dụ đã được đơn giản hóa. Chúng ta hãy giả thử Công ty Thu mua và Công ty Ứng viên có những chiều kích và dữ liệu thành tích sau đây, vào lúc họ thương lượng về việc sát nhập:

Dữ liệu Chủ yếu	Công ty Thu mua	Công ty Ứng viên
Lợi nhuận hiện hành	\$50 triệu	\$10 triệu
Số lượng cổ phần	10 triệu	10 triệu
Lợi nhuận cho từng cổ phần	\$5.00	\$1.00
Giá thị trường hiện hành	\$60.00	\$15.00
Tỉ suất giá cả / lợi nhuận	12.0	\$15.00

Những cuộc thương lượng giữa các nhóm quản lý đã đạt tới một điểm mà, sau khi Công ty Ứng viên bác bỏ một số đề nghị, thì bấy giờ, Công ty Thu mua xem xét một số tiền chênh lệch về giá cả vào khoảng 20 % trên giá thị trường của cổ phiếu cần thiết của Công ty Ứng viên để kết thúc cuộc giao dịch. Điều này đòi hỏi một tỉ suất trao đổi \$18 / \$60, hoặc khoảng 0,3 cổ phần bao gồm cổ phiếu của Công ty Thu mua đối với từng cổ phần bao gồm cổ phiếu của Công ty Ứng viên. Tác động trên những hồ sơ kế toán của Công ty Ứng viên như sau, với những mức độ lợi nhuận hiện hành được phối hợp, không bao gồm những lợi ích mang tính cách hợp lực:

Công ty Ứng viên	
Lợi nhuận phối hợp	\$60 triệu
Số lượng cổ phần (10.0 + 3.0 triệu)	13 triệu
Lợi nhuận mới cho từng cổ phần	\$4.62
Lợi nhuận cũ cho từng cổ phần	\$5.00
Sự hạ thấp giá trị ngay tức khắc	\$0.38

Theo những điều kiện này, thì từ việc phối hợp, Công ty Ứng viên phải chịu một sự hạ thấp giá trị ngay tức khắc 38% cho từng cổ phần. Tuy nhiên, sự kiện cổ phiếu của Công ty Ứng viên có một tỉ suất giá cả / lợi nhuận cao hơn ám chỉ rằng công ty nào nhỏ hơn, thì đều được hưởng những thuộc tính và dự tính đáng mong ước về chúng, có thể bao gồm sự tăng trưởng cao về

lợi nhuận, một cương vị được bảo vệ về mặt công nghệ v.v...

Do đó, Công ty Ứng viên phải xem xét hai điểm. Thứ nhất, phải chăng lợi nhuận của Công ty Ứng viên có thể tăng trưởng theo một tỉ lệ sẽ khép lại mức chênh lệch về lợi nhuận cho từng cổ phần một cách tương đối nhanh chóng, nhờ sự giúp đỡ của bất cứ lợi ích mang tính cách hợp lực nào sẵn có lúc bấy giờ? Thứ hai, phải chăng sự bao gồm cả Công ty Ứng viên có thể làm thay đổi những đặc điểm rủi ro / tiền thưởng của công ty được phối hợp, để cải tiến tỉ suất giá cả / lợi nhuận – và do đó, giúp khắc phục tình trạng hạ thấp trong những kết quả kế toán?

Trong ví dụ của chúng ta, mức chênh lệch lợi nhuận cần được lấp đầy là 13 triệu cổ phần nhân với 38 %, hoặc gần như \$5 triệu trong lợi nhuận hàng năm – chỉ để trở lại với mức độ hiện hành đối với lợi nhuận của Công ty Ứng viên cho từng cổ phần. Có thể dự tính được bao nhiêu lợi ích mang tính cách hợp lực? Có lẽ cần xem xét tỉ suất của sự trao đổi với sự hiểu biết này. Nhưng liệu công ty nhỏ hơn có quan tâm đến việc giành được thậm chí dưới 20 % số tiền chênh lệch trên thị trường, một sự khuyến dụ không phải là không phổ biến?

Bạn hãy ghi chú rằng nếu chúng ta giả thiết một sự đảo lộn về tỉ suất giá cả / lợi nhuận trong ví dụ trên, thì cả những giới hạn của sự trả giá, lẫn thành tích theo báo cáo của các công ty được phối hợp đều sẽ thay đổi một cách đột ngột. Với 15 nhân với lợi nhuận, thì giá cả của Công ty Thu mua sẽ là \$75 cho từng cổ phần, trong khi với 12 nhân với lợi nhuận, thì Công ty Ứng viên sẽ trao đổi \$12 cho từng cổ phần. Căn cứ vào một số tiền chênh lệch thu mua 20 % đối với cổ phiếu của Công ty Ứng viên, thì tỉ suất trao đổi sẽ là $\$14,40 : \75 , hoặc 0,192 cổ phần của Công ty Thu mua đối với từng cổ phần của Công ty Ứng viên. Điều này đòi hỏi 1,92 triệu cổ phần mới của Công ty Ứng viên, và lợi nhuận mới cho từng cổ phần sẽ lên tới $\$60.000.000 : 11.920.000$ cổ phần, hoặc \$5,03 cho từng cổ phần, một sự cải tiến thực sự thậm chí trước khi xem xét bất cứ lợi ích mang tính cách hợp lực nào. Trong tình hình được thay đổi này, những kết quả được ghi lại của cả hai bên đều sẽ tốt hơn ngay tức khắc, đơn giản bởi vì chúng ta giả thiết rằng những tỉ suất giá cả / lợi nhuận đều đảo ngược. Tất nhiên, có thể một công ty đã giành được với một số tiền chênh lệch – mang lại những lợi nhuận được phối hợp cho từng cổ phần để hạ giá ngay từ đầu – có thể bù trừ mức chênh lệch nhiều hơn, với sự tăng trưởng cao hơn và những lợi ích mang tính cách hợp lực sau đó. Điều này sẽ tùy thuộc vào những quy mô tương đối của hai công ty, cũng như tùy thuộc vào những xem xét về giá trị và sự trao đổi mà chúng ta đã thảo luận.

Chúng ta chỉ đưa ra một ví dụ được đơn giản hóa, và do đó, có một cái

nhìn thoáng qua nhanh chóng về bản chất của những sự cân nhắc dựa trên-lợi nhuận liên quan đến những cuộc trao đổi về cổ phiếu, thường được bổ sung vào những nền kinh tế dòng tiền chi tiết, được sử dụng để đánh giá các công ty. Bạn hãy ghi chú rằng quan điểm này chỉ đối phó với một trong nhiều vấn đề làm nền tảng cho quá trình đánh giá trong việc sát nhập và mua lại công ty. Tuy nhiên, đây lại là khái niệm nhận được sự chú ý phổ biến nhất trong cộng đồng tài chính, bởi vì khái niệm này đối phó với ảnh hưởng rõ rệt của việc giao dịch dựa trên các bản báo cáo tài chính hiện hành của các công ty và dữ liệu cổ phần. Nhưng để đảm bảo rằng những dự tính về việc tạo ra giá trị cổ đông đều hợp lý, thì những cuộc giao dịch về việc sát nhập phải luôn luôn vượt quá những vấn đề của việc hạ thấp lợi nhuận, đối với những dự đoán cẩn thận về những lợi nhuận tách biệt và phối hợp, và những mô hình dòng tiền, và một cách đánh giá về phản ứng có thể có của thị trường, trong tương lai có thể thấy trước. Một lần nữa, chúng ta khuyến khích quý độc giả chuyển sang tài liệu chuyên dụng về việc sát nhập và mua lại công ty, để mở rộng đến những chỉ số đơn giản mà chúng ta đã cung cấp ở đây.

SỰ KẾT HỢP CỦA CÁCH PHÂN TÍCH GIÁ TRỊ

Trong chương trước và trong phần thảo luận hiện nay, chúng ta đã nhắc đến đủ loại những khái niệm về giá trị và các phương pháp đánh giá, khi sắp xếp bằng mọi cách, lúc, chúng ta còn sử dụng một số ví dụ minh họa khi áp dụng những công thức, nhưng chúng ta cũng nhận ra rằng việc đánh giá là một trong những lãnh vực phân tích tài chính khó khăn hơn, cần được thực hành cùng với những tình huống mang tính cách kết hợp phức tạp. Những ví dụ như vậy về trường hợp chi tiết vượt quá phạm vi của cuốn sách này, nhưng có thể dễ dàng tìm thấy chúng trong các văn bản tài chính mở rộng hơn, và những cuốn sổ ghi công việc đã giải quyết, như chúng ta đã liệt kê ở cuối mỗi chương.

Để làm tròn phần thảo luận, chúng ta sẽ đề cập đến hàng loạt những lãnh vực phán đoán chủ yếu mà chúng ta thường bắt gặp trong quá trình đánh giá, và cung cấp một khuôn khổ rộng lớn trong đó, để xem xét việc thực hành. Trong các phần thảo luận trước đây, chúng ta đã nêu ra vài trong số những yếu tố này, nhưng chúng ta tin rằng độc giả có thể nhận thấy thật hữu ích khi có một sự khái quát về bối cảnh được tóm tắt theo kiểu này, lúc chúng ta hoàn tất chương sau cùng. Chúng ta sẽ nhắc đến những điểm sau đây:

- Quan điểm đánh giá.
- Xử lý những dự tính.
- Chọn lựa thời gian.
- Triển khai mô hình.

- Ước lượng những giá trị đang phát triển liên tục.
- Lợi dụng tính cách có thể so sánh được của các công ty để đánh giá.
- Các kết quả và sự thương lượng.

Quan điểm

Không thể rút ra phán đoán nào về giá trị, mà không có một quan điểm hợp lý về bản chất của vấn đề đang được đề cập. Trong chương 11, chúng ta đã trình bày đủ loại định nghĩa về giá trị, mỗi định nghĩa đều dựa trên một quan điểm đặc trưng đã làm cho giá trị trở nên thích đáng. Nhưng thậm chí trong một phạm trù đặc trưng, như từ đó rút ra giá trị kinh tế của một doanh nghiệp, thì vẫn có những quan điểm khác nhau cần được định nghĩa và thấu hiểu, trước khi chọn lựa hệ phương pháp và khuôn khổ phân tích. Chẳng hạn, phải chăng chúng ta đang củng cố giá trị của vốn cổ phần vì mục đích trao đổi những cổ phần, hoặc phải chăng chúng ta đang xác định toàn bộ giá trị kinh doanh? Phải chăng chúng ta đang cố gắng đánh giá một đơn vị doanh nghiệp, để lập ra những mục tiêu kế hoạch khuyến khích cho ban quản lý của doanh nghiệp? Phải chăng mục đích của việc phân tích là để củng cố một nền tảng thương lượng, đối với một việc mua lại công ty đã từng gây tranh cãi, hoặc phải chăng chúng ta đang dự tính bán một đơn vị kinh doanh thành công? Trong từng trường hợp, sẽ không chỉ có sự khác biệt trong những đầu vào cụ thể và thậm chí cả hệ phương pháp được chọn, mà còn có sự khác biệt trong việc giải thích những kết quả. Cũng có ý nghĩa rất lớn, cho dù có những bên liên quan đến những cái nhìn về giá trị rất khác nhau hay không, như các nhóm đang thương lượng một việc sát nhập. Hoàn toàn không có mô hình thương lượng hoặc mô hình phân tích phổ biến nào có thể phục vụ tất cả mọi mục đích, mặc dù qua từng tình huống trong số này, nên thực hiện một nỗ lực phân tích dòng tiền kinh tế dưới một hình thức này hoặc hình thức khác, để thiết lập được một cơ sở hợp lý. Chúng ta hãy nhớ rằng những cách đánh giá đều liên quan đến những cuộc trao đổi kinh tế – một khái niệm mà chúng ta đã sớm thiết lập và áp dụng trong suốt cuốn sách này -, trong khi chúng vẫn phức tạp hơn so với hầu hết những quyết định khác.

Như chúng ta quan sát trước đây, lối suy nghĩ chuẩn bị vững vàng để bố trí một công việc phân tích thì quan trọng hơn nhiều, so với việc áp dụng chính những công cụ. Điều này đặc biệt đúng trong việc phân tích đánh giá kinh doanh, bởi vì thường phải nhìn hầu hết các vấn đề về lãnh vực này trong một khuôn khổ rất phức tạp và dựa trên một nền tảng chiến lược. Khi đánh giá một đơn vị hạch toán kinh doanh từng phần hoặc toàn bộ, thì những phán đoán đòi hỏi mở rộng trực tiếp hoặc gián tiếp đối với những

nhân tố thành công phù hợp, dàn xếp việc kinh doanh – với một hướng suy nghĩ nhắm tới tương lai.

Những Dự tính

Đây là cơ sở đối với hầu hết các phương pháp đánh giá, bởi vì thật công bằng khi nói rằng giá trị kinh tế của một đối tượng hoặc một đơn vị hạch toán kinh doanh phản ánh những lợi ích tương lai cần phải đạt được từ việc sở hữu nó. Mặc dù được phát biểu dưới hình thức của những lợi nhuận, dòng tiền, hoặc những sự thu hồi theo dự tính, thì những lợi ích này vẫn sẽ luôn luôn là những ước lượng về tương lai, những sự kiện không chắc chắn lệ thuộc vào tính cách dễ bị rủi ro, mang tính cách vừa cụ thể vừa tổng quát. Chúng ta đã bắt gặp nguyên tắc này trong các chương trước, và nhận thấy rằng tùy thuộc vào tầm quan trọng của công việc phân tích, nên thực hiện một mức độ phân tích về tính nhạy cảm, để tạo cơ hội cho tác động của những thay đổi trong những biến số, và trong những mô hình rủi ro theo dự tính. Căn cứ vào tầm quan trọng của việc đánh giá toàn bộ các doanh nghiệp hoặc trong những lãnh vực chủ yếu, nhu cầu đối với phạm vi phát triển tối thiểu của những cách ước lượng đều nên rõ rệt. Điều này đòi hỏi cần phải thấu hiểu những thành phần chủ động của phía sau những lợi nhuận và dòng tiền, và kiểm tra những biến số chính đối với sự thay đổi trong những điều kiện đã được dự kiến. Hoàn toàn không đầy đủ khi chỉ lên kế hoạch về những lợi nhuận hiện hành, hoặc những mức độ dòng tiền, và khi hy vọng rằng những điều này mang tính cách biểu thị về tương lai.

Thời gian

Thời gian được chọn đối với một cách đánh giá hoạt động kinh doanh hầu như thường lệ thuộc vào bản chất của hoạt động mà trong đó, công ty hoặc đơn vị đang được phân tích đều có liên quan. Cũng có thể có một phạm vi thời gian cụ thể đối với một tình huống, như một sự thay đổi chiến lược đã được lên kế hoạch, hoặc một chu kỳ thời gian giới hạn do môn bài đã hết hạn. Những thay đổi xảy ra rất thường xuyên và bao quát đối với nhiều sản phẩm và dịch vụ trong các ngành kỹ thuật công nghệ cao, đến nỗi phạm vi thời gian quá 3 năm có thể khá không thực tế. Trong những ngành kinh doanh theo chu kỳ, phạm vi thời gian nên mở rộng đối với ít nhất một chu kỳ kinh doanh, trong khi các công ty kinh doanh nhiều mặt với một tổ hợp chứng khoán đầu tư pha trộn của những đơn vị kinh doanh đầu cơ đang lên, đang xuống, và mới mẻ, đều có thể được đánh giá trong thời gian từ 5 năm đến 8 năm. Điểm chính là phạm vi thời gian phải trở thành một chức năng thuộc về những hoàn cảnh kinh tế, không phải là sự ngắn gọn rõ ràng và thuận tiện của một mô hình 5 năm hoặc 10 năm. Một trong những phán

đoán quan trọng có liên quan, đó là những giá trị nào được ấn định đối với những tài sản hoặc một doanh nghiệp đang hoạt động vào cuối thời kỳ, như chúng ta đã quan sát trước đây, và chúng ta sẽ tóm tắt ngắn gọn lãnh vực này.

Mô hình Dòng tiền

Quá trình đánh giá kinh tế rất lệ thuộc vào việc củng cố một mô hình thực tế về những dòng tiền dự tính, đúng như chúng ta đã thảo luận trong hai Chương 7 và 8 về những vụ đầu tư kinh doanh. Điều quan trọng là những dòng lợi nhuận dự tính trong thời gian được phân tích không chỉ phản ánh những hoạt động đang tiến hành của công ty hoặc đơn vị kinh doanh, mà còn được điều chỉnh đối với những mức đầu tư chiến lược đã được lên kế hoạch, sự tước đoạt, những hợp lực tiềm năng từ sự phối hợp, những chi phí nghiên cứu chủ yếu, và việc tái cấu trúc đã được lên kế hoạch. Nói cách khác, mô hình của những lượng tiền thu vào và tiền chi ra nên tiêu biểu, càng sát càng tốt, cho một kế hoạch chiến lược đối với hoạt động kinh doanh đang được xem lại. Điều quan trọng là cần phải nhất quán trong những điều chỉnh đối với các phương pháp kế toán, như khấu hao, trừ dần và những yếu tố khác có thể hoặc không thể ảnh hưởng đến những dòng tiền. Điều này bao gồm những lợi ích của một chấn thuế, có thể phát xuất từ việc đánh giá lại những tài sản trong trường hợp một vụ thu mua, trong số những tài sản khác. Trong hầu hết những cách phân tích, dữ liệu sẽ được diễn tả theo một hình thức liên quan chặt chẽ đến dòng tiền tự do, trong khi trong những tình huống đơn giản hơn, vẫn có thể sử dụng các phương pháp dựa trên-lợi nhuận.

Cách thực hành tốt là đặt việc phân tích dựa trên những dòng tiền ngay từ đầu quá trình. Điều này cho phép nhà phân tích xử lý một cách nhất quán với những cuộc trao đổi tiền mặt thu vào, chi ra, làm nền tảng cho giá trị, sau đó, chúng có thể được luân phiên kiểm tra và mở rộng, để xem xét tác động của những mối quan hệ kế toán, thông qua những cách phân tích dựa trên-lợi nhuận, và dựa trên bất cứ phương pháp nhanh gọn nào có vẻ hợp lý trong bối cảnh đó.

Giá trị đang Phát triển Liên tục

Đối với các nhà phân tích, hầu như chắc chắn khía cạnh này của cách phân tích giá trị ít thoải mái nhất khi xử lý. Điểm cốt yếu của giá trị đang phát triển liên tục hoặc giá trị cuối, mà trong đó nhà phân tích bị rút ngắn phạm vi thời gian, tự thân nó là một cách đánh giá kinh doanh về một hoạt động kinh doanh đang tiếp tục - nhưng khác biệt với hiện tại đến vài năm. Rõ ràng, khi thời gian càng ngắn hơn, thì giá trị này càng có thể ảnh hưởng

đến kết quả hơn, do tác dụng giá trị-thời gian của việc chiết khấu. Nhưng điều quan trọng hơn là vấn đề làm thế nào để lập ra một con số thực tế, khi khá khó để thiết lập được mô hình của dòng tiền theo dự tính vẫn đưa đến giá trị này. Trong các chương trước, chúng ta đã thảo luận về cách sử dụng những tỉ suất giá cả / lợi nhuận, dùng những dòng tiền của năm ngoài để làm vốn (giả thử liên tục), bằng cách sử dụng một số quy tắc kinh doanh theo kinh nghiệm, hoặc sử dụng những công thức về sự tăng trưởng.

Trong số các phương pháp này, không có bất cứ phương pháp nào thay thế cho cách phán đoán cẩn thận cần có để đánh giá, từ một quan điểm chiến lược rộng lớn, cho dù công ty hoặc đơn vị kinh doanh sẽ thực sự có thể phát triển đến thời điểm cuối của việc phân tích hay không. Phải chăng thật thực tế, khi thừa nhận sự tăng trưởng bền vững, sức mạnh cạnh tranh liên tục, và sự thành công lập đi lập lại về mặt công nghệ? Chẳng hạn, chắc hẳn một giả thiết hợp lý rằng một mức độ thành tích của một công ty vượt xa những công ty ngang hàng không thể duy trì vô hạn, bởi vì chắc chắn những sức ép cạnh tranh sẽ điều hòa kết quả. Nhà phân tích phải nhắm đến các vấn đề này trong quá trình đánh giá, và không để cho sự thuận tiện của những quy tắc đơn giản theo kinh nghiệm hoặc những bội số cứ thế tiếp tục. Những giá trị cuối cùng là lãnh vực mà trong đó, nên sử dụng những trình độ ước lượng và phân tích độ nhạy cảm, để tạo cơ hội cho những sự thay đổi có thể xảy ra, và tác động của chúng trên những kết quả.

Các công ty Có thể So sánh

Một phần của thách thức phân tích là sự điều chỉnh những kết quả nhận được, dựa trên kinh nghiệm có giá trị về thế giới thực. Nói cách khác, nên kiểm tra giá trị phát xuất từ một phân tích kỹ lưỡng về một công ty hoặc một đơn vị kinh doanh đặc trưng, dựa trên các công ty hoặc một đơn vị kinh doanh có thể so sánh như là một thông lệ. Thật vậy, đúng là cách thực hành hợp lý, khi cố gắng điều chỉnh những giả thiết chủ yếu được sử dụng trong quá trình triển khai mô hình thời gian và những giá trị cuối. Đồng thời chúng ta phải thực tế về số lượng và phẩm chất của dữ liệu có giá trị đối với mục đích này, và về những sự khác biệt cứ mãi ảnh hưởng đến sự phù hợp của công ty hoặc đơn vị kinh doanh lệ thuộc đối với các công ty ngang hàng.

Tuy nhiên, chính nỗ lực của sự phát triển những giá trị và chỉ số có thể so sánh đang ép buộc các nhà phân tích phải thận trọng suy nghĩ về hiện thực của những giả thiết được sử dụng trong việc phân tích. Nếu những mức lợi nhuận, tỉ lệ tăng trưởng, mô hình đầu tư, và những chi phí nghiên cứu đều khác biệt một cách thiết yếu với các công ty có thể so sánh, thì nên đánh giá nghiêm túc thành quả của mô hình dòng tiền. Hơn nữa, các công ty

hoặc doanh nghiệp có thể so sánh đều có khả năng là những nhà cạnh tranh, và họ đang cố gắng đưa những chiêu kích của họ vào việc phân tích nhất thiết tạo ra một viễn cảnh chiến lược. Cuối cùng, nếu phải sử dụng những kết quả đánh giá trong cuộc thương lượng, thì vẫn có đủ mọi lý do để tin rằng các công ty có thể so sánh sẽ được nêu lên dưới hình thức này hoặc hình thức khác.

Những cuộc Thương lượng

Chắc hẳn những cuộc thương lượng ảnh hưởng đến quy mô và đường hướng của bất cứ phương pháp đánh giá nào. Trong khi tính khách quan đối với bất cứ công việc phân tích nào là một mục đích có giá trị, thì sức ép để đạt được một tình huống thương lượng thuận lợi từ đầu và trong những cuộc bàn bạc sẽ khuyến khích các bên giải thích dữ liệu và kết quả từ viễn cảnh này. Tại đây, khái niệm về việc sử dụng những phạm vi, cũng như lượng kết quả tối đa và tối thiểu có thể chấp nhận đều trở thành chuyện cũ rích. Mỗi quan hệ thực tế đối với việc phân tích đơn giản là viễn cảnh của nhà phân tích phải thay đổi, để quan tâm đến những chiến lược và mưu kế mà các bên có liên quan vẫn sử dụng. Có thể nên thực hiện việc phân tích từ nhiều hơn một quan điểm. Những công cụ phân tích được sử dụng sẽ thường tương tự, nhưng cũng nên dự tính rằng các bên sẽ nhấn mạnh vào các phương pháp nào tạo thuận lợi cho tình thế của họ. Không nên ngạc nhiên về điều này, bởi vì như chúng ta đã nói nhiều lần, việc phân tích tài chính / kinh tế không phải là một hoạt động không có gì nâng đỡ, nhưng liên quan một cách phức tạp đến những nhu cầu cụ thể và các vấn đề xoay quanh nó, và chịu ảnh hưởng bởi tính cách thất thường của phán đoán con người.

CÁC VẤN ĐỀ CHỦ YẾU

Sau đây là một bản tóm tắt các vấn đề chủ yếu đã được đưa ra một cách trực tiếp hoặc gián tiếp trong chương này. Chúng được đánh số ở đây, để giúp quý độc giả lưu giữ các phương pháp đã được thảo luận trong viễn cảnh của lý thuyết về tài chính và thực hành kinh doanh:

1. Cách quản lý đối với giá trị cổ đông vượt ra ngoài sự chọn lựa về các khuôn khổ phù hợp. Nó đòi hỏi một tập hợp kết hợp về các phương pháp quản lý, bằng cách ràng buộc với nhau về chiến lược, cách phân tích đầu tư, hiệu suất kinh doanh, quản lý tài chính, đánh giá và thù lao – một phương pháp có hệ thống đối với cách quản lý đúng đắn.
2. Có thể phát biểu một cách đơn giản về thách thức của việc tạo ra giá trị cổ đông: trước sau vẫn vượt quá phí tổn về vốn đầu tư, trong thành tích của những vụ đầu tư mới và hiện có. Tuy nhiên, yếu tố đưa đến việc tạo

ra giá trị cổ đông là kết quả của chính công việc phức tạp về cách quản lý tốt tất cả những khía cạnh thuộc về hệ thống kinh doanh.

3. Các phương pháp đánh giá và củng cố việc tạo ra giá trị cổ đông có khuynh hướng đạt tới đều vượt quá những kết quả kế toán, bởi vì chúng nên liên kết với những dự tính của một thị trường dẫn tới dòng tiền. Cuối cùng, những kết quả kế toán sẽ thường đi theo, khi những xem xét về dòng tiền đưa đến quyết định về những vụ đầu tư, kinh doanh và tài trợ – chứ không phải là phương cách khác.
4. Không có biện pháp riêng lẻ hoặc phương pháp dựa trên-giá trị nào là hoặc nên là chọn lựa rõ rệt đối với từng nhóm quản lý. Chúng ta vẫn bắt gặp những cuộc trao đổi trong các lãnh vực về tính phức tạp, thay đổi khuynh hướng suy nghĩ của tổ chức, mức độ có thể cải tiến, và sự chính xác của phương pháp được chọn. Phải phán đoán các phương pháp trong khuôn khổ của những khả năng thuộc về toàn bộ hệ thống kinh doanh.
5. Việc đánh giá các doanh nghiệp đang trải qua sự tái cấu trúc hoặc phối hợp chỉ là một phần trong việc hoàn thành một dòng tiền về mặt kinh tế; có nhiều chiều kích của cách diễn tả giá trị và những giới hạn trao đổi phải sử dụng đến dữ liệu kế toán, và ngay cả những khía cạnh thuần túy mang tính cách phán đoán.
6. Sự xác định khuôn khổ chính đáng của những công việc đánh giá đòi hỏi một tập hợp quan trọng, bao gồm những phán đoán phổ biến đối với tất cả những sự suy xét thận trọng về mức đầu tư kinh tế. Nỗ lực đã được sử dụng từ đầu dựa trên khía cạnh này sẽ mang lại kết quả về tính hữu hiệu được cải tiến, và sự phù hợp của những kết quả.
7. Cách đánh giá đối với việc mua hoặc bán một doanh nghiệp là một trong những công việc phức tạp nhất mà một nhà phân tích có thể đảm nhận. Việc này đòi hỏi những kỹ năng về cách dự đoán những lợi nhuận và dòng tiền, đánh giá rủi ro, sự thấu hiểu chiến lược, và giải thích về tác động của sự phối hợp những kiểu quản lý, kinh doanh và các nguồn lực.
8. Trong khi những cách phân tích kế toán tiêu biểu là một phần đáng kể của quá trình đánh giá, đặc biệt trong những cuộc giao dịch công khai như những vụ sát nhập và mua lại công ty, thì cơ sở kinh tế được thiết lập bởi các phương pháp dòng tiền thật quan trọng đối với việc thực hiện quyết định thành công.
9. Giá trị cổ đông là kết quả cuối cùng của những vụ đầu tư, kinh doanh và bỏ vốn thành công, mà ban quản lý thực hiện trong một khuôn khổ kinh tế. Tuy nhiên, sự liên kết giữa thành tích hiện hành và tương lai của một công ty trong những lãnh vực này, và giá thị trường của cổ phiếu thường của công ty tại một thời điểm đặc trưng không nhất thiết có thể

đo lường được một cách trực tiếp hoặc gián tiếp, do sự phối hợp của các lực lượng đang hoạt động trong thị trường chứng khoán.

TÓM TẮT

Trong chương cuối cùng này, chúng ta đã quay về điểm xuất phát bằng cách một lần nữa chọn một phương pháp có hệ thống để quản lý một cách hiệu quả, và chúng ta đã đặt các phương pháp phân tích phù hợp vào viễn cảnh thích hợp trong môi trường rộng lớn hơn này. Chúng ta bắt đầu bằng một khái quát về những mối quan hệ với giá trị của cách quản lý tốt đối với hệ thống kinh doanh, và chúng ta cung cấp những khái quát xa hơn về nhiều mối quan hệ của các phương pháp quản lý và những quyết định quản lý, đối với mục đích cơ bản của việc tạo ra giá trị cổ đông.

Sau đó, chúng ta còn xem lại sự phát triển của các phương pháp tài chính đã được chọn, trong sự chuyển động của chúng hướng tới những khái niệm dựa trên dòng tiền, và đặt chúng trong cùng quan điểm. Chúng ta đã kết hợp các phương pháp thông thường hơn được bao gồm trong Chương 4, cùng với những khái niệm mới hơn được áp dụng trong phần thực hành dựa trên-giá trị hiện hành, và chúng ta còn mô tả những cách điều chỉnh phổ biến hơn cần có đối với chúng, cũng như đối với ý nghĩa của chúng. Một ví dụ tương đối đã được sử dụng, để trình bày những mối quan hệ khác nhau của các phương pháp, và chúng ta còn vạch ra nhu cầu đối với việc nghiên cứu và phân tích thêm, để đối phó với các thủ đoạn tinh vi bao hàm trong các phương pháp dựa trên-giá trị.

Việc tái cấu trúc và phối hợp được nhắm đến trong bối cảnh rộng lớn hơn của cách phân tích dòng tiền và những cuộc trao đổi kinh tế có liên quan, được bổ sung bằng những mối quan hệ quan trọng hơn của những kết quả dựa trên-lợi nhuận, bởi vì chúng ảnh hưởng đến những cuộc trao đổi các cổ phần và dữ liệu tài chính được báo cáo.

Cuối cùng, chúng ta trở lại với nhu cầu xác định những chiều kích về mặt phán đoán cách phân tích đánh giá, một chủ đề mà chúng ta đã đề cập đến trong các chương trước đây, cho thấy rằng bởi vì cách đánh giá kinh doanh là một vấn đề rất phức tạp, vượt ra chính các phương pháp phân tích, nên điều quan trọng là phải có sự hiểu biết rõ rệt về những khía cạnh mang tính cách phán đoán này.

Sau hết, việc đánh giá sẽ vẫn còn phần nào chủ quan, và qua đó, cách đánh giá phù hợp sẽ được giải quyết trong một cuộc trao đổi giữa các bên có liên quan – nhưng việc nhắm đến và thực hiện những vụ đầu tư, kinh doanh, và bỏ vốn của công ty đối với thành tích kinh tế, và giá trị cổ đông sẽ luôn luôn là trách nhiệm cơ bản của ban quản lý.

MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU	5
CHƯƠNG 1: THÁCH THỨC CỦA VIỆC RA QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH - KINH TẾ	7
Nhà quản trị kinh tế.....	13
Thực tiễn phân tích tài chính/ kinh tế.....	16
Công ty tạo giá trị.....	22
CHƯƠNG 2: BỐI CẢNH HỆ THỐNG CHO QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH	27
Khía cạnh động của doanh nghiệp.....	29
Bản chất của các báo cáo tài chính.....	45
Bối cảnh của phân tích tài chính.....	59
Các vấn đề then chốt	69
Tóm tắt.....	70
CHƯƠNG 3: QUẢN LÝ NGUỒN VỐN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	72
Chu trình lưu chuyển vốn	74
Tính hay biến đổi của dòng lưu chuyển vốn.....	85
Thuyết minh thông tin về dòng lưu chuyển vốn.....	95
Quản lý vốn và giá trị của cổ đông.....	107
Những điểm chính.....	110
Tóm tắt.....	112
CHƯƠNG 4: ĐÁNH GIÁ THÀNH QUẢ KINH DOANH	113
Phân tích tỷ lệ và thành quả.	114
Quan điểm về quản lý	116
Quan điểm của chủ sở hữu.....	135
Quan điểm của người cho vay.....	142
Hệ thống tỉ số.....	147
Một vài vấn đề đặc biệt.....	151
Những vấn đề cốt lõi.....	156
Tóm tắt.....	157
CHƯƠNG 5: KẾ HOẠCH VỀ NHU CẦU TÀI CHÍNH	181
Báo cáo tài chính để dự báo	183

Ngân sách tiền mặt.....	200
Ngân sách kinh doanh.....	207
Mối tương quan của các kế hoạch tài chính.....	211
Mô phỏng tài chính.....	216
Phân tích độ nhạy cảm.....	220
Những vấn đề then chốt.....	221
Tổng kết.....	222
CHƯƠNG 6: ĐỘNG LỰC VÀ TĂNG TRƯỞNG CỦA HỆ THỐNG KINH DOANH.....	223
Đòn bẩy.....	224
Các kế hoạch phát triển tài chính.....	243
Những vấn đề quan trọng.....	254
Tóm tắt.....	255
CHƯƠNG 7: DÒNG TIỀN VÀ THỜI GIÁ CỦA TIỀN TỆ.....	256
Thời giá của tiền tệ.....	257
Các yếu tố cấu thành quá trình phân tích.....	261
Các phương pháp phân tích.....	264
Những vấn đề quan trọng.....	282
Tóm Tắt.....	283
CHƯƠNG 8: PHÂN TÍCH QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ.....	287
Triển vọng chiến lược.....	289
Khung mang tính quyết định.....	292
Phương pháp phân tích đầu tư.....	299
Các phương án có tính loại trừ lẫn nhau.....	313
Xử lý rủi ro và những tình huống thay đổi.....	320
Khi Nào Sử Dụng Các Thước Đo Đầu Tư.....	330
Một số điều cần xem xét thêm.....	332
Những vấn đề quan trọng.....	335
Tóm tắt.....	336
CHƯƠNG 9: CHI PHÍ VỐN VÀ QUYẾT ĐỊNH KINH DOANH.....	337
Bối cảnh thuộc về Quyết định.....	338
Phí tổn về các Quỹ Kinh doanh.....	341
Phí tổn về Khoản nợ Dài hạn.....	346
Phí tổn về Vốn Cổ phần của Cổ đông.....	348

Phí tổn có Tác dụng về Vốn Đầu tư.....	357
Phí tổn về Vốn Đầu tư và những Tiêu chuẩn Lợi nhuận	364
Các Vấn đề Chủ yếu	371
Tóm tắt.....	372
CHƯƠNG 10: PHÂN TÍCH CÁC LỰA CHỌN VỀ NGUỒN TÀI TRỢ	374
Hệ thống Cơ bản dành cho Phân tích.....	375
Các Kỹ thuật Tính toán	380
Phạm vi Sơ đồ Thu Nhập	391
Cơ Cấu vốn Tối ưu	399
Một số Dạng Cấp vốn Đặc biệt	401
Các Vấn đề Chủ chốt.....	409
Tóm lược.....	411
CHƯƠNG 11: XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ VÀ THÀNH TÍCH KINH DOANH	412
Những Định nghĩa về Giá trị.....	413
Giá trị đối với Nhà đầu tư.....	420
Các Vấn đề Đánh giá Chuyên dụng.....	440
Đánh giá Doanh nghiệp.....	443
Các Vấn đề Chủ yếu	454
Tóm tắt.....	455
CHƯƠNG 12: QUẢN LÝ GIÁ TRỊ CỔ ĐÔNG	456
Triển vọng của Việc Tạo ra Giá trị Cổ đông.....	457
Sự Tiến triển của các Hệ Phương pháp Dựa trên-Giá trị.....	463
Tạo ra Giá trị trong sự Tái Cấu trúc và những Phối hợp.....	484
Sự Kết hợp của cách Phân tích Giá trị.....	493
Các Vấn đề Chủ yếu	498
Tóm tắt.....	500

CÁC CÔNG CỤ PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Th.S NGUYỄN VĂN DUNG – Th.S VŨ THỊ BÍCH QUỲNH
(Biên dịch)

NHÀ XUẤT BẢN GIAO THÔNG VẬN TẢI

Chịu trách nhiệm xuất bản

LÊ TỬ GIANG

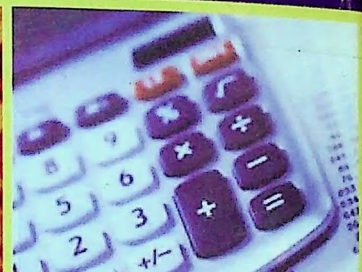
ĐẶNG KIM CƯƠNG

VŨ THỊ KIM THOA

NGUYỄN THỊ DIỆU

In 1.000 bản, khổ 19 × 27 cm tại Công ty In Người Lao Động Số 131 Cống Quỳnh
Q.1. Quyết Định xuất bản số: 58-2008/CXB/ 51-79/GTVT. In xong và nộp lưu chiểu
quý I năm 2008.

Sách Kinh Tế: Sức Mạnh của Trí Thức Thành Công!



Các Công cụ Phân Tích Tài Chính



NHÀ SÁCH KINH TẾ
CÔNG TY TNHH TM - DV - QC HƯƠNG HUY
NHÀ SÁCH KINH TẾ

Sách được phát hành tại:

Số 41 Đào Duy Từ, F.5, Q.10, TP. HCM, ĐT: 8570424
490B Nguyễn. T. M. Khai, P.2, Q.3 TP.HCM - ĐT: 8337462
Fax: 8337462 - Email: nhasachkinhte@hcm.fpt.vn

Hãy truy cập vào địa chỉ website của chúng tôi!

Website: www.nhasachkinhte.vn

Sách Kinh tế: Sức mạnh của trí thức thành công!



2 03 9030 009603

Giá: 151.000 đ