

# BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

## CHƯƠNG 1

# QUẢN TRỊ TÀI SẢN NGẮN HẠN (CURRENT ASSET MANAGEMENT)

# **BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH**

## **NỘI DUNG 1**

# **QUẢN TRỊ HÀNG TỒN KHO (INVENTORY MANAGEMENT)**

# Kết cấu của nội dung 1.1

## 1.1. Quản trị hàng tồn kho

1.1.1. Mục đích của dự trữ hàng tồn kho

1.1.2. Các chi phí liên quan đến dự trữ hàng tồn kho

1.1.3. Mô hình lượng đặt hàng kinh tế (EOQ)

# Mục tiêu của nội dung 1.1

- Kiến thức, kỹ năng, thái độ

Hiểu và vận dụng mô hình quản trị hàng tồn kho

# Khái niệm

Hàng tồn kho (Inventory/Stock)

Là những tài sản:

- (a) Được giữ để bán trong kỳ sản xuất, kinh doanh bình thường;
- (b) Đang trong quá trình sản xuất, kinh doanh dở dang;
- (c) Nguyên liệu, vật liệu, công cụ, dụng cụ để sử dụng trong quá trình sản xuất, kinh doanh hoặc cung cấp dịch vụ.

Chuẩn mực kế toán VAS 02

# Khái niệm

Hàng tồn kho bao gồm:

- Hàng hóa mua về để bán: Hàng hóa tồn kho, hàng mua đang đi trên đường, hàng gửi đi bán, hàng hóa gửi đi gia công chế biến;
- Thành phẩm tồn kho và thành phẩm gửi đi bán;
- Sản phẩm dở dang: Sản phẩm chưa hoàn thành và sản phẩm hoàn thành chưa làm thủ tục nhập kho thành phẩm;
- Nguyên liệu, vật liệu, công cụ, dụng cụ tồn kho, gửi đi gia công chế biến và đã mua đang đi trên đường;
- Chi phí dịch vụ dở dang.

# Phân loại

## **Căn cứ theo giai đoạn của quá trình sản xuất**

Các công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất thường có ba loại hàng tồn kho tương ứng với ba giai đoạn khác nhau của quá trình sản xuất

- Tồn kho nguyên vật liệu
- Tồn kho sản phẩm dở dang
- Tồn kho thành phẩm

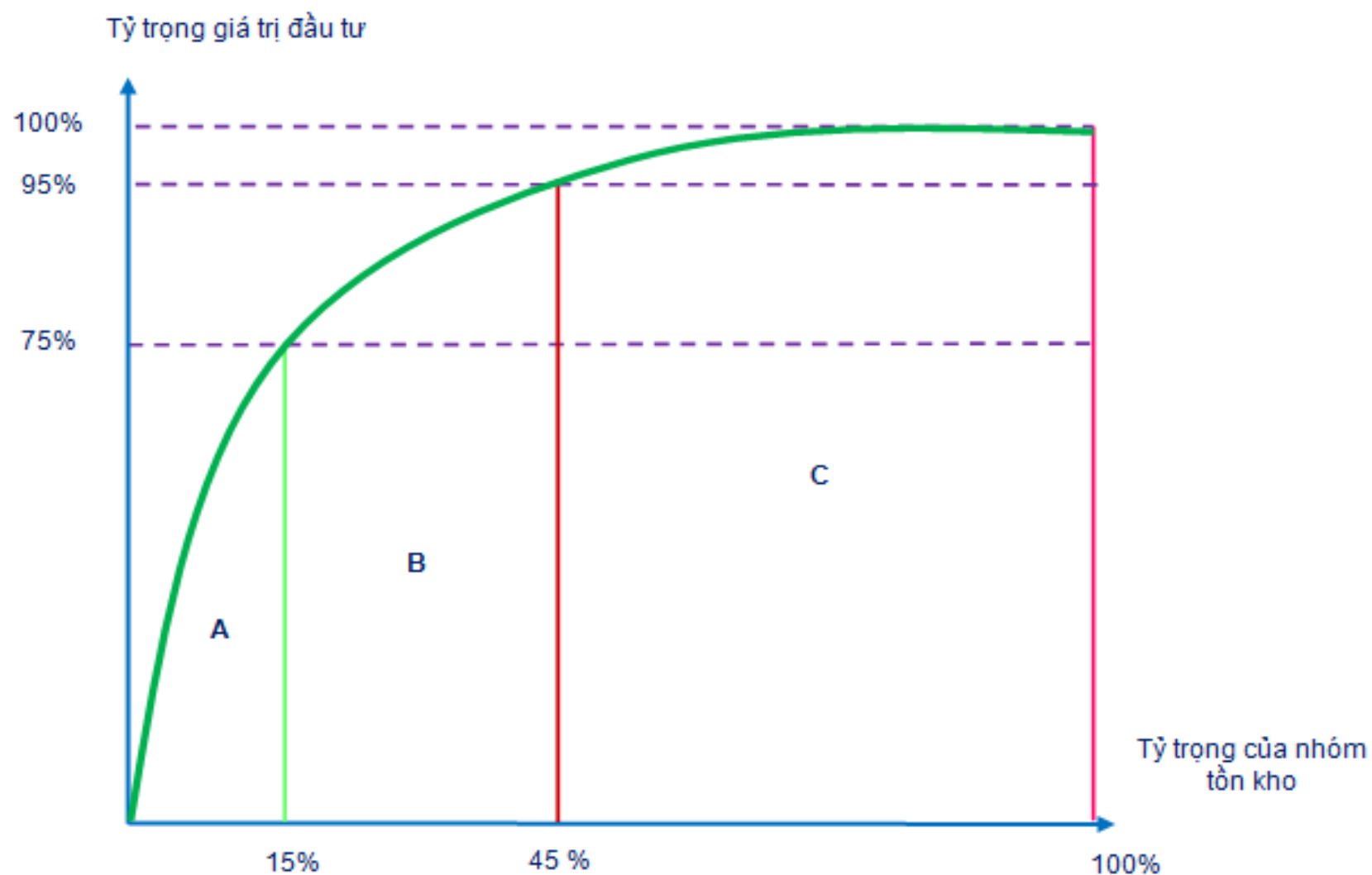
# Phân loại

## **Căn cứ theo giá trị đầu tư vốn vào hàng tồn kho**

Phân loại tồn kho theo giá trị của từng loại dựa theo nguyên tắc Pareto, từ đó có cách kiểm soát tồn kho phù hợp nhằm tập trung sự chú ý và quản lý vào những loại tồn kho có giá trị cao hoặc dễ thất thoát được gọi là phương pháp kiểm soát tồn kho ABC

Nhờ phương pháp này mà trình độ và khả năng của nhân viên giữ kho sẽ tăng lên do họ phải thường xuyên thực hiện các chu kỳ kiểm tra, kiểm soát từng nhóm hàng





Nhóm	Tỷ trọng nhóm tồn kho	Tỷ trọng giá trị đầu tư	
A	15%	70%	Loại tồn kho có giá trị cao, do đó cần kiểm tra thường xuyên hơn (thường là 1 tháng/lần)
B	35%	20%	Loại tồn kho có giá trị trung bình (thường kiểm tra 3 tháng/lần)
C	50%	10%	Loại tồn kho có giá trị thấp (thường kiểm tra 6 tháng/lần)

# Mục đích của dự trữ hàng tồn kho

Hàng tồn kho là một loại tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản của công ty thuộc lĩnh vực sản xuất và thương mại.

Dự trữ hàng tồn kho nhằm hai mục tiêu chính

Mục tiêu an toàn: Có tồn trữ để tránh mọi gián đoạn

Mục tiêu tài chính: Giảm lượng tồn kho đến mức tối ưu để tối thiểu hóa tổng chi phí tồn kho

# Mục đích của dự trữ hàng tồn kho

Do đó, quản trị hàng tồn kho cần phải thực hiện hai vấn đề

**Dự báo nhu cầu sử dụng các loại hàng hóa hàng năm** (riêng những công ty có nhu cầu hàng hóa mang tính thời vụ có thể chọn kỳ dự báo phù hợp với đặc điểm kinh doanh của mình)

**Xác định số lần đặt hàng trong năm và khối lượng hàng hóa trong mỗi lần đặt hàng**

Mục đích là để tìm được cơ cấu tồn kho có tổng chi phí năm ở mức tối thiểu

Vì giữa chi phí đặt hàng và chi phí tồn trữ có mối tương quan tỷ lệ nghịch, nên khi số lần đặt hàng nhiều, khối lượng hàng tồn kho bình quân thấp, sẽ dẫn tới chi phí tồn kho thấp song chi phí đặt hàng sẽ cao. Ngược lại, khi số lần đặt hàng giảm đi thì khối lượng hàng trong mỗi lần đặt hàng cao, lượng tồn kho lớn hơn, do đó, chi phí tồn trữ hàng hóa cao và chi phí đặt hàng giảm

# Mục đích của dự trữ hàng tồn kho

Trên phương diện quản trị tài chính, cần tiến hành phân tích các chi phí tồn kho và thiết lập cơ cấu tồn kho tối ưu cho công ty.

Chú ý rằng mức tồn kho tối ưu dựa trên doanh thu, vì thế doanh thu cần được dự báo trước khi mức tồn kho tối ưu được thiết lập.

Trong thực tế, các công ty sử dụng hệ thống chương trình phần mềm máy tính để quản lý việc nắm giữ hàng tồn kho của công ty mình, nhằm tránh những sai lầm trong quá trình thiết lập mức tồn kho có thể dẫn tới tổn thất doanh thu hoặc chi phí lưu kho quá mức (QM – Quality Management).

# Mục đích của dự trữ hàng tồn kho

## Lợi ích từ việc sử dụng hàng tồn kho

Hàng tồn kho có vai trò như một tấm đệm an toàn giữa các giai đoạn khác nhau trong chu kỳ sản xuất kinh doanh từ dự trữ - sản xuất – lưu thông hàng hóa

Mang lại sự linh hoạt trong hoạt động sản xuất kinh doanh (lựa chọn thời điểm mua nguyên vật liệu, lập kế hoạch sản phẩm và tiêu thụ ...)

Giúp công ty tự bảo vệ trước những biến động cũng như sự không chắc chắn về nhu cầu đối với các sản phẩm của công ty

# Các chi phí liên quan đến dự trữ hàng tồn kho

## Hạn chế từ việc sử dụng hàng tồn kho

Làm phát sinh các chi phí tương ứng, liên quan đến tồn kho, bao gồm

- Chi phí đặt hàng (Ordering Costs)
- Chi phí tồn trữ (Carrying Costs)
- Chi phí thiệt hại do kho không có hàng – hàng tồn kho hết (Stockout Costs)

# Các chi phí liên quan đến dự trữ hàng tồn kho

## ○ Chi phí đặt hàng (Ordering Costs/Setup Costs)

+ Chi phí giao hàng

+ Chi phí vận chuyển

+ Chi phí giao nhận hàng hóa

Trong thực tế, chi phí cho mỗi lần đặt hàng thường bao gồm các chi phí cố định và các chi phí biến đổi bởi vì một phần tỷ lệ chi phí đặt hàng như chi phí giao nhận và kiểm tra hàng thường biến động theo số lượng hàng được mua

Trong nhiều trường hợp, chi phí đặt hàng thường tỷ lệ thuận với số lần đặt hàng trong năm. Khi khối lượng của mỗi lần đặt hàng nhỏ, thì số lần đặt hàng tăng và chi phí đặt hàng cao. Ngược lại, khi khối lượng mỗi lần đặt hàng lớn, số lần đặt hàng giảm và chi phí đặt hàng thường cũng sẽ thấp hơn



## Các chi phí liên quan đến dự trữ hàng tồn kho

### ○ Chi phí tồn trữ (Carrying Costs/Holding Costs)

Là loại chi phí liên quan đến việc lưu trữ hàng hóa trong kho trong một khoảng thời gian xác định trước

#### Thành phần của chi phí tồn trữ

- + Chi phí lưu kho và chi phí bảo quản
- + Chi phí hao hụt, thiệt hại vì hàng tồn kho mất giá trị do bị hư hỏng, lỗi thời
- + Chi phí bảo hiểm
- + Chi phí thuế đánh trên giá trị hàng tồn kho
- + Chi phí cơ hội do đầu tư vốn vào hàng tồn kho

## Các chi phí liên quan đến dự trữ hàng tồn kho

- Chi phí thiệt hại do kho không có hàng – hàng tồn kho hết (Stockout Costs)

Chi phí này phát sinh bất kỳ lúc nào khi mà công ty không có khả năng giao hàng bởi vì nhu cầu hàng lớn hơn số lượng hàng sẵn có trong kho

Ví dụ

+ Khi nguyên vật liệu trong kho hết thì chi phí thiệt hại do không có nguyên vật liệu sẽ bao gồm chi phí đặt hàng khẩn cấp và chi phí thiệt hại cho ngừng trệ sản xuất

+ Nếu hàng tồn kho sản phẩm dở dang hết thì công ty sẽ bị thiệt hại do kế hoạch sản xuất bị thay đổi, góp phần gây ra những thiệt hại do sản xuất bị ngừng trệ và phát sinh chi phí

+ Còn nếu HTK hết đối với thành phẩm, có thể gây ra hậu quả là lợi nhuận bị mất trong ngắn hạn khi KH quyết định mua sản phẩm từ những công ty đối thủ, và gây nên những mất mát tiềm năng trong dài hạn khi KH quyết định đặt hàng từ những công ty khác trong tương lai

## Các chi phí liên quan đến dự trữ hàng tồn kho

- Chi phí khác

Các chi phí khác được quan tâm trong quản trị tồn kho là các chi phí thành lập kho (chi phí lắp đặt thiết bị kho và các chi phí hoạt động), chi phí trả lương làm thêm theo giờ, chi phí huấn luyện ...

## Mô hình quản lý hàng tồn kho hiệu quả (Economic Ordering Quantity – EOQ)

Đây là một mô hình quản trị hàng tồn kho mang tính định lượng, được dùng để tìm mức tồn kho tối ưu cho công ty

(Optimal Order Quantity -  $Q^*$ )

Lượng đặt hàng kinh tế (EOQ) chính là lượng đặt hàng tối ưu ( $Q^*$ ) sao cho tổng chi phí tồn kho là thấp nhất

Mô hình này được dựa trên cơ sở ước lượng mức sử dụng dự kiến (Demand rate of stocks - DS), chi phí đặt hàng (Ordering Costs - OC) và chi phí tồn trữ (Carrying Costs - CC)

# Mô hình quản lý hàng tồn kho hiệu quả (Economic Ordering Quantity – EOQ)

Giả định

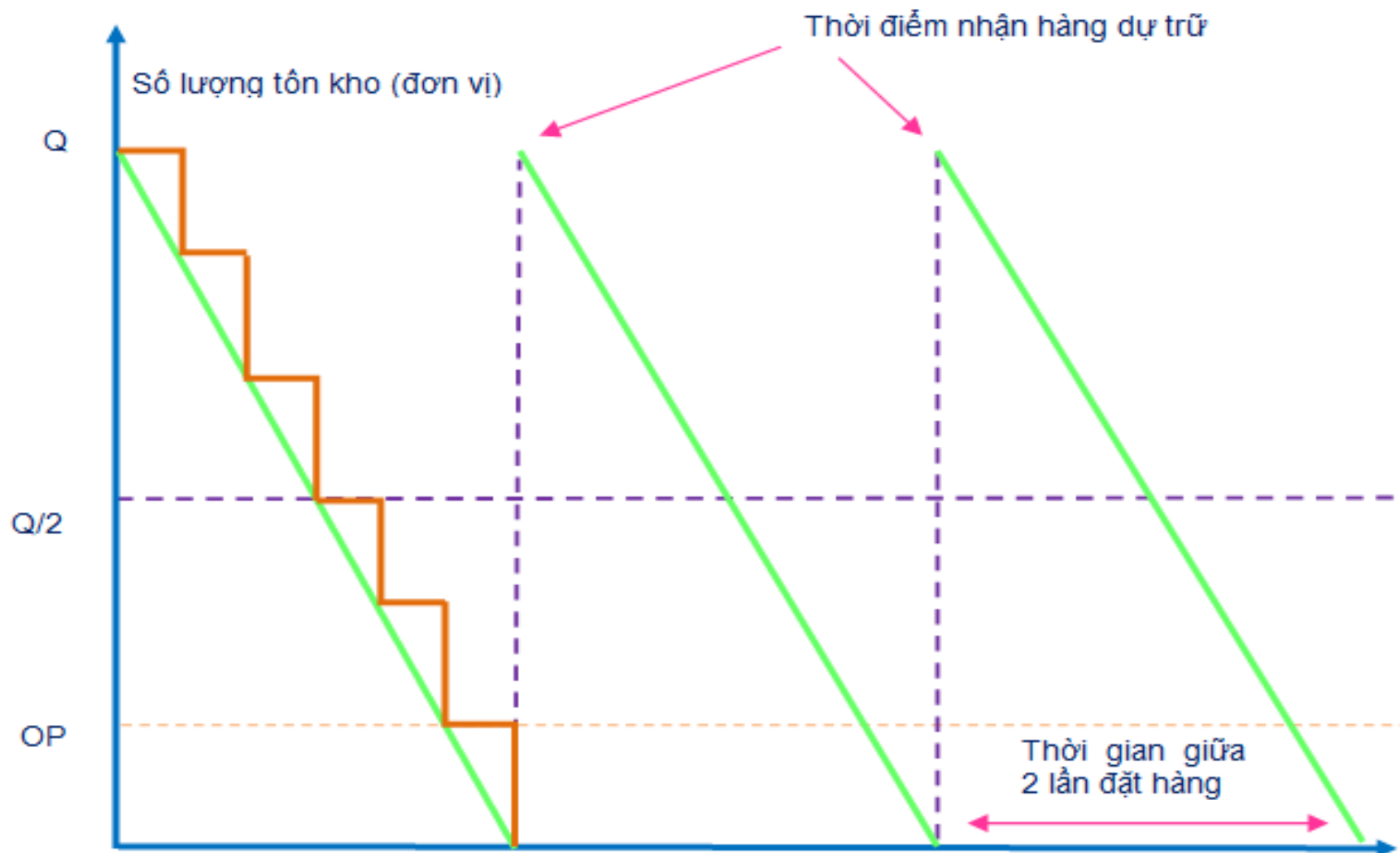
Nhu cầu cho một loại hàng (DS) được biết trước và không đổi (Nhu cầu sử dụng hàng hóa trong kỳ (DS) không đổi dẫn tới việc sử dụng hàng hóa trong một đơn vị thời gian (ds) cũng không thay đổi – kỳ thường là năm, đơn vị thời gian được tính theo ngày)

Thời gian đặt hàng biết trước và không đổi

Số lượng của một đơn hàng được thực hiện trong một chuyến hàng (tổng số lượng của đơn hàng được giao cùng một thời điểm)

Không chiết khấu theo sản lượng (giá đơn vị hàng hóa không thay đổi theo quy mô đặt hàng)

Không xảy ra thiếu hụt về hàng tồn kho (do thời gian đặt hàng tính vừa đủ, khi số lượng tồn kho xuống tới mức 0 thì số lượng đặt hàng mới sẽ đến)



**Tình hình tồn kho theo thời gian**

## Mô hình quản lý hàng tồn kho hiệu quả (Economic Ordering Quantity - EOQ)

Chỉ tính chi phí tồn trữ và chi phí đặt hàng, trong đó:

Chi phí tồn trữ ( $CC = cc \cdot Q/2$ ) là chi phí khả biến phát sinh trên mỗi đơn vị hàng tồn kho trong một thời kỳ nhất định, do đó chi phí tồn trữ phát sinh tuyến tính theo số lượng tồn kho (như là chi phí lưu kho, bảo hiểm, chi phí cơ hội để duy trì tồn kho)

Chi phí đặt hàng ( $OC = oc \cdot DS/Q$ ) là chi phí bất biến phát sinh cho mỗi lần đặt hàng (i.e. ổn định, cố định và độc lập, không phụ thuộc vào quy mô số lượng hàng được mua, ví dụ như chi phí thủ tục giấy tờ, kiểm nhận hàng hóa)

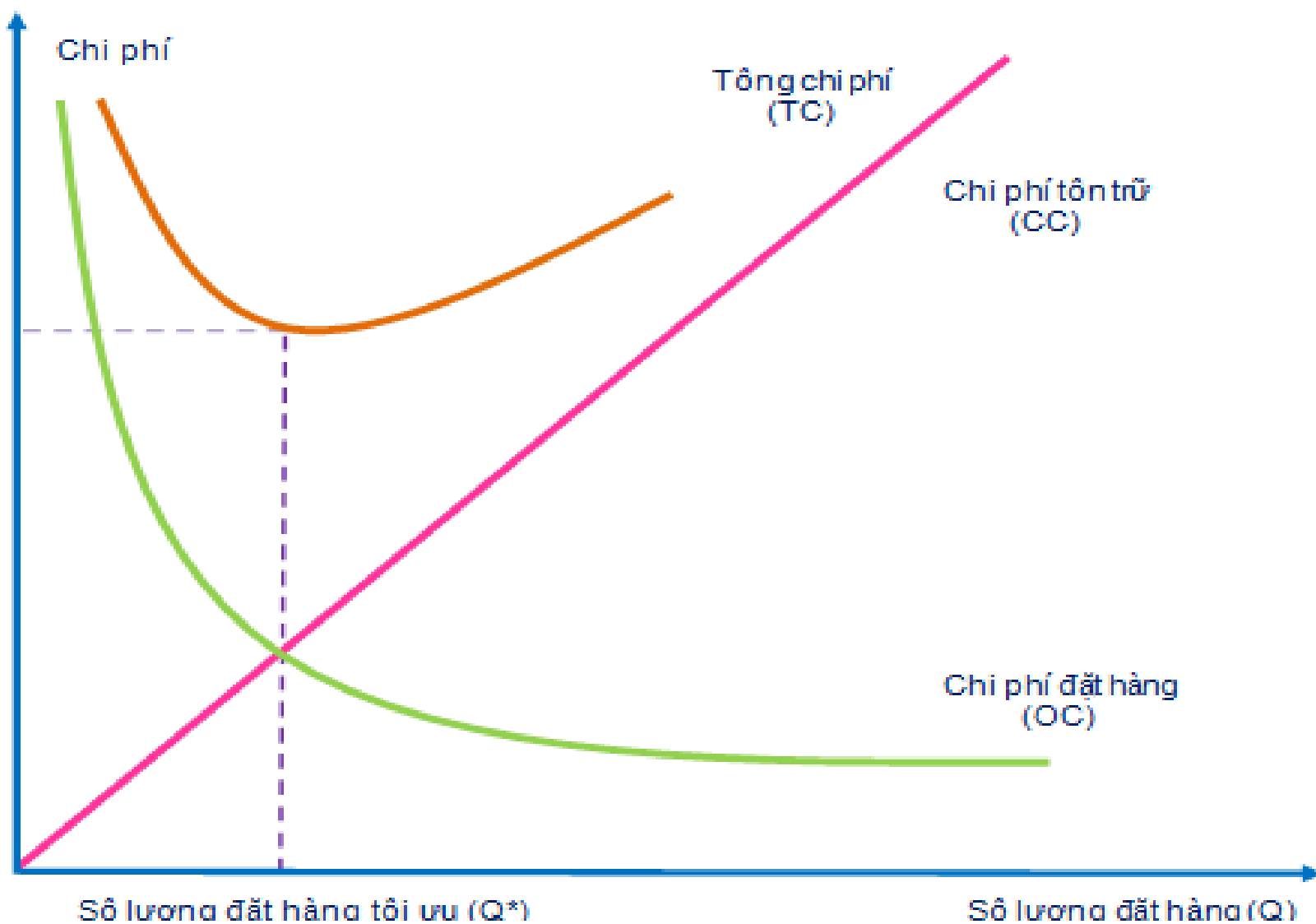
$$\text{Chi phí tồn trữ (CC)} = \text{Chi phí tồn trữ đơn vị (cc)} \times \text{Số lượng tồn kho bình quân (Q/2)}$$

$$\text{Chi phí đặt hàng (OC)} = \text{Chi phí mỗi lần đặt hàng (oc)} \times \text{Số lần đặt hàng trong kỳ (DS/Q)}$$

$$\text{Số lần đặt hàng trong kỳ (DS/Q)} = \frac{\text{Số lượng tồn kho cần dùng trong kỳ (DS)}}{\text{Số lượng mỗi lần đặt hàng (Q)}}$$

$$\text{Tổng chi phí tồn kho (TC)} = \text{Chi phí tồn trữ (CC)} + \text{Chi phí đặt hàng (OC)}$$





**Mối quan hệ giữa tổng chi phí và số lượng đặt hàng**









## Thời gian giữa những lần đặt hàng trong năm (Time between Orders - TBO)

$$\begin{aligned} \text{TBO} &= (Q^*/\text{DS}) * 12 \text{ tháng} \\ &= (Q^*/\text{DS}) * 52 \text{ tuần} = (Q^*/\text{DS}) * 360 \text{ ngày} \\ \text{hay TBO} &= 12 \text{ tháng} / \text{Số lần đặt hàng trong năm} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Trong ví dụ trên, TBO} &= (115.47/2.400) * 12 \text{ tháng} \\ &= 12 \text{ tháng} / 20.78 \\ &= 0.5773 \text{ tháng} = 2.5 \text{ tuần} = 17.32 \text{ ngày} \end{aligned}$$



## Xác định điểm tái đặt hàng (Re-Order Point)

Vào thời điểm cuối chu kỳ, số lượng tồn kho xuống tới mức 0 thì số lượng đặt hàng mới sẽ đến thường không đúng trong thực tế, vì nhà quản trị sẽ xác định thời điểm đặt hàng (hàng tồn kho còn đến mức nào thì cần tiến hành đặt hàng sớm để bổ sung).

Nghĩa là công ty không những muốn biết số lượng đặt hàng là bao nhiêu mà còn cần biết khi nào thì đặt hàng, nhằm hạn chế chi phí lưu kho và thiệt hại do thiếu hàng do công ty vẫn phải tiếp tục sản xuất trong thời gian chờ hàng về.



## Mức tái đặt hàng phụ thuộc vào 3 yếu tố

Thời gian vận chuyển đơn hàng: thời gian chờ đợi tính từ ngày đặt hàng đến ngày nhận hàng

Mức dự trữ an toàn: số lượng hoặc giá trị hàng tồn kho dự phòng cho trường hợp hàng đặt đến trễ hoặc sử dụng nhiều hơn dự kiến, do đó, nó còn được gọi là mức dự trữ bảo hiểm

Số lượng tồn kho cần sử dụng hàng ngày (ds): mức tồn kho sử dụng dự kiến bình quân một ngày trong kỳ, số lượng cần sử dụng hàng ngày này được giả định là đồng nhất và không đổi

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Điểm tái đặt} \\ \text{hàng} \\ \text{(R-OP)} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Số lượng tồn kho sử dụng hàng ngày} \\ \text{X} \\ \text{Thời gian vận chuyển đơn hàng} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Mức dự} \\ \text{trữ an} \\ \text{toàn} \\ \hline \end{array}$$

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Số lượng tồn kho} \\ \text{sử dụng hàng ngày} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Số lượng tồn kho cần} \\ \text{dùng trong kỳ (DS)} \\ \hline \end{array} : \begin{array}{|c|} \hline \text{Số ngày làm} \\ \text{việc trong kỳ} \\ \hline \end{array}$$

## Chú ý

Tổng chi phí do duy trì hàng dự trữ an toàn bao gồm chi phí cơ hội khi hết hàng và chi phí tồn trữ hàng hóa.

Khi chi phí dự trữ an toàn tăng thì chi phí cơ hội do hết hàng sẽ giảm và ngược lại, do đó, mức tồn kho dự trữ an toàn tối ưu là mức tồn kho có tổng chi phí tối thiểu.

## Ví dụ

Với quy mô đặt hàng tối ưu 115.47 đơn vị, cc = 900,000 đồng/đơn vị, theo bảng chi phí đầu tư vào tồn kho dự trữ an toàn tối ưu sau, công ty luôn duy trì mức dự trữ an toàn tối ưu là 15 đơn vị (do số lần hết hàng dự trữ trong năm được công ty dự kiến trước)

Quy mô đặt hàng	Mức dự trữ an toàn (đơn vị)	Chi phí thiệt hại khi hết hàng (đồng)	Chi phí tồn trữ hàng hóa (đồng)	Tổng chi phí
(1)	(2)	(3)	(4) = (2)*cc	(5) = (3) + (4)
115.47 đơn vị	0	30,000,000		
	5	20,000,000		
	10	15,000,000		
	15	10,000,000		
	20	6,000,000		

## Ví dụ

Với quy mô đặt hàng tối ưu 115.47 đơn vị, cc = 900,000 đồng/đơn vị, theo bảng chi phí đầu tư vào tồn kho dự trữ an toàn tối ưu sau, công ty luôn duy trì mức dự trữ an toàn tối ưu là 15 đơn vị (do số lần hết hàng dự trữ trong năm được công ty dự kiến trước)

Quy mô đặt hàng	Mức dự trữ an toàn (đơn vị)	Chi phí thiệt hại khi hết hàng (đồng)	Chi phí tồn trữ hàng hóa (đồng)	Tổng chi phí
(1)	(2)	(3)	(4) = (2)*cc	(5) = (3) + (4)
115.47 đơn vị	0	30,000,000	-	30,000,000
	5	20,000,000	4,500,000	24,500,000
	10	15,000,000	9,000,000	24,000,000
	<b>15</b>	10,000,000	13,500,000	<b>23,500,000</b>
	20	6,000,000	18,000,000	24,000,000

## Ví dụ

Mức tồn kho cần dùng trong kỳ (Demand rate of stocks - DS)  
= 2,400 đơn vị

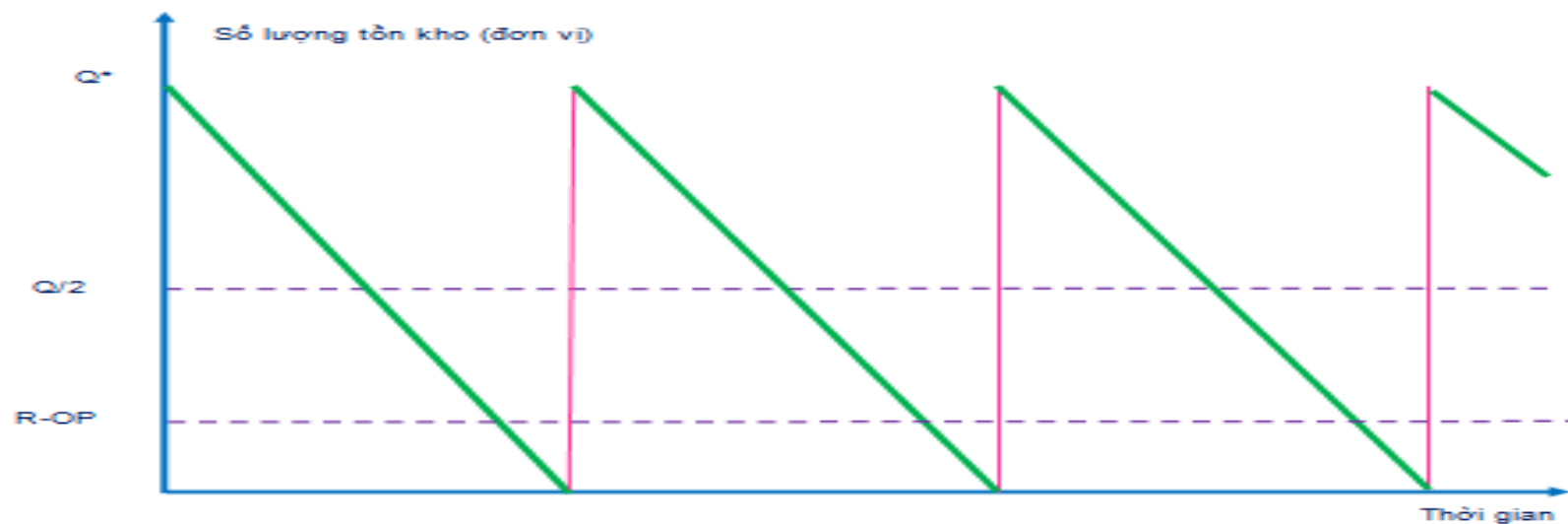
Giả sử thời gian làm việc trong năm hoạch định cũng bằng  
360 ngày

Cứ sau 17.32 ngày, công ty phải đặt hàng một lần (TBO)

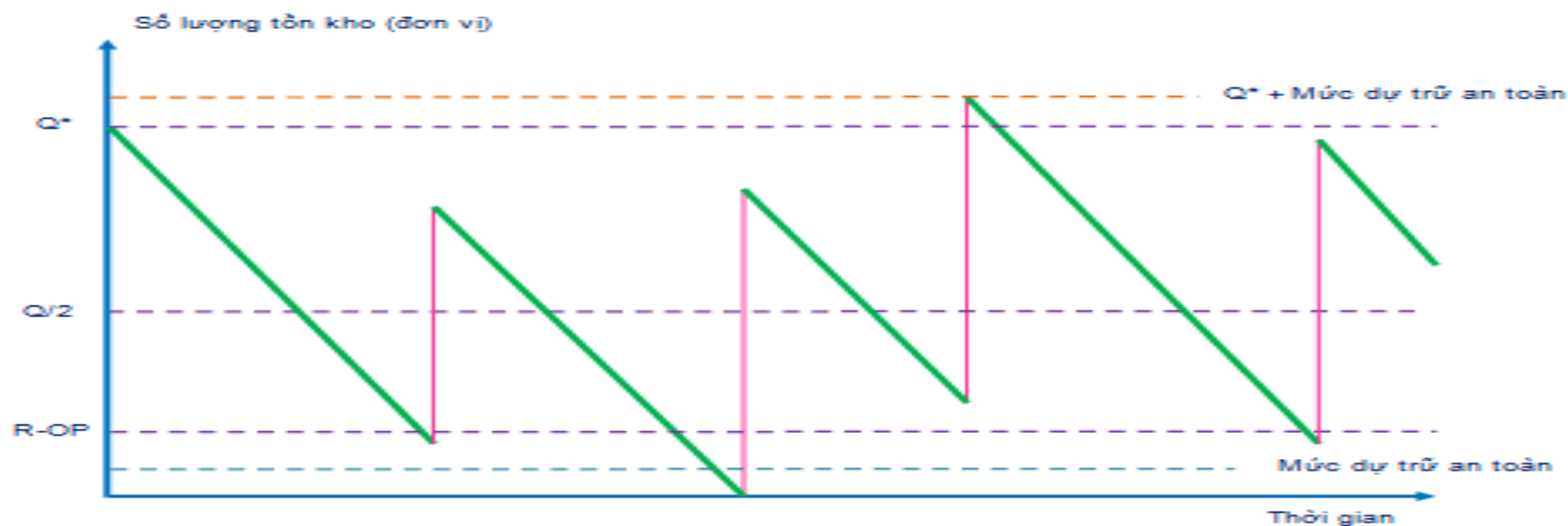
Sau 3 ngày kể từ khi đặt hàng thì công ty mới nhận được  
hàng đặt, do đó công ty phải đặt hàng sớm trước khi lượng  
tồn kho cạn sạch

Tính số lượng tồn kho sử dụng hàng ngày?

Tính điểm tái đặt hàng (R-OP)?



**Mô hình EOQ với mức tồn kho không có dự trữ an toàn**



**Mô hình EOQ với mức tồn kho tối ưu có dự trữ an toàn và mức sử dụng tồn kho thay đổi**

## Lưu ý về mô hình EOQ

**Do dựa trên quá nhiều giả thiết khó có thể đạt được trong thực tế nên mô hình EOQ cần được thực tiễn hóa bằng cách loại bỏ dần các giả định này và chấp nhận điều kiện thực tế.**

Chẳng hạn, trong thực tế, ta thường gặp trường hợp chiết khấu theo sản lượng và nhu cầu tồn kho sử dụng trong kỳ (DS) thay đổi.

Tuy nhiên, EOQ hiện nay vẫn được sử dụng phổ biến vì kết quả đem lại gần đúng với sự tìm kiếm mức hợp lý của lô hàng

**Trường hợp thay đổi một số giả định của mô hình EOQ bằng các điều kiện thực tế**

**TH1. Mô hình chiết khấu theo sản lượng**

**(Quantity Discount Model – OD)**

Trường hợp mua hàng có chiết khấu: Chiết khấu theo sản lượng nhằm khuyến khích khách hàng mua hàng với số lượng lớn thì sẽ được giảm bớt tổng số tiền phải thanh toán. Với mô hình này, nó nói rằng buộc trong giả định của mô hình EOQ, do đó, sẽ là áp lực góp phần làm cho hàng tồn kho cao hơn.

Công ty mua hàng phải xem xét những điều kiện chiết khấu và xem đó như là một khoản lợi nhuận cơ hội mà công ty có thể thu được. Khoản lợi nhuận cơ hội được xem xét bằng cách so sánh giữa phần chi phí tồn trữ tăng thêm với phần tiết kiệm do nhận được từ tỷ lệ chiết khấu thương mại của nhà cung cấp. Như vậy, nhà quản trị cần tính toán mua bao nhiêu hàng thì sẽ được hưởng chiết khấu, đồng thời đáp ứng yêu cầu chi phí tồn kho là thấp nhất.



## Ví dụ

Với giá bán 5,000,000 đồng/đơn vị hàng hóa, nhà cung cấp đưa ra tỷ lệ chiết khấu theo các mức (số lượng) mua hàng đối với công ty Sunny như sau

Số lượng (đơn vị)	Tỷ lệ chiết khấu (%)
Dưới 200	0.00%
Từ 200 đến 399	0.25%
Từ 400 đến 599	1.25%
Từ 600 trở lên	1.75%

Đối với những đơn đặt hàng dưới 200 đơn vị, thì công ty mua hàng sẽ không được hưởng chiết khấu, còn những đơn đặt hàng từ 200 đơn vị trở lên sẽ được áp dụng tỷ lệ chiết khấu tăng dần theo điều kiện về quy mô số lượng hàng mua

Giả sử nhà quản trị tài chính công ty Sunny xem xét đơn đặt hàng 200 đơn vị cho mỗi lần đặt hàng thay vì lượng đặt hàng tối ưu  $Q^*$  đã tìm được ( $Q^* = 115.47$ ,  $CC = OC = 51,961,524$  đồng)

Với  $Q = 200$  đơn vị, ta tính toán lại TC

$$TC = CC + OC = cc \cdot Q/2 + oc \cdot S/Q = 900,000 \cdot 200/2 + 2,500,000 \cdot 2,400/200 = 120,000,000 \text{ đồng}$$

Nhận thấy khi có sự thay đổi mô hình EOQ tối ưu, CC và OC không còn bằng nhau

CC tăng, mức tăng  $\Delta CC = 38,038,476$  đồng

OC giảm, mức giảm  $\Delta OC = 21,961,524$  đồng

TC tăng, mức tăng  $\Delta TC = 16,076,952$  đồng

Với giá mua là 5,000,000 đồng/đơn vị hàng hóa,

Và nhu cầu về số lượng hàng cần mua để sử dụng trong năm DS

= 2,400 đơn vị

Chi phí mua hàng trong kỳ

=  $2,400 \times 5,000,000 \times (1 - 0.25\%) = 11,970,000,000$  đồng

Như vậy, giá trị chiết khấu mà công ty Sunny được hưởng là

=  $2,400 \times 5,000,000 \times 0.25\% = 30,000,000$  đồng

Nhận thấy giá trị chiết khấu được hưởng cao hơn phần chi phí tăng thêm =  $30,000,000 - 16,076,952 = 13,923,048$  đồng

Tính toán tương tự với các độ lớn về khối lượng đơn vị của mỗi lần đặt hàng. Thiết lập bảng chi phí tồn kho và chi phí mua hàng với nhiều số lượng hàng khác nhau (đơn vị tính của giá bán và chi phí: đồng)

Quy mô đơn hàng (đơn vị)	Giá bán đơn vị đã trừ chiết khấu	$TC = CC + OC$	Chi phí mua hàng trong kỳ	Tổng (TC + chi phí mua hàng trong kỳ)
(1)	(2)	$(3) = cc \cdot (1)/2 + oc \cdot DS/(1)$	$(4) = (2) \cdot DS$	$(5) = (3) + (4)$
115.47	5,000,000			
200	4,987,500			
400	4,937,500			
600	4,912,500			

Bảng trên cho thấy tổng chi phí mua nguyên liệu trong kỳ và chi phí tồn kho của chúng đối với công ty Sunny ở mức thấp nhất là ..... đơn vị cho mỗi lần đặt hàng.

Đây chính là độ lớn của đơn đặt hàng hiệu quả nhất trong trường hợp mua hàng có chiết khấu

Quy mô đơn hàng (đơn vị)	Giá bán đơn vị đã trừ chiết khấu	TC = CC + OC	Chi phí mua hàng trong kỳ	Tổng (TC + chi phí mua hàng trong kỳ)
(1)	(2)	(3) = cc*(1)/2 + oc*DS/(1)	(4) = (2)*DS	(5) = (3) + (4)
115.47	5,000,000	103,923,048	12,000,000,000	12,103,923,048
200	4,987,500	120,000,000	11,970,000,000	12,090,000,000
400	4,937,500	195,000,000	11,850,000,000	<b>12,045,000,000</b>
600	4,912,500	280,000,000	11,790,000,000	12,070,000,000

Bảng trên cho thấy tổng chi phí mua nguyên liệu trong kỳ và chi phí tồn kho của chúng đối với công ty Sunny ở mức thấp nhất là 400 đơn vị cho mỗi lần đặt hàng.

Đây chính là độ lớn của đơn đặt hàng hiệu quả nhất trong trường hợp mua hàng có chiết khấu

## **TH2. Mô hình dự trữ hàng tồn kho an toàn**

Trường hợp này, ta xem xét những thay đổi về chi phí tồn kho dự trữ an toàn được tạo ra khi có sự thay đổi về quy mô đơn hàng.

Khi khối lượng mua hàng mỗi lần tăng thì lượng hàng tồn kho dự trữ cũng giảm, do đó lượng tồn kho an toàn cũng ít dùng tới. Do đó, khi xem xét EOQ để tận dụng những lợi ích cơ hội do chiết khấu đem lại, công ty cũng cần đánh giá khả năng hết hàng dự trữ tồn kho và những chi phí cơ hội liên quan đến chúng.

## Ví dụ

Sử dụng các số liệu về hàng tồn kho của công ty Sunny

Giả định khi quy mô đơn hàng tăng lên, thì chi phí cơ hội khi hết hàng (khả năng hết hàng dự trữ) sẽ được giảm thiểu

Bảng sau mô tả khả năng hết hàng dự trữ tương ứng khi độ lớn của mỗi lần mua hàng (chi phí cơ hội khi hết hàng)

Khả năng phát sinh chi phí thiệt hại khi hết hàng của quy mô đặt hàng $i$ <b>so với</b> chi phí thiệt hại khi hết hàng của quy mô đặt hàng ban đầu $Q = 115.47$ đơn vị	Quy mô đơn hàng
0.125	600
0.25	400
0.5	200
1	115.47

Tính toán chi phí tồn trữ hàng hóa dự trữ an toàn dự kiến với các mức quy mô đặt hàng khác nhau, từ đó, tìm ra mức dự trữ an toàn tối ưu mà tại đó tổng chi phí dự trữ an toàn là tối thiểu

Quy mô đơn hàng (đơn vị)	Mức dự trữ an toàn (SS) (đơn vị)	Chi phí thiệt hại khi hết hàng (đồng)	Chi phí tồn trữ hàng hóa (cc*SS)	Tổng chi phí dự trữ an toàn (đồng)
115.47	0	30,000,000		
	5	20,000,000		
	10	15,000,000		
	15	10,000,000		
	20	6,000,000		
200	0			
	5			
	10			
	15			
	20			
400	0			
	5			
	10			
	15			
	20			
600	0			
	5			
	10			
	15			
	20			



Quy mô đơn hàng (đơn vị)	Mức dự trữ an toàn (SS) (đơn vị)	Chi phí thiệt hại khi hết hàng (đồng)	Chi phí tồn trữ hàng hóa (cc*SS)	Tổng chi phí dự trữ an toàn (đồng)
115.47	0	30,000,000	-	30,000,000
	5	20,000,000	4,500,000	24,500,000
	10	15,000,000	9,000,000	24,000,000
	15	10,000,000	13,500,000	23,500,000
	20	6,000,000	18,000,000	24,000,000
200	0	15,000,000	-	15,000,000
	5	10,000,000	4,500,000	14,500,000
	10	7,500,000	9,000,000	16,500,000
	15	5,000,000	13,500,000	18,500,000
	20	3,000,000	18,000,000	21,000,000
400	0	7,500,000	-	7,500,000
	5	5,000,000	4,500,000	9,500,000
	10	3,750,000	9,000,000	12,750,000
	15	2,500,000	13,500,000	16,000,000
	20	1,500,000	18,000,000	19,500,000
600	0	3,750,000	-	3,750,000
	5	2,500,000	4,500,000	7,000,000
	10	1,875,000	9,000,000	10,875,000
	15	1,250,000	13,500,000	14,750,000
	20	750,000	18,000,000	18,750,000

Thiết lập bảng chi phí tồn trữ sản xuất TC, chi phí dự trữ an toàn và chi phí mua hàng với quy mô số lượng đặt hàng khác nhau

Với giá mua hàng chưa tính chiết khấu là 5,000,000 đồng/đơn vị,

DS = 2,400 đơn vị trong kỳ (kỳ là năm)

5.000.000 đồng/đơn vị

Quy mô đơn hàng (đơn vị)	Giá bán đơn vị đã trừ chiết khấu	Chi phí tồn kho TC = CC + OC	Chi phí mua hàng trong kỳ (đồng)	Tổng chi phí dự trữ an toàn (đồng)	Tổng chi phí
(1)	(2)	(3)	(4) = (2)*DS	(5)	(6) = (3) + (4) + (5)
115.47					
200					
400					
600					

Qua bảng cho thấy, công ty sẽ đạt mức chi phí tối thiểu khi mỗi lần mua hàng với số lượng 400 đơn vị.

Trong đó, tiêu chí lựa chọn số lượng hàng dự trữ an toàn tối ưu 15 đơn vị trước đó trong điều kiện không hưởng chiết khấu giờ đây sẽ bị loại bỏ, bởi vì tại mức đặt hàng 400 đơn vị, mức chi phí thấp nhất mà nó đạt được có lượng dự trữ an toàn tối ưu bằng 0

Quy mô đơn hàng (đơn vị)	Giá bán đơn vị đã trừ chiết khấu	Chi phí tồn kho TC = CC + OC	Chi phí mua hàng trong kỳ (đồng)	Tổng chi phí dự trữ an toàn (đồng)	Tổng chi phí
(1)	(2)	(3)	(4) = (2)*DS	(5)	(6) = (3) + (4) + (5)
115.47	5,000,000	103,923,048	12,000,000,000	23,500,000	12,127,423,048
200	4,987,500	120,000,000	11,970,000,000	14,500,000	12,104,500,000
400	4,937,500	195,000,000	11,850,000,000	7,500,000	12,052,500,000
600	4,912,500	280,000,000	11,790,000,000	3,750,000	12,073,750,000

## Mô hình tồn kho đúng lúc (Just In Time – JIT)

Mô hình JIT là một phần của hệ thống quản lý hàng tồn kho trong quá trình quản lý sản xuất nhằm mục đích giảm đi chi phí không cần thiết giữa các công đoạn.

Trong các giai đoạn sản xuất, nguyên liệu được đáp ứng đầy đủ và chính xác vào lúc cần thiết cả về thời điểm giao hàng và số lượng cần giao, không có tình trạng tồn trữ và thiếu hụt nguyên vật liệu, do đó, mỗi công đoạn sản xuất sẽ sản xuất ra số lượng cần thiết đúng bằng số lượng mà công đoạn tiếp theo cần đến.

Ngoài ra, các nguồn nguyên vật liệu và hàng hóa cần thiết trong quá trình sản xuất và phân phối được dự báo và lên kế hoạch chi tiết sao cho quy trình tiếp theo có thể thực hiện ngay sau khi quy trình hiện thời chấm dứt. Qua đó, không có tồn kho thành phẩm, không có nhân công và thiết bị nào phải chờ đợi vì không có nguyên vật liệu để sản xuất.

Như vậy mô hình đã giảm thiểu được chi phí tồn kho và chi phí thiệt hại do thiếu nguyên vật liệu, đồng thời dư thừa tồn kho và lao động được hạn chế tối đa, từ đó tăng năng suất và giảm chi phí.

## Mô hình tồn kho đúng lúc (Just In Time – JIT)

### Điều kiện áp dụng

Mô hình JIT (hay còn được gọi là mô hình “Tồn kho bằng 0”) tỏ ra hiệu quả nhất đối với những công ty có những hoạt động sản xuất lặp đi lặp lại.

Một đặc trưng quan trọng của mô hình JIT là thay thế việc sản xuất từng lô hàng với số lượng lớn sản phẩm bằng cách tiến hành một dòng liên tục các sản phẩm có số lượng (cỡ) lô hàng nhỏ trong cả hai quá trình sản xuất và phân phối từ nhà cung ứng.

- Kích thước lô hàng nhỏ sẽ tạo ra một số thuận lợi cho công ty như: lượng hàng tồn kho sản phẩm dở dang sẽ ít hơn so với lô hàng có kích thước lớn, điều này sẽ giảm được chi phí lưu kho và tiết kiệm được diện tích kho bãi. Lô hàng có kích thước nhỏ hơn sẽ ít cản trở hơn tại nơi làm việc.
- Dễ kiểm tra chất lượng lô hàng và khi phát hiện sai sót thì chi phí sửa lại lô hàng sẽ thấp hơn lô hàng có kích thước lớn.

## Mô hình tồn kho đúng lúc (Just In Time – JIT)

### Điều kiện áp dụng

Đòi hỏi phải có sự kết hợp chặt chẽ giữa nhà sản xuất và nhà cung cấp, bởi vì bất kỳ một sự gián đoạn nào trong quá trình cung ứng cũng có thể gây thiệt hại cho nhà sản xuất vì nhà sản xuất sẽ phải chịu những tổn thất phát sinh do việc ngừng sản xuất và mất mát doanh số bán.

Tính khả thi của áp dụng JIT cao tới đâu hoặc hoàn toàn không khả thi là do đặc thù và môi trường kinh doanh, tập quán mua bán của khu vực dân cư, nền kinh tế.

## Mô hình tồn kho đúng lúc (Just In Time – JIT)

### 3 tiêu chuẩn để thực hiện mục tiêu

Kiểm soát chất lượng: giúp hệ thống thích ứng một cách nhanh chóng với sự biến động của thị trường và độ đa dạng.

Bảo đảm chất lượng: đảm bảo mỗi quy trình chỉ tạo ra các đơn vị sản phẩm tốt cho các quy trình sản xuất tiếp theo.

Tôn trọng con người: vì nguồn nhân lực phải chịu nhiều sức ép dưới nỗ lực phải giảm thiểu chi phí.

(Toyota)

# BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

## CHƯƠNG 1

# QUẢN TRỊ TÀI SẢN NGẮN HẠN (CURRENT ASSET MANAGEMENT)



# BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

## NỘI DUNG 2

# QUẢN TRỊ TIỀN MẶT (CASH MANAGEMENT)

# Kết cấu của nội dung 1.2

## 1.2. Quản trị tiền mặt

1.2.1. Mục đích của việc nắm giữ tiền mặt

1.2.2. Các chi phí liên quan đến giữ tiền mặt

1.2.3. Mô hình Baumol (COQ)

1.2.4. Mô hình Miller – Orr

1.2.5. Quản lý quá trình thu – chi tiền

# Mục tiêu của nội dung 1.2

- Kiến thức, kỹ năng, thái độ

Hiểu và vận dụng mô hình quản trị tiền mặt

# Khái niệm

Đối với quản trị tài chính công ty, thuật ngữ tiền mặt được hiểu theo nghĩa rộng, bao gồm tiền mặt tại quỹ công ty, tiền gửi ngân hàng, cùng các loại chứng khoán khả mại.

Quản trị tiền mặt liên quan đến thu, chi và đầu tư tạm thời tiền mặt như quyết định tồn quỹ, quản trị quá trình thu chi tiền mặt và đầu tư tiền mặt nhàn rỗi nhằm mục tiêu sinh lời.

Quản trị tiền mặt bao gồm các hoạt động cụ thể sau

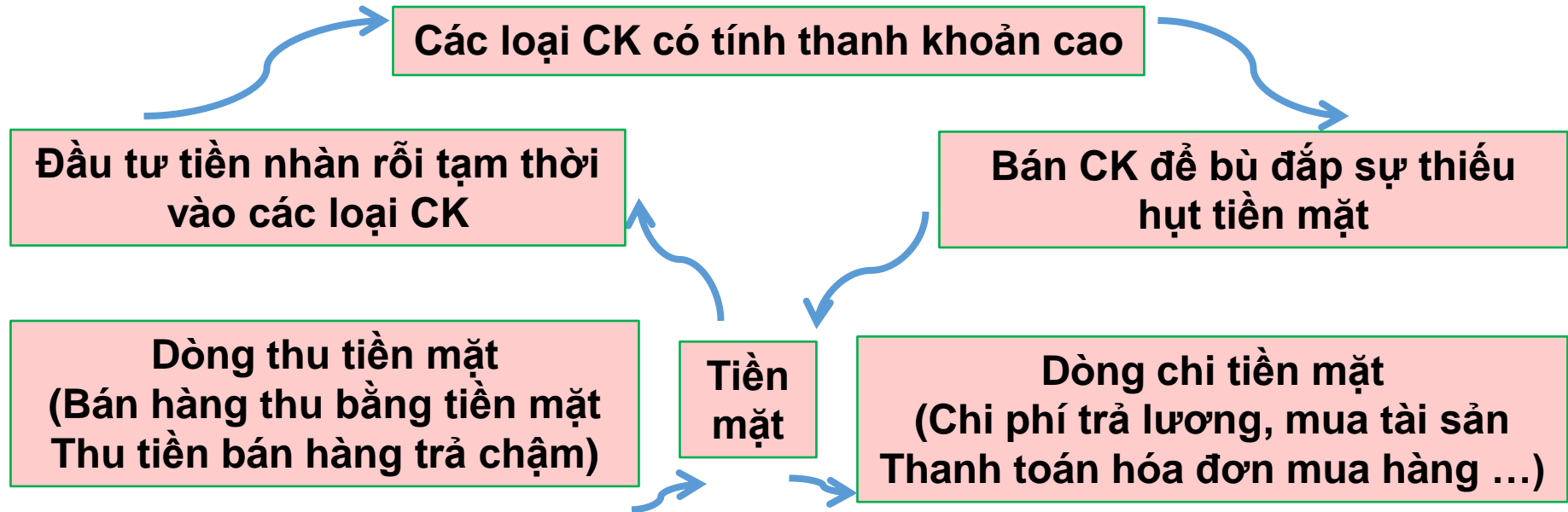
- Tăng tốc độ thu hồi
- Giảm tốc độ chi tiêu
- Dự báo chính xác nhu cầu tiền mặt
- Xác định nhu cầu tiền mặt
- Đầu tư thích hợp những khoản tiền nhàn rỗi

# Mục đích của việc nắm giữ tiền mặt

- Động cơ giao dịch
- Động cơ đầu cơ
- Động cơ dự phòng

***The General Theory of Employment, Interest and Money*** (Keynes, 1936).

# Mục đích của việc nắm giữ tiền mặt



Động cơ chủ yếu của việc nắm giữ tiền

- Làm thông suốt quá trình tạo ra các giao dịch kinh doanh,
- Duy trì khả năng thanh khoản chung trong mọi thời điểm

# Quyết định số dư tiền mặt tối ưu (quyết định tồn quỹ mục tiêu - Optimum level of cash balance)

## Ví dụ

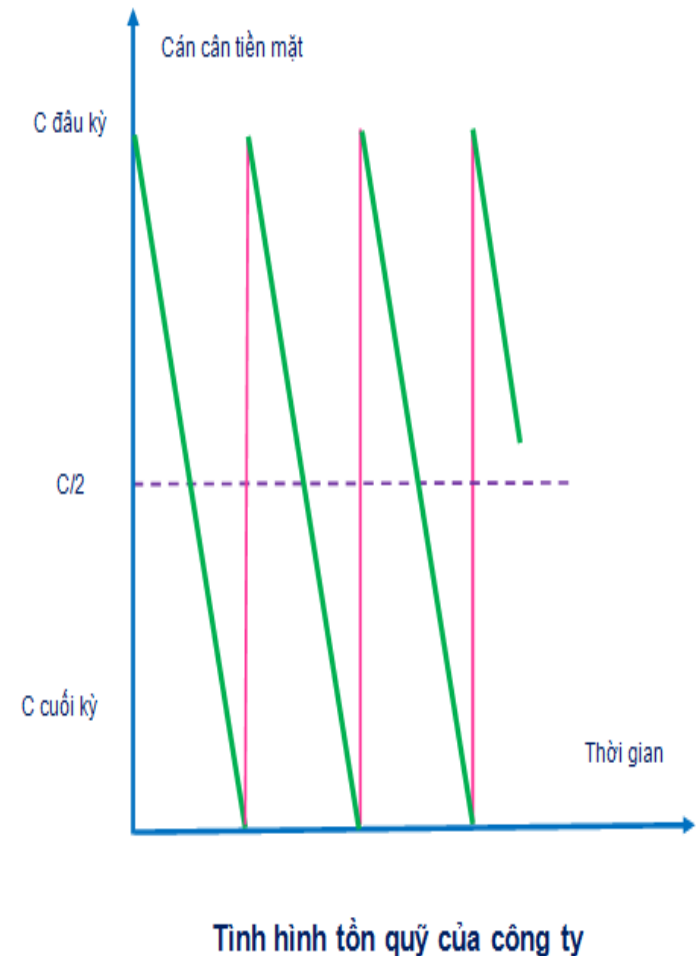
Công ty có dòng tiền thu vào 130 trđ/tuần, dòng tiền chi ra 190 trđ/tuần. Do đó, NCF là (60) trđ/tuần.

Cán cân tiền mặt ở đầu tuần đầu tiên  $C = 120$  trđ với lượng tiền chi tiêu ổn định mỗi tuần là 60 trđ, nghĩa là sau 2 tuần, lượng tiền ban đầu sẽ hết, cán cân tiền mặt = 0

Công ty cần phải bán một lượng chứng khoán có giá trị 120 trđ để phục hồi cán cân tiền mặt ban đầu

Lúc này, có 2 loại chi phí cần được xem xét

- Chi phí cơ hội do số tiền  $C$  được giữ dưới dạng tiền mặt nên không được hưởng lãi
- Chi phí trong mỗi lần giao dịch CK



Tương tự, nếu C đầu tuần đầu tiên = 240 trđ, thì sau 4 tuần, cán cân tiền mặt mới = 0, do đó sẽ giảm lượng giao dịch chứng khoán trong năm, và cán cân tiền mặt trung bình tăng lên = 120 trđ

Còn nếu C đầu tuần đầu tiên = 60 trđ thì lượng tiền mặt sẽ hết sau 1 tuần, điều này sẽ làm gia tăng số lần giao dịch chứng khoán và cán cân tiền mặt trung bình sẽ giảm xuống = 30 trđ.

Những biến động này sẽ tác động đến các loại chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt và chi phí giao dịch chứng khoán



## Các chi phí liên quan đến giữ tiền mặt

### ○ Chi phí lưu giữ tiền

Chi phí này bị mất do việc lưu giữ tiền khiến cho tiền không được đầu tư để sinh lời, do đó, đây là chi phí cơ hội, và được xác định bằng lãi suất của chứng khoán ngắn hạn

Ví dụ

Giả sử khi lãi suất chứng khoán ngắn hạn là 4%/năm, nếu số dư tiền mặt bình quân là 10 tỷ đồng, thì tiền lời bị mất mỗi năm là 0,4 tỷ đồng

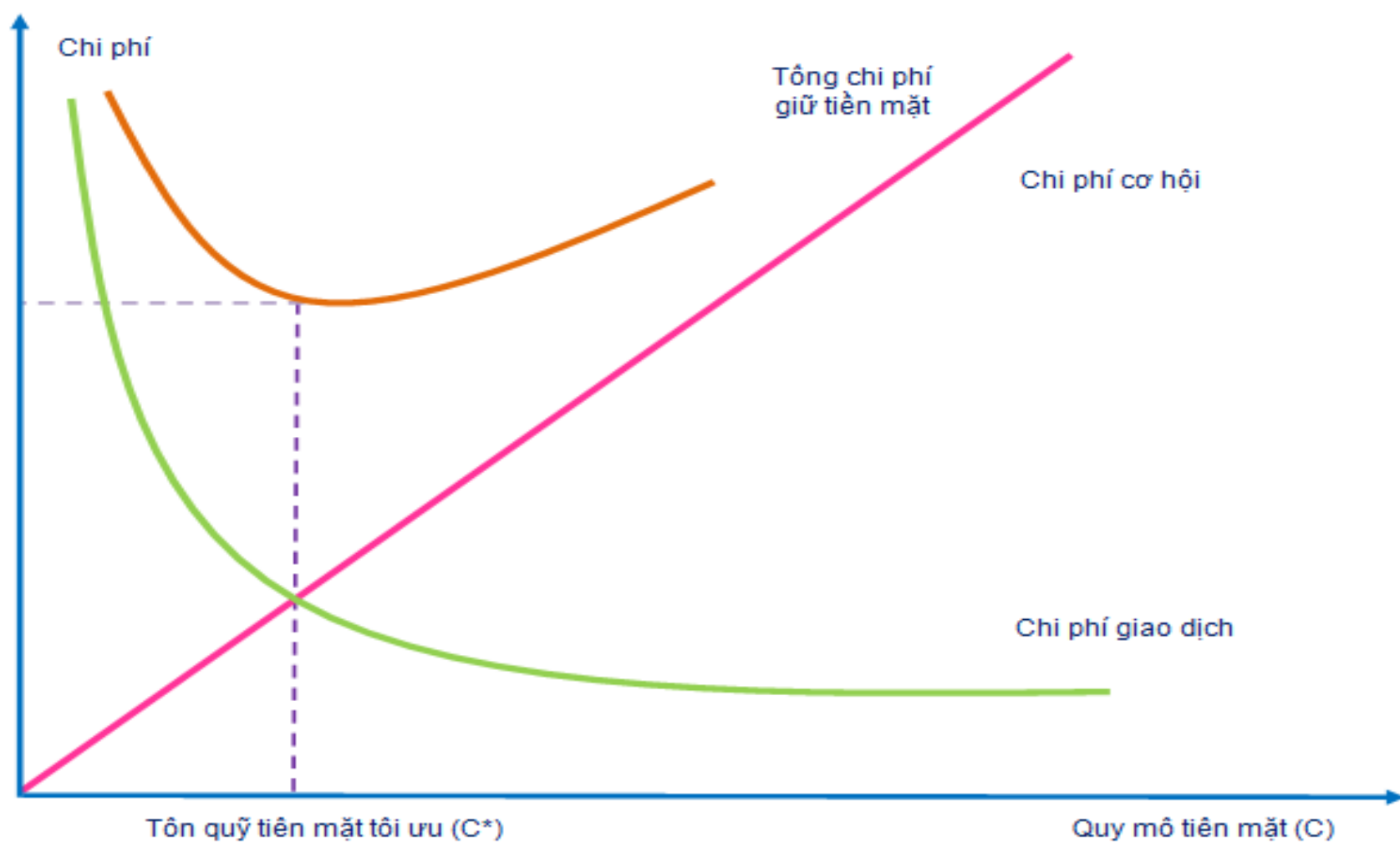
Vậy chi phí lưu giữ tiền phụ thuộc vào lãi suất chứng khoán ngắn hạn và số dư tiền mặt bình quân, khi số dư tiền mặt càng lớn thì chi phí lưu giữ tiền càng cao và ngược lại

## Các chi phí liên quan đến giữ tiền mặt

- Chi phí giao dịch

Chi phí này liên quan đến việc chuyển đổi chứng khoán ngắn hạn thành tiền. Nếu để số dư tiền mặt lớn thì số lần bán chứng khoán để bổ sung tiền mặt sẽ ít, do vậy chi phí giao dịch sẽ thấp và ngược lại.

Vậy tổng chi phí cho tiền mặt chính là tổng chi phí lưu giữ tiền (cơ hội phí) và chi phí giao dịch



**Mối quan hệ giữa tổng chi phí giữ tiền mặt và quy mô tiền mặt**

# Quyết định số dư tiền mặt tối ưu (quyết định tồn quỹ mục tiêu - Optimum level of cash balance)

## Mô hình Baumol

Mọi công ty đều cố gắng tối thiểu chi phí nắm giữ tiền mặt và chi phí giao dịch trong quá trình chuyển đổi chứng khoán thành tiền mặt.

William Baumol là người đầu tiên đưa ra mô hình quản trị tiền mặt tối ưu. Theo đó, số dư tiền mặt tối ưu (tồn quỹ mục tiêu) là số dư tiền mặt mà ở đó tổng mức chi phí giữ tiền mặt (bao gồm chi phí cơ hội do giữ tiền mặt và chi phí giao dịch chứng khoán) ở mức tối thiểu.

Mô hình Baumol được thiết lập trong điều kiện tiền thu trong kỳ thấp hơn tiền chi trong kỳ, công ty chi trả tiền mặt ổn định, không có dự trữ tiền mặt cho mục đích an toàn, dòng tiền tệ rời rạc chứ không phải liên

## Mô hình Baumol

**There are certain assumptions that are made in the model as follows**

- ✓ The firm is able to forecast its cash requirements with certainty and receive a specific amount at regular intervals.
- ✓ The firm's cash payments occur uniformly over a period of time i.e. a steady rate of cash outflows.
- ✓ The opportunity cost of holding cash is known and does not change over time. Cash holdings incur an opportunity cost in the form of opportunity foregone.
- ✓ The firm will incur the same transaction cost whenever it converts securities to cash. Each transaction incurs a fixed and variable cost.

# Mô hình Baumol

## Ký hiệu

F là chi phí cố định phát sinh khi giao dịch chứng khoán ngắn hạn

$$F = f^*(D/C)$$

f là định phí đơn vị

K là chi phí cơ hội do nắm giữ tiền mặt  $K = k^*(C/2)$

k là cơ hội phí đơn vị

D là tổng nhu cầu tiền mặt cần thiết trong kỳ  
(kỳ hoạch định thường là theo năm)

C là giá trị thị trường của các loại chứng khoán được bán trong mỗi lần giao dịch

Cơ hội phí do nắm  
giữ tiền mặt (K)

=

Cơ hội phí đơn vị  
(k)

X

Lượng tiền mặt tồn  
quỹ bình quân  
(C/2)

Chi phí giao dịch  
chứng khoán (F)

=

Chi phí mỗi lần  
giao dịch  
(f)

X

Số lần giao dịch  
trong kỳ  
(D/C)

Số lần giao dịch  
trong kỳ  
(D/C)

=

Lượng tiền mặt  
cần dùng trong kỳ  
(D)

:

Thị giá chứng  
khoán mỗi lần giao  
dịch (C)

Tổng chi phí  
(T)

=

Chi phí cơ hội của  
việc giữ tiền (K)

+

Chi phí giao dịch  
chứng khoán (F)







## Những yếu tố ảnh hưởng đến tồn quỹ mục tiêu

Việc bù đắp lại số tiền mặt đã chi tiêu, ngoài việc bán chứng khoán ngắn hạn, công ty có thể đi vay ngân hàng. Tuy nhiên, vay ngân hàng thường đắt hơn so với bán chứng khoán vì lãi suất vay thường cao hơn chi phí giao dịch. Đồng thời, nhu cầu vay phụ thuộc vào ý muốn giữ tiền mặt ở mức thấp của nhà quản lý.

Đối với các công ty lớn, chi phí giao dịch liên quan tới việc mua và bán chứng khoán ngắn hạn thường thấp hơn chi phí cơ hội khi giữ tiền mặt.

## Hạn chế của mô hình Baumol

- Do mô hình giả định mức chi tiêu ổn định trong mỗi kỳ nhưng trong thực tế thì nhu cầu tiền mặt của công ty biến động không ngừng
- Có sự không chắc chắn trong các mô hình lưu chuyển tiền tệ trong tương lai
- Việc **thấu chi** không được xem xét đến
- Mô hình cho rằng công ty có thể dự trữ các loại chứng khoán để sẵn sàng bù đắp những thiếu hụt tiền mặt, nhưng trong nhiều trường hợp việc bán một khối lượng lớn chứng khoán là một việc không đơn giản và nhanh chóng

## Để áp dụng mô hình Baumol

### Công ty phải chuẩn bị

- Ước tính lượng tiền mặt cần thiết để sử dụng trong năm
- Ước tính chi phí giao dịch khi bán chứng khoán ngắn hạn
- Ước tính lãi suất ngắn hạn để xác định chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền

### Điều kiện thị trường

- Phải có thị trường tiền tệ sẵn sàng cung cấp chứng khoán ngắn hạn và giải quyết thanh khoản khi cần thiết

## Mô hình cân đối tiền mặt của Miller-Orr

Merton Miller và Daniel Orr phát triển mô hình cân đối tiền mặt với những biến động ngẫu nhiên của các khoản chi tiêu và thu nhập hàng ngày

Theo mô hình, các công ty cho phép số dư tiền mặt dao động giữa các giới hạn kiểm soát trên và giới hạn kiểm soát thấp hơn, mua và bán chứng khoán (marketable securities) chỉ khi đạt tới một trong những giới hạn này.

# The Miller-Orr Model

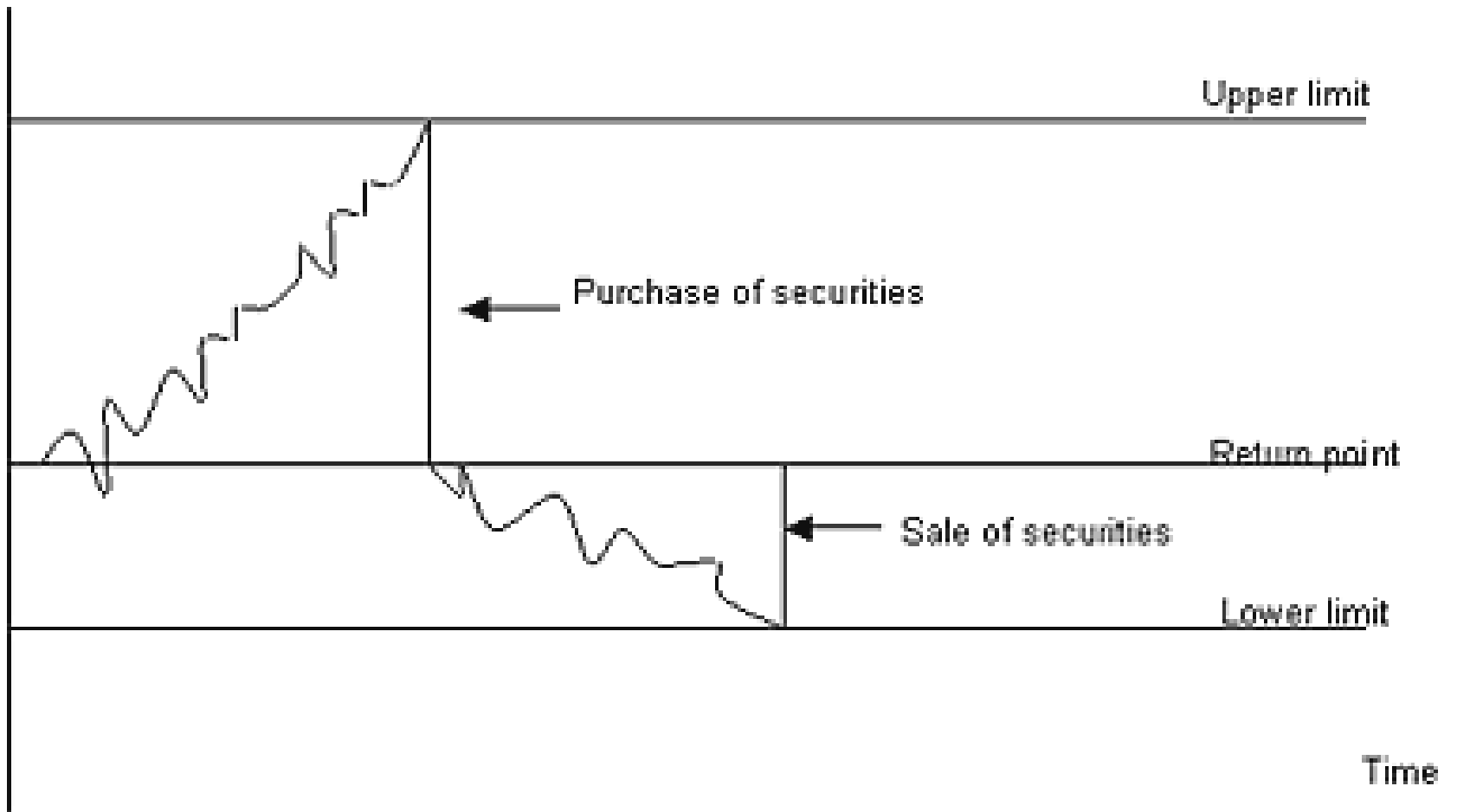
The assumption made here is that **the net cash flows are normally distributed with a zero value of mean and a standard deviation.**

This model provides two control limits – the upper control limit and the lower control limit as well as a return point.

When the firm's cash limit fluctuates at random and **touches the upper limit**, the firm **buys** sufficient marketable securities to come back to a normal level of cash balance i.e. the return point.

Similarly, when the firm's cash flows wander and **touch the**

# The Miller-Orr Model



# Mô hình Miller-Orr

Khác với mô hình Baumol, trong mô hình Miller – Orr, số lần giao dịch của mỗi thời kỳ là số ngẫu nhiên, thay đổi tùy thuộc vào sự biến động của luồng thu và luồng chi tiền mặt.

Do đó, (1) chi phí giao dịch chứng khoán trong kỳ phụ thuộc vào số lần giao dịch chứng khoán và (2) chi phí cơ hội của việc lưu giữ tiền mặt phụ thuộc vào tồn quỹ tiền mặt kỳ vọng trong kỳ.

Nếu chi phí giao dịch cao hơn hoặc lưu chuyển tiền tệ cho thấy sự biến động lớn hơn, giới hạn trên và giới hạn dưới sẽ xa nhau.

Khi tăng lãi suất  $k$ , các giới hạn sẽ gần nhau hơn.

Có một mối quan hệ nghịch đảo giữa RP và lãi suất  $k$ .











## Để áp dụng mô hình Miller-Orr

- **Công ty cần phải thực hiện**
- Thiết lập giới hạn chặn dưới, giới hạn này bằng với mức tồn quỹ an toàn tối thiểu do ban quản lý quyết định
- Ước tính độ lệch chuẩn của các dòng tiền mặt ròng (dòng thu bằng tiền mặt – dòng chi bằng tiền mặt) hàng ngày
- Xác định tỷ lệ sinh lời của chứng khoán
- Ước tính chi phí cho mỗi lần giao dịch chứng khoán
- Khi thiết lập ngân sách tiền mặt mục tiêu, cần tính cả giá trị của khoản tiền gửi của công ty tại ngân hàng đã được công ty mở trước đó với mục đích bổ sung cho những khoản thiếu hụt đột xuất để duy trì cán cân tiền mặt mục tiêu.

## Quản lý quá trình thu chi tiền mặt

### Tiền đang chuyển do chi (disbursement float)

Phát sinh trong khoảng thời gian từ lúc công ty phát hành cheque để trả tiền mua hàng cho nhà cung cấp, cho tới khi họ nhận được giấy báo nợ từ ngân hàng

Ví dụ

Tại ngày 10/10, Công ty Tata có số dư 300 triệu đồng trên tài khoản tiền gửi tại ngân hàng và công ty phát hành cheque để thanh toán khoản mua hàng trị giá 200 triệu đồng cùng ngày.

Trên sổ sách kế toán của công ty thể hiện bút toán làm số dư TKTG giảm đi 200 triệu đồng. Nhưng trên TKTG của công ty tại ngân hàng, trước khi tờ cheque được nộp vào ngân hàng ngày 18/10, thì số dư vẫn là 300 triệu đồng.

Kết quả công ty có tiền đang chuyển dương

(Tiền đang chuyển = Số dư trên TKTG ngân hàng - Số dư trên sổ kế toán của công ty > 0)

Trước ngày 10/10, tiền đang chuyển = 300 – 300 = 0

Từ ngày 10/10 đến 18/10, tiền đang chuyển = 300 – 100 = 200 triệu đồng

## Quản lý quá trình thu chi tiền mặt

### Tiền đang chuyển do thu (collection float)

Phát sinh trong khoảng thời gian từ lúc công ty nhận tờ cheque thanh toán của khách hàng cho tới khi họ nhận được giấy báo có từ ngân hàng

Ví dụ

Tại ngày 5/11, Công ty Bibi có số dư 100 triệu đồng của TKTG trên sổ kế toán. Công ty nhận tờ cheque thanh toán từ khách hàng trị giá 300 triệu đồng cùng ngày.

Bộ phận kế toán của công ty sẽ ghi tăng số dư TKTG từ 100 triệu đồng lên 400 triệu đồng. Nhưng trên TKTG của công ty tại ngân hàng, thì số dư vẫn là 100 triệu đồng do phải đợi tới ngày 17/11 thì công ty mới nhận được giấy báo có của ngân hàng về số tiền 300 triệu đồng này.

Như vậy, trong khoảng thời gian từ ngày 5/11 đến 17/11, số dư trên TKTG của công ty tại ngân hàng vẫn chưa thay đổi và số tiền 300 triệu đồng công ty Bibi vẫn chưa được sử dụng.

Tiền đang chuyển = Số dư trên TKTG ngân hàng - Số dư trên sổ kế toán của công ty

Trước ngày 5/11, tiền đang chuyển =  $100 - 100 = 0$

Từ ngày 5/11 đến 17/11, tiền đang chuyển =  $100 - 400 = - 300$  triệu đồng

## Quản lý quá trình thu chi tiền mặt

Tồn quỹ công ty báo cáo trên sổ sách kế toán ít khi khớp với tồn quỹ trên tài khoản ngân hàng, chênh lệch giữa tồn quỹ trên tài khoản ngân hàng với tồn quỹ trên sổ sách kế toán gọi là tiền đang chuyển (float)

Tiền đang chuyển này phát sinh do thời gian chờ đợi thanh toán khi chứng từ đang trên đường đi hay chờ xử lý ở ngân hàng.

Trong quản trị tiền mặt, công ty thường quan tâm đến tiền đang chuyển ròng (net float = chênh lệch khoản tiền đang chuyển do chi với khoản tiền đang chuyển do thu) và tồn quỹ trên tài khoản ở ngân hàng.



## Quản lý quá trình thu chi tiền mặt

Rút ngắn thời gian tiền đang chuyển do thu: Công ty yêu cầu người mua chuyển tiền vào tài khoản của công ty mở cùng hệ thống ngân hàng với tài khoản của khách hàng.

Kéo dài thời gian tiền đang chuyển do chi (giảm tốc độ thanh toán, nghĩa là gia tăng khoảng thời gian giữa thời điểm phát hành cheque với thời điểm tờ cheque được xuất trình).

Những thủ thuật này đôi khi ít ai để ý, nhưng nếu công ty quan tâm đến việc tính toán chi phí do tiền đang chuyển và nếu hàng năm, doanh thu của công ty khá lớn thì việc tiết kiệm này sẽ trở nên lớn đáng kể.

## Chi phí do tiền đang chuyển

Để rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng, công ty cần rút ngắn thời gian từ lúc nhận được cheque cho đến khi được ghi có vào tài khoản công ty ở ngân hàng.

Thời gian này được chia thành 3 giai đoạn

Thời gian người phát hành chuyển cheque đến công ty

Thời gian công ty xử lý và chuyển cheque vào ngân hàng

Thời gian để ngân hàng xử lý và thanh toán cheque

Việc rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng qua từng khâu có thể thực hiện bằng nhiều giải pháp như: sử dụng hộp thư bưu điện, thực hiện việc chuyển tiền qua hệ thống điện tử ...

## Chi phí do tiền đang chuyển

### Ví dụ

Tăng tốc độ thu hồi  
(thiết lập hệ thống thanh toán, chuyển tiền qua ngân hàng)

Công ty Tabi có lượng tiền mặt cần thu hồi mỗi ngày trung bình là 100 triệu đồng, nhờ sử dụng hệ thống tài khoản nhờ thu và chuyển tiền nhanh qua ngân hàng mà đã rút ngắn được thời gian thu tiền, làm cho tốc độ thu tiền của công ty trong năm tăng được 2 ngày.

Giả sử lãi suất tiền gửi 10%/năm và chi phí hàng năm cho hệ thống tài khoản nhờ thu và chuyển tiền nhanh là 10 triệu đồng.

Lợi nhuận thuần do tăng tốc độ thu hồi tiền mặt là  $100 \times 2 \times 10\% - 10 = 10$  triệu đồng.

Đây cũng chính là khoản tiết kiệm được của công ty khi sử dụng hệ thống tài khoản nhờ thu và chuyển tiền nhanh thông qua ngân hàng.

## Đầu tư tiền mặt tạm thời nhàn rỗi

Nhàn rỗi: mang tính tạm thời cho đến khi tiền được huy động vào sử dụng

Mục tiêu đầu tư: sinh lời và thanh khoản

Đối tượng đầu tư: Các chứng khoán ngắn hạn

# BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

## CHƯƠNG 1

# QUẢN TRỊ TÀI SẢN NGẮN HẠN (CURRENT ASSET MANAGEMENT)

# BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

## NỘI DUNG 3

# QUẢN TRỊ KHOẢN PHẢI THU (RECEIVABLE MANAGEMENT)

# Kết cấu của nội dung 1.3

## 1.3. Quản trị khoản phải thu

### 1.3.1 Chính sách bán chịu

### 1.3.2 Đánh giá thay đổi chính sách bán chịu

# Mục tiêu của nội dung 1.3

Kiến thức, kỹ năng, thái độ

Hiểu và vận dụng mô hình quản trị khoản phải thu



# Khái niệm

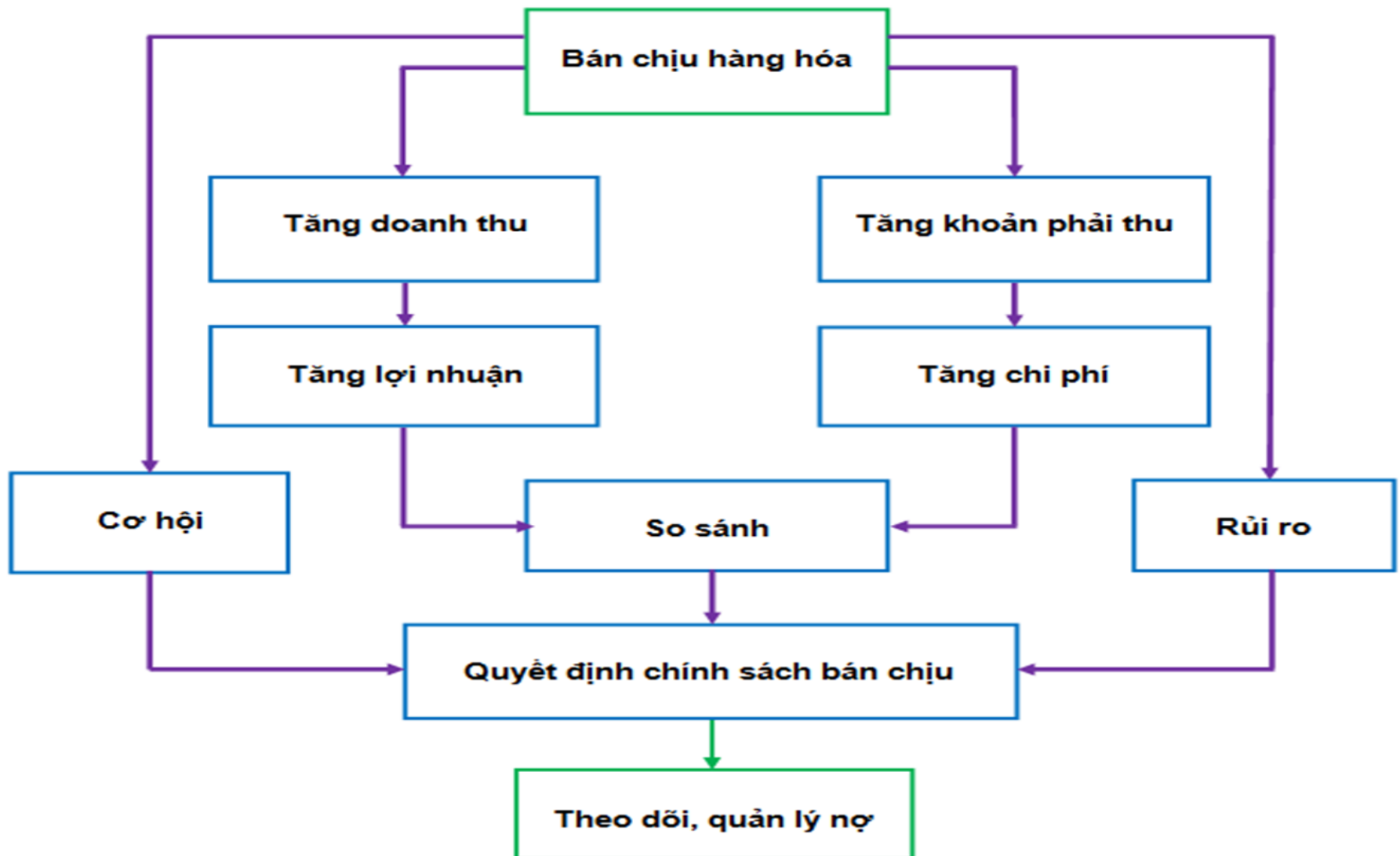
Khoản phải thu là số tiền khách hàng nợ công ty, do công ty đã bán chịu hàng hóa hoặc dịch vụ cho họ.

Bán chịu là hình thức tín dụng thương mại, theo đó, doanh nghiệp bán hàng là tổ chức cấp tín dụng cho khách hàng.

Bán chịu là một hình thức khuyến mãi, nếu bán chịu hàng hóa với thời hạn dài, thì doanh thu sẽ tăng do thu hút được nhiều khách hàng nhưng chi phí cũng tăng.

Do đó, quản trị khoản phải thu liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro.

# Mô hình tổng quát để ra quyết định quản trị khoản phải thu



## Quản trị khoản phải thu

Phải thực hiện được 3 vấn đề cơ bản

- ✓ Xây dựng chính sách bán chịu hợp lý
- ✓ Ra quyết định bán chịu
- ✓ Theo dõi các khoản phải thu để đơn đốc thu hồi nợ đúng hạn và thu đủ

# Quản trị khoản phải thu

Liên quan đến chính sách bán chịu, chúng ta sẽ lần lượt xem xét các vấn đề sau

Tiêu chuẩn bán chịu (Credit standards)

Điều khoản bán chịu (Credit terms)

Rủi ro bán chịu (Credit risks)

Chính sách và quy trình thu nợ (Collection policy and Procedures)

	Chỉ tiêu		
1	Doanh thu tăng thêm $\Delta S$ (\$)		
2	Lợi nhuận tăng thêm ( = $\Delta S \times$ Tỷ lệ lãi gộp)		
3	Số vòng quay KPT mới (vòng) trong năm		
4	Khoản phải thu tăng thêm ( $\Delta S /$ Vòng quay KPT mới)		
5	Tỷ lệ giá vốn hàng bán so với doanh thu		
6	Chi đầu tư cho KPT tăng thêm		
7	Chi phí cơ hội do đầu tư vào KPT		
8	Tổn thất do nợ không thể thu hồi (= $\Delta S \times$ Tỷ lệ nợ không thể thu hồi)		
9	Tổng thiệt hại = (7) + (8)		
10	Lợi nhuận tăng thêm sau khi bù đắp thiệt hại = (2) – (9)		

**Kết luận:** Khuyến nghị đối với chính sách bán chịu của doanh nghiệp

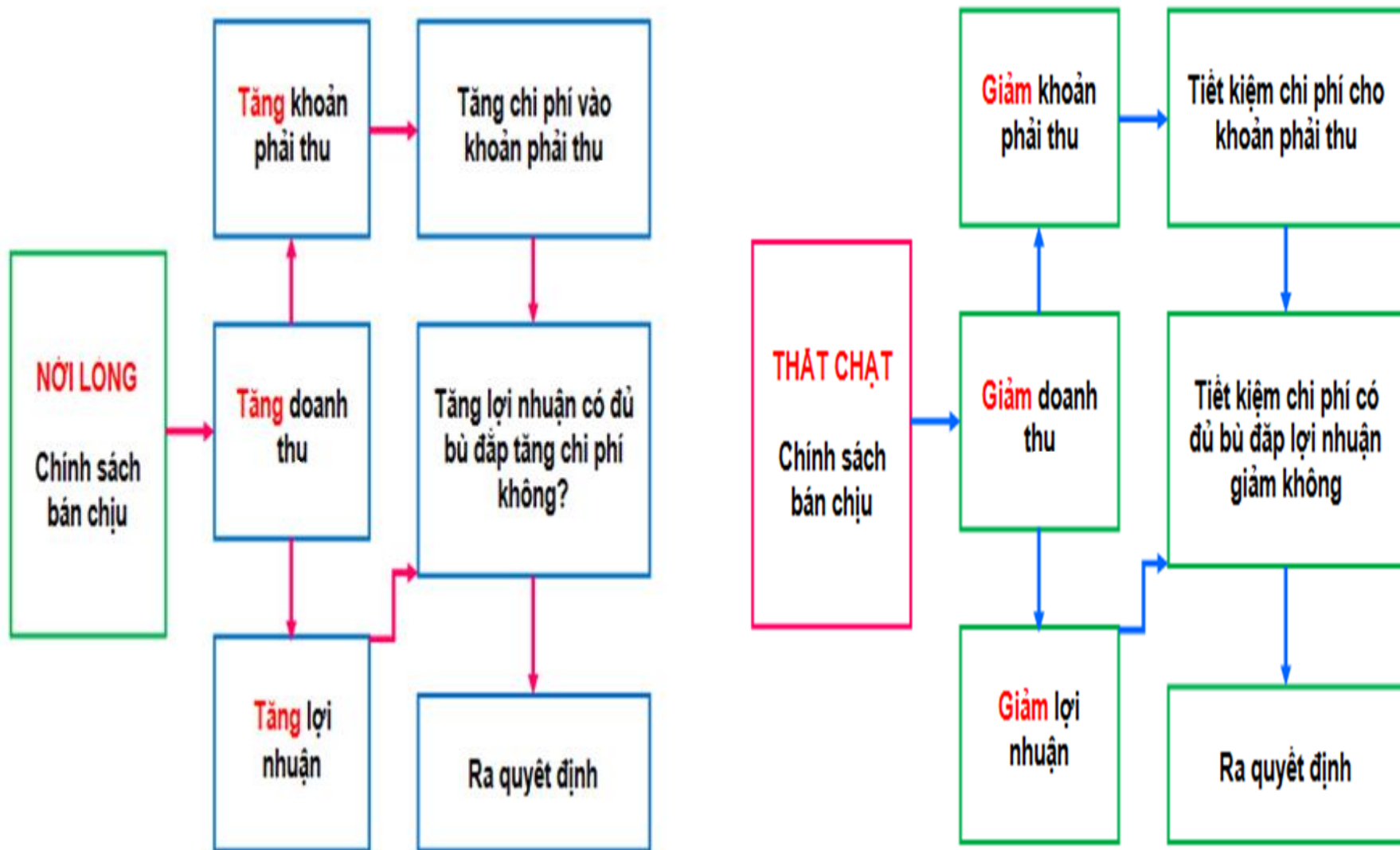
# Tiêu chuẩn bán chịu (Credit standards)

Tiêu chuẩn bán chịu là tiêu chuẩn tối thiểu về mặt uy tín tín dụng của khách hàng để được công ty chấp nhận bán chịu hàng hóa và dịch vụ.

Phân tích uy tín của khách hàng mua chịu



# Tiêu chuẩn bán chịu (Credit standards)



## Ví dụ

Giá bán đơn vị sản phẩm tiêu thụ của công ty Sunny là 12 \$/sp, biến phí đơn vị trước thuế là 9 \$/sp. Hiện tại công ty hoạt động chưa hết công suất nên sự gia tăng doanh thu **không đòi hỏi phải gia tăng chi phí cố định**.

Doanh thu hàng năm của công ty hiện tại là 2,5 triệu \$. Nếu nới lỏng chính sách bán chịu, doanh thu kỳ vọng tăng 24%. Giả định đơn giá sản phẩm tiêu thụ không đổi. Chi phí cơ hội thực hiện khoản phải thu tăng thêm nếu nới lỏng chính sách bán chịu sẽ là 20%. Phân tích ảnh hưởng của chính sách tiêu chuẩn bán chịu này. Công ty có nên nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu sản phẩm không? Biết kỳ thu tiền bình quân của **khách hàng mới** tăng thêm là 2,5 tháng



	Chỉ tiêu		Áp dụng cho KH mới
1	Doanh thu tăng thêm $\Delta S$ (\$)		600.000
2	Lợi nhuận tăng thêm ( = $\Delta S \times$ Tỷ lệ lãi gộp)		150.000
3	Số vòng quay KPT mới (vòng) trong năm		4,8
4	Khoản phải thu tăng thêm ( $\Delta S /$ Vòng quay KPT mới)		125.000
5	Tỷ lệ giá vốn hàng bán so với doanh thu		
6	Chi đầu tư cho KPT tăng thêm		93.750
7	Chi phí cơ hội do đầu tư vào KPT (20%)		18.750
8	Tổn thất do nợ không thể thu hồi ( = $\Delta S \times$ Tỷ lệ nợ không thể thu hồi)		
9	Tổng thiệt hại = (7) + (8)		18.750
10	Lợi nhuận tăng thêm sau khi bù đắp thiệt hại = (2) – (9)		131.250

**Kết luận:** Mức tăng lợi nhuận đủ bù đắp chi phí, công ty nên nói lỏng chính sách tiêu chuẩn bán chịu

# Nếu nới lỏng chính sách bán chịu

Tăng doanh thu

(thêm 24% so với doanh thu hiện tại → nếu giá bán không đổi, thì lượng tiêu thụ tăng thêm)

Mức tăng doanh thu =  $\Delta S$

= 2,5 triệu \$ x 24% = 600.000 \$

Số lượng sản phẩm tiêu thụ tăng thêm

=  $\Delta S/p = 600.000 \$ / 12 \$ = 50.000 \text{ sp}$

Tăng lợi nhuận

Mức tăng lợi nhuận =  $\Delta Q^*(p-v)$

= 50.000 sp x (12 \$ – 9 \$) = 150.000 \$

## **Tăng kỳ thu tiền bình quân**

**(thêm 2,5 tháng → thu tiền chậm hơn → tăng thời gian vòng quay khoản phải thu)**

Vòng quay khoản phải thu trong năm

$$= 12 \text{ tháng} / 2,5 \text{ tháng} = 4,8 \text{ vòng}$$

Mức tăng khoản phải thu =  $\Delta S / \text{Số vòng quay KPT}$

$$= 600.000 \$ / 4,8 \text{ vòng} = 125.000 \$$$

Khoản chi đầu tư tương ứng với mức tăng khoản phải thu

$$= \text{Mức tăng khoản phải thu} \times (v/p) = 125.000 \$ \times (9 \$ / 12 \$)$$

$$= 93.750 \$$$

Chi phí đầu tư khoản phải thu

$$= \text{Khoản đầu tư tương ứng} \times \text{Chi phí cơ hội của vốn}$$

$$= 93.750 \$ \times 20\% = 18.750 \$$$

Nhận xét: Mức tăng lợi nhuận đủ bù đắp chi phí, công ty nên nói lỏng chính sách tiêu chuẩn bán chịu

## Điều khoản bán chịu (Credit terms)

Điều khoản bán chịu là điều khoản xác định độ dài thời gian hay thời hạn bán chịu và tỷ lệ chiết khấu áp dụng nếu khách hàng trả sớm hơn thời gian bán chịu cho p.

Ví dụ điều khoản bán chịu “2/10 net 30” có nghĩa là khách hàng được hưởng 2% chiết khấu nếu thanh toán trong thời hạn 10 ngày kể từ ngày hóa đơn được phát hành và nếu khách hàng không lấy chiết khấu thì khách hàng được trả chậm trong thời gian 30 ngày kể từ ngày phát hành hóa đơn.

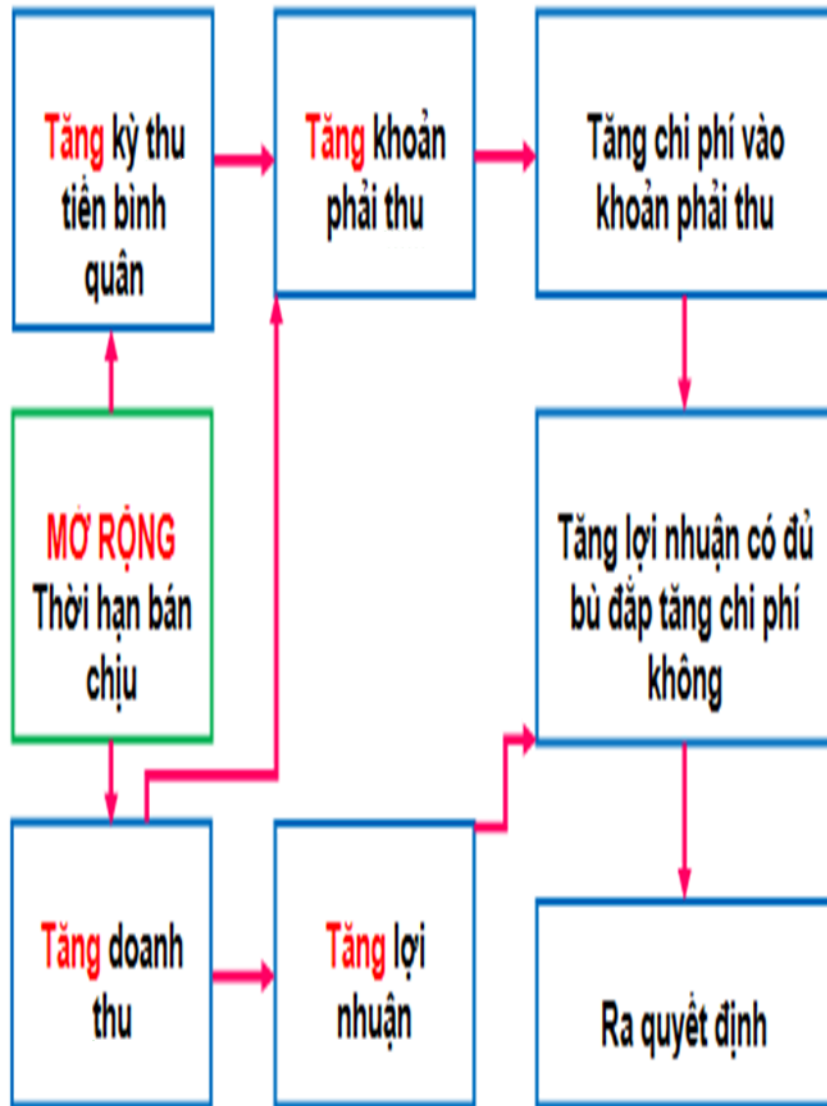
Điều khoản bán chịu (Credit terms)

Thời hạn bán chịu

Tỷ lệ chiết khấu

**Thay đổi điều khoản bán chịu liên quan đến thay đổi thời hạn bán chịu và thay đổi tỷ lệ chiết khấu.**

# Thay đổi thời hạn bán chịu



## Ví dụ

Lấy lại số liệu ban đầu của công ty Sunny ở ví dụ trên:  $p = 12 \$$ ,  $v = 9 \$$ , FC không đổi, chi phí cơ hội của vốn 20%. Doanh thu hàng năm của công ty hiện tại là 2,5 triệu \$

Giả định công ty gia tăng thời hạn bán chịu từ “net 45” sang “net 75”

Sự thay đổi này dẫn đến việc kỳ thu tiền bình quân tăng từ 1,5 tháng lên thành 2,5 tháng, đồng thời doanh thu bán hàng tăng thêm 360.000 \$

Phân tích ảnh hưởng của việc thay đổi thời hạn bán chịu và quyết định của công ty ra sao?

	Chỉ tiêu	DT cũ	DT mới
1	Doanh thu tăng thêm $\Delta S$ (\$)		360.000
2	Lợi nhuận tăng thêm ( = $\Delta S \times$ Tỷ lệ lãi gộp)		90.000
3	Số vòng quay KPT mới (vòng) trong năm		4,8
4	Khoản phải thu tăng thêm ( $\Delta S /$ Vòng quay KPT mới)	$(2,5 \text{ tr}/4,8) - (2,5 \text{ tr}/8) = 208.333$	75.000
5	Tỷ lệ giá vốn hàng bán so với doanh thu		
6	Chi đầu tư cho KPT tăng thêm	156.250	56.250
7	Chi phí cơ hội do đầu tư vào KPT (20%)	31.250	11.250
8	Tổn thất do nợ không thể thu hồi (= $\Delta S \times$ Tỷ lệ nợ không thể thu hồi)		
9	Tổng thiệt hại = (7) + (8)	31.250	11.250
10	Lợi nhuận tăng thêm sau khi bù đắp thiệt hại = (2) – (9)		47.500

**Kết luận:** Mức tăng lợi nhuận đủ bù đắp chi phí, công ty nên mở rộng thời hạn bán chịu

## Nếu gia tăng thời hạn bán chịu

Tăng doanh thu

(tăng thêm so với doanh thu hiện tại → nếu giá bán không đổi, thì lượng tiêu thụ tăng thêm)

Mức tăng doanh thu =  $\Delta S = 360.000 \$$

Số lượng sản phẩm tiêu thụ tăng thêm =  $\Delta S/p$   
 $= 360.000 \$ / 12 \$ = 30.000 \text{ sp}$

Tăng lợi nhuận:

Mức tăng lợi nhuận =  $\Delta Q^*(p-v)$

$= 30.000 \text{ sp} \times (12 \$ - 9 \$) = 90.000 \$$



**Tăng kỳ thu tiền bình quân**

**(thành 2,5 tháng → thu tiền chậm hơn → giảm vòng quay khoản phải thu)**

Vòng quay khoản phải thu trong năm

$$= 12 \text{ tháng} / 2,5 \text{ tháng} = 4,8 \text{ vòng}$$

Mức tăng khoản phải thu =  $\Delta S / \text{Số vòng quay KPT}$

$$= 360.000 \$ / 4,8 \text{ vòng} = 75.000 \$$$

Khoản chi đầu tư tương ứng với mức tăng khoản phải thu = Mức tăng khoản phải thu x (v/p)

$$= 75.000 \$ \times (9 \$ / 12 \$) = 56.250 \$$$

Kỳ thu tiền bình quân lúc đầu là 1,5 tháng nên

Số vòng quay khoản phải thu ban đầu =  $12 \text{ tháng} / 1,5 \text{ tháng} = 8 \text{ vòng}$

Doanh thu cũ 2,5 triệu \$ tạo ra khoản phải thu  
=  $2,5 \text{ triệu \$} / 8 \text{ vòng} = 312.500 \text{ \$}$

Khi tăng kỳ thu tiền bình quân từ 1,5 tháng thành 2,5 tháng

Lúc này, vòng quay khoản phải thu giảm còn 4,8 vòng

Và doanh thu cũ 2,5 triệu \$ sẽ tạo ra khoản phải thu

=  $2,5 \text{ triệu \$} / 4,8 \text{ vòng} = 520.833,33 \text{ \$}$

Do đó, sự thay đổi thời hạn bán chịu khiến cho khoản phải thu gia tăng so với lúc trước =  $520.833,33 \text{ \$} - 312.500 \text{ \$} = 208.333,33 \text{ \$}$

Khoản chi đầu tư tương ứng với mức tăng khoản phải thu này là

= Mức tăng khoản phải thu x (v/p) =  $208.333,33 \text{ \$} \times (9 \text{ \$} / 12 \text{ \$})$

Tổng chi đầu tư tương ứng với mức tăng khoản phải thu  
 $= 56.250 \$ + 156.250 \$ = 212.500 \$$

Chi phí đầu tư khoản phải thu  
 $= \text{Khoản đầu tư tương ứng} \times \text{Chi phí cơ hội của vốn}$   
 $= 212.500 \$ \times 20\% = 42.500 \$$

Nhận xét: Mức tăng lợi nhuận đủ bù đắp chi phí, công ty nên mở rộng thời hạn bán chịu

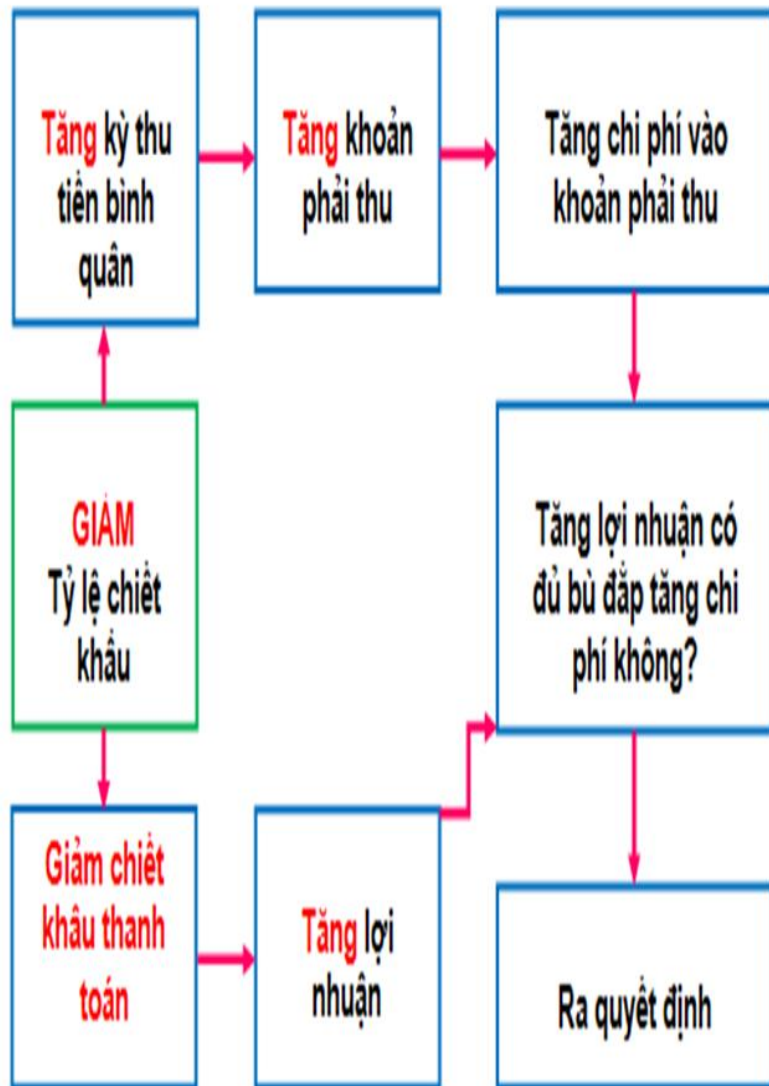
**Nếu v, p không đổi, ta có thể tính toán theo cách sau:**

**Tổng mức tăng khoản phải thu**  
 **$= 75.000 \$ + 208.833,33 \$ = 283.333,33 \$$**

**Tổng chi đầu tư tương ứng  $= 283.333,33 \$ \times (9 \$ / 12 \$) = 212.500 \$$**

**Chi phí đầu tư khoản phải thu  $= 212.500 \$ \times 20\% = 42.500 \$$**

# Thay đổi tỷ lệ chiết khấu



## Ví dụ

Công ty Hannah có doanh thu hàng năm 4 triệu \$, kỳ thu tiền bình quân 3 tháng.

Công ty hiện đang áp dụng điều khoản bán chịu “net 90”.

Nếu công ty thay đổi điều khoản bán chịu thành “3/15 net 90 thì kỳ thu tiền bình quân kỳ vọng giảm còn 2 tháng và ước tính khoảng 60% khách hàng (tương ứng 60% doanh thu) sẽ lấy chiết khấu.

Biết tỷ lệ giá vốn hàng bán là 80% so với doanh thu.

Phân tích ảnh hưởng của việc thay đổi tỷ lệ chiết khấu và quyết định của công ty? Biết chi phí cơ hội thực hiện khoản phải thu là 20%.

## Nếu tăng tỷ lệ chiết khấu

Từ 0% lên 3% sẽ kích thích khách hàng trả tiền sớm để có được 3% chiết khấu

Tăng tỷ lệ chiết khấu → Giảm lợi nhuận

Dự kiến 60% khách hàng (tương ứng 60% doanh thu) sẽ lấy chiết khấu, do đó

Mức giảm lợi nhuận

$$= \Delta S \times 60\% \times 3\% = 4 \text{ triệu \$} \times 60\% \times 3\% = 72.000 \$$$

Giảm kỳ thu tiền bình quân → Giảm khoản phải thu  
(từ 3 tháng xuống 2 tháng → thu tiền nhanh hơn → tăng vòng quay khoản phải thu)

## **Trước khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu**

Kỳ thu tiền bình quân là 3 tháng

Vòng quay khoản phải thu = 12 tháng / 3 tháng = 4 vòng

Doanh thu 4 triệu \$ tạo ra khoản phải thu

= 4 triệu \$ / 4 vòng = 1.000.000 \$

## **Sau khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu**

Kỳ thu tiền bình quân là 2 tháng

Số vòng quay khoản phải thu = 12 tháng / 2 tháng = 6 vòng

Doanh thu 4 triệu \$ tạo ra khoản phải thu

= 4 triệu \$ / 6 vòng = 666.666,67 \$

Mức giảm khoản phải thu = 1.000.000 \$ - 666.666,67 \$ = 333.333,33 \$

Mức tiết kiệm chi phí đầu tư khoản phải thu = 333.333,33 \$ x 80% x 20% = 53.333,33 \$

Nhận xét: Mức tiết kiệm chi phí không đủ bù đắp mức lợi nhuận giảm đi, công ty không nên gia tăng tỷ lệ chiết khấu từ 0%<sub>120</sub> lên 3%

**Nếu giữ nguyên các số liệu khác, cho biết công ty chỉ thay đổi tỷ lệ chiết khấu từ 0% thành 2% thì công ty có thay đổi quyết định không?**

Có, vì mức giảm lợi nhuận lúc này là 48.000 \$ sẽ được bù đắp bởi mức tiết kiệm chi phí 53.333,33 \$

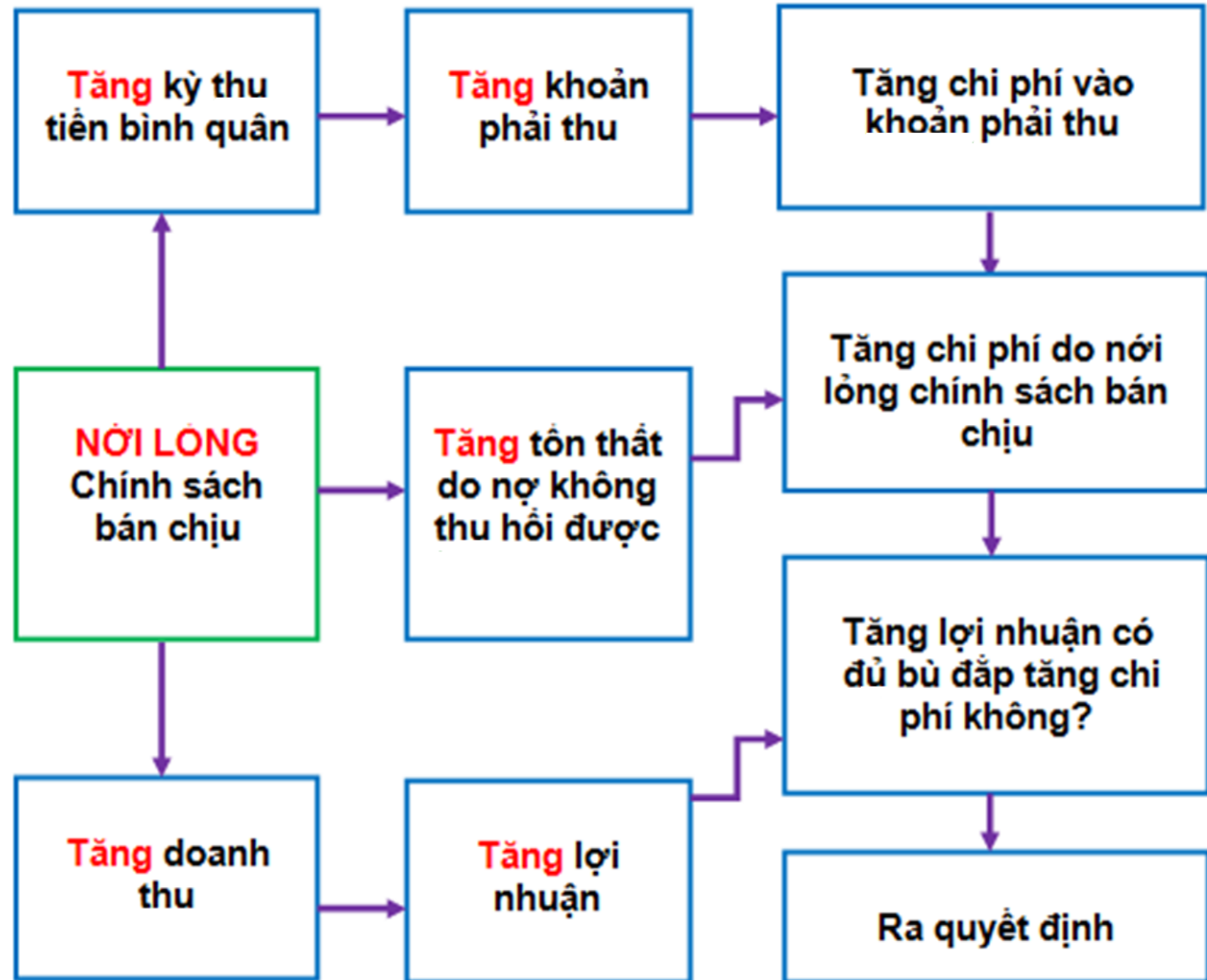


# Rủi ro bán chịu (Credit risks)

Trong các tình huống đã phân tích trên đây, chúng ta đều ngầm giả định rằng không có tổn thất do nợ không thể thu hồi.

Thật ra chính sách bán chịu không chỉ liên quan đến tăng hoặc giảm khoản phải thu mà còn liên quan đến khả năng thu hồi khoản phải thu.

Mô hình nổi lòng chính sách bán chịu có xét đến ảnh hưởng của rủi ro bán chịu



## Ví dụ

Chính sách tiêu chuẩn bán chịu hiện tại đem lại cho công ty doanh thu hàng năm 3 triệu \$ và công ty đang xem xét hai chính sách tiêu chuẩn bán chịu khác là A và B theo hướng mở rộng dần chính sách tiêu chuẩn bán chịu hiện tại. Công ty kỳ vọng các chính sách này đem lại kết quả sau

Chính sách	Hiện tại	A	B
1. Doanh thu bán chịu (\$)	3.000.000	3.500.000	3.700.000
2. Doanh thu tăng thêm của chính sách sau so chính sách trước (\$)		500.000	200.000
3. Tổn thất do nợ không thể thu hồi			
3.1. Doanh thu gốc	2%		
3.2. Doanh thu tăng thêm $\Delta S$		15%	19%
4. Kỳ thu tiền bình quân (tháng)			
4.1. Doanh thu gốc	1 tháng		
4.2. Doanh thu tăng thêm $\Delta S$		2,4 tháng	3 tháng

Dựa vào những thông tin trên, phân tích xem công ty nên áp dụng chính sách A hay B? Biết tỷ lệ lãi gộp là 22 % và chi phí cơ hội đầu tư khoản phải thu là 20%

Chính sách A và B đều làm tăng doanh thu, do đó tăng lợi nhuận nhưng cũng làm gia tăng tổn thất do nợ không thể thu hồi và gia tăng kỳ thu tiền bình quân, vì vậy, sẽ làm gia tăng chi phí cơ hội vốn đầu tư thực hiện khoản phải thu → Cần xem xét mức tăng doanh thu có đủ bù đắp chi phí cơ hội vốn đầu tư hay

	Chỉ tiêu	A	B
1	Doanh thu tăng thêm $\Delta S$ (\$)		
2	Lợi nhuận tăng thêm ( = $\Delta S \times$ Tỷ lệ lãi gộp)		
3	Số vòng quay KPT mới (vòng) trong năm		
4	Khoản phải thu tăng thêm ( $\Delta S /$ Vòng quay KPT mới)		
5	Tỷ lệ giá vốn hàng bán so với doanh thu		
6	Chi đầu tư cho KPT tăng thêm		
7	Chi phí cơ hội do đầu tư vào KPT		
8	Tổn thất do nợ không thể thu hồi  (= $DS \times$ Tỷ lệ nợ không thể thu hồi)		
9	Tổng thiệt hại = (7) + (8)		
10	Lợi nhuận tăng thêm sau khi bù đắp thiệt hại = (2) – (9)		

	Chỉ tiêu	A	B
1	Doanh thu tăng thêm $\Delta S$ (\$)	500.000	200.000
2	Lợi nhuận tăng thêm ( = $\Delta S \times$ Tỷ lệ lãi gộp)	110.000	44.000
3	Số vòng quay KPT mới (vòng) trong năm	5	4
4	Khoản phải thu tăng thêm ( $\Delta S /$ Vòng quay KPT mới)	100.000	50.000
5	Tỷ lệ giá vốn hàng bán so với doanh thu	78%	78%
6	Chi đầu tư cho KPT tăng thêm	78.000	39.000
7	Chi phí cơ hội do đầu tư vào KPT	15.600	7.800
8	Tổn thất do nợ không thể thu hồi (= $\Delta S \times$ Tỷ lệ nợ không thể thu hồi)	75.000	38.000
9	Tổng thiệt hại = (7) + (8)	90.600	45.800
10	Lợi nhuận tăng thêm sau khi bù đắp thiệt hại = (2) – (9)	19.400	(1.800)

Từ bảng phân tích trên, cho thấy chính sách A tốt hơn chính sách B, do đó, công ty nên dừng lại ở việc áp dụng chính sách A thay vì tiếp tục mở rộng đến chính sách B.

# Chính sách và quy trình thu nợ (Collection policy and Procedures)

Để rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng, nhà quản trị phải theo dõi và giám sát chặt chẽ các khoản nợ phải thu, phải thực hiện việc phân tích và đánh giá thực trạng của nợ, trên cơ sở đó mà xem xét hiệu quả của chính sách thu tiền bán hàng.

Hai phương pháp cơ bản được sử dụng

Phân tích thời gian thu tiền bán chịu bình quân

Phân tích tuổi nợ

# Phân tích thời gian thu tiền bán chịu bình quân

Thời gian thu tiền bán chịu bq =  $\text{Nợ phải thu bq} / \text{Doanh thu bán chịu bq ngày}$

Thời gian thu tiền bán chịu bình quân cho biết thời gian trung bình để thu hồi một khoản bán chịu là bao nhiêu ngày.

## Ví dụ

Trong Q1/20XX, doanh thu bán chịu của công ty Sunny như sau

Tháng	1	2	3	Cộng
Doanh thu bán chịu (tỷ đồng)	900	1.080	1.420	3.400

Doanh thu còn chưa thu được tiền tính đến cuối tháng 3, bao gồm 10% DTBC tháng 1, 50% DTBC tháng 2, 90% DTBC tháng 3

Nợ phải thu đầu tháng 1 là 1.620 tỷ đồng

Nợ phải thu cuối tháng 3 =  $900 \cdot 10\% + 1.080 \cdot 50\% + 1.420 \cdot 90\% = 1.908$  tỷ đồng

Thời gian thu tiền bán chịu bình quân =  $((1.620 + 1.908) / 2) / (3.400 / 90) = 47$  ngày



# Phân tích tuổi của nợ phải thu

Nợ phải thu khách hàng tại thời điểm cuối kỳ được phân chia thành từng nhóm tuổi và tính tỷ trọng của từng nhóm trong tổng nợ cuối kỳ.

Tuổi của một khoản nợ được tính từ lúc nợ phát sinh tới thời điểm lập biểu

## Ví dụ

Theo ví dụ trước, tại thời điểm cuối tháng 3, tổng nợ phải thu là 1908 tỷ đồng, trong đó

- ✓ 90 tỷ đồng ( $=900 \times 10\%$ ) là các khoản nợ phát sinh từ đầu tháng đến cuối tháng 1, có tuổi từ 61 tới 90 ngày
- ✓ 540 tỷ đồng ( $=1080 \times 50\%$ ) là các khoản nợ phát sinh trong tháng 2, có tuổi từ 31 tới 60 ngày
- ✓ 1278 tỷ đồng ( $=1420 \times 90\%$ ) là các khoản nợ phát sinh trong tháng 3, có tuổi từ 1 tới 30 ngày



# Phân tích tuổi của nợ phải thu

Báo cáo các khoản phải thu theo tuổi nợ liệt kê tất cả các khách hàng có hoá đơn chưa thanh toán (hoặc thanh toán một phần) và sắp xếp các số dư các hóa đơn của họ theo ngày quá hạn thanh toán.

Hoá đơn thường được nhóm lại theo phạm vi ngày như sau

- ✓ Hiện tại: Hoá đơn trong cột hiện tại chưa đến hạn. Điều này có nghĩa là khách hàng của công ty vẫn còn trong thời gian được phép nợ
- ✓ 1-30: Hoá đơn trong cột này đã quá hạn từ 1-30 ngày
- ✓ 31-60: Hoá đơn trong cột này đã quá hạn 31-60 ngày
- ✓ 61-90: Hoá đơn trong cột này là 61-90 ngày quá hạn
- ✓ Hơn 90: Hóa đơn quá hạn hơn 90 ngày kể từ ngày hết hạn hóa đơn.

# Phân tích tuổi của nợ phải thu

## Ví dụ

Dựa vào số liệu của công ty về nợ phải thu khách hàng, bảng tuổi nợ phải thu tính đến ngày 31/3/20XX như sau

Tuổi của nợ (ngày)	Số tiền (tỷ đồng)	Tỷ trọng (%)
Từ 1-30	1278	66,98
Từ 31-60	540	28,30
Từ 61-90	90	4,72
Cộng	1908	100

Với điều khoản bán chịu 2/10 net 30 thì trong tổng số nợ phải thu cuối tháng 3, nợ đã quá hạn thanh toán chiếm trên 33,02%, do đó chất lượng nợ phải thu không tốt.

# Phân tích tuổi của nợ phải thu

## Ví dụ

Tổng hợp từ số liệu phát sinh chi tiết của công ty về nợ phải thu khách hàng tại thời điểm thực tế, bảng tuổi nợ phải thu tính đến ngày 31/3/20XX như sau

Tuổi của nợ (ngày)	Số tiền (tỷ đồng)	Tỷ trọng (%)
Từ 1-15	825	43,23
Từ 16-30	453	23,74
Từ 31-45	380	19,91
Từ 46-60	160	8,39
Từ 61-75	60	3,15
Từ 76-90	30	1,57
Cộng	1908	100

Với điều khoản bán chịu 2/10 net 30 thì trong tổng số nợ phải thu cuối tháng 3, nợ đã quá hạn thanh toán chiếm trên 33,02%, do đó chất lượng nợ phải thu không tốt.

# Chính sách và quy trình thu nợ (Collection policy and Procedures)

Hòa nhã, thoải mái, dễ chịu



Gắt gao, khắt khe

Một số giải pháp nâng cao hiệu quả thu hồi nợ

Sử dụng bộ phận chuyên trách

Sử dụng dịch vụ bao thanh toán (Factoring)

# Sử dụng bộ phận chuyên trách

Nhiệm vụ của bộ phận chuyên trách

Đánh giá khách hàng trước khi bán chịu

Theo dõi, thu hồi nợ

## Lợi ích

Mang tính chuyên nghiệp  
và tích lũy kinh nghiệm cao

Hiệu suất thu hồi nợ ngày  
càng được nâng cao

Có thể giảm thiểu chi phí  
thu hồi nợ

## Hạn chế

Chỉ thích hợp trong trường hợp  
số lượng khách hàng mà công ty  
đã bán chịu không quá lớn và  
địa bàn thu nợ

Trường hợp địa bàn thu hồi nợ  
rộng và số lượng khách hàng  
mà công ty bán chịu là lớn  
không quá rộng, công ty nên sử  
dụng dịch vụ bao thanh toán<sup>134</sup>

# Sử dụng dịch vụ bao thanh toán (Factoring)

Đây là nghiệp vụ mà theo đó, những công ty thường xuyên bán chịu hàng hóa sẽ bán lại những khoản phải thu của mình cho một công ty chuyên môn làm nghiệp vụ thu hồi nợ. Quyết định có sử dụng dịch vụ bao thanh toán hay không thì liên quan tới việc so sánh giữa việc thu hồi nguyên giá một khoản phải thu trong tương lai có kèm theo rủi ro và tổn kém chi phí với việc thu ngay ở hiện tại một số tiền bằng nguyên giá khoản phải thu trừ đi chi phí bao thanh toán.

## Ví dụ

Công ty Sunny có khoản phải thu 700 triệu đồng sẽ đến hạn thanh toán sau 3 tháng nữa. Khoản phải thu này là có đảm bảo, do đó chắc chắn công ty sẽ thu được tiền khi đến hạn. Biết chi phí cơ hội của vốn của công ty là 14%/năm.

Công ty nên lựa chọn quyết định nào sau đây?

- TH1: Chờ 3 tháng sau để thu về 700 triệu đồng
- TH2: Bán khoản phải thu cho ngân hàng để thu tiền ngay bây giờ thông qua dịch vụ bao thanh toán (Factoring)

Thông tin liên quan về dịch vụ Factoring của ngân hàng cung cấp như sau

Lãi suất chiết khấu: 0,8%/quý (phương pháp lãi đơn)

Phí bao thanh toán: 0,5% giá trị hợp đồng bao thanh toán

Ta tiến hành thu thập các thông tin cần thiết để lập bảng tính toán và đưa ra quyết định như sau

TH1

Thời gian đến hạn của hợp đồng	
Cơ hội phí của vốn của công ty theo năm	
Chuyển đổi theo quý	
<b>Hiện giá khoản phải thu</b>	

TH2

<b>Khoản mục</b>	<b>Số tiền (triệu đồng)</b>
Trị giá khoản phải thu	
Trừ lãi chiết khấu ngân hàng	
Trừ phí bao thanh toán	
<b>Số tiền công ty nhận được</b>	



Ta tiến hành thu thập các thông tin cần thiết để lập bảng tính toán và đưa ra quyết định như sau

TH1

Thời gian đến hạn của hợp đồng	1 quý
Cơ hội phí của vốn của công ty theo năm	14% / năm
Chuyển đổi theo quý	3,5% / quý
<b>Hiện giá khoản phải thu</b>	<b>676,33</b>

TH2

Khoản mục	Số tiền (triệu đồng)
Trị giá khoản phải thu	700
Trừ lãi chiết khấu ngân hàng (0.80%/3 tháng)	5,6
Trừ phí bao thanh toán (0.50% giá trị hợp đồng Factoring)	3,5
<b>Số tiền công ty nhận được</b>	<b>690,9</b>

## Ví dụ

Công ty A có doanh thu hàng năm là 6.000 trđ, kỳ thu tiền bình quân là 2 tháng, công ty hiện đang áp dụng khoản bán chịu là “net 40”, nếu công ty thay đổi điều khoản bán chịu thành 3/10 net 40 thì kỳ thu tiền bình quân kỳ vọng giảm còn 1 tháng và ước tính có khoảng 45% khách hàng (tương ứng 45% doanh thu) sẽ lấy chiết khấu.

Phân tích thử xem công ty có nên thay đổi tỷ lệ chiết khấu hay không? Biết chi phí cơ hội của các khoản phải thu vẫn ở mức 20%

Việc thay đổi tỷ lệ chiết khấu từ 0% lên 3% sẽ kích thích khách hàng trả tiền sớm để hưởng chiết khấu  
=> Khoản phải thu giảm, do đó tiết kiệm được chi phí đầu tư cho khoản phải thu như chi phí đòi nợ

Tuy nhiên, khi khách hàng lấy 3% chiết khấu thì doanh thu của công ty giảm.

Vì vậy, ta xem xét liệu khoản tiết kiệm do giảm chi phí đầu tư cho khoản phải thu có đủ bù đắp khoản doanh thu sụt giảm do khách hàng lấy chiết khấu hay không?

Giá trị các KPThu trước khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu  
= Kỳ thu tiền bình quân\*Doanh thu bình quân 1 ngày  
=  $60 \times 6.000 / 360 = 1.000$  trđ

Giá trị các KPThu sau khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu  
=  $30 \times 6.000 / 360 = 500$  trđ

KPThu được cắt giảm = 500 trđ

Điều này làm tiết kiệm chi phí cơ hội do đầu tư KPThu 1 khoản  
=  $500 \times 20\% = 100$  trđ

Mặt khác, 45% khách hàng lấy tỷ lệ khấu khiến doanh thu công ty bị giảm 1 khoản  $6.000 \times 3\% \times 45\% = 81$  trđ

Nhận thấy chi phí tiết kiệm lớn hơn doanh số bị giảm, cty nên áp dụng chính sách thay đổi tỷ lệ chiết khấu

## Ví dụ

Công ty B có chính sách TDTM là 2/10 net 20. Tổng DT năm N của công ty là 30.000 trđ. Hiện tại có 30% DT được thanh toán tại ngày thứ 10, 70% DT còn lại được thanh toán tại ngày thứ 20 sau khi mua hàng. Công ty dự kiến thay đổi chính sách bán chịu thành 3/10 net 30. Việc này dự kiến giúp DT tăng thêm 30% và có 40% DT được thanh toán tại ngày thứ 10, 60% DT còn lại được thanh toán tại ngày thứ 30. Lãi suất tài trợ cho các khoản phải thu là 12% và chi phí sản xuất chiếm 65% giá bán (tỷ lệ giá vốn hàng bán), tổn thất nợ khó đòi dự kiến là 3% DT. Tính 365 ngày cho 1 năm. Xác định mức thay đổi của chi phí vốn đầu tư vào khoản phải thu. Công ty có nên áp dụng chính sách bán chịu mới này không?

# BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

## CHƯƠNG 2

### HOẠCH ĐỊNH NGÂN SÁCH VỐN ĐẦU TƯ (CAPITAL BUDGETING)

# Kết cấu của chương

## 2.1. Tổng quan

2.1.1 Khái niệm dự án đầu tư

2.1.2 Mục tiêu của hoạch định vốn đầu tư

2.1.3 Phân loại dự án đầu tư

## 2.2. Hoạch định dòng tiền của dự án

2.2.1 Nguyên tắc xác định dòng tiền

2.2.2 Phương pháp ước lượng dòng tiền dự án

## 2.3. Các tiêu chuẩn đánh giá dự án

2.3.1 Tiêu chuẩn giá trị hiện tại ròng (NPV)

2.3.2 Tiêu chuẩn tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR)

2.3.3 Tiêu chuẩn chỉ số sinh lợi (PI)

2.3.4 Tiêu chuẩn thời gian hoàn vốn (PBP) và thời gian hoàn vốn chiết khấu (DPBP)

# Mục tiêu của chương

Kiến thức, kỹ năng, thái độ

- u tư;
- Đánh giá hiệu quả tài chính của dự án đầu tư;
- Ra quyết định lựa chọn dự án đầu tư theo mục tiêu của doanh nghiệp.



## **Are the following capital budgeting (investment decisions) or financing decisions?**

1. Intel decides to spend \$500 million to develop a new microprocessor.
2. Volkswagen decides to raise 350 million euro through a bank loan.
3. Exxon constructs a pipeline to bring natural gas on shore from the Gulf of Mexico.
4. Pierre Lapin sells shares to finance expansion of his newly formed securities trading firm.
5. Novartis buys a license to produce and sell a new drug developed by a biotech company.
6. Merck issues new shares to help pay for the purchase of Medco, a pharmaceutical distribution company.

## 2.1 Tổng quan

2.1.1 Khái niệm dự án đầu tư

2.1.2 Mục tiêu của hoạch định vốn đầu tư

2.1.3 Phân loại dự án đầu tư

Đầu tư có thể được hiểu là việc huy động nguồn lực nhằm biến các lợi ích dự kiến thành hiện thực trong một khoảng thời gian đủ dài trong tương lai.

Trong quá trình đầu tư luôn gặp phải yếu tố **rủi ro** cũng như ảnh hưởng của yếu tố **thời gian**, do đó ta có thuật ngữ đầu tư với ý nghĩa rộng nhất:

Đầu tư chính là sự hy sinh giá trị chắc chắn ở một thời điểm hiện tại để đổi lấy (khả năng không chắc chắn) giá trị trong tương lai.

## Dự án đầu tư

Hoạt động đầu tư của DN được thể hiện tập trung qua việc thực hiện các dự án đầu tư (capital investment projects).

Dự án đầu tư (capital investment project) là một tập hợp các hoạt động kinh tế đặc thù với các mục tiêu, phương pháp và phương tiện cụ thể để đạt tới một trạng thái mong muốn.

Nội dung của dự án đầu tư được thể hiện trong luận chứng kinh tế kỹ thuật, là văn bản phản ánh kết quả nghiên cứu về thị trường, môi trường kinh tế, môi trường pháp lý, tình hình tài chính... có ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định đầu tư dài hạn của DN.

# Phân loại dự án đầu tư (The classification of investment projects)

## By project size

- Small projects may be approved by departmental managers.
- More careful analysis and Board of Directors' approval is needed for large projects of, say, half a million dollars or more.

## By type of benefit to the firm

- An increase in cash flow
- A decrease in risk
- An indirect benefit (for workers, etc).

## By degree of statistical dependence

- Positive dependence
- Negative dependence
- Statistical independence.

## By degree of dependence

- **Independent projects** (*Các dự án độc lập với nhau*): a project whose acceptance or rejection is independent of the acceptance or rejection of other projects.
- **Mutually exclusive projects** (*Các dự án loại trừ lẫn nhau*) can execute project A or B, but not both
- **Complementary projects** (*Các dự án bổ sung cho nhau*): taking project A increases the cash flow of project B.
- **Substitute projects** (*Các dự án thay thế cho nhau*): taking project A decreases the cash flow of project B.

## By type of cash flow

- Conventional cash flow: only one change in the cash flow sign, e.g. -/++++ or +/----, etc
- Non-conventional cash flows: more than one change in the cash flow sign, e.g. +/-/+++ or -/+/-/++++, etc.

## Các kiểu dòng tiền của dự án

Dòng tiền của dự án bình thường (chuẩn mực)

Dự án A	-	+	+	+	+	+
---------	---	---	---	---	---	---

Dòng tiền dự án không bình thường (không chuẩn mực)

Dự án B	-	+	+	-	+	+
---------	---	---	---	---	---	---

Dự án C	-	+	+	+	+	-
---------	---	---	---	---	---	---

Dự án D	-	-	-	-	-	-
---------	---	---	---	---	---	---

# Các kiểu dòng tiền của dự án

Dòng tiền của dự án bình thường (chuẩn mực)

Dự án A            -            +            +            +            +            +

Dự án A là dự án thuộc loại chuẩn mực.

Dự án đòi hỏi DN phải chi ra một lượng tiền lớn, trong thời gian đầu để xây dựng nhà xưởng, mua sắm và lắp đặt thiết bị, chi cho VLĐ ròng tăng thêm.

Việc này có thể diễn ra trong một năm hoặc nhiều năm, nếu việc xây dựng và lắp đặt được thực hiện trong nhiều năm.

Sau khi hoàn thành việc xây dựng và lắp đặt, dự án được đưa vào khai thác và tạo ra dòng tiền vào (OCF) trong nhiều năm, kéo dài suốt đời sống của dự án.

Ở năm cuối khi dự án kết thúc DN có thêm các khoản tiền vào do thanh lý nhà xưởng và máy móc, thiết bị và thu hồi vốn lưu động.

# Các kiểu dòng tiền của dự án

- Dự án B thuộc loại dự án đòi hỏi DN phải ngưng hoạt động một thời gian trong giai đoạn khai thác, để sửa chữa lớn, bảo dưỡng hoặc phải thay thế một số loại thiết bị. Do vậy dòng tiền ròng những năm này có thể là số âm
- Dự án C thuộc loại dự án khai thác mỏ khoáng sản, khi khoáng sản đã khai thác hết DN phải chi tiền để hoàn nguyên hiện trường khai thác
- Dự án D thuộc loại dự án bảo vệ môi trường như xử lý nước thải, khói độc hại. Do vậy DN phải chi tiền ra trong suốt đời sống của dự án

## Mục tiêu của hoạch định ngân sách đầu tư

Đầu tư là hoạt động chủ yếu quyết định sự phát triển và tăng trưởng của DN, có thể hiểu đầu tư dài hạn của DN là sự bỏ vốn có tính chất dài hạn nhằm hình thành và bổ sung những tài sản cần thiết để thực hiện những mục tiêu kinh doanh lâu dài của DN.

Tuy nhiên, đầu tư tiềm ẩn rủi ro vì những khoản thu nhập bằng tiền mà đầu tư mang lại là không chắc chắn nên việc thẩm định dự án đầu tư phải kỹ lưỡng.

Do vậy, đầu tư dài hạn phải thực hiện theo tiến trình hoạch định ngân sách vốn (capital budgeting).



# Quá trình hoạch định ngân sách vốn đầu tư

Hoạch định ngân sách vốn đầu tư là quá trình hoạch định mà dòng tiền phát sinh trong nhiều năm, bao gồm các bước sau

- Đưa ra các đề xuất về dự án đầu tư vốn
- Xác định dòng tiền của dự án đầu tư
- Ước lượng chi phí sử dụng vốn, thẩm định các khả năng và lựa chọn dự án để thực hiện
- Đánh giá hiệu quả của dự án sau khi dự án kết thúc

## Các nhân tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư

- Chính sách kinh tế của nhà nước
- Thị trường và cạnh tranh
- Chính sách huy động vốn, lãi suất và số thuế phải nộp
- Độ vững chắc, tin cậy của sự đầu tư
- Tiến bộ khoa học kỹ thuật
- Khả năng tài chính của doanh nghiệp
- Tính cách của chủ đầu tư

## 2.2 Hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư

2.2.1 Nguyên tắc xác định dòng tiền

2.2.2 Phương pháp ước lượng dòng tiền dự án

## 2.2 Hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư

### 2.2.1 Nguyên tắc xác định dòng tiền

Việc xác định dòng tiền chịu tác động của nhiều yếu tố như: việc dự báo doanh thu liên quan đến yếu tố tình hình thị trường tiêu thụ, xu hướng giá cả, thị hiếu của người tiêu dùng, đối thủ cạnh tranh...

Việc xác định sai dòng tiền sẽ dẫn đến những kết luận sai về việc chấp nhận hay loại bỏ dự án.

Vì vậy, xác định dòng tiền cần dựa vào một số nguyên tắc sau

## 2.2 Hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư

### 2.2.1 Nguyên tắc xác định dòng tiền

**Nguyên tắc 1: Dòng tiền của dự án phải là các khoản thu, chi bằng tiền, không phải các khoản thu nhập và chi phí theo nghiệp vụ kế toán chi phí phát sinh**

**Nguyên tắc 2: Đánh giá dự án phải dựa vào dòng tiền tăng thêm**

**Nguyên tắc 3: Không tính chi phí chìm vào dòng tiền**

**Nguyên tắc 4: Phải tính chi phí cơ hội vào dòng tiền**

**Nguyên tắc 5: Ngoại tác**

**Nguyên tắc 6: Không được khấu trừ chi phí sử dụng vốn vào doanh thu khi xác định dòng tiền hoạt động của dự án**

# Nguyên tắc 1

**Dòng tiền của dự án phải là các khoản thu, chi bằng tiền, không phải các khoản thu nhập và chi phí theo nghiệp vụ kế toán chi phí phát sinh**

Dòng tiền của dự án được phân tích dựa trên 2 giả định sau

Thứ nhất: Doanh thu bằng tiền thu bán hàng, tất cả các khoản chi phí (bao gồm cả thuế TNDN) đều được thu, chi bằng tiền, ngoại trừ khấu hao tài sản cố định

Thứ hai: Mọi khoản thu, chi bằng tiền đều xuất hiện vào cuối năm

# Nguyên tắc 1

Cơ sở dùng để đánh giá dự án là dòng tiền chứ không phải là lợi nhuận vì LN không phản ánh chính xác thời điểm thu và chi tiền của dự án, nên không phản ánh chính xác tổng lợi ích của dự án theo thời giá tiền tệ.

Trong khi đó, dòng tiền giúp cho các nhà đầu tư kiểm soát được lượng tiền có thực ở từng thời điểm. Còn lợi nhuận luôn là con số ảo vì nó phụ thuộc lớn vào tính chủ quan và phương thức kế toán của DN.

Khấu hao TSCĐ là một bộ phận của chi phí sản xuất kinh doanh nhưng không thực chi bằng tiền. Việc lựa chọn các phương pháp khấu hao khác nhau cũng là nguyên nhân làm ảnh hưởng tới lợi nhuận của DN.

Các khoản chi phí trả trước (là những khoản đã chi nhưng được phân bổ ở nhiều kỳ), các khoản chi phí phải trả (là những khoản chưa chi nhưng được trích trước vào chi phí) cũng làm ảnh hưởng tới lợi nhuận.

# Nguyên tắc 1

## Ví dụ

Dự án đầu tư có vốn đầu tư vào nhà xưởng thiết bị 500 trđ, đời sống kinh tế của dự án 2 năm, doanh thu từ việc tiêu thụ sản phẩm do dự án tạo ra là 800 trđ/năm, chi phí hoạt động bằng tiền gồm NVL, điện nước và chi phí nhân công 520 trđ/năm, nhà xưởng và thiết bị được khấu hao trong 2 năm bằng phương pháp khấu hao đều, thuế suất thuế TNDN 20%, CPSDV của dự án 10%

Lợi nhuận kế toán sau thuế là phần chênh lệch giữa doanh thu và chi phí. Dòng thu nhập và chi phí của dự án như sau



Thu nhập và chi phí của dự án theo phương pháp kế toán các nghiệp vụ phát sinh

Chỉ tiêu (trđ)	Năm 1	Năm 2
Doanh thu	800	800
Chi phí hoạt động bằng tiền	520	520
Chi phí khấu hao	250	250
Lợi nhuận trước thuế	30	30
Thuế TNDN	6	6
Lợi nhuận sau thuế	24	24

500 trđ chi xây dựng nhà xưởng và thiết bị **không được** tính ngay vào năm 0 mà sẽ phân bổ dần vào chi phí hoạt động của năm 1 và năm 2 bằng phương pháp khấu hao đều.

$$NPV = 24(1+10\%)^{-1} + 24(1+10\%)^{-2} - 0 = 41,65 \text{ trđ}$$



# Nguyên tắc 1

## Ví dụ

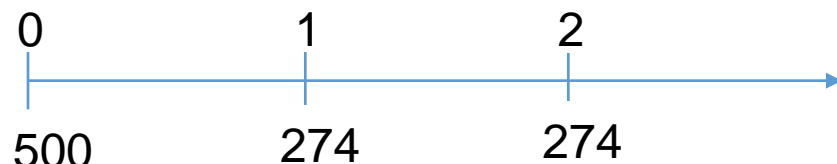
Dự án đầu tư có vốn đầu tư vào nhà xưởng thiết bị 500 trđ, đời sống kinh tế của dự án 2 năm, doanh thu từ việc tiêu thụ sản phẩm do dự án tạo ra là 800 trđ/năm, chi phí hoạt động bằng tiền gồm NVL, điện nước và chi phí nhân công 520 trđ/năm, nhà xưởng và thiết bị được khấu hao trong 2 năm bằng phương pháp khấu hao đều, thuế suất thuế TNDN 20%, CPSDV của dự án 10%

Nếu căn cứ vào thời điểm phát sinh của các khoản thu và chi bằng tiền thì dòng tiền của dự án như sau

500 trđ chi xây dựng nhà xưởng và thiết bị **được** tính ngay vào dòng tiền ở năm 0.

Thu nhập ròng bằng tiền trong 2 năm hoạt động được xác định dựa vào số chênh lệch giữa lượng tiền nhận được và lượng tiền đã chi

Chỉ tiêu (trđ)	Năm 1	Năm 2
Doanh thu bằng tiền	800	800
Trừ chi phí hoạt động bằng tiền	520	520
Trừ thuế phải nộp bằng tiền	6	6
Thu nhập ròng bằng tiền	274	274



$$NPV = 274(1+10\%)^{-1} + 274(1+10\%)^{-2} - 500 = -24,46 \text{ trđ}$$

# Dòng tiền tự do (FCF) và dòng tiền của dự án

## Dòng tiền ròng của dự án - Ngân lưu ròng (NCF)

- Dòng tiền ròng của dự án là dòng tiền được xác định trên cơ sở hợp nhất các khoản thu và các khoản chi bằng tiền trong từng năm của dự án.
- Về lý thuyết, dòng tiền ròng của dự án có thể xác định bằng cách lấy dòng tiền tự do của DN sau khi thực hiện dự án trừ (-) dòng tiền tự do của DN trước khi thực hiện dự án.
- Tuy nhiên cách làm như vậy sẽ phức tạp và do vậy, chỉ có một cách duy nhất để ước lượng dòng tiền ròng của dự án là xác định vốn đầu tư vào dự án, dòng tiền hoạt động (OCF), thu nhập thanh lý TSCĐ và thu hồi vốn lưu động ở năm cuối, các khoản thu, chi khác như chi phí cơ hội và ngoại tác ...

# Dòng tiền tự do (FCF) và dòng tiền của dự án

## Dòng tiền tự do

Khi định giá DN, ta cần phải xác định dòng tiền do DN tạo ra trong tương lai và thực hiện chiết khấu dòng tiền theo WACC. Dòng tiền đó chính là dòng tiền tự do (FCF). Dòng tiền tự do được hiểu là dòng tiền có sẵn để chi trả cho NĐT bao gồm cả chủ nợ và cổ đông hay nói cách khác đó là phần còn lại của dòng tiền hoạt động (OCF) sau khi đã chi thêm tiền đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động hoạt động ròng tăng

- $FCF = OCF - \text{Tiền chi cho đầu tư vào TSCĐ} - \text{Tiền chi cho VLĐ ròng tăng thêm (1)}$
- $OCF = EBIT \cdot (1-t) + D = NOPAT + D$
- $\text{Tiền chi cho đầu tư vào TSCĐ} = \text{Thay đổi trong TSCĐ thuần} + D$
- $\text{Tiền chi cho VLĐ ròng tăng thêm} = \text{Thay đổi trong VLĐ hoạt động ròng}$

Từ công thức (1) ta có

$$FCF = NOPAT + D - (\text{Thay đổi trong TSCĐ ròng} + D) - (\text{Thay đổi trong VLĐ hoạt động ròng})$$

$$FCF = NOPAT + \text{Thay đổi trong tài sản hoạt động ròng (2)}$$

Bảng cân đối kế toán		N+1	N
<b>Tài sản</b>	Ví dụ		
<b>A.Tài sản lưu động (tài sản ngắn hạn)</b>		<b><u>1.020</u></b>	<b><u>880</u></b>
1.Tiền và CK tương đương tiền		20	30
2.Các khoản phải thu		350	300
3.Tồn kho		650	550
<b>B.Tài sản cố định (tài sản dài hạn)</b>		<b><u>2.500</u></b>	<b><u>1800</u></b>
1. Giá trị nhà xưởng thuần		1.200	800
2. Giá trị máy móc, thiết bị thuần		1.300	1.000
<b>Tổng tài sản</b>		<b>3.520</b>	<b>2.680</b>
<b>Nợ và vốn chủ sở hữu</b>			
<b>A.Nợ</b>		<b><u>960</u></b>	<b><u>780</u></b>
1. Nợ ngắn hạn		440	380
Vay ngắn hạn		220	170
Phải trả người bán		180	150
Phải trả khác		40	60
2. Nợ dài hạn		520	400
<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>		<b><u>2.560</u></b>	<b><u>1.900</u></b>
1.Vốn góp của chủ sở hữu		2.200	1.580
2.Lợi nhuận giữ lại		360	320
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>		<b>3.520</b>	<b>2.680</b>

# Báo cáo kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	N+1	N
Doanh thu thuần	3000	2800
Chi phí hoạt động chưa kể khấu hao	2600	2500
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA)	400	300
Khấu hao	100	90
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT, OEBT)	300	210
Lãi vay	80	60
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	220	150
Thuế (25%)	55	37,5
Lợi nhuận sau thuế (Lãi ròng, EAT, NI)	165	112,5
Cổ tức cổ phần thường	145	
Lợi nhuận giữ lại	20	

# Dòng tiền tự do (FCF) và dòng tiền của dự án

Căn cứ vào báo cáo tài chính của công ty trên, ta có thể xác định dòng tiền tự do năm N+1 như sau

- $\text{NOPAT} = 300 \times (1 - 25\%) = 225$
- $D = 100$
- $\text{OCF} = 225 + 100 = 325$
- Tiền chi cho đầu tư TSCĐ  $= (2.500 - 1.800) + 100 = 800$
- Tiền chi cho VLĐ ròng tăng thêm  $= 800 - 670 = 130$

VLĐ hoạt động ròng cuối năm N+1  $= 1.020 - (180 + 40) = 800$

VLĐ hoạt động ròng cuối năm N  $= 880 - (150 + 60) = 670$

Như vậy,  **$\text{FCF} = 325 - 800 - 130 = - 605$**

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh năm N+1  $= 165 + 100 = 265$

## Nguyên tắc 2

**Đánh giá dự án phải dựa vào dòng tiền tăng thêm**

Dòng tiền tăng thêm là dòng tiền xuất hiện khi và chỉ khi dự án được thực hiện.

Hay nói cách khác, dòng tiền tăng thêm là mức chênh lệch giữa dòng tiền của DN sau khi thực hiện dự án với dòng tiền trước khi thực hiện dự án.

# Nguyên tắc 2

## Ví dụ

<sup>1</sup>  
Khi không có dự án, dòng tiền tự do (FCF) của DN là 20 tỷ/năm.

Khi thực hiện dự án dòng tiền tự do của DN sẽ là 25 tỷ/năm.

Vậy NCF của dự án là 5 tỷ/năm.

## Ví dụ 2

Khi không có dự án, TSLĐ của DN 30 tỷ, nguồn vốn chiếm dụng 5 tỷ.

Khi dự án được triển khai, TSLĐ tăng lên tới 40 tỷ, nguồn vốn chiếm dụng lên tới 7 tỷ.

Như vậy

Vốn lưu động hoạt động ròng khi chưa có dự án 25 ( $= 30 - 5$ )

Vốn lưu động hoạt động ròng sau khi thực hiện dự án là 33 ( $= 40 - 7$ )

Tiền chi cho VLĐ ròng tăng thêm của dự án 8 tỷ ( $= 33 - 25$ )



## Nguyên tắc 2

### Ví dụ 3

Công ty A đang thẩm định dự án đầu tư mở rộng qui mô sản xuất, vốn đầu tư ban đầu cho nhà xưởng và thiết bị là 10 tỷ, đời sống kinh tế của dự án 4 năm, TSCĐ được khấu hao đều trong thời gian 4 năm, giá thị trường dự kiến khi kết thúc dự án = 0, thuế suất thuế TNDN 25%, các số liệu khác như sau

Chỉ tiêu (trđ)	Trước khi thực hiện DA	Sau khi thực hiện DA
1. Sản lượng tiêu thụ (sp)	40.000	50.000
2. Giá bán đơn vị	2	2
3. Biến phí đơn vị	1,4	1,4
4. Tổng định phí hoạt động (chưa kể khấu hao)	12.000	13.200
5. VLĐ hoạt động thuần	10.000	12.000

## Nguyên tắc 2

### Bảng tính dòng tiền hoạt động của dự án (OCF)

#### Ví dụ 3

Chỉ tiêu		
1. Doanh thu tăng thêm mỗi năm	$(10.000 * 2)$	20
2. Tổng biến phí tăng thêm mỗi năm	$(10.000 * 1,4)$	14
3. Tổng định phí tăng thêm mỗi năm (Không kể khấu hao)	$(13,2 - 12)$	1,2
4. Khấu hao tăng thêm mỗi năm	$(10/4)$	2,5
5. EBIT tăng thêm mỗi năm	$(\text{dòng } 1 - 2 - 3 - 4)$	2,3
6. OCF tăng thêm mỗi năm	$2,3 * (1 - 25\%) + 2,5$	4,225

## Nguyên tắc 2

## Bảng ước tính dòng tiền của dự án Ví dụ 3

	0	1	2	3	4
<b>A. Vốn đầu tư ban đầu (Năm 0)</b>					
1. Mua sắm máy móc, thiết bị	(10)				
2. VLĐ hoạt động ròng tăng thêm	(2)				
<b>B. Dòng tiền hoạt động (OCF)</b>					
1. Doanh thu		20	20	20	20
2. Tổng biến phí hoạt động		14	14	14	14
3. Tổng định phí không kể khấu hao		1,2	1,2	1,2	1,2
4. Khấu hao (D)		2,5	2,5	2,5	2,5
5. EBIT		2,3	2,3	2,3	2,3
6. NOPAT $\{EBIT * (1-t)\}$		1,725	1,725	1,725	1,725
7. OCF (NOPAT + D)		4,225	4,225	4,225	4,225
<b>C. Dòng tiền năm cuối của dự án</b>					
1. Thu hồi VLĐ hoạt động ròng					2
2. Thu nhập thanh lý TSCĐ					0
<b>D. Dòng tiền ròng (NCF)</b>	(12)	4,225	4,225	4,225	6,225

## Nguyên tắc 3

### Không tính chi phí chìm vào dòng tiền (sunk costs)

Chi phí chìm là những khoản tiền đã được chi ra từ trước, DN phải chịu bất kể dự án có được chấp thuận hay không được chấp thuận, các khoản chi này không được tính vào dòng chi của dự án.

Để biết một chi phí có phải là chi phí chìm hay không, ta đặt câu hỏi: “Nếu dự án không thực hiện thì có tồn chi phí này hay không?”. Nếu câu trả lời là “Có” thì đó là chi phí chìm và ngược lại.

Chi phí chìm thường gặp trong hoạch định ngân sách vốn đầu tư bao gồm các chi phí trả cho tư vấn đầu tư, chi nghiên cứu thị trường, chi R&D, chi thăm dò tài nguyên thiên nhiên ...

# Nguyên tắc 3

## Không tính chi phí chìm vào dòng tiền (sunk costs)

### Ví dụ 1

Trước khi thực hiện dự án công ty đã thuê một công ty tư vấn để thẩm định dự án, số tiền trả cho công ty tư vấn là chi phí chìm và không tính vào dòng chi của dự án

### Ví dụ 2

Trước khi thực hiện dự án sản xuất thiết bị điều khiển bằng máy vi tính, công ty đã chi 500 triệu cho nghiên cứu và phát triển (R&D), khoản chi này có liên quan tới dự án, nhưng không được tính vào vốn đầu tư ban đầu cho dự án, nó là chi phí chìm

# Nguyên tắc 4

## Phải tính chi phí cơ hội vào dòng tiền (opportunity costs)

Chi phí cơ hội không phải là một khoản chi bằng tiền thông thường mà là thu nhập cao nhất có thể được tạo ra từ một tài sản có sẵn từ trước nếu DN không trưng dụng tài sản đó vào dự án

Ví dụ

DN A đang sở hữu 5ha đất trồng cây cao su và dự định dùng nó vào dự án xây dựng phân xưởng chế biến mủ cao su. Tổng vốn đầu tư ban đầu của dự án 20 tỷ, kỳ vọng đem lại thu nhập 6 tỷ/năm trong vòng 6 năm. Nếu không sử dụng vườn cây để xây dựng phân xưởng thì DN có thể khai thác mủ cao su và có thu nhập sau thuế ước tính 0,1 tỷ/năm, ngoài ra, khi thanh lý vườn cây ở cuối năm thứ 6 cũng đem lại khoản thu nhập ước tính 0,05 tỷ. Giả sử CPSVD của dự án là 10%/năm, chi phí cơ hội của vườn cây được tính như sau

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Năm 0	Năm 1	...	Năm 5	Năm 6
Dòng tiền chưa tính CPCH	-20	6	6	6	6
Chi phí cơ hội		-0,1	-0,1	-0,1	-0,15
Dòng tiền ròng	-20	5,9	5,9	5,9	5,85

$$NPV = -20 + 5,9 \cdot FVA(10\%, 5) + 5,9 \cdot FV(10\%, 5) = -5,67 \text{ tỷ}$$

# Nguyên tắc 5

## Ngoại tác hoặc tác động phụ (Side effect)

Ngoại tác là tác động mà dự án gây ra với dòng tiền của các bộ phận khác trong DN, từ đó có thể làm giảm hoặc tăng dòng tiền hiện tại của DN, có thể gây ra ảnh hưởng theo chiều hướng tốt hoặc xấu.

### Ví dụ 1

Dự án sản xuất thiết bị điều khiển bằng máy tính có thể làm giảm dòng tiền hiện tại của DN (*hiệu ứng triệt tiêu*) do DN đang có một bộ phận sản xuất các thiết bị điều khiển bằng cơ khí.

Sự sụt giảm dòng tiền hiện tại của DN phải được phản ánh vào dòng tiền của dự án sản xuất thiết bị điều khiển bằng máy tính.

# Nguyên tắc 5

**Ngoại tác** hoặc tác động phụ (Side effect)

## Ví dụ 2

Dự án sản xuất thịt cừu đóng hộp có thể làm giảm doanh thu từ bộ phận sản xuất thịt gà đóng hộp, do vậy làm giảm dòng tiền hiện tại của DN, do vậy cần phải điều chỉnh giảm dòng tiền của dự án SX thịt cừu đóng hộp

## Ví dụ 3

Dự án SX thiết bị điều khiển bằng máy tính có thể làm tăng doanh thu của bộ phận sản xuất lò vi sóng vì việc cung cấp thiết bị mới, hiện đại, sẽ làm cho việc sử dụng lò vi sóng có hiệu quả hơn.

*(Giả định DN có bộ phận SX lò vi sóng và bộ phận này đang hoạt động hiệu quả)*

Sự tăng lên của dòng tiền hiện tại của DN, cần phải phản ánh vào dòng tiền của dự án SX thiết bị điều khiển bằng máy tính, theo hướng điều chỉnh tăng dòng tiền.



## Nguyên tắc 6

**Không được khấu trừ chi phí sử dụng vốn vào doanh thu khi xác định dòng tiền hoạt động của dự án**

Dòng tiền hoạt động của dự án là nguồn thu bằng tiền xuất hiện khi dự án đi vào hoạt động, đây là các khoản thu bằng tiền hàng năm để trả CPSDV và hoàn lại vốn cho NĐT thông qua việc khấu trừ dòng tiền này theo CPSDV để xác định NPV của dự án.

Do vậy, khi xác định dòng tiền hoạt động, ta không được khấu trừ lãi vay trả cho chủ nợ và cổ tức trả cho cổ đông vào doanh thu bán hàng vì nếu khấu trừ vào doanh thu, chúng ta đã khấu trừ CPSDV 2 lần và khiến cho hiệu quả của dự án sẽ bị đánh giá thấp hơn thực tế.

# Nguyên tắc 6

Ví dụ

Dự án B có vốn đầu tư vào nhà xưởng và thiết bị 100 trđ, đời sống kinh tế của dự án 1 năm, doanh thu tiêu thụ sản phẩm do dự án tạo ra 200 trđ/năm, chi phí hoạt động bằng tiền 90 trđ/năm, nhà xưởng và thiết bị được khấu hao trong thời gian 1 năm, dự án được tài trợ hoàn toàn bằng tiền vay với lãi suất 10%/năm, thuế suất TNDN 25%. Dòng tiền hoạt động của dự án được xác định như sau

Chỉ tiêu (trđ)	TH không khấu trừ lãi vay vào doanh thu	TH khấu trừ lãi vay vào doanh thu
Doanh thu bằng tiền	200	200
CPHĐ bằng tiền	90	90
Thuế TNDN	$(200 - 90) * 25\% = 2,5$	2,5
Lãi vay sau thuế		$100 * 75\% = 7,5$
Cổ tức		0
Dòng tiền hoạt động	107,5	100
CPSDV sau thuế	$10\% * (1 - 25\%) = 7,5\%$	7,5%
NPV	$-100 + 107,5 / (1 + 7,5\%) = 0$	$-100 + 100 / (1 + 7,5\%) = -6,98$

# Nguyên tắc 6

## Ví dụ

Theo giả định của ví dụ trên, dự án được tài trợ hoàn toàn bằng vốn vay với lãi suất 10% thì CPSDV của dự án là 7,5% và NPV của dự án = 0. Nếu công ty đang huy động vốn cổ phần thường với chi phí là 15% (CPSDV cổ phần thường luôn là chi phí sau thuế) và sẽ sử dụng nguồn này cùng với nợ vay để tài trợ cho dự án thì CPSDV của dự án và NPV của dự án sẽ thay đổi như thế nào?

Tỷ trọng vốn cổ phần	Tỷ trọng nợ vay	CPSDV sau thuế của dự án	NPV
0%	100%	$15\% \cdot 0\% + 7,5\% \cdot 100\% = 7,5\%$	0
20%	80%	$15\% \cdot 20\% + 7,5\% \cdot 80\% = 9\%$	- 1,38
40%	60%	$15\% \cdot 40\% + 7,5\% \cdot 60\% = 10,5\%$	- 2,71
60%	40%	$15\% \cdot 60\% + 7,5\% \cdot 40\% = 12\%$	- 4,02
80%	20%	$15\% \cdot 80\% + 7,5\% \cdot 20\% = 13,5\%$	- 5,29

Cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng rất lớn đến CPSDV của dự án và do vậy, ảnh hưởng tới trị số NPV. Điều này đưa tới những bất cập trong việc ra quyết định lựa chọn dự án do việc xác định CPSDV căn cứ vào cơ cấu vốn tài trợ cho dự án. Bất cập này sẽ tránh được khi CPSDV của dự án được xác định căn cứ vào cơ cấu vốn mục tiêu của công ty.

## 2.2 Hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư

### 2.2.2 Phương pháp ước lượng dòng tiền dự án

Quá trình hoạch định ngân sách vốn đầu tư liên quan chủ yếu đến việc ước tính các dòng tiền gắn với dự án, bao gồm

- Dòng thu vào từ tài sản
- Dòng chi đầu tư tài sản (dòng chi đầu tư vốn, dòng chi đầu tư vào vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm, dòng tiền chi hoạt động).

## Chi cho vốn đầu tư ban đầu vào dự án

- Xây dựng nhà xưởng, mua sắm máy móc thiết bị (chi phí mua sắm TS được dùng cho dự án và chi phí liên quan như chi phí vận chuyển và lắp đặt...)
- Chi đầu tư vào VLĐ (là nhu cầu vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm cần phải chi để tài trợ cho nhu cầu tồn quỹ tiền mặt, khoản phải thu, hàng tồn kho sau khi trừ đi các khoản phải trả).
- Chi phí cơ hội của TS đang có là những khoản thu nhập mà DN phải mất đi do sử dụng nguồn lực của DN vào dự án, nó không phải là một khoản thực chi nhưng vẫn được tính vào vì đó là một khoản thu nhập mà DN phải mất đi khi thực hiện dự án.
- Loại trừ các khoản thu được do bán TSCĐ cũ
- Cộng hoặc trừ thuế TNDN được giảm trừ hay phải nộp<sub>182</sub>

## Chỉ cho nhu cầu vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm

VLĐ hoạt động ròng (NOWC – net operating working capital) là mức chênh lệch giữa TSLĐ và nguồn vốn ngắn hạn không phải trả lãi (nguồn vốn chiếm dụng).

Khi một dự án được triển khai, qui mô SX mở rộng, thì TSLĐ của DN phải tăng lên, đồng thời nguồn vốn chiếm dụng cũng tăng lên.

Thế nhưng trong phần lớn các trường hợp mức gia tăng của nguồn vốn chiếm dụng không đáp ứng được mức tăng lên của TSLĐ.

Do vậy cần phải có nguồn vốn bổ sung từ bên ngoài.

# Chi cho nhu cầu vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm

## Ví dụ 1

Khi không có dự án, TSLĐ là 125 tỷ, nguồn vốn chiếm dụng 50 tỷ, VLĐ hoạt động ròng =  $125 - 50 = 75$  tỷ

Khi dự án triển khai, TSLĐ của DN là 180 tỷ, nguồn vốn chiếm dụng là 60 tỷ, VLĐ hoạt động ròng =  $180 - 60 = 120$  tỷ

Vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm =  $120 - 75 = 45$  tỷ

Như vậy công ty phải chi ngay 45 tỷ cho VLĐ hoạt động ròng tăng thêm ngay ở năm 0. Nếu quy mô hoạt động không thay đổi, trong suốt đời sống kinh tế của dự án, doanh nghiệp không phải chi thêm tiền cho vốn lưu động và toàn bộ vốn bỏ ra sẽ được thu hồi khi dự án kết thúc

- *Vốn lưu động HĐ ròng = TSLĐ – nguồn vốn chiếm dụng*
- *Vốn lưu động HĐ ròng tăng thêm = VLĐ HĐ ròng khi dự án triển khai – VLĐ HĐ ròng khi không có dự án*

# Chi cho nhu cầu vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm

## Ví dụ 2

(Qui mô hoạt động thay đổi)	0	1	2	3	4	5
VLĐ HĐ ròng khi không có dự án	28	28	28	28	28	28
VLĐ HĐ ròng khi có dự án	31	33	33	35	35	28
VLĐ HĐ ròng tăng thêm	3	5	5	7	7	0
Tiền chi cho VLĐ HĐ ròng tăng thêm	3	2	0	2	0	(7)



## Chỉ cho nhu cầu vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm

Vốn đầu tư vào vốn lưu động HĐ ròng tăng thêm có thể được xác định một cách đơn giản bằng phương pháp tỷ lệ % trên doanh thu

### Ví dụ

Dự án có vốn đầu tư ban đầu vào nhà xưởng, thiết bị 1.500 trđ, vào VLĐ ròng tăng thêm 100 trđ.

Doanh thu từ tiêu thụ sản phẩm của dự án 2 năm đầu 650 trđ/năm, 3 năm cuối 800 trđ/năm. Khi quy mô hoạt động tăng (DT tăng) cần phải bỏ thêm VLĐ vào cuối năm thứ 2.

Ta có tỷ lệ % VLĐ trên DT năm 1 =  $100/650 = 15,4\%$

Cứ tăng thêm 100 đồng DT thì phải tăng thêm 15,4 đồng VLĐ

VLĐ bỏ thêm vào cuối năm 2 =  $(800 - 650) * 15,4\% = 23$  triệu

## Lưu ý

Ở năm cuối cùng coi như hàng tồn kho được bán hết, các khoản phải thu được thu hồi xong...

Nghĩa là toàn bộ vốn lưu động đầu tư ban đầu được thu hồi đủ và phần vốn này không phải chịu thuế TNDN.

Vốn lưu động này là do DN phải đầu tư thêm để duy trì hoạt động SXKD bình thường, nó không phải là chi phí kinh doanh phát sinh trong kỳ nên không thể tham gia trực tiếp vào việc xác định lãi lỗ

## 2.2 Hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư

### 2.2.2 Phương pháp ước lượng dòng tiền dự án

#### **Giai đoạn bỏ vốn đầu tư**

- Đây là giai đoạn DN chỉ có chi ra nhưng chưa có thu.
- Toàn bộ số tiền chi ra tạo nên vốn đầu tư của DN.
- Có những dự án việc bỏ vốn đầu tư được tiến hành một lần trong năm nhưng cũng có những dự án việc bỏ vốn đầu tư được tiến hành rải rác trong nhiều năm.

#### **Giai đoạn thu hồi vốn và có lãi**

- Giai đoạn này DN có doanh thu và phát sinh thêm một số chi phí được gọi là chi phí hoạt động của dự án đầu tư. Phần chênh lệch giữa doanh thu và chi phí dùng để tính toán lợi nhuận hàng năm EBIT (OEBT), NOPAT, OCF của dự án.
- Tuy nhiên vấn đề cần quan tâm ở đây không phải là lợi nhuận mà là phải xác định được dòng tiền ròng (Net cash flow – NCF)

## Dòng tiền ròng của dự án (Net cash flow - NCF)

Dòng tiền ròng của dự án là dòng tiền được xác định trên cơ sở hợp nhất các khoản thu vào và các khoản chi ra bằng tiền trong từng năm.

### Ví dụ

- Ở năm 0, công ty Cami đã chi 300 tỷ đầu tư vào nhà xưởng, thiết bị, còn các khoản thu bằng tiền bằng 0, vì dự án chưa đi vào hoạt động. Do vậy tiền ròng năm 0 là - 300 tỷ.
- Năm 3, công ty phải chi 100 triệu cho vốn lưu động hoạt động ròng tăng thêm, trong khi đó tiền thu từ hoạt động (OCF) là 800. Vậy tiền ròng năm thứ 3 là 700 triệu.
- Năm cuối cùng, công ty có tiền thu từ hoạt động (OCF) là 800 triệu, thu nhập thanh lý nhà xưởng, thiết bị 200 triệu, thu hồi VLĐ 100 triệu. Các khoản chi cho nhà xưởng thiết bị, cho vốn lưu động và cơ hội phí = 0. Vậy tiền ròng năm cuối =  $800 + 200 + 100 - 0 = 1.100$  triệu.

## 2.2 Hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư

### 2.2.2 Phương pháp ước lượng dòng tiền dự án

#### Phương pháp trực tiếp

##### Xác định dòng tiền chi (Cash of outflows)

Chi cho vốn đầu tư ban đầu (VCD, VLĐ)

Chi cho vốn hoạt động trong quá trình thực hiện

Chi nộp thuế và các khoản khác

Chi phí cơ hội

##### Xác định dòng tiền thu (Cash of inflows)

Doanh thu bán hàng & cung ứng DV

Thu thanh lý TS (vào năm kết thúc DA)

Thu hồi VLĐ ở năm cuối cùng của DA

#### Phương pháp gián tiếp

Co (Initial total costs of capital for investment)

$$S = P \cdot Q$$

Operating costs - Chi phí hoạt động SXKD (bao gồm biến phí bằng tiền, và định phí bằng tiền, i.e. không tính lãi vay)

OEBT hay EBIT (Operating earnings before tax)

NOPAT (Net operating profit after tax) =  $EBIT \cdot (1-t)$

OCF (Operating cash flows)

$$= EBIT \cdot (1-t) + D = NOPAT + D$$

$$= EBITDA \cdot (1-t) + D \cdot t$$

Delta of Net Working Capital Need

$$NCF = OCF + \text{Delta of NWC need} - Co$$

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 1. Thu thập dữ liệu đầu vào (Input)

- Vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ và VLĐ hoạt động ròng tăng thêm
- Sản lượng SX và tiêu thụ dự kiến từng năm
- Giá bán và biến phí đơn vị SP
- Tổng định phí hoạt động không kể khấu hao,
- Giá thị trường dự kiến của TSCĐ khi dự án kết thúc
- Thời gian khấu hao và phương pháp khấu hao
- Thuế suất thuế TNDN
- Tỷ lệ lạm phát dự kiến...

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 2. Lịch khấu hao

Xác định mức trích khấu hao từng năm cho TSCĐ của dự án và giá trị còn lại của TSCĐ cuối mỗi năm.

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 2. Lịch khấu hao

Dòng thu của các dự án đều hay không đều phụ thuộc rất lớn vào phương pháp khấu hao mà DN đang sử dụng.

Các DN có hoạt động hiệu quả kinh tế cao được phép khấu hao nhanh nhưng tối đa không quá 2 lần số tiền khấu hao theo phương pháp khấu hao đều.

TSCĐ được khấu hao nhanh thường là các máy móc, thiết bị, các DN thường là phải thuộc lĩnh vực có công nghệ đòi hỏi thay đổi nhanh.



# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

Bước 3. Xác định thu nhập thanh lý của TSCĐ khi dự án kết thúc

$$\begin{array}{|c|c|c|c|c|c|c|} \hline \text{Thu nhập} & & \text{Giá thị} & & \text{(Giá thị} & & \text{Thuế} \\ \text{thanh lý} & = & \text{trường dự} & - & \text{trường} & \text{– Giá trị} & \text{suất} \\ & & \text{kiến} & & \text{còn lại)} & \text{X} & \text{thuế} \\ & & & & & & \text{TNDN} \\ \hline \end{array}$$

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 3. Xác định thu nhập thanh lý của TSCĐ khi dự án kết thúc

Thu nhập thanh lý là khoản thu bằng tiền từ việc nhượng bán hoặc thanh lý TSCĐ khi dự án kết thúc (cuối năm) và được xác định như sau

$$\begin{array}{l} \text{Thu nhập} \\ \text{thanh lý} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Tiền thu được do nhượng bán hoặc} \\ \text{thanh lý (Giá thị trường dự kiến)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Thuế phải nộp} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Thuế phải} \\ \text{nộp} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Giá thị trường dự kiến} - \text{Giá trị còn lại} \\ \text{trên sổ sách} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Thuế suất thuế} \\ \text{TNDN (t)} \end{array}$$

### Ví dụ 1

Giá thị trường dự kiến 400 trđ

Giá trị còn lại 500 trđ

Thuế phải nộp =  $(400 - 500) \times 25\% = -25$  trđ

Thu nhập thanh lý =  $400 - (-25) = 425$  trđ

Công ty có khoản thu bằng tiền khi bán tài sản là 400 trđ

Cộng với số thuế được giảm là 25 trđ

Do vậy, thu nhập thanh lý là 425 trđ

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 3. Xác định thu nhập thanh lý của TSCĐ khi dự án kết thúc

### Ví dụ 2

Dự án sản xuất thiết bị điều khiển bằng máy tính sử dụng một tòa nhà để lắp đặt máy móc, thiết bị.

Tòa nhà có giá mua 12 tỷ đồng, được khấu đều trong thời gian 20 năm.

Đời sống kinh tế của dự án 5 năm.

Giá thị trường của tòa nhà vào cuối năm thứ 5 dự kiến 10 tỷ đồng

Thuế suất thuế TNDN 25%.

Giá trị còn lại của tòa nhà =  $12 - 5 \times 0,6 = 9$  tỷ đồng

Thu nhập thanh lý của tòa nhà =  $10 - (10 - 9) \times 25\% = 9,75$  tỷ đồng

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 3. Xác định thu nhập thanh lý của TSCĐ khi dự án kết thúc

Không nên nhầm lẫn thu nhập thanh lý với lợi nhuận thanh lý và nhượng bán TSCĐ được xác định trong báo cáo kết quả kinh doanh.

Do vậy khi tính toán thu nhập thanh lý TSCĐ của dự án **không nên** sử dụng các công thức sau

- Thu nhập thanh lý = Giá thị trường\*(1-t)
- Thu nhập thanh lý = (Giá thị trường – Giá trị còn lại)\*( 1-t)
- Thu nhập thanh lý = (GTT – Giá trị còn lại – Chi phí thanh lý, nhượng bán )\*(1- t)

Ngoài ra, khi xác định mức khấu hao hàng năm, không được trừ thu nhập thanh lý vào nguyên giá TSCĐ

- Cần phân biệt rõ thu nhập thanh lý với giá thị trường dự kiến là 2 chỉ tiêu khác nhau
- Không nên gọi khoản thu nhập này là thu vét hoặc giá trị tận dụng, bởi khoản thu nhập này nhiều khi là khá lớn
- Không nên cộng khoản thu nhập này vào doanh thu bán hàng hoặc đưa vào phần xác định dòng tiền hoạt động của dự án (OCF) mà đưa vào phần dòng tiền năm cuối của dự án

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 4. Ước tính dòng tiền

Ước tính vốn đầu tư ban đầu, dòng tiền hoạt động (OCF) và dòng tiền năm cuối, phản ánh kết quả vào bảng ước tính dòng tiền

Dòng tiền hoạt động (OCF) có thể tính bằng nhiều cách, nhưng 2 cách hay sử dụng phổ biến là:

### Cách 1

$$\text{OCF} = \text{EBITDA} * (1-t) + D * t$$

EBITDA là dòng tiền hoạt động trước thuế

EBITDA = Doanh thu – chi phí hoạt động bằng tiền (Chi phí hoạt động không tính khấu hao)

$D * t$  là tiết kiệm thuế nhờ khấu

### Cách 2

$$\text{OCF} = \text{EBIT} * (1-t) + D$$

### Chú ý

Cả 2 cách xác định OCF đều xuất phát từ công thức gốc

$\text{OCF} = \text{Doanh thu bằng tiền} - \text{chi phí hoạt động bằng tiền} - \text{Thuế phải nộp bằng tiền}$

Việc không trừ khấu hao vì đó là khoản chi không phải chi bằng tiền (Tiền đã chi ngay khi mua sắm TSCĐ)

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Ví dụ

Một dự án đầu tư có vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ 500 trđ, vào VLĐ ròng tăng thêm 20 trđ.

Đời sống kinh tế của dự án 8 năm.

Doanh thu từ việc tiêu thụ sản phẩm của dự án 100 trđ/năm, chi phí hoạt động không kể khấu hao 25,5 trđ/năm.

TSCĐ của dự án được khấu hao bằng phương pháp khấu hao đều trong thời gian 8 năm, thu nhập thanh lý TSCĐ (đã tính chi phí thuế TNDN liên quan) khi dự án kết thúc là 20 trđ.

VLĐ bỏ vào dự án được thu hồi toàn bộ khi dự án kết thúc. Thuế suất thuế TNDN 25%.

Yêu cầu ước lượng dòng tiền của dự án đầu tư này.

Khấu hao TSCĐ:  $500/8=62,5$  trđ/năm

[illegible]

# Các bước ước lượng dòng tiền của dự án

## Bước 5. Thẩm định tài chính của dự án đầu tư

### Áp dụng các chỉ tiêu

- NPV
- PI
- IRR
- MIRR
- PBP
- DPBP



## Vấn đề lãi suất chiết khấu dòng tiền khi thẩm định dự án

- Lãi suất sử dụng để chiết khấu dòng tiền khi xác định các chỉ tiêu **NPV, PI, MIRR** là chi phí sử dụng vốn của dự án. Chi phí này được xác định căn cứ vào:
  - + Chi phí sử dụng vốn trung bình của DN (WACC)
  - + Rủi ro của dự án
- Chi phí sử dụng vốn trung bình là chi phí cho các khoản vốn mới được huy động và xác định theo cơ cấu vốn mục tiêu của DN (Không phải là chi phí trung bình của các khoản vốn hiện tại đang sử dụng)
- Rủi ro của dự án được thẩm định bằng nhiều phương pháp như phân tích độ nhạy, phân tích tình huống
- Như vậy chi phí sử dụng vốn của dự án là chi phí sử dụng vốn điều chỉnh theo rủi ro

## Vấn đề lãi suất chiết khấu dòng tiền khi thẩm định dự án

- Khi tiến hành bất cứ dự án nào, các DN thường phải chấp nhận một mức rủi ro nào đó.
- Do đó, DN cần tiến hành điều chỉnh tỷ lệ chiết khấu của dự án (WACC hay MACC hoặc tỷ lệ sinh lời cần thiết theo thị trường của dự án) theo rủi ro để chiết khấu dòng lưu kim của dự án.
- Lãi suất chiết khấu này chính là chi phí cơ hội của vốn đầu tư, là cái giá mà DN phải trả khi đầu tư vào dự án. Nếu dự án có rủi ro cao hơn rủi ro của DN thì suất sinh lời yêu cầu tối thiểu đối với dự án phải cao hơn suất sinh lời đối với DN.
- Chi phí sử dụng vốn sẽ được xác định trên thị trường vốn và phụ thuộc vào rủi ro của DN hoặc rủi ro của dự án.



## Vấn đề lãi suất chiết khấu dòng tiền khi thẩm định dự án

- Nếu dự án có mức rủi ro bằng mức rủi ro hiện tại của DN, CPSDV của dự án bằng với WACC của DN
- Nếu dự án có mức rủi ro cao hơn rủi ro hiện tại, CPSDV của dự án sẽ bằng WACC cộng thêm một vài điểm %
- Nếu dự án có mức rủi ro thấp hơn rủi ro hiện tại của DN, CPSDV của dự án sẽ bằng WACC trừ bớt một vài điểm %

### Ví dụ

WACC của các nguồn vốn mới được huy động theo cơ cấu vốn mục tiêu là 12%, dự án A có mức rủi ro cao, B rủi ro thấp, C có rủi ro bằng mức rủi ro hiện tại. Do vậy

CPSDV của A =  $12\% + 2\% = 14\%$

CPSDV của B =  $12\% - 2\% = 10\%$

CPSDV của C = 12%

## Vấn đề lãi suất chiết khấu dòng tiền khi thẩm định dự án

Phải tính đến yếu tố lạm phát khi xác định lãi suất chiết khấu của dự án, do

- Lạm phát cũng làm ảnh hưởng rất lớn đến kết quả của 1 dự án.
- Vì vậy khi ước lượng ngân lưu của dự án cần ước lượng tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, vì lạm phát cao có thể làm lợi ích mang lại từ dự án trong tương lai không đủ bù đắp cho khoản đầu tư hôm nay.
- Lạm phát sẽ làm tăng chi phí thực tế và thu nhập thực tế của dự án và đồng thời cũng làm tăng chi phí cơ hội của vốn.

## Dòng tiền trong điều kiện lạm phát

Lạm phát có ảnh hưởng rất lớn tới dòng tiền của dự án và lãi suất chiết khấu dòng tiền.

Thông thường CPSDV của dự án đã bao hàm yếu tố lạm phát (Khi có lạm phát, tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của chủ nợ và cổ đông đều tăng, làm tăng CPSDV của dự án).

Trong điều kiện xảy ra lạm phát, có 2 hướng cơ bản để xử lý

### Cách 1

Dùng lãi suất danh nghĩa (CPSDV đã bao hàm yếu tố lạm phát) để chiết khấu dòng tiền danh nghĩa

### Cách 2

Dùng lãi suất thực để chiết khấu dòng tiền thực

## Cách 1

Dùng lãi suất danh nghĩa (CPSDV đã bao hàm yếu tố lạm phát) để chiết khấu dòng tiền danh nghĩa.

Trường hợp này, ta cần điều chỉnh dòng tiền thực theo tỷ lệ lạm phát để ước lượng dòng tiền danh nghĩa.

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Lãi suất} & & \text{Lãi suất} & & \text{Tỷ lệ} & & \text{(Lãi suất} \\ \text{chiết khấu} & & \text{chiết khấu} & & \text{lạm} & & \text{chiết khấu thực} \\ \text{danh nghĩa} & = & \text{thực} & + & \text{phát} & + & \text{x Tỷ lệ lạm phát)} \end{array}$$

### Ví dụ

Lãi suất chiết khấu thực 10%, tỷ lệ lạm phát 5%

Lãi suất chiết khấu danh nghĩa sẽ là 15,5%

## Cách 1

Dùng lãi suất danh nghĩa (CPSDV đã bao hàm yếu tố lạm phát) để chiết khấu dòng tiền danh nghĩa.

Trường hợp này, ta cần điều chỉnh dòng tiền thực theo tỷ lệ lạm phát để ước lượng dòng tiền danh nghĩa.

Việc điều chỉnh dòng tiền thực để ước lượng dòng tiền danh nghĩa, được thực hiện chủ yếu đối với dòng tiền hoạt động của dự án (OCF).

$$OCF = CF \cdot (1-t) + D \cdot t = EBITDA \cdot (1-t) + D \cdot t$$

Lạm phát không ảnh hưởng tới khoản tiết kiệm thuế từ khấu hao ( $D \cdot t$ ), vì khấu hao là sự phân bổ giá trị tài sản cố định đã được hình thành trong quá khứ. Do vậy chỉ cần điều chỉnh CF.

Khi có lạm phát, doanh thu và chi phí hoạt động bằng tiền (không kể khấu hao) đều tăng vì giá bán sản phẩm, giá cả nguyên vật liệu và chi phí nhân công tăng.

Để đơn giản ta giả định doanh thu và chi phí hoạt động tăng bằng với tỷ lệ lạm phát và do vậy CF sẽ tăng bằng tỷ lệ lạm phát.



## Cách 2

Dùng lãi suất thực để chiết khấu dòng tiền thực.

Trường hợp này, ta phải điều chỉnh lãi suất chiết khấu danh nghĩa để tìm ra lãi suất chiết khấu thực

$$\text{Lãi suất chiết khấu thực} = \frac{1 + \text{Lãi suất chiết khấu danh nghĩa}}{1 + \text{Tỷ lệ lạm phát}} - 1$$

Thực tế, cả 2 cách đều đem lại kết quả NPV như nhau, vì vậy khi hoạch định dòng tiền của dự án đầu tư trong điều kiện có lạm phát, các nhà phân tích thường lựa chọn cách đơn giản hơn, đó là chiết khấu dòng tiền danh nghĩa bằng lãi suất danh nghĩa (cách 1).

## Ví dụ

- Công ty Sunny đang thẩm định một dự án với các số liệu sau
- Vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ của dự án 20 tỷ, đời sống kinh tế của dự án 5 năm, sản lượng tiêu thụ dự kiến 40.000 SP/năm.
  - Với mặt bằng giá cả hiện tại, giám đốc tiếp thị cho rằng giá bán sẽ là 0,3 triệu/SP, chi phí hoạt động (không kể khấu hao) là 6 tỷ/năm.
  - Tỷ lệ lạm phát dự kiến trong 5 năm tới 10%/năm. TSCĐ được khấu hao đều trong 5 năm. Giá thị trường dự kiến của TSCĐ cuối năm thứ 5 bằng 0, thuế suất thuế TNDN 25%, CPSDV của dự án 18% (đã bao hàm tỷ lệ lạm phát 10%)

Vốn đầu tư ban đầu 20 tỷ

Khấu hao =  $20/5 = 4$  tỷ/năm

Doanh thu =  $40.000 * 0,3 = 12$  tỷ/năm

Chi phí hoạt động bằng tiền (chưa kể khấu hao) = 6 tỷ/năm

EBITDA (hay là CF) =  $12 - 6 = 6$

OCF tính trên mặt bằng giá cả hiện tại (OCF thực) =  $6 * (1 - 25\%) + 4 * 25\% = 5,5$  tỷ

## Cách 1

Dùng lãi suất danh nghĩa (CPSDV đã bao hàm yếu tố lạm phát) để chiết khấu dòng tiền danh nghĩa.

Trường hợp này, ta cần điều chỉnh dòng tiền thực theo tỷ lệ lạm phát để ước lượng dòng tiền danh nghĩa.

Năm	CF thực	CF điều chỉnh theo % lạm phát (10%)
1	6	$6 \times 1,1 = 6,6$
2	6	$6 \times (1,1)^2 = 7,26$
3	6	$6 \times (1,1)^3 = 7,986$
4	6	$6 \times (1,1)^4 = 8,785$
5	6	$6 \times (1,1)^5 = 9,663$

## Cách 1

Dùng lãi suất danh nghĩa (CPSDV đã bao hàm yếu tố lạm phát) để chiết khấu dòng tiền danh nghĩa.

Trường hợp này, ta cần điều chỉnh dòng tiền thực theo tỷ lệ lạm phát để ước lượng dòng tiền danh nghĩa.

[illegible]

## Cách 2

Dùng lãi suất thực để chiết khấu dòng tiền thực.

Trường hợp này, ta phải điều chỉnh lãi suất chiết khấu danh nghĩa để tìm ra lãi suất chiết khấu thực

Lãi suất chiết khấu thực =  $\{(1+18\%)/(1+10\%)\}-1=7,27\%$

Chi phí khấu hao thực

Năm	Khấu hao danh nghĩa	Khấu hao điều chỉnh theo lạm phát (khấu hao thực)
1	4	$4/1,1 = 3.636$
2	4	$4/(1,1)^2 = 3,305$
3	4	$4/(1,1)^3 = 3,005$
4	4	$4/(1,1)^4 = 2,732$
5	4	$4/(1,1)^5 = 2,484$

## Cách 2

Dùng lãi suất thực để chiết khấu dòng tiền thực.

Trường hợp này, ta phải điều chỉnh lãi suất chiết khấu danh nghĩa để tìm ra lãi suất chiết khấu thực

[illegible]

## Ví dụ

Công ty Kinh đô đang xem xét để đầu tư một dây chuyền sản xuất bánh mì mới, theo tài liệu dự báo của các bộ phận liên quan đến dự án như sau:

- Giá trị máy móc thiết bị: 1.500 trđ
- Thu thanh lý thiết bị: 180 trđ
- Doanh thu bán hàng mỗi năm (từ năm thứ ba trở đi): 800 trđ
- Chi phí hoạt động mỗi năm (chưa tính KH): 250 trđ
- Khấu hao TSCĐ hàng năm: 300 trđ

Dự án này có thời gian hoạt động là 5 năm, hai năm đầu doanh thu chỉ đạt khoảng 650 trđ/năm. Nhu cầu vốn lưu động phát sinh ban đầu 100 trđ và được thu hồi đủ khi dự án hết hạn đầu tư. Thuế suất thuế TNDN là 25%, công ty được giảm 50% thuế TNDN hai năm đầu. Xác định dòng tiền của dự án trên biết rằng công ty tính khấu hao TSCĐ theo phương pháp KH đều.

## Ví dụ

Công ty AAA đang xem xét dự án đầu tư vào thiết bị sản xuất như sau

Giá trị máy móc thiết bị là 6000 trđ.

Dự kiến chi phí thanh lý thiết bị là 500 trđ.

Đời sống dự án tương ứng với thời gian khấu hao thiết bị theo phương pháp khấu hao đều là 5 năm.

Thuế suất thuế TNDN là 20%.

Suất sinh lời đối với dự án là 15%.

Dự kiến doanh thu, chi phí bằng tiền, VLĐ của dự án theo bảng

Xác định NPV PI IRR MIRR PRP DPRP của dự án

Năm	1	2	3	4	5
Doanh thu	4000	4200	5300	5800	3700
Chi phí bằng tiền	2300	2400	2500	2700	1300
Nhu cầu VLĐ hoạt động ròng	400	450	600	620	300



## Ví dụ

Đơn vị: tỷ đồng

(Đơn vị: tỷ đồng) như sau

Năm	0	1	2	3
NCF (A)	-30	12	12	20
NCF (B)	-20	10	10	5

- Tính NPV, IRR, MIRR, PI, PBP và PBP chiết khấu của từng dự án. Biết WACC dự án = lãi suất tái đầu tư = 12%
- Tính lãi suất chiết khấu bàng quan mà tại đó NPV của hai dự án bằng nhau.
- Tìm mối quan hệ giữa NPV với lãi suất chiết khấu.
- Tại mức lãi suất chiết khấu là 10% thì công ty lựa chọn dự án nào, tại sao?
- Khi nào thì phương pháp EAA sẽ được áp dụng đối với các dự án trên?

## 2.3 Các tiêu chuẩn thông dụng trong đánh giá dự án

2.3.1 Giá trị hiện tại ròng (NPV - Net Present Value)

2.3.2 Suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

2.3.3 Chỉ số sinh lời (PI - Profitability Index)

2.3.4 Thời gian hoàn vốn (PBP - Payback Period)

và thời gian hoàn vốn chiết khấu (DPBP - Discounted Payback Period)

## 2.3.1 Tiêu chuẩn giá trị hiện tại ròng (NPV)

- Theo phương pháp này, các khoản thu nhập kỳ vọng đạt được trong tương lai kể cả vốn đầu tư bỏ vào dự án đều phải quy về giá trị hiện tại theo một lãi suất nhất định. Lãi suất này được gọi là lãi suất chiết khấu của dự án đầu tư.
- Sau đó tiến hành so sánh hiện giá của thu nhập kỳ vọng và chi phí đầu tư, phần chênh lệch đó chính là NPV.

### Chú ý

Khi xác định NPV, lãi suất chiết khấu dòng tiền không phải là lãi suất cho vay của ngân hàng, lãi suất trung bình ngành, CPSDV của DN mà phải là CPSDV của dự án.

Khi rủi ro của dự án bằng với mức rủi ro hiện tại của DN thì lãi suất chiết khấu bằng CPSDV của DN.

### 2.3.1 Tiêu chuẩn giá trị hiện tại ròng (NPV)

Giá trị hiện tại ròng là chênh lệch giữa giá trị hiện tại của các thu nhập dự tính và giá trị đầu tư ban đầu trong thời gian kinh tế của dự án.

$$\text{NPV} = - C_0 + \text{PVA}(\text{FCF}_t, r, n)$$

$C_0$  : Nguồn vốn ban đầu của dự án

$\text{FCF}_t$ : Dòng tiền ở thời kỳ  $t$

$n$  : Đời sống kinh tế của dự án

$i$  : Lãi suất chiết khấu

## 2.3.1 Tiêu chuẩn giá trị hiện tại ròng (NPV)

### Sử dụng NPV để lựa chọn dự án

+ Nếu các dự án là độc lập với nhau

- $NPV > 0$  : Chấp nhận dự án
- $NPV < 0$  : Loại bỏ dự án
- $NPV = 0$  : Tùy vào sự cần thiết của dự án đối với DN

+ Với các dự án loại trừ nhau

Khi có cùng một suất chiết khấu, nên lựa chọn dự án đầu tư có  $NPV > 0$  và là  $NPV_{\max}$  so với các NPV của những dự án còn lại vì nó tạo ra được giá trị cho DN, đủ trang trải chi phí và mang lại LN cho nhà đầu tư.

## 2.3.1 Tiêu chuẩn giá trị hiện tại ròng (NPV)

### Ưu điểm

- Bằng cách hiện giá dòng tiền theo chi phí sử dụng vốn, tiêu chuẩn NPV thừa nhận thời giá tiền tệ, qua đó xác định giá trị tăng thêm dự kiến mà dự án mang lại cho cổ đông.
- Lãi suất chiết khấu có thể thay đổi cho phù hợp với từng thời kỳ phát sinh dòng tiền, nên áp dụng được cho các dự án có độ dài thời gian khác nhau.
- Áp dụng cho các dự án có dòng tiền đặc biệt.
- Tính chất bắc cầu

$$NPV(A+B)=NPV(A)+(NPV(B))$$

A và B là hai dự án độc lập, (A+B) là dự án kết hợp

## Hạn chế

Đối với những dự án đầu tư loại trừ nhau, có thời gian hoạt động khác nhau thì khó dùng NPV so sánh và chọn dự án.

Dự án	NPV (tỷ đồng)	Thời gian hoạt động (năm)
A	10	5
B	14	10

- ✓ Chưa tính đến tỷ suất sinh lời của vốn đầu tư, nghĩa là có những dự án đạt được tiêu chuẩn NPV nhưng chưa chắc đạt được hiệu quả, tốc độ sinh lời theo mong muốn của nhà đầu tư. Do đó, khi nguồn vốn đầu tư bị giới hạn thì NPV không là tiêu chuẩn thích hợp để lựa chọn dự án.

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	NPV (tỷ đồng)	Tỷ suất sinh lời (%)
A	20	2.4	12%
B	12	1.8	15%
C	8	1.6	20%

## 2.3.1 Tiêu chuẩn giá trị hiện tại ròng (NPV)

**Ý nghĩa kinh tế của NPV:** NPV là giá trị tăng thêm dự tính mà dự án đem lại cho cổ đông của DN ngay tại thời điểm hiện tại

### Ví dụ

Một dự án có vốn đầu tư ban đầu 100 triệu, đời sống dự án 1 năm, tiền ròng nhận được cuối năm 1 là 132 triệu, chi phí sử dụng vốn 10%.

$$NPV = -100 + 132 / (1 + 10\%) = 20 \text{ trđ}$$

NPV của dự án là 20 trđ, như vậy dự án sẽ làm giá trị DN tăng thêm 20 trđ. Điều này ngụ ý rằng ngay bây giờ DN có thể huy động 120 triệu, sử dụng vào dự án 100 triệu, chia ngay cho cổ đông 20 triệu, một năm sau thu nhập bằng tiền của dự án đủ để hoàn trả vốn đầu tư (120) và thanh toán chi phí sử dụng vốn (trả lãi và cổ tức cho chủ vốn) tại mức  $(120 * 10\%) = 12 \text{ trđ}$ .



### Ví dụ 1

Tính NPV của dự án AAA, biết lãi suất chiết khấu là 10% và lưu lượng tiền tệ của dự án AAA như sau (đvt: trđ)

Năm	0	1	2	3	4
NCF	(1.000 )	300	400	500	500

### Ví dụ 2

DN đang xem xét đầu tư một dây chuyền SX bánh mỳ mới có tài liệu và dự báo của các bộ phận liên quan như sau: Vốn đầu tư ban đầu 1.500 trđ, chi cho vốn lưu động hoạt động ròng 20 trđ, thu thanh lý là 50 trđ, DT bán hàng 800 trđ/năm, chi phí hoạt động mỗi năm chưa tính khấu hao 240 trđ. Tính NPV, biết lãi suất chiết khấu 12%/năm, thuế suất thuế TNDN 25%, thời gian hoạt động 5 năm. DN áp dụng phương pháp khấu hao đều trong vòng 5 năm.

### Ví dụ 3

Hãy giúp DN lựa chọn dự án theo chỉ tiêu thông dụng NPV, IRR với 2 dự án được xem xét như sau (đvt: USD)

	Hệ thống	
	A	B
<b>Đầu tư ban đầu</b>	<b>300,000</b>	<b>420,000</b>
<b>CF hàng năm</b>	<b>72,000</b>	<b>103,000</b>
<b>Đời sống dự án</b>	<b>6 năm</b>	<b>6 năm</b>
<b>Chi phí sử dụng vốn</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR) là tỷ lệ chiết khấu mà tại đó giá trị hiện tại ròng của dự án bằng 0, nghĩa là giá trị hiện tại của dòng thu nhập tương lai cân bằng với giá trị hiện tại của vốn đầu tư.

$$NPV = -C_0 + \frac{CF_1}{(1 + IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1 + IRR)^2} + \dots + \frac{CF_{n-1}}{(1 + IRR)^{n-1}} + \frac{CF_n}{(1 + IRR)^n} = 0$$

Sử dụng phương pháp nội suy

$$IRR = i_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 + |NPV_2|} * (i_2 - i_1)$$

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return) và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

### Sử dụng IRR để lựa chọn dự án đầu tư

Một dự án được chấp nhận khi suất sinh lời thực tế của nó IRR bằng hoặc cao hơn chi phí sử dụng vốn của dự án (hoặc so sánh với MARR – Minimum Acceptable Rate on Return)

Nếu các dự án là độc lập với nhau

- $IRR > CPSPDV$  của dự án: Chấp nhận dự án
- $IRR < CPSPDV$  của dự án: Loại bỏ dự án
- $IRR = CPSPDV$  của dự án: Tùy thuộc vào tầm quan trọng của dự án

Với các dự án loại trừ nhau

Chọn dự án có  $IRR > CPSPDV$  của dự án và là  $IRR_{\max}$  so với các IRR của những dự án còn lại.

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return) và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

### Ưu điểm

- Tiêu chuẩn IRR có tính đến giá trị thời gian của tiền tệ
- Tiêu chuẩn IRR cho biết một đồng vốn đầu tư vào dự án sẽ sinh lời như thế nào (tỷ suất sinh lời của vốn đầu tư)
- Tiêu chuẩn IRR cho phép đo lường độ an toàn của các dự án thông qua mức chênh lệch giữa IRR với CPSDV (rủi ro của dự án) mà NPV không cho biết điều này.

Ví dụ

Dự án	NPV (tỷ đồng)	IRR (%)	CPSDV (%)
A	100	13%	12%
B	50	15%	12%

Dự án A rủi ro cao hơn dự án B, chỉ cần IRR của dự án A giảm hơn 1% thì  $NPV < 0$ , trong khi IRR của dự án B phải giảm hơn 3% thì  $NPV < 0$

Việc sử dụng tiêu chuẩn IRR có thể dẫn tới những quyết định sai lầm nếu không xem xét kỹ càng một số vấn đề sau

- Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ nhau do quy mô dự án khác nhau hoặc kiểu mẫu của dòng thu nhập khác nhau.
- Dòng tiền của dự án là dòng tiền đi vay và dòng tiền cho vay
- Lãi suất ngắn hạn có thể khác lãi suất dài hạn theo thời gian
- Có thể 1 dự án có nhiều IRR: Khi dòng ngân lưu của dự án đổi dấu 1 lần từ - sang + thì sẽ có 1 mức lãi suất chiết khấu thỏa  $NPV=0$ , nhưng nếu dự án có dòng tiền đổi dấu nhiều lần thì sẽ có nhiều lãi suất chiết khấu để  $NPV=0$

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

### **Cạm bẫy 1: Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ lẫn nhau**

Các DN ít khi đối mặt với các dự án chấp nhận hay từ bỏ. Thông thường, DN chỉ cần chọn từ một số các dự án loại trừ lẫn nhau có thể thay thế được.

Giả định cho sẵn sự lựa chọn giữa các dự án cạnh tranh với nhau, DN nên chấp nhận dự án làm gia tăng giá trị của cải cho cổ đông. Đó thường là dự án có NPV cao hơn mà không nhất thiết phải là dự án có IRR cao hơn vì quy luật của IRR sẽ khiến DN có thể lầm lẫn khi chọn lựa giữa các dự án.

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

### **Cạm bẫy 1. Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ lẫn nhau**

#### **Ví dụ**

- Xem xét hai kế hoạch sử dụng tòa nhà văn phòng. Ban đầu, DN định đầu tư \$350,000 vào tòa nhà và sau đó bán đi tại thời điểm cuối năm với giá \$400,000.
- Còn kế hoạch thứ hai bên dưới, DN định cho thuê trong vòng 3 năm với giá cho thuê cố định hàng năm là \$16,000, sau đó bán tòa nhà với giá \$450,000.
- Hai dự án có dòng tiền, IRR, NPV lần lượt như sau



# Cạm bẫy 1. Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ lẫn nhau

Dự án	Dòng tiền (\$1,000)				IRR (%)	NPV tại 7%
	$C_0$	$C_1$	$C_2$	$C_3$		
Dự án ban đầu	-350	+400	-	-	+15.29	+\$24,000
Dự án xem xét lại	-350	+16	+16	+466	+12.96	+\$59,000

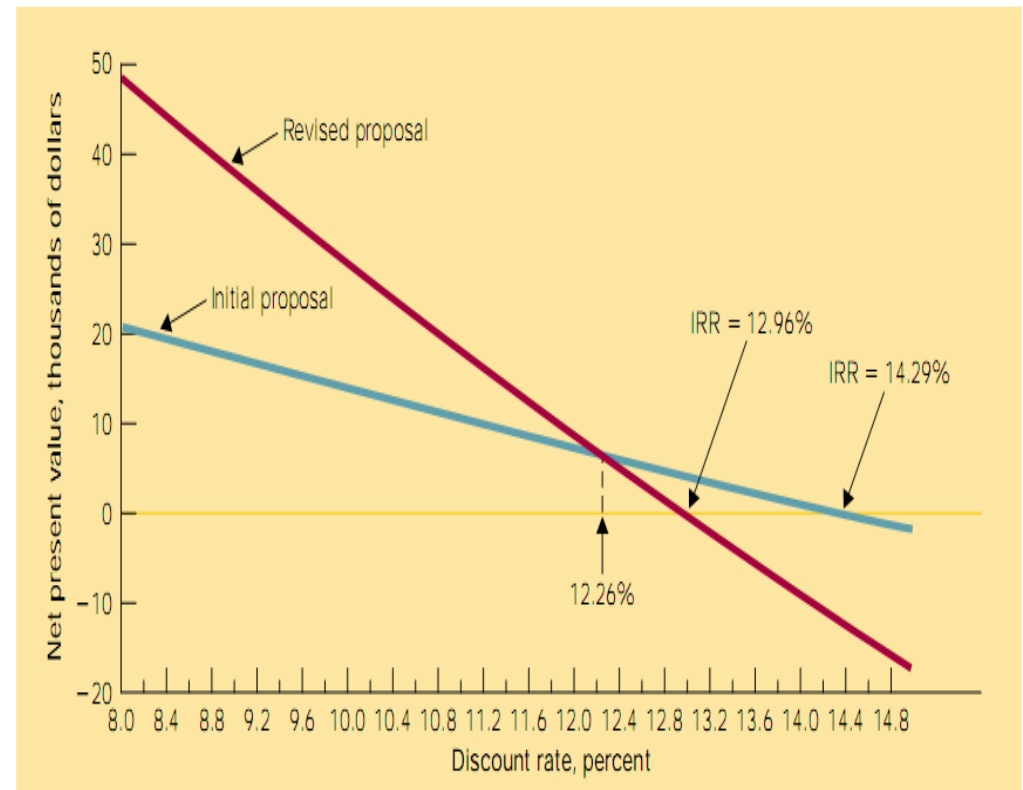
- Nhận thấy cả hai dự án đều là sự đầu tư tốt; cả hai đều mang lại NPV dương. Nhưng ở kế hoạch xem xét lại có NPV cao hơn và vì vậy, là sự lựa chọn tốt hơn khi xét theo tiêu chuẩn NPV. Tuy vậy, kế hoạch xem xét lại này lại không thể hiện một IRR cao hơn.
- Nếu xét theo tiêu chuẩn IRR, DN sẽ chọn kế hoạch ban đầu có IRR cao hơn.
- Nếu DN theo quy luật của IRR, DN sẽ thỏa mãn với thu nhập kiểm được tại mức  $IRR=15.29\%$ , nếu còn DN theo tiêu chí NPV, DN sẽ có thu nhập nhiều hơn ở mức \$59,000.

# Cạm bẫy 1. Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ lẫn nhau

- Hình sau đây chỉ rõ tại sao quy luật của IRR lại cung cấp dấu hiệu sai.
- Đường NPV của từng dự án cắt nhau tại điểm có lãi suất chiết khấu 12.26%.
- Nếu CPSDV cao hơn 12.26%, kế hoạch ban đầu với dòng thu nhập thu hồi nhanh chóng của nó, sẽ là sự đầu tư tốt hơn.
- Nếu CPSDV thấp hơn 12.26%, thì kế hoạch xem xét lại chiếm ưu thế.

FIGURE 4.4

*The initial proposal offers a higher IRR than the revised proposal, but its NPV is lower if the discount rate is less than 12.26 percent.*



# Cạm bẫy 1. Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ lẫn nhau

- Vì phụ thuộc vào lãi suất chiết khấu, một trong hai dự án có thể tốt hơn. Giả sử CPSDV 7%, kế hoạch xem xét lại chính là sự lựa chọn tốt hơn.
- Khi xem xét IRR của mỗi dự án, IRR là lãi suất chiết khấu mà tại đó NPV bằng 0, lúc này, lãi suất chiết khấu mà tại đó, đường NPV cắt ngang trục hoành ở hình trên.
- Lãi suất chiết khấu 15.29% chính là IRR của kế hoạch ban đầu và lãi suất chiết khấu 12.96% chính là IRR của kế hoạch xem xét lại. Tuy nhiên, theo hình trên, IRR cao hơn đối với kế hoạch ban đầu không có nghĩa là kế hoạch này có một NPV cao hơn.
- Cả hai dự án đều có cùng vốn đầu tư ban đầu, nhưng kế hoạch xem xét lại thì có đời sống lâu hơn. Quy luật của IRR nhằm lẫn vì thiên về dự án hoàn vốn nhanh với phần trăm sinh lời cao nhưng NPV lại thấp hơn.

# Cạm bẫy 1. Mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn NPV và IRR khi lựa chọn các dự án loại trừ lẫn nhau

- Do đó, chú ý rằng một IRR cao không phải là cái cuối cùng của chính dự án đó nếu DN muốn các dự án làm gia tăng giá trị của công ty.
- Các dự án có thể đem lại một IRR chắc chắn, tin cậy được trong một thời gian lâu dài thường có NPV cao hơn nhưng dự án đem lại IRR cao nhưng chết sớm.
- Các dự án loại trừ lẫn nhau liên quan tới **kinh phí đầu tư ban đầu khác nhau**. Việc xếp loại nhằm lẫn tương tự cũng có thể xảy ra khi so sánh các dự án có cùng đời sống nhưng lại khác biệt về kinh phí bỏ ra đầu tư. Trong trường hợp này, IRR có thể nhằm lẫn khi thiên về các dự án nhỏ với tỷ suất sinh lời cao nhưng NPV lại thấp.

## Cạm bẫy 2. Dòng tiền của dự án là dòng tiền vay và dòng tiền cho vay

Ghi nhớ điều kiện để quy luật IRR tiến hành: NPV của dự án phải giảm khi tỷ lệ lãi suất chiết khấu tăng lên.

Xem xét các dự án sau

Ví dụ

Dự án	Dòng tiền (ngàn đô la)		IRR (%)	NPV tại 7%
	$C_0$	$C_1$		
A	-100	+150	+50	+\$36.4
B	+100	-150	+50	-\$36.4

- Mỗi dự án đều có IRR là 50%. Nói cách khác, nếu DN chiết khấu dòng tiền tại mức 50%, cả hai dự án đều có NPV = 0
- Quy luật tỷ lệ sinh lời sẽ không hoạt động được trong trường hợp này, để chắc chắn là không rơi vào cạm bẫy này, hãy tính toán NPV của dự án

## Cạm bẫy 2. Dòng tiền của dự án là dòng tiền vay và dòng tiền cho vay

- Phải chăng điều này có nghĩa rằng hai dự án đều hấp dẫn? Rõ ràng là không.
- Trong trường hợp A, DN bỏ ra \$100 bây giờ và sẽ nhận được \$150 vào cuối năm, cái này thì tốt hơn so với việc gửi vào bất kỳ tài khoản ngân hàng nào.
- Nhưng còn B thì sao? DN được chi trả \$100 lúc này nhưng DN cũng sẽ phải thanh toán \$150 vào cuối năm, tương đương với việc mượn tiền tại mức 50%.

## **Cạm bẫy 2. Dòng tiền của dự án là dòng tiền vay và dòng tiền cho vay**

- Nếu một người hỏi bạn liệu 50% có phải là tỷ lệ lãi suất tốt không, bạn sẽ không thể trả lời trừ phi bạn cũng biết liệu rằng người đó đang dự định cho vay hay đi vay ở mức lãi suất đó.
- Việc cho vay tiền tại mức 50% thì khá tuyệt (đến chừng nào mà người đi vay không chạy trốn khỏi đất nước), nhưng việc đi vay tại mức 50% thì thường không phải là một giao dịch tốt (trừ phi bạn muốn trốn chạy khỏi đất nước).
- Khi bạn cho vay tiền, bạn muốn một tỷ suất sinh lời cao. Nhưng khi bạn đi vay tiền, bạn lại muốn một tỷ lệ lãi suất thấp.

**Quy luật tỷ suất sinh lời sẽ bị đảo ngược lại: Khi NPV cao hơn tại mức lãi suất chiết khấu tăng lên, một dự án được chấp nhận chỉ khi IRR của nó thấp hơn chi phí cơ hội của vốn.**

## Cạm bẫy 2. Dòng tiền của dự án là dòng tiền vay và dòng tiền cho vay

Sự khác biệt giữa dòng tiền cho vay và dòng tiền đi vay

Dòng tiền cho vay	Dòng tiền đi vay
Lãi suất cho vay (IRR) càng cao càng tốt	Lãi suất cho vay (IRR) càng thấp càng tốt
Khi xác định NPV, lãi suất chiết khấu là CPSDV hay chi phí cơ hội của vốn	Khi xác định NPV, lãi suất chiết khấu là lãi suất tái đầu tư khoản tiền nhận được ở năm 0
Lãi suất chiết khấu tăng thì NPV giảm và ngược lại	Lãi suất chiết khấu tăng thì NPV tăng và ngược lại
Khi $IRR > \text{Lãi suất chiết khấu}$ thì $NPV > 0$ , dự án được chấp nhận	Khi $IRR > \text{Lãi suất chiết khấu}$ thì $NPV < 0$ , dự án bị loại bỏ



## Cạm bẫy 3. Lãi suất ngắn hạn có thể khác lãi suất dài hạn

Khi nghiên cứu các tiêu chuẩn NPV và IRR của dự án, để đơn giản hóa vấn đề, lãi suất chiết khấu được giả định không thay đổi trong suốt thời gian thực hiện dự án.

Trong thực tế, lãi suất thay đổi theo thời gian, lãi suất ngắn hạn thường thấp hơn lãi suất dài hạn.

Đối với tiêu chuẩn NPV, dù lãi suất chiết khấu có thay đổi theo thời gian cũng không gây khó khăn trong việc xác định NPV, ta chỉ cần sử dụng lãi suất chiết khấu thích hợp với từng thời điểm phát sinh các khoản tiền.

Đối với tiêu chuẩn IRR, ta chấp nhận dự án nếu  $IRR > CPSPDV$  của dự án. Trong trường hợp có sự khác biệt về lãi suất giữa các khoản đầu tư có kỳ hạn khác nhau, IRR phải được so sánh với CPSPDV bình quân gia quyền được tính toán rất phức tạp. Do vậy, tiêu chuẩn IRR trở nên khó sử dụng hơn so với tiêu chuẩn NPV.

## Cạm bẫy 4. IRR đa trị

Đối với các dự án bình thường, dòng tiền chỉ đổi dấu 1 lần từ âm sang dương và chỉ có 1 mức lãi suất chiết khấu để  $NPV=0$ .

Tuy nhiên, đối với các dự án có dòng tiền đổi dấu nhiều lần sẽ có nhiều lãi suất chiết khấu để  $NPV=0$ .

### Ví dụ

Công ty King Coal đang xem xét một dự án khai thác mỏ than.

Dự án đòi hỏi một khoản đầu tư \$22 triệu và kỳ vọng đem lại một dòng thu nhập bằng tiền \$15 triệu trong mỗi năm từ năm 1 đến năm thứ 4.

Tuy nhiên, công ty buộc phải cải tạo lại vùng đất với mức chi phí \$40 triệu. Biết chi phí cơ hội của vốn là 10%, dự án có NPV là \$7 triệu.



## Cạm bẫy 4. IRR đa trị

- Liệu mỏ than có đáng giá để khai thác? Quy luật IRR đơn giản - là chấp nhận nếu IRR lớn hơn CPSDV - trong trường hợp này sẽ không giúp ích được gì.
- Giả sử theo hình trên, với một chi phí sử dụng vốn thấp (thấp hơn 6%), thì dự án sẽ có NPV âm.
- Dự án có một NPV dương chỉ khi lãi suất chiết khấu nằm giữa 6% và 28%. Do vậy, nếu CPSDV nằm trong khoảng này thì dự án sẽ được chấp thuận, ngoài khoảng này thì NPV luôn âm và dự án sẽ bị bác bỏ.
- Như vậy, khi có sự thay đổi nhiều lần trong biểu hiện của dòng tiền, quy luật IRR sẽ không hoạt động, nhưng quy luật của NPV thì luôn luôn được tiến hành.

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate of Return)

### và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

#### Tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR)

Khi tính IRR, dòng tiền thường được giả định tái đầu tư ở mức tỷ suất sinh lợi là IRR. Điều này thường không hợp lý trong thực tế.

Hơn nữa, để tìm được IRR, ta phải dùng phương thức nội suy gần đúng và có nhiều trường hợp một dự án có nhiều giá trị IRR khác nhau.

Do đó, để khắc phục, tiêu chuẩn MIRR (Modified Internal Rate of Return) được sử dụng với giả định dòng thu nhập của dự án được tái đầu tư với mức sinh lời nhất định (thường giả định bằng với CPSDV của dự án).

Cả IRR và MIRR đều phản ánh tỷ suất sinh lời trên vốn dự kiến của dự án, sự khác biệt chỉ ở **giả định lãi suất tái đầu tư**. Do giả định lãi suất tái đầu tư bằng CPSDV của dự án hợp lý hơn, nên MIRR chính xác hơn.

Giả định lãi suất tái đầu tư bằng với CPSDV của dự án được giải thích như sau: Giả sử DN đang huy động vốn với CPSDV cho dự án là 10%, nếu sử dụng thu nhập của dự án để tái đầu tư, DN sẽ không phải huy động vốn với chi phí 10%, hay nói cách khác, khi sử dụng thu nhập của dự án DN đã tiết kiệm 10% CPSDV (nếu tính lãi là 10% thì tiết kiệm 10% là 10% của 10% là 1%).

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

### và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

- Giả định rằng tất cả thu nhập của dự án đều được mang đi tái đầu tư với tỷ suất lợi nhuận tái đầu tư bằng với CPSDV của dự án.
- Gọi TV là giá trị tới hạn (terminal value) của dòng thu nhập từ dự án (hay giá trị tương lai ở cuối chu kỳ khai thác dự án của các khoản thu nhập), ta có  $TV = FVA(i, n)$

$$FVA * (1 + MIRR)^{-n} - C_o = 0$$

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{FVA}{C_o}} - 1$$

Về mặt kỹ thuật tính toán, MIRR là lãi suất chiết khấu mà tại đó giá trị hiện tại của dòng vốn đầu tư vào dự án bằng hiện giá giá trị tới hạn của dòng thu nhập từ dự án, với giả định các khoản thu nhập từ dự án được tái đầu tư tại mức CPSDV của dự án.

Lựa chọn dự án theo MIRR

- $MIRR > \text{Chi phí sử dụng vốn của dự án (chấp thuận)}$
- $MIRR < \text{Chi phí sử dụng vốn của dự án (loại bỏ)}$

## Ví dụ

Một dự án có CPSDV của dự án 10% và NCF như sau

Năm	0	1	2	3	4
NCF (tỷ đồng)	-30	-30	44	44	44

- Giá trị kỳ vọng của dòng thu nhập ở năm thứ 4  
 $= 44 * FVFA(10\%, 3) = 145,64$  tỷ đồng
- Giả định lãi suất tái đầu tư bằng với CPSDV của dự án
- Giá trị hiện tại của vốn đầu tư  
 $= 30 * PVF(10\%, 1) + 30 = 57,27$  tỷ đồng
- $MIRR = 26,3\%$

## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

### Ý nghĩa kinh tế của chỉ tiêu IRR

**IRR là tỷ suất sinh lời dự kiến của dự án.**

Về mặt tính toán, tìm IRR là tìm lãi suất chiết khấu để  $NPV=0$ . Khi xác định IRR, dòng thu nhập của dự án đã được ngầm giả định sẽ tái đầu tư với mức sinh lời chính bằng IRR.

#### Ví dụ

- $IRR = 12\%$ , nghĩa là vốn đầu tư vào dự án sẽ sinh lời  $12\%/năm$ . Nếu dòng thu nhập được tái đầu tư với mức sinh lời  $12\%$  thì tỷ suất sinh lời trên vốn của dự án là  $12\%$ , nếu tái đầu tư với tỷ suất sinh lời thấp hơn  $12\%$  thì  $IRR < 12\%$ .
- $IRR = 12\%$  là tỷ suất sinh lời dự kiến (kỳ vọng). Tỷ suất sinh lời thực tế có thể cao hơn hay thấp hơn  $12\%$  và chỉ xác định được khi dự án kết thúc.
- Khi sử dụng IRR để lựa chọn dự án, trường hợp dự án là độc lập, phải so sánh IRR với CPSDV của dự án.



## 2.3.2 Tỷ suất sinh lợi nội bộ (IRR - Internal Rate on Return)

và tỷ suất hoàn vốn nội bộ điều chỉnh (MIRR - Modified IRR)

### Ý nghĩa kinh tế của chỉ tiêu MIRR

MIRR là tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư của dự án, với dòng thu nhập của dự án được tái đầu tư với mức sinh lời nhất định, giả định là bằng với CPSDV của dự án.

Khi đó, về mặt kỹ thuật tính toán, tìm MIRR là tìm lãi suất chiết khấu làm cân bằng giá trị tương lai của dòng thu nhập được hiện giá về kỳ 0 với giá trị hiện tại của vốn đầu tư.

Ví dụ

NCF hàng năm của một dự án như sau (đvt: tỷ đồng)

Năm	0	1	2	3
NCF	(30)	12	14,4	17,28

Giả sử các khoản thu nhập này của dự án được tái đầu tư với lãi suất chiết khấu  $r$  bằng 10%/năm. Tính MIRR?



### 2.3.3 Chỉ số sinh lời (PI - Profitability Index)

- Chỉ tiêu PI cũng có những ưu điểm và hạn chế như chỉ tiêu NPV. Tuy nhiên NPV là một số tuyệt đối còn PI là một số tương đối, biểu thị của cải tạo ra trên 1 đồng đầu tư.
- Việc lựa chọn danh mục dự án đầu tư loại trừ nhau trong điều kiện **ngân sách giới hạn** thì sẽ căn cứ vào bảng xếp hạng các dự án loại trừ nhau theo tiêu chuẩn PI thay vì tiêu chuẩn NPV.

- Nguyên tắc lựa chọn

Nếu các dự án là độc lập với nhau

PI > 1: Chấp nhận dự án.

PI < 1: Loại bỏ dự án.

PI = 1: Tùy tầm quan trọng của dự án đối với DN

Với các dự án loại trừ nhau

Chọn dự án có PI lớn hơn 1 và là PI lớn nhất.

$$PI = \frac{C_0 + NPV}{C_0} = 1 + \frac{NPV}{C_0}$$

### 2.3.3 Chỉ số sinh lời (PI - Profitability Index)

Ví dụ

Chi phí sử dụng nguồn vốn là 10%.

Năm	0	1	2	3	4	NPV (10%)	IRR
NCF	(600)	250	250	250	250	192,47	24,1%

Việc đầu tư sẽ thu hồi lại chi phí đầu tư ban đầu cộng thêm NPV tương đương 32% của chi phí đầu tư ban đầu.

$$PI = \frac{192,47 + 600}{600} = 1,32$$

### 2.3.4 Thời gian hoàn vốn (PBP - Payback Period) và thời gian hoàn vốn chiết khấu (DPBP - Discounted Payback Period)

- Thời gian hoàn vốn là khoảng thời gian cần thiết để dự án thu hồi được vốn đầu tư ban đầu. Vì vậy, phương pháp này xác định số năm cần thiết để thu nhập của dự án trong tương lai đủ hoàn lại vốn đầu tư ban đầu.
- Xét theo phương pháp đánh giá thu hồi vốn, thời gian hoàn vốn càng ngắn, dự án đầu tư càng tốt.
- Trước hết, lập thời gian hoàn vốn tối đa có thể chấp nhận được, dự án nào có thời gian thu hồi vốn dài hơn thời gian này sẽ bị loại bỏ, dự án nào có thời gian thu hồi vốn ngắn hơn thời gian này sẽ được chấp nhận.

## 2.3.4 Thời gian hoàn vốn (PBP - Payback Period) và thời gian hoàn vốn chiết khấu (DPBP - Discounted Payback Period)

### Thời gian hoàn vốn giản đơn (PBP - Payback Period)

Phương pháp này được tính bằng cách lấy vốn đầu tư ban đầu trừ dần vào thu nhập ròng của dự án cho đến khi thu hồi hết vốn.

$$\text{Thời gian hoàn vốn giản đơn} = \text{Số năm trước khi thu hồi toàn bộ vốn} + \frac{\text{Chi phí chưa thu hồi đầu năm}}{\text{Dòng tiền trong năm thu hồi toàn bộ vốn}}$$

#### Ví dụ

Năm	0	1	2	3	4
NCF	(8.000)	3.000	4.000	5.000	5000
NCF tích lũy	(8.000)	(5.000)	(1.000)	4.000	9.000

Đáp án:  $PBP = 2 + 1000/5000 = 2,2$  năm

## 2.3.4 Thời gian hoàn vốn (PBP - Payback Period) và thời gian hoàn vốn chiết khấu (DPBP - Discounted Payback Period)

### **Thời gian hoàn vốn giản đơn (PBP - Payback Period)**

- Tiêu chuẩn thời gian hoàn vốn giản đơn, không có chiết khấu này có nhiều hạn chế và được đánh giá thấp hơn so với những tiêu chuẩn trên.
- 3 hạn chế quan trọng của PBP là (1) toàn bộ dòng tiền sau thời gian hoàn vốn bị bỏ qua hoàn toàn, (2) đồng thời còn bỏ qua kết cấu của dòng tiền theo thời gian trong thời kỳ hoàn vốn, (3) không cho biết dự án sẽ làm giá trị DN tăng thêm bao nhiêu.
- Thời gian hoàn vốn mang tính chủ quan, không có cơ sở nào để xác định.

## 2.3.4 Thời gian hoàn vốn (PBP - Payback Period) và thời gian hoàn vốn chiết khấu (DPBP - Discounted Payback Period)

### **Thời gian hoàn vốn giản đơn (PBP - Payback Period)**

Mặc dù tồn tại những hạn chế nhất định nhưng PBP cũng có những ưu điểm sau

- Dễ tính toán, thích hợp cho các DN vừa và nhỏ. Các DN có khó khăn về vốn cũng thường ưu tiên cho các dự án có thời gian hoàn vốn nhanh.
- Mặt khác, thời gian hoàn vốn nhanh hay chậm cũng là 1 căn cứ để đánh giá rủi ro của dự án, các khoản tiền nhận được trong tương lai xa thường có rủi ro cao hơn trong tương lai gần, do vậy, tiêu chuẩn PBP thích hợp cho việc lựa chọn dự án đầu tư tại các quốc gia có nguy cơ cao về chính trị.







# Một số trường hợp đặc biệt

Lựa chọn dự án loại trừ nhau có đời sống kinh tế không bằng nhau

Để lựa chọn được dự án phù hợp, có 2 phương pháp được sử dụng

**Phương pháp chuỗi thay thế (Replacement Chain Method)**

**Phương pháp chuỗi tiền đều tương đương hàng năm (Equivalent annual annuity method - EAA)**

# Một số trường hợp đặc biệt

## Lựa chọn dự án loại trừ nhau có đời sống kinh tế không bằng nhau

- Khi các dự án độc lập với nhau, sự không đồng nhất về thời gian không quan trọng bởi vì mỗi dự án được phân tích riêng và bỏ qua dòng tiền của các dự án khác, do đó việc chấp nhận hay loại bỏ một dự án tương đối đơn giản.

- Khi cần phải lựa chọn một trong 2 dự án loại trừ nhau có thời gian hoạt động khác nhau, tiêu chuẩn NPV không phải là tiêu chuẩn thích

Hai dự án loại trừ có dòng tiền như sau

Ví dụ

Dự án A:  $NPV = 23,3$  ( $r = 10\%$ )

Năm	0	1	2	3
NCF	- 300	130	130	130

Dự án B:  $NPV = 32,6$  ( $r = 10\%$ )

Năm	0	1	2	3	4	5	6
NCF	- 490	120	120	120	120	120	120

Căn cứ vào tiêu chuẩn NPV dự án B sẽ được chọn. Tuy vậy quyết định trên là không hợp lý, vì nếu chọn dự án A, DN có một quyền chọn là thực hiện một dự án đầu tư mới A\* ở cuối năm thứ 3 với dòng tiền giống như dự án A, và dự án này cũng làm tăng giá trị DN. Trong trường hợp này tổng NPV của 2 dự án A và A\* chưa chắc đã thấp hơn NPV của dự án B

**Lựa chọn dự án loại trừ nhau có đời sống kinh tế không bằng nhau**

## **Phương pháp chuỗi thay thế (Replacement Chain Method)**

**Phương pháp chuỗi thay thế (Replacement Chain Method)** có ưu điểm là dễ hiểu, có thể áp dụng trong trường hợp dòng tiền của chu kỳ sau không giống chu kỳ trước.

Để áp dụng được phương pháp này, phải có 2 điều kiện sau

- Thứ nhất: Các dự án thuộc loại có thể lặp lại.
- Thứ hai: Bội số chung nhỏ nhất của đời sống các dự án phải nhỏ hơn đời sống của sản phẩm.

Tuy vậy sẽ là khó khăn khi dự án A có đời sống 10 năm, còn dự án B là 13 năm, khi đó dự A phải lặp lại 13 lần còn B phải lặp lại 10 lần (bội số chung nhỏ nhất của 10 và 13 là 130).

Mặt khác nếu đời sống của sản phẩm dưới 130 năm, thì việc kéo dài đời sống của các dự án tới 130 năm là không hợp lý.









# Lựa chọn dự án loại trừ nhau có đời sống kinh tế không bằng nhau

## Ví dụ

Giả sử một công ty phải lựa chọn mua một trong hai máy A1 và A2. Máy A1 có thời gian sử dụng là 2 năm, máy A2 có thời gian sử dụng là 4 năm. Dòng tiền dự kiến được cho như sau (đvt: trđ)

Lựa chọn dự án thích hợp bằng cách sử dụng một trong các phương pháp sau

- Phương pháp chuỗi thay thế
- Phương pháp dòng tiền đều tương đương

Máy	0	1	2	3	4	NPV với $i=10\%$
A1	-1.000	900	900	-	-	?
A2	-1.500	685	685	685	685	?

Với lãi suất chiết khấu  $i = 10\%$ , NPV của máy A2 cao hơn. Tuy nhiên nếu sử dụng máy A1 sau 2 năm có thể đem số tiền thu hồi được đầu tư vào một dự án khác để sinh lời. Chính vì vậy, sự so sánh NPV của hai dự án như trên là không thích hợp.

Giả sử rằng công ty có thể mua máy A1 khác ở cuối năm thứ hai (dự án này gọi là A'1) và dòng tiền của nó giống như A1. Như vậy, chúng ta sẽ tiến hành so sánh NPV của máy A2 với máy (A1+A'1). Ta có bảng sau (Đv: trđ)

Như vậy, NPV của máy (A1+A'1) lớn hơn NPV của máy A2 do đó chọn máy (A1+A'1) là thích hợp hơn.

Máy	0	1	2	3	4	NPV với $i=10\%$
A1	-1.000	900	900	-	-	562
A'1	-	-	-1.000	900	900	464
A1+A'1	-1.000	900	-100	900	900	1.026
A2	-1.500	685	685	685	685	671



# Một số trường hợp đặc biệt

## Lựa chọn dự án loại trừ nhau khi có mâu thuẫn trong việc xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR

Đối với một dự án độc lập, khi sử dụng tiêu chuẩn NPV và IRR để thẩm định, thì luôn cho cùng quyết định, vì nếu  $IRR > CPSPV$  của dự án thì  $NPV > 0$ . Trong trường hợp này, dự án sẽ được chấp thuận.

Tuy vậy khi lựa chọn một trong số các dự án loại trừ nhau, mâu thuẫn có thể xuất hiện khi xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR. Điều này sẽ gây khó khăn cho việc ra quyết định đầu tư của DN.

### Ví dụ 1

Hai dự án X và Y loại trừ nhau, có dòng tiền như sau

Dự án	0	1	2	3	NPV ( $i = 10\%$ )	IRR
X	-345	150	150	150	28,04	14,6%
Y	-120	105	30	15	11,52	17,7%
X - Y	-225	45	120	135	16,52	13,5%

Số liệu trên bảng cho thấy nếu xếp hạng dự án theo NPV thì dự án X cao hơn dự án Y, nhưng theo tiêu chuẩn IRR thì Y lại có thứ hạng cao hơn

### Nguyên nhân

**Sự khác biệt về quy mô dự án, qui mô của dự án biểu thị qua vốn đầu tư và dòng thu nhập.**

Quy mô có ảnh hưởng lớn tới NPV, nếu IRR của hai dự án bằng nhau, thì dự án nào có quy mô lớn hơn thường có NPV cao hơn.

Trong ví dụ trên quy mô của dự án X lớn hơn dự án Y, do vậy mặc dù IRR thấp hơn nhưng NPV của X vẫn cao hơn Y

# Một số trường hợp đặc biệt

**Lựa chọn dự án loại trừ nhau khi có mâu thuẫn trong việc xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR**

## Ví dụ 2

Dự án	0	1	2	3	4	PV $i = 6\%$	NPV $i = 12\%$	IRR
A	-1000	500	400	300	100	158,8	42,4	14,49%
B	-1000	100	300	400	600	172,4	-5,53	11,8%

Số liệu trên bảng cho thấy nếu lãi suất tái đầu tư là 12% thì  $NPV(A) = 42,4 > NPV(B) = -5,53$ . Trường hợp này không có mâu thuẫn trong xếp hạng dự án.

Nhưng nếu lãi suất tái đầu tư chỉ là 6% thì  $NPV(B) = 172,4 > NPV(A) = 158,8$ . Mâu thuẫn trong xếp hạng dự án xuất hiện

Mâu thuẫn trong xếp hạng các dự án có sự khác biệt về kiểu mẫu dòng tiền là do sự khác biệt trong giả định lãi suất tái đầu tư. Nếu khi xác định tỷ suất sinh lời nội tại ta cũng giả định lãi xuất tái đầu tư bằng chi phí sử dụng vốn của dự án thì mâu thuẫn sẽ được loại trừ.

## Nguyên nhân

**Sự khác biệt về kiểu mẫu của dòng tiền và lãi suất tái đầu tư.**

Các dự án tạo ra dòng thu nhập lớn ngay những năm đầu (dự án A), thường có NPV và IRR cao hơn NPV và IRR của dự án mà dòng thu nhập lớn xuất hiện vào các năm cuối (dự án B), tuy nhiên ưu thế này chỉ có khi dòng thu nhập được tái đầu tư với lãi suất cao.

# Một số trường hợp đặc biệt

**Lựa chọn dự án loại trừ nhau khi có mâu thuẫn trong việc xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR**

Khi có mâu thuẫn trong việc xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR, việc lựa chọn sẽ căn cứ theo tiêu chuẩn NPV vì

- Giả định lãi suất tái đầu tư dòng thu nhập là chi phí sử dụng vốn của dự án, hợp lý hơn giả định tái đầu tư theo IRR (trường hợp mâu thuẫn xếp hạng là do sự khác biệt về kiểu mẫu dòng tiền như trường hợp xảy ra đối với dự án A và B)
- Mục tiêu quản trị tài chính là tối đa hóa giá trị tài sản của cổ đông (trường hợp mâu thuẫn xếp hạng là do sự khác biệt về qui mô của dự án như dự án X và Y)

# Một số trường hợp đặc biệt

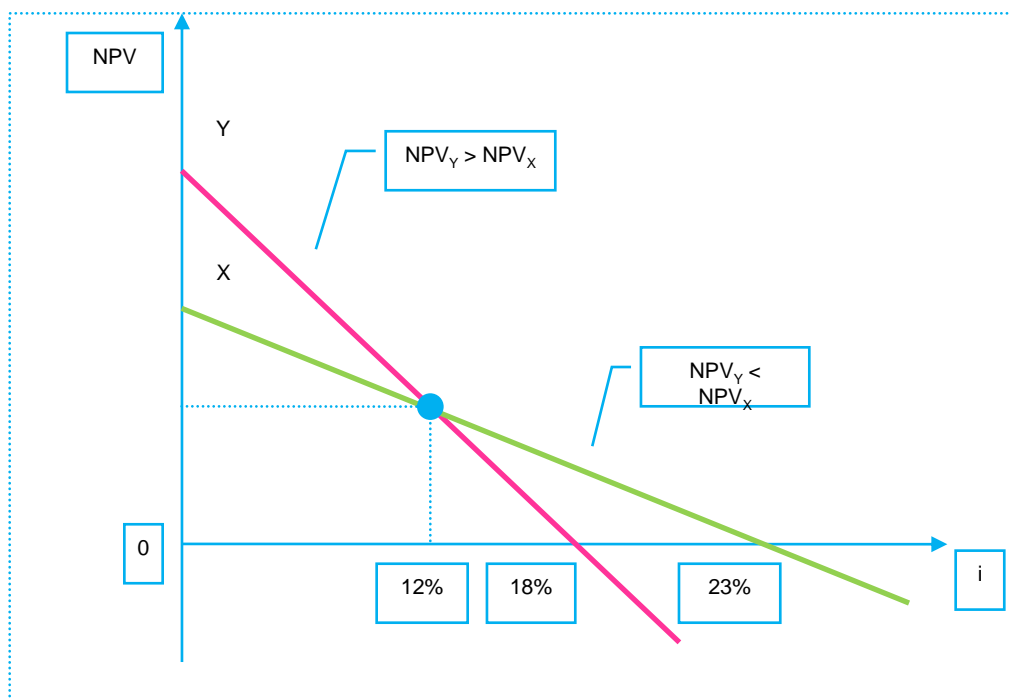
**Lựa chọn dự án loại trừ nhau khi có mâu thuẫn trong việc xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR**

## Ví dụ 3

Dự án	Năm 0	Năm 1	Năm 2	Năm 3	NPV (10%)	IRR
X	(1.200)	1.000	500	100		
Y	(1.200)	130	600	1.080		

Qua số liệu hai dự án X và Y cho thấy nếu lựa chọn theo tiêu chuẩn NPV ta sẽ chọn dự án Y còn nếu lựa chọn theo tiêu chuẩn IRR ta sẽ chọn dự án X. Giải thích nguyên nhân?

Trường hợp kết quả lựa chọn của hai phương pháp hoàn toàn trái ngược nhau thì nên chọn phương án nào, dự án nào?



# Một số trường hợp đặc biệt

## So sánh và lựa chọn dự án trong điều kiện ngân sách bị giới hạn

Giới hạn nguồn vốn gồm 2 loại là giới hạn bên trong (soft rationing) và giới hạn bên ngoài (hard rationing).

- Giới hạn bên trong: giới hạn vốn đầu tư do tự bản thân công ty thấy rằng không đủ năng lực quản lý khi mở rộng quy mô đến một mức nào đó, mặc dù khả năng huy động đủ số vốn để thực hiện tất cả các dự án. Giới hạn bên trong không làm phát sinh thêm khoản chi phí nào cho công ty.
- Giới hạn bên ngoài: công ty không thể huy động đủ số vốn cần thiết từ thị trường vì những lý do như quy mô công ty quá nhỏ, chưa thu hút được sự chú ý của các nhà đầu tư, do khủng hoảng kinh tế làm các nhà đầu tư thắt chặt chi tiêu... Giới hạn bên ngoài sẽ làm gia tăng CPSDV của công ty, khi đó kết quả đánh giá các dự án đầu tư phải được xem xét lại.

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

# Một số trường hợp đặc biệt

## So sánh và lựa chọn dự án trong điều kiện ngân sách bị giới hạn

Trình tự lựa chọn dự án

- Tính toán chỉ tiêu đánh giá dự án được lựa chọn cho tất cả các dự án đầu tư.
- Sắp xếp các dự án theo thứ tự chỉ tiêu đánh giá dự án được lựa chọn từ cao xuống thấp.
- Bắt đầu từ dự án có chỉ tiêu đánh giá được lựa chọn là cao nhất theo thứ tự cho đến khi nào toàn bộ ngân sách vốn đầu tư được dùng hết.

Trường hợp ngân sách vốn đầu tư không dùng hết vì dự án cuối cùng có vốn đầu tư lớn hơn ngân sách vốn đầu tư còn lại, có 3 phương án lựa chọn

- Tìm một tổ hợp dự án mới có thể bao gồm 1 vài dự án nhỏ hơn, cho phép sử dụng hết ngân sách, nhưng NPV cao nhất.
- Cố gắng nói lỏng ràng buộc về nguồn vốn để có đủ vốn chấp nhận dự án sau cùng.
- Chấp thuận càng nhiều dự án càng tốt, và đầu tư nguồn vốn thừa vào các chứng khoán ngắn hạn cho đến thời đoạn sau, hoặc sử dụng nguồn vốn thừa để trả nợ hoặc giảm cổ phiếu thường đang lưu hành.



# Một số trường hợp đặc biệt

## So sánh và lựa chọn dự án trong điều kiện ngân sách bị giới hạn

Trong điều kiện hạn chế của ngân sách của DN năm nay là **\$65,000** cho việc đầu tư các dự án, bạn hãy giúp DN lựa chọn các dự án đầu tư theo chỉ tiêu đánh giá dự án được lựa chọn là PI.

Dự án	$C_0$	IRR (%)	NPV (\$)	PI
A	1,000	18	100	
B	10,000	25	13,000	
C	10,000	37	11,000	
D	15,000	20	11,000	
E	25,000	26	1,000	
F	30,000	28	42,000	
G	35,000	19	15,000	
H	50,000	15	12,000	

Chỉ tiêu	Các dự án được chọn	Tổng vốn đầu tư	Tổng giá trị NPV
PI	?	?	?

## Lưu ý

- Khi thiết lập 1 dự án đầu tư, vấn đề quan trọng và cần thiết là phải ước tính được thu nhập, chi phí và LN, các dòng tiền vào, ra của dự án để tính được dòng tiền chiết khấu.
- Tuy nhiên, chúng ta vẫn phải quan tâm xem xét đến việc định giá quyền chọn, lượng hoá các bất ổn. Chẳng hạn như, nếu giữa 2 hệ thống máy nổ, A chạy bằng dầu, B vừa chạy bằng dầu, vừa có thể chạy bằng ga,  $NPV A > NPV B > 0$ .
- Có thể lúc này A sẽ được chọn, nhưng giả sử trong khoảng 3 năm nữa trong tương lai, giá dầu tăng đáng kể thì chọn A sẽ là không sáng suốt, không nhìn xa trông rộng.

Đáng lẽ, khi thẩm định dự án, nếu có cách tính toán hợp lý và xem xét đến giá trị quyền chọn (dựa trên thông số lãi suất, mức độ bất ổn, giá trị đầu tư ...) để phân tích thì B sẽ được chọn, vì A có quyền chọn giá trị bằng 0 do không có cơ hội nào được tạo ra từ các bất ổn

Do đó, ba bước trong nghiên cứu và thẩm định dự án phải là

- Phân tích quyết định (Doanh thu, chi phí, rủi ro ...)
- Định giá quyền chọn
- Đánh giá dòng tiền chiết khấu (Discounted Cash Flow)

# Bài tập 1

Công ty ABC đang thẩm định để lựa chọn một trong 2 dự án loại trừ nhau. Dự án A có vốn đầu tư là 400 triệu đồng, đời sống kinh tế 20 năm, ngân lưu ròng 64 triệu/ năm.

Dự án B sử dụng công nghệ thấp hơn nên vốn đầu tư ban đầu chỉ cần 120 triệu đồng, đời sống kinh tế 20 năm. Do công nghệ lạc hậu nên mức tiêu hao vật tư cao hơn và năng suất lao động thấp nên ngân lưu ròng hàng năm chỉ là 27,2 triệu đồng/năm, chi phí sử dụng vốn của 2 dự án đều là 10%

- Tính IRR và NPV của từng dự án
- Xác định lãi suất chiết khấu để NPV của 2 dự án bằng nhau, vẽ đồ thị biểu diễn
- Với lãi suất chiết khấu là bao nhiêu sẽ tạo ra mâu thuẫn trong xếp hạng dự án theo tiêu chuẩn NPV và IRR?
- Tại sao khi có mâu thuẫn trong xếp hạng dự án theo NPV và IRR người ta lại ưu tiên chọn theo tiêu chuẩn NPV?

# Bài tập 2

Công ty A đang xem xét dự án xây dựng một xưởng sản xuất bột giặt có đời sống kinh tế 10 năm.

Máy móc, thiết bị cần phải mua có giá 20 tỷ đồng, chi phí vận chuyển, lắp đặt, chạy thử 300 triệu đồng.

Khi dự án đi vào hoạt động giá trị tài sản lưu động của công ty phải tăng thêm (so với khi không có dự án) là 3 tỷ đồng, nhưng công ty cũng chiếm dụng thêm của nhà cung cấp, nhân viên và nhà nước 1 tỷ đồng.

- Vốn đầu tư ban đầu của dự án là bao nhiêu?
- Năm trước công ty đã chi 100 triệu đồng cho các hoạt động khảo sát, thiết kế và tư vấn liên quan tới dự án. Các khoản chi phí này có được tính vào vốn đầu tư của dự án hay không?
- Máy móc thiết bị của dự án được lắp đặt trong một phân xưởng cũ có sẵn từ trước, nếu không sử dụng vào dự án nhà xưởng có thể cho thuê với dòng tiền hoạt động sau thuế 300 triệu/ năm. Dòng tiền này có được tính vào dòng tiền của dự án hay không? Nếu được tính các khoản này sẽ được vào dòng tiền như thế nào? Cho biết chi phí sử dụng vốn của dự án là 12%.

# Bài tập 3

Công ty B đang ước lượng dòng tiền hoạt động sau thuế (OCF) trong năm đầu tiên( năm 1) của một dự án.

Các số liệu được dự kiến như sau

- Sản lượng tiêu thụ 150.000 chiếc, với giá bán 200.000 đồng/ sản phẩm
- Chi phí biến đổi 120.000/ sản phẩm
- Tổng chi phí cố định 2 tỷ đồng/ năm
- Chi phí khấu hao nhà xưởng, thiết bị 10 tỷ/ năm
- Lãi tiền vay 2tỷ/ năm
- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 25%

Cho biết

- OCF năm đầu tiên của dự án là bao nhiêu?
- Nếu dự án được triển khai sẽ làm tăng dòng tiền sau thuế của dự án khác 3tỷ đồng/ năm, việc này có làm thay đổi OCF năm đầu tiên hay không?
- Nếu thuế suất thuế thu nhập là 40%, OCF năm đầu tiên là bao nhiêu?

# Bài tập 4

Công ty T&T đang thẩm định một dự án với các số liệu sau  
Vốn đầu tư ban đầu vào tài sản cố định 100 tỷ đồng, vào vốn lưu động hoạt động ròng (NOWC) 5 tỷ đồng, đời sống dự án 5 năm.

Sản lượng tiêu thụ dự kiến 50.000 sp/ năm. Căn cứ mặt bằng giá cả hiện tại công ty định giá bán dự kiến 300.000 đồng/ SP, chi phí bằng tiền bằng 60% doanh thu.

Tài sản cố định của dự án được khấu hao bằng phương pháp khấu hao đều trong thời gian 5 năm, giá thị trường dự tính khi thanh lý 2 tỷ đồng.

Thuế suất thuế TNDN 25%

Yêu cầu

- Xác định dòng tiền của dự án với giả định tỷ lệ lạm phát trong 5 năm tới là 0%/ năm
- Xác định lại dòng tiền của dự án với giả định tỷ lệ lạm phát trong 5 năm tới là 10%/ năm. Biết rằng lạm phát sẽ làm tăng giá bán sản phẩm, chi phí bằng tiền, vốn lưu động hoạt động ròng và giá thị trường của tài sản thanh lý bằng tỷ lệ lạm phát.
- Xác định NPV của dự án, biết chi phí sử dụng vốn của dự án là 18%, chi phí này đã tính tới yếu tố lạm phát 10%/ năm (Lãi suất chiết khấu danh nghĩa)

# Bài tập 5

Một công ty sản xuất giấy dự định thay thế một thiết bị cũ, lạc hậu bằng thiết bị mới hiện đại hơn.

Thiết bị cũ còn sử dụng được trong thời gian 6 năm và đem lại dòng tiền hoạt động (OCF) 240 triệu/ năm. Nếu thay thế, thiết bị cũ có thể được bán ở thời điểm hiện tại và đem lại khoản thu bằng tiền (sau khi đã trừ thuế thu nhập) là 800 triệu đồng.

Thiết bị mới có nguyên giá 1.600 triệu (giá mua cộng chi phí vận chuyển, lắp đặt) và kỳ vọng đem lại dòng tiền hoạt động 420 triệu đồng/ năm, trong thời gian 6 năm.

Cho biết

- Nếu thu nhập thanh lý của thiết bị mới sau 6 năm sử dụng là 200 triệu đồng, thì công ty có nên thay thế thiết bị cũ bằng thiết bị mới hay không? Biết chi phí sử dụng vốn của dự án là 15%.
- Thu nhập thanh lý của thiết bị cũ bằng bao nhiêu để NPV của dự án bằng 0?

# Bài tập 6

Công ty Bạch tuyết đang xem xét 2 dự án A và B .

Dự án A có vốn đầu tư ban đầu 10 tỷ đồng và sẽ tạo ra dòng tiền sau thuế là 6 tỷ đồng trong thời gian 2 năm.

Dự án B cũng có vốn đầu tư ban đầu là 10 tỷ, nhưng sẽ tạo ra dòng tiền sau thuế là 3,3 tỷ/ năm, trong thời gian 4 năm.

Cả hai dự án đều có chi phí sử dụng vốn là 10 %.

Cho biết

- Nếu các dự án trên là các dự án độc lập, công ty nên chấp thuận dự án nào?
- Nếu các dự án loại trừ nhau và có thể lặp lại mãi mãi dự án nào được chấp thuận ( sử dụng phương pháp loạt thay thế và phương pháp dòng tiền đều hàng năm tương đương - EAA)



# Bài tập 7

Công ty ABC đang sử dụng một TSCĐ, nguyên giá 75 triệu đồng, thời gian sử dụng 15 năm, đã sử dụng 5 năm, thu nhập thanh lý khi hết hạn sử dụng : 0, được khấu hao theo phương pháp khấu hao đều.

Công ty dự định thay thế tài sản trên bằng một tài sản cố định mới có nguyên giá 100 triệu đồng, thời gian sử dụng 10 năm.

Việc thay thế sẽ nâng doanh thu hàng năm của công ty từ 100 lên 110 triệu đồng, giảm chi phí hàng năm (chưa kể khấu hao) từ 70 xuống 50 triệu đồng,

TSCĐ đang sử dụng có thể bán được với giá 10 triệu đồng, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 25%.

Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp 10%/năm, TSCĐ mới cũng khấu hao theo phương pháp khấu hao đều trong thời gian 10 năm.

Cho biết theo tiêu chuẩn NPV công ty có nên thay thế TSCĐ cũ bằng tài sản cố định mới hay không?

# Bài tập 7

## Dòng tiền hoạt động của dự án thay thế

Chỉ tiêu	Máy cũ	Máy mới	Thay đổi
Doanh thu	100	110	10
CPHĐ bằng tiền	70	50	-20
EBITDA	30	60	30
Khấu hao	5	10	5
EBIT	25	60	35
NOPAT	18.75	45	26.25
OCF	23.75	47.5	23.75

## Tổng dòng tiền của dự án thay thế

Chỉ tiêu	0	1	2	3	...	10
Chi đầu tư cho máy mới	100					
Giá trị thu hồi của máy cũ	20					
1. VCD	80					
2. Nhu cầu VLD hdr tăng thêm	0	0	0	0	0	0
3. OCF		23.75	23.75	23.75	23.75	23.75
4. Thu thanh lý						0
5. NCF	-80	23.75	23.75	23.75	23.75	23.75

# Bài tập 8

Công ty Cửu Long đang thẩm định một dự án đầu tư với các dữ liệu sau

Vốn đầu tư ban đầu 70 tỷ đồng, đời sống của dự án 20 năm, ngân lưu ròng hàng năm của dự án như sau: 5 năm đầu là 8 tỷ/năm; 10 năm tiếp theo là 10 tỷ/ năm, 5 năm cuối là 12tỷ/ năm. Để tài trợ cho dự án công ty dự kiến phát hành thêm cổ phần thường, giá thị trường hiện tại mỗi cổ phần thường là 500.000 đồng, để đảm bảo khả năng cạnh tranh về giá, mỗi cổ phần mới được bán với giá 490.000 đồng, chi phí phát hành là 5% tính trên giá phát hành, thuế suất thuế TNDN 25%, cổ tức được chia năm vừa qua là 30.000 đồng/cp, tốc độ tăng trưởng cổ tức trong tương lai dự kiến 10%/năm cho tới mãi mãi.

Cơ cấu vốn mục tiêu của doanh nghiệp gồm 50% nợ, 5% cổ phần ưu đãi, 45% cổ phần thường, chi phí sử dụng vốn của từng nguồn như sau: chi phí của nợ vay trước thuế 10%; cổ phần ưu đãi là 12%. Do dự án có rủi ro cao hơn rủi ro của doanh nghiệp nên chi phí sử dụng vốn của dự án cao hơn chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp 2 điểm %.

Yêu cầu

- Xác định chi phí của cổ phần thường.
- Xác định chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của doanh nghiệp
- Xác định giá trị hiện tại ròng ( NPV) của dự án
- Xác định tỷ suất hoàn vốn nội bộ của dự án (IRR)

# Bài tập 9

Công ty ABC đang thẩm định một dự án đầu tư sản xuất nước ngọt với các số liệu như sau: Vốn đầu tư ban đầu vào tài sản cố định 15.000 trđ, vào vốn lưu động 2.400 trđ. Đời sống kinh tế của dự án 5 năm, doanh thu từ tiêu thụ nước ngọt dự kiến năm 1 là 6.000 trđ; năm 2 là 7.000 trđ; 3 năm còn lại mỗi năm 8.000 trđ, do qui mô hoạt động tăng công ty phải bổ thêm vốn lưu động vào cuối năm 1 là 400 trđ; cuối năm 2 là 400 trđ, vốn lưu động bỏ ra sẽ được thu hồi toàn bộ khi kết thúc dự án. Chi phí sản xuất kinh doanh chưa tính khấu hao tài sản cố định bằng 40% doanh thu, thuế suất thuế TNDN 25%. Tài sản cố định được khấu hao trong thời gian 5 năm bằng phương pháp khấu hao đều, giá trị thu hồi khi thanh lý dự kiến là 600 trđ. Cơ cấu vốn mục tiêu và chi phí sử dụng vốn sau thuế của công ty như sau

Nguồn vốn	Tỷ trọng (%)	Chi phí sau thuế (%)
Nợ dài hạn	45%	7,5%
Cổ phần ưu tiên	10%	10%
Cổ phần thường	45%	12%

Do có mức rủi ro cao hơn rủi ro hiện tại của công ty, nên chi phí sử dụng vốn của dự án cao hơn chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty 1,025 điểm %.

Xác định dòng tiền của dự án

Xác định chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty (WACC)

Xác định giá trị hiện tại ròng của dự án (NPV)

# Bài tập 10

Công ty Bình Minh đang thẩm định một dự án đầu tư sản xuất nước ngọt với các số liệu như sau

- Vốn đầu tư ban đầu vào tài sản cố định 18.000 trđ
- Đầu tư vào vốn lưu động 2.000 trđ,
- Đờn sống kinh tế của dự án 5 năm
- Doanh thu tiêu thụ nước ngọt dự kiến năm 1 là 8.000 trđ; năm 2 là 9.000 trđ; 3 năm còn lại mỗi năm là 10.000 trđ
- Do qui mô hoạt động tăng công ty phải bỏ thêm vốn lưu động vào cuối năm 1 là 250 triệu; cuối năm 2 là 250 trđ, vốn lưu động bỏ ra sẽ được thu hồi toàn bộ khi kết thúc dự án.
- Chi phí hoạt động bằng tiền bằng 40% doanh thu
- Thuế suất thu nhập doanh nghiệp 25%
- Tài sản cố định của dự án được khấu hao trong thời gian 5 năm bằng phương pháp khấu hao đều
- Giá bán khi thanh lý vào cuối năm thứ 5 dự kiến là: 500 triệu đồng.

Yêu cầu xác định dòng tiền của dự án

# Bài tập 10

Để tài trợ cho dự án công ty dự định giữ lại 10 tỷ đồng lợi nhuận của năm trước và phát hành trái phiếu. Cổ phiếu của công ty có giá thị trường hiện tại là 50.000 đồng/cp, cổ tức vừa được chia năm vừa qua 4.000 đồng/cp, tốc độ tăng trưởng cổ tức trong tương lai dự kiến 5%.

Trái phiếu phát hành có mệnh giá 100.000 đồng, đáo hạn sau 10 năm, lãi suất 10%/ năm, tiền lãi trả mỗi năm một lần, giá phát hành dự kiến 96.000 đồng, chi phí phát hành bằng 2% mệnh giá.

Cơ cấu vốn mục tiêu và chi phí sử dụng vốn sau thuế của công ty như sau

Nguồn vốn	Tỷ trọng (%)	Chi phí sau thuế (%)
Nợ dài hạn	40%	?
Cổ phần ưu tiên	10%	10%
Cổ phần thường	50%	?

Do có mức rủi ro cao hơn rủi ro hiện tại của công ty, nên chi phí sử dụng vốn của dự án cao hơn chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty 1 điểm %.

Xác định chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty (WACC)

Xác định giá trị hiện tại ròng của dự án (NPV)

# **BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH**

## **CHƯƠNG 3**

### **CÁC NGUỒN TÀI TRỢ CỦA DOANH NGHIỆP (CORPORATE FINANCING)**

# Kết cấu của chương

## **3.1 Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ**

3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu

## **3.2 Chiến lược tài trợ**

3.2.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến nguồn tài trợ

3.2.2 Chiến lược tài trợ

## **3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn**

3.3.1 Nợ tích lũy

3.3.2 Tín dụng thương mại

3.3.3 Vay ngắn hạn

3.3.4 Thương phiếu

## **3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn**

3.4.1 Nợ dài hạn

3.4.2 Nguồn vốn chủ sở hữu



# Mục tiêu của chương

Kiến thức, kỹ năng, thái độ

- Phân tích điểm lợi và bất lợi của từng nguồn tài trợ khi doanh nghiệp huy động.
- Phân tích ưu và nhược điểm các chiến lược tài trợ TSLĐ của doanh nghiệp.

## **3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ**

3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu

## **3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ**

### **3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng**

- Nguồn tài trợ ngắn hạn
- Nguồn tài trợ dài hạn

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

Để đầu tư tài sản lưu động cần phải có nguồn tài trợ, nếu như tài sản cố định phải được tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn, thì tài sản lưu động có thể được tài trợ bằng cả hai nguồn ngắn hạn và dài hạn nếu phân loại theo thời gian sử dụng.

Sự khác biệt cơ bản giữa nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn là ở chi phí và rủi ro.

- Nguồn ngắn hạn thường có chi phí thấp hơn, tuy nhiên nó lại không mang tính Ổn định cho DN (rủi ro về phía DN cao hơn)
- Nguồn vốn dài hạn có chi phí cao hơn nhưng bù lại có tính Ổn định hơn. Điều này giúp DN chủ động hơn trong quá trình cấu trúc nguồn vốn (rủi ro về phía người cho vay, nhà đầu tư cao hơn do vậy huy động vốn theo kênh này khó khăn hơn)

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

Chi phí của nguồn vốn ngắn hạn thấp hơn được giải thích bởi ba lý do sau

#### Thứ nhất

Lãi suất của các khoản vay ngắn hạn thường thấp hơn lãi suất vay dài hạn. Người cho vay thường yêu cầu mức lãi suất cao hơn cho các khoản cho vay dài hạn, bởi rủi ro của nó cao hơn, hơn nữa thời gian và chi phí thẩm định các khoản cho vay dài hạn cũng cao hơn các khoản cho vay ngắn hạn.

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

Chi phí của nguồn vốn ngắn hạn thấp hơn được giải thích bởi ba lý do sau

#### Thứ hai

Trong các nguồn vốn ngắn hạn có những khoản không phải huy động từ NĐT và không phải trả lãi như

- Phải trả công nhân viên
- Thuế phải nộp Nhà nước
- Khoản thu trước của khách hàng
- và một phần của khoản phải trả nhà cung cấp

Đây được xem là nguồn vốn miễn phí.

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

Chi phí của nguồn vốn ngắn hạn thấp hơn được giải thích bởi ba lý do sau

#### Thứ ba

DN phải trả lãi cho các khoản vay dài hạn ngay cả khi không sử dụng tới nó. Tình huống này xuất hiện trong những thời kỳ nguồn tài trợ có sẵn vượt quá nhu cầu vốn cần thiết cho hoạt động của DN. Thiệt hại này có thể tránh được bằng cách trả bớt nợ vay, nhưng điều này chỉ có thể làm được đối với khoản vay ngắn hạn. Đối với những khoản vay dài hạn DN vẫn có thể trả trước hạn, nhưng họ sẽ phải nộp phạt để bù đắp chi phí thiết lập cho ngân hàng.

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

Khi lựa chọn nguồn tài trợ, nhà quản trị không chỉ dựa vào tiêu chuẩn chi phí mà còn xem xét tới rủi ro của từng nguồn tài trợ. Nhìn chung rủi ro của nguồn vốn ngắn hạn cao hơn rủi ro của nguồn dài hạn. Mức rủi ro cao của nguồn vốn ngắn hạn thể hiện qua hai điểm sau

#### Thứ nhất

Lãi suất vay ngắn hạn thay đổi thường xuyên hơn lãi suất dài hạn. Khi sử dụng các khoản vay dài hạn, lãi suất của khoản vay thường được ấn định trước và không thay đổi trong suốt thời gian sử dụng vốn vay. Trái lại sử dụng nợ vay ngắn hạn, DN phải thường xuyên tái tài trợ, tức là thanh toán nợ cũ và vay khoản mới, lãi suất mỗi lần vay sẽ thay đổi phù hợp với những thay đổi trên thị trường tiền tệ



## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.1 Căn cứ vào thời gian sử dụng

#### Thứ hai

Sử dụng nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho tài sản lưu động thường xuyên buộc doanh nghiệp phải thường xuyên tái tài trợ, thế nhưng để vay được khoản vay mới, trước đó DN phải thanh toán xong các khoản nợ cũ. Như vậy sự Ổn định của DN phụ thuộc vào khả năng thanh toán của họ và tình trạng tài chính của người cho vay.

Vào những thời điểm DN gặp khó khăn tài chính tạm thời, chẳng hạn như: sản phẩm tiêu thụ chậm, một vài khách hàng không thanh toán nợ đúng hạn... DN sẽ không thể trả nợ đúng hạn cho ngân hàng và các chủ nợ, họ phải xin gia hạn nợ với lãi suất cao hơn mức bình thường, nếu không được chủ nợ chấp thuận, DN sẽ bị phá sản.

## **3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ**

### **3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu**

- Nợ phải trả
- Nguồn vốn chủ sở hữu

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu

Nợ phải trả là các khoản DN đi vay và các khoản nợ phát sinh trong hoạt động kinh doanh.

Nợ phải trả được chia thành nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

- Nợ ngắn hạn là các khoản nợ mà DN có trách nhiệm phải thanh toán cho chủ nợ trong vòng một năm hoặc một chu kỳ kinh doanh, bao gồm: Các khoản phải trả cho nhà cung cấp, phải trả nhân viên, các khoản thuế phải nộp Nhà nước...
- Nợ dài hạn là các khoản nợ có thời hạn thanh toán trên một năm gồm: Vay dài hạn và trái phiếu, các khoản phải trả dài hạn cho nhà cung cấp...

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu

Vốn chủ sở hữu là nguồn vốn được hình thành từ vốn góp ban đầu, góp bổ sung của chủ sở hữu, các khoản lợi nhuận giữ lại, lợi nhuận chưa phân phối, các quỹ của DN. Đối với công ty cổ phần, vốn chủ sở hữu bao gồm vốn góp của cổ đông và lợi nhuận giữ lại. Vốn chủ sở hữu phản ánh tiềm lực tài chính của DN.

- Đối với các chủ nợ, vốn chủ sở hữu được xem là sự bảo đảm gián tiếp cho các khoản họ đã cho DN vay.
- Các cổ đông tiềm năng thường muốn biết vốn chủ sở hữu của DN được hình thành chủ yếu từ vốn góp của cổ đông hay từ lợi nhuận mà DN kiếm được trong quá khứ.

Vốn chủ sở hữu có thể xác định bằng cách trừ giá trị tổng tài sản cho nợ phải trả, số chênh lệch này được gọi là giá trị ròng (Net Worth).

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu

Ví dụ

**Bảng cân đối kế toán của công ty CBA ngày 31/12/N**

Tài sản	N-1	N	Nguồn vốn	N-1	N
Tiền	800	600	Vay và nợ ngắn hạn	2.300	2.500
Nợ phải thu	1.800	2.200	Phải trả người bán	1.100	1.200
Hàng tồn kho	2.900	4.200	Phải trả khác	800	900
Cộng tài sản lưu động	5.500	7.000	Cộng nợ ngắn hạn	4.200	4.600
Tài sản cố định thuần	7.000	8.000	Vay và nợ dài hạn	2.600	2.400
			Tổng nợ	6.800	7.000
			Vốn góp của cổ đông	2.920	4.500
			Lợi nhuận giữ lại	2.780	3.500
			Tổng vốn cổ phần thường	5.700	8.000
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>12.500</b>	<b>15.000</b>	<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>12.500</b>	<b>15.000</b>

## 3.1. Phân loại và đặc điểm của các nguồn tài trợ

### 3.1.2 Căn cứ vào quyền sở hữu

Ví dụ

Bảng cân đối kế toán của công ty CBA ngày 31/12 năm N cho thấy, cuối năm 20XX tổng tài sản của công ty là 15.000 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn 7.000 tỷ, tài sản dài hạn 8.000 tỷ. 15 000 tỷ đồng tài sản này được tài trợ bằng các nguồn sau: 4.600 tỷ bằng nợ ngắn hạn, 2.400 tỷ bằng nợ dài hạn và 8.000 tỷ bằng vốn cổ phần. So với cuối năm N-1 thì tổng tài sản của công ty đã tăng thêm 20%.

Trên bảng cân đối kế toán, các loại tài sản được sắp xếp từ trên xuống dưới theo tính thanh khoản giảm dần.

Nợ và vốn chủ sở hữu được sắp xếp theo thời hạn trả tăng dần, ở trên là nợ ngắn hạn, tiếp theo là nợ dài hạn và dưới cùng là vốn chủ sở hữu không phải hoàn trả.

## **3.2 Chiến lược tài trợ**

3.2.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến nguồn tài trợ

3.2.2 Chiến lược tài trợ

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến nguồn tài trợ

Cơ cấu tài sản

Chiến lược quản trị tài sản

Vòng quay vốn



## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến nguồn tài trợ

Tài sản của DN được chia làm 2 loại

- Tài sản ngắn hạn là các loại tài sản có thể chuyển đổi ra tiền trong vòng một năm, bao gồm tiền, nợ phải thu và hàng tồn kho. Đây là những tài sản luân chuyển nhanh, được dự trữ để bán hoặc sử dụng trong một chu kỳ kinh doanh của DN. Do đó, chúng sẽ được đầu tư 1 phần của nguồn vốn dài hạn, còn chủ yếu là nguồn vốn ngắn hạn.
- Tài sản dài hạn là những tài sản có thời gian sử dụng dài hơn một năm. Ở Việt Nam tài sản dài hạn được phân thành năm loại, bao gồm các khoản phải thu dài hạn; tài sản cố định; bất động sản đầu tư; đầu tư tài chính dài hạn; và tài sản dài hạn khác. Trong đó quan trọng nhất tài sản cố định hữu hình và vô hình như nhà xưởng, máy móc, thiết bị. Trên bảng cân đối kế toán tài sản cố định được phản ánh theo giá trị còn lại hay giá trị thuần. TSCĐ có thời gian thu hồi vốn dài nên cần phải được đầu tư bằng nguồn vốn dài hạn.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến nguồn tài trợ

Để tiến hành hoạt động kinh doanh ngoài các tư liệu lao động chủ yếu như nhà xưởng và máy móc thiết bị, DN cần phải có đối tượng lao động, những thứ sẽ được chế biến để tạo ra sản phẩm.

Hình thái ban đầu của đối tượng lao động là nguyên liệu và vật liệu, qua quá trình chế biến chúng chuyển thành sản phẩm dở dang, bán thành phẩm và cuối cùng thành phẩm hoàn thành được nhập kho để chờ tiêu thụ. Khi xuất giao thành phẩm cho khách hàng sẽ phát sinh các khoản nợ phải thu, vì phần lớn các giao dịch mua bán được thực hiện theo phương thức bán chịu, tới kỳ hạn thanh toán DN mới thu được tiền và dùng tiền để mua nguyên vật liệu cho chu kỳ kinh doanh tiếp theo.

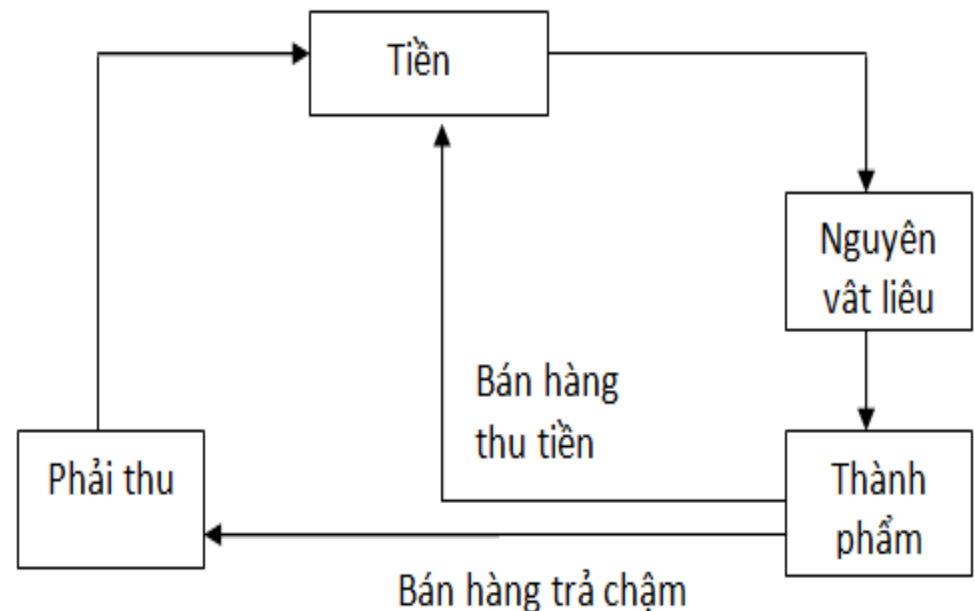
Như vậy, sẽ xuất hiện các tài sản khác nhau trong chu kỳ kinh doanh của DN, đặc trưng của chúng là không ngừng chuyển đổi hình thái và hoàn thành một vòng luân chuyển sau một chu kỳ kinh doanh, những tài sản này được gọi là tài sản lưu động.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Tài sản lưu động

Như vậy, TSLĐ là đối tượng lao động và các hình thái tồn tại của nó trong chu kỳ kinh doanh bao gồm tiền, chứng khoán thanh khoản cao, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, nợ phải thu và hàng tồn kho. Do chỉ lưu lại ở DN một thời gian ngắn nên chúng được gọi là tài sản ngắn hạn

Chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp



## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Vốn lưu động (Working Capital)

Để xác định giá trị của các tài sản đang nằm trong chu kỳ kinh doanh, người ta sử dụng thước đo tiền tệ, tổng giá trị của TSLĐ biểu hiện bằng tiền được gọi là vốn lưu động.

- Vốn lưu động là biểu hiện bằng tiền của giá trị TSLĐ.
- Đặc trưng của vốn lưu động là luân chuyển không ngừng và hoàn thành một vòng luân chuyển sau một chu kỳ kinh doanh.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Vốn lưu động hoạt động ròng

(Net Operating Working Capital – NOWC)

Để tài trợ cho TSLĐ, DN phải huy động vốn từ các nhà đầu tư gồm cả cổ đông và chủ nợ (ngân hàng và trái chủ), các khoản huy động này đều phải trả phí. Chẳng hạn DN phải trả lãi cho ngân hàng và trái chủ, phải chia cổ tức cho cổ đông, do vậy để giảm chi phí sử dụng vốn, họ phải sử dụng tài sản với hiệu quả cao nhất để giảm tỷ lệ tài sản so với doanh thu của họ.

Không phải tất cả các nguồn vốn tài trợ cho TSLĐ đều phải huy động từ các NĐT, một phần nhu cầu này được tài trợ bằng các khoản nợ tự động phát sinh trong quá trình hoạt động bao gồm các khoản phải trả cho nhà cung cấp, khoản thu trước tiền của khách hàng, khoản phải trả cho CNV, thuế và các khoản phải nộp cho nhà nước. Các khoản này phần lớn là nợ ngắn hạn và không phải trả lãi, nên được xem là nguồn vốn ngắn hạn miễn phí. Phần chênh lệch giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn miễn phí là phần vốn phải huy động từ NĐT, và được gọi là vốn lưu động hoạt động ròng.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Vốn lưu động hoạt động ròng  
(Net Operating Working Capital – NOWC)

Vậy vốn lưu động hoạt động ròng là số vốn DN phải huy động từ NĐT để tài trợ cho TSLĐ, đây là nguồn tài trợ phải trả phí.

Vốn lưu động hoạt động ròng là một chỉ tiêu quan trọng trong việc hoạch định tài chính ngắn hạn. Nhà quản trị phải dự kiến trước lượng vốn cần phải huy động từ nhà đầu tư để chủ động tìm kiếm nguồn tài trợ.

Vốn lưu động  
hoạt động ròng

=

Tài sản lưu  
động hoạt động

–

Nợ ngắn hạn  
không phải trả  
lãi

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Vốn lưu động hoạt động ròng  
(Net Operating Working Capital – NOWC)

TSLĐ hoạt động là toàn bộ tài sản lưu động cần thiết cho hoạt động sản xuất kinh doanh của DN, đó là hiệu số giữa TSLĐ với TSLĐ không hoạt động bao gồm tiền và chứng khoán thanh khoản cao được giữ nhiều hơn so với nhu cầu cần thiết.

Để đơn giản chúng ta giả định toàn bộ TSLĐ của DN là tài sản hoạt động.

Nợ ngắn hạn không phải trả lãi có thể xác định bằng cách lấy toàn bộ nợ ngắn hạn trên bảng cân đối kế toán trừ đi các khoản vay và nợ ngắn hạn từ ngân hàng.

Bạn cần biết rằng các khoản vay ngắn hạn từ ngân hàng không phải là khoản nợ tự động phát sinh, DN phải tới ngân hàng để xin vay và phải trả lãi cho ngân hàng, do vậy nó là khoản vốn được huy động từ nhà đầu tư.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Vốn lưu động ròng (Net Working Capital - NWC)

Để đảm bảo sự cân bằng tài chính một nguyên tắc cần phải được tôn trọng là thời hạn của nguồn tài trợ phải phù hợp với thời hạn luân chuyển của tài sản.

Do vậy các tài sản dài hạn như nhà xưởng và máy móc thiết bị phải được tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn bao gồm vốn của chủ sở hữu và các khoản vay dài hạn, không những thế DN cần phải có nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho TSLĐ thường xuyên.

Nguồn vốn dài hạn sử dụng để tài trợ cho TSLĐ được gọi là vốn lưu động ròng.

$$\text{Vốn lưu động ròng} = (\text{Nợ dài hạn} + \text{Vốn chủ sở hữu}) - \text{Tài sản dài hạn}$$

$$\text{Vốn lưu động ròng} = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}$$



## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Vốn lưu động ròng (Net Working Capital - NWC)

Vốn lưu động ròng có thể là số dương, số âm hoặc bằng không. Ở phần lớn các DN, vốn lưu động ròng là số dương, trong trường hợp này TSLĐ đã được tài trợ một phần hoặc toàn bộ bằng nguồn vốn dài hạn, do vậy DN có khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn. Điều này được giải thích như sau: khi vốn lưu động ròng dương, tài sản ngắn hạn sẽ lớn hơn nợ ngắn hạn, hay nói cách khác trong năm tới nguồn tiền mặt DN nhận được do chuyển tài sản ngắn hạn thành tiền sẽ lớn hơn nợ phải thanh toán. Như vậy, vốn lưu động ròng đặc trưng cho khả năng thanh toán ngắn hạn của DN. Nếu vốn lưu động ròng âm, DN sẽ gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ sắp tới.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Ví dụ

**Bảng cân đối kế toán của công ty ABC ngày 31/12/N**

Tài sản (tỷ đồng)	N-1	N	Nguồn vốn (tỷ đồng)	N-1	N
<b>Tài sản lưu động</b>			<b>Nợ ngắn hạn</b>		
Tiền	5	4	Vay ngắn hạn	42	25
Chứng khoán thanh khoản	2	0	Phải trả nhà cung cấp	30	35
Nợ phải thu	40	45	Phải trả công nhân viên	2	3
Hàng tồn kho	45	50	Thuế phải nộp nhà nước	3	4
Tổng tài sản lưu động	92	99	Cộng nợ ngắn hạn	77	67
<b>Tài sản cố định</b>			<b>Nợ dài hạn</b>		
Nguyên giá			Vay dài hạn	0	20
Khấu hao lũy kế	160	180	Trái phiếu dài hạn	25	15
Tài sản cố định thuần	(24)	(40)	Cộng nợ dài hạn	25	35
	136	140	<b>Vốn chủ sở hữu</b>		
			Vốn góp của chủ sở hữu	101	101
			Lợi nhuận giữ lại	25	36
			Cộng vốn chủ sở hữu	126	137
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>228</b>	<b>239</b>	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>228</b>	<b>239</b>

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Vốn lưu động ròng (Net Working Capital - NWC)

Dựa vào số liệu trên bảng cân đối kế toán, ta xác định các chỉ tiêu vốn lưu động cuối năm N-1 và N cho công ty ABC như sau

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	N-1	N
Vốn lưu động hoạt động ròng	$92 - 35 = 57$	$99 - 42 = 57$
Vốn lưu động ròng	$(25 + 126) - 136 = 15$ $92 - 77 = 15$	$(35 + 137) - 140 = 32$ $99 - 67 = 32$

Để phục vụ cho việc định giá DN, bảng cân đối kế toán có thể được trình bày một cách cô đọng như sau

	N-1	N		N-1	N
Vốn lưu động ròng	15	32	Nợ dài hạn	25	35
Tài sản cố định thuần	136	140	Vốn chủ sở hữu	126	137
<b>Cộng</b>	<b>151</b>	<b>172</b>	<b>Cộng</b>	<b>151</b>	<b>172</b>

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến nguồn tài trợ

#### Chu kỳ kinh doanh

Hoạt động sản xuất kinh doanh của một DN bao gồm 3 hoạt động là mua hàng, sản xuất và bán hàng, các hoạt động này được lặp lại liên tục tạo thành chu kỳ.

Thời gian của một chu kỳ kinh doanh được tính từ khi DN mua nguyên vật liệu, cho tới khi thu được tiền từ việc bán hàng.

Để thuận lợi cho công tác quản lý, chu kỳ kinh doanh được chia làm hai giai đoạn là giai đoạn tồn kho và giai đoạn thu tiền.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chu kỳ kinh doanh

Giai đoạn tồn kho là khoảng thời gian tính từ khi mua nguyên vật liệu cho tới khi sản phẩm được tiêu thụ, đây là khoảng thời gian cần thiết để tồn trữ và chuyển hóa nguyên vật liệu thành thành phẩm và tồn trữ thành phẩm chờ bán.

Như vậy thời gian tồn kho dài hay ngắn phụ thuộc khoảng cách giữa 2 lần mua và lượng nguyên vật liệu mua vào mỗi lần, vào chu kỳ sản xuất và khối lượng hàng xuất bán mỗi lần.

Giai đoạn thu tiền là khoảng thời gian tính từ khi sản phẩm được tiêu thụ cho tới khi thu được tiền bán hàng, đây là khoảng thời gian cần thiết để chuyển các khoản phải thu khách hàng thành tiền.

Thời gian thu tiền dài hay ngắn phụ thuộc vào chính sách bán chịu và công tác quản lý và thu hồi nợ của DN, nếu DN không bán chịu thì thời gian thu tiền bằng 0.

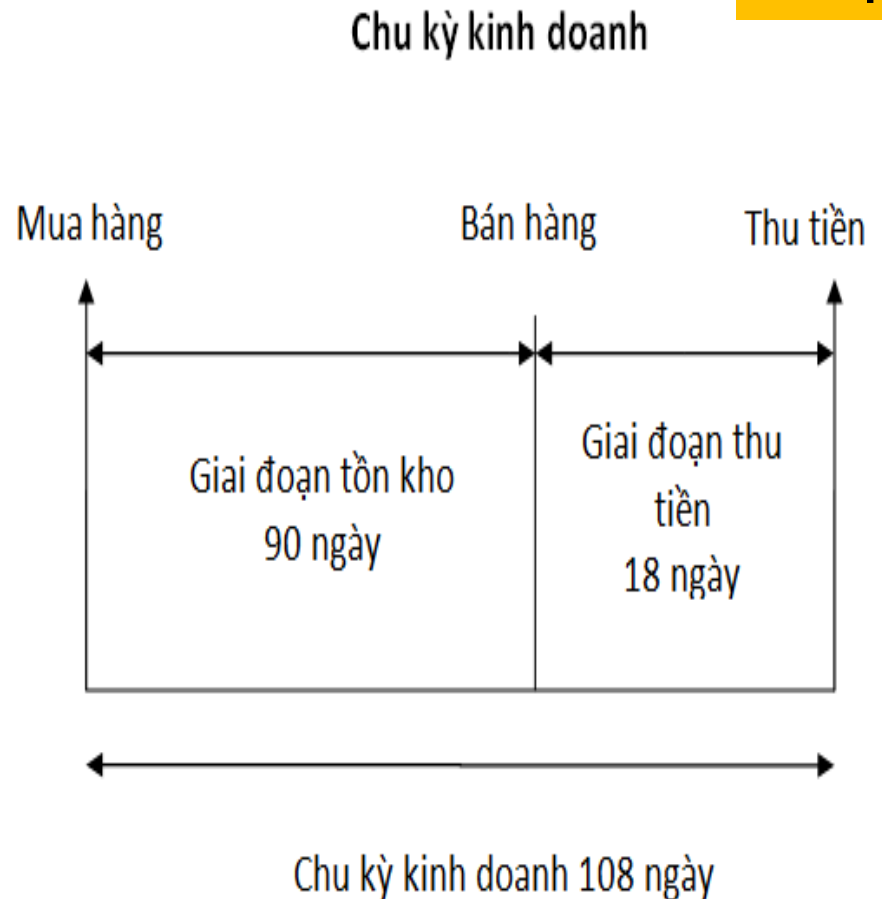
## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chu kỳ kinh doanh

Việc nghiên cứu chu kỳ kinh doanh nhằm giải đáp câu hỏi khi nào DN phải huy động vốn để tài trợ cho TSLĐ và phải tài trợ trong bao nhiêu ngày?

Hình bên cho thấy chu kỳ kinh doanh của DN là 108 ngày. Phải chăng DN phải vay ngân hàng ngay ở thời điểm mua hàng và sử dụng tiền vay trong suốt 108 ngày, tức là cho tới khi DN thu được tiền bán hàng?

Ví dụ

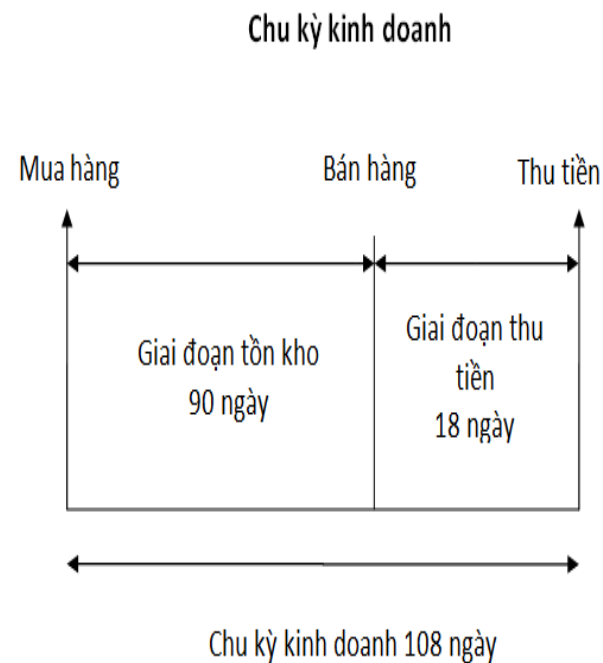


## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chu kỳ kinh doanh và chu kỳ vốn lưu động

Thực tế thường không phải như vậy, bởi lẽ khi mua hàng DN thường được mua chịu của nhà cung cấp. Khoảng thời gian từ lúc mua hàng cho tới khi phải trả tiền cho người bán được gọi là thời gian trả tiền mua hàng.

Như vậy, DN sẽ vay tiền ngân hàng tại thời điểm trả tiền cho nhà cung cấp và hoàn trả khoản vay khi thu được tiền bán hàng, khoảng thời gian này được gọi là chu kỳ vốn lưu động hay chu kỳ ngân quỹ.



Vậy chu kỳ vốn lưu động là khoảng thời gian từ khi DN trả tiền mua hàng cho nhà cung cấp, cho tới khi thu được tiền bán hàng. Đây là khoảng thời gian DN phải huy động vốn từ nhà đầu tư để tài trợ cho các tài sản nằm trong chu kỳ kinh doanh.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Xác định CCC mục tiêu

Chu kỳ vốn lưu động mục tiêu là khoảng thời gian dự kiến hay mục tiêu phấn đấu, được xác định căn cứ vào kế hoạch kinh doanh, kế hoạch mua hàng và chính sách bán chịu của DN.

Ví dụ

Chẳng hạn DN A chuyên nhập khẩu phân bón để bán lại cho các đại lý. Theo kế hoạch, mỗi tháng DN phải nhập 500 tấn hàng hóa và bán hết hàng trong 90 ngày. Nhà cung cấp cho DN mua chịu hàng trong 30 ngày. DN bán hàng cho đại lý theo điều khoản “1/10 net 30”. Số liệu thống kê các năm trước cho thấy khoảng 60% doanh số được thanh toán vào ngày thứ 10 để hưởng chiết khấu, 40% còn lại thanh toán vào ngày thứ 30.

Như vậy, thời gian thu tiền bán hàng dự kiến  $= 10 \times 60\% + 30 \times 40\% = 18$  ngày  
CCC mục tiêu  $= 90 + 18 - 30 = 78$  ngày



## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

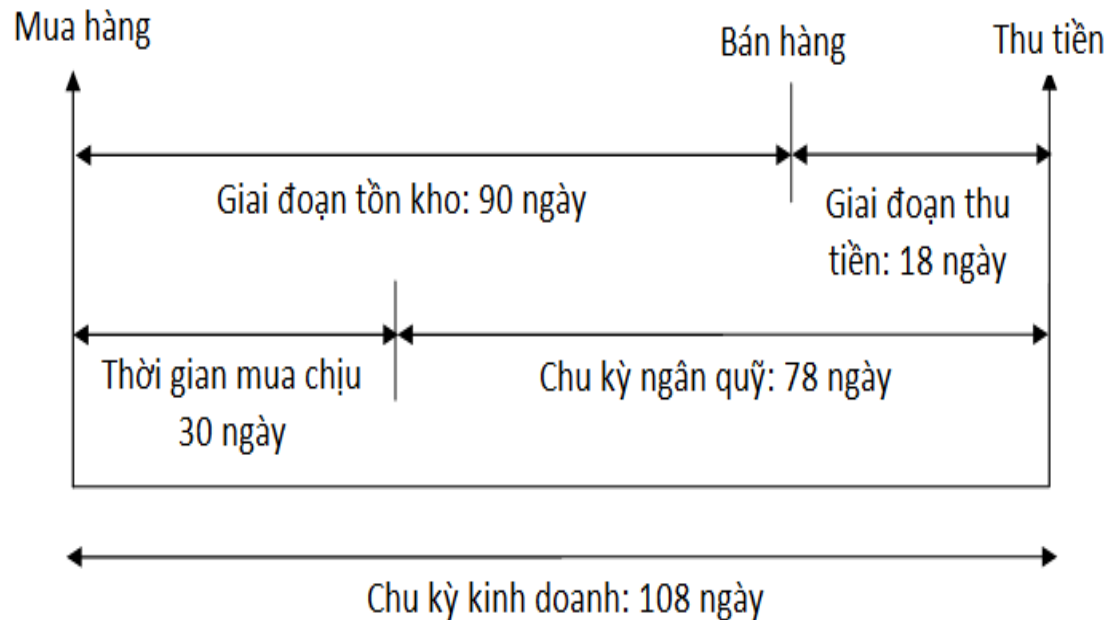
(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Xác định CCC mục tiêu

Ví dụ

Chu kỳ ngân quỹ mục tiêu là căn cứ để lập kế hoạch tài chính ngắn hạn, đồng thời cũng là cơ sở để giám sát hoạt động quản trị vốn lưu động, thông qua việc so sánh và phân tích sự khác biệt giữa CCC thực tế với CCC

Chu kỳ ngân quỹ mục tiêu



## 3.2 Chiến lược tài trợ

Ví dụ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Xác định CCC thực tế

Chu kỳ ngân quỹ thực tế là số ngày thực tế DN phải huy động vốn từ các NĐT để tài trợ cho các tài sản nằm trong chu kỳ kinh doanh, được xác định căn cứ vào các số liệu trên các báo cáo tài chính của DN. Để minh họa cho việc tính CCC thực tế, ta hãy xem các số liệu được lấy từ báo cáo tài chính gần nhất của DN A.

Chỉ tiêu	Năm báo cáo
Doanh thu bán hàng (trđ)	28.816
Giá vốn hàng bán (trđ)	23.053
Doanh số mua hàng (trđ)	23.500
Tồn kho bình quân (trđ)	6.000
Phải thu khách hàng bq (trđ)	3.158
Phải trả nhà cung cấp bq (trđ)	2.253
Thời gian tồn kho (ngày)	95
Thời gian thu tiền (ngày)	40
Thời gian trả tiền mua hàng	35

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Xác định CCC thực tế

Ví dụ

Như vậy, thực tế công ty A cần tới 95 ngày để bán hết hàng, trong khi họ dự tính chỉ cần 90 ngày.

Trong năm vừa qua DN A cần tới 40 ngày sau khi bán để thu tiền bán hàng, trong khi thời gian dự kiến chỉ là 18 ngày. Điều này phản ánh một thực tế là nhiều khách hàng đã từ bỏ chiết khấu để được mua chịu với thời gian dài hơn, hoặc nhiều khoản nợ đã không được thanh toán trong vòng 30 ngày. Như vậy, trong năm qua DN đã không làm tốt công tác quản trị nợ phải thu.

Kết hợp thời gian của ba giai đoạn, ta tính được chu kỳ ngân quỹ thực tế của DN A trong năm vừa qua như sau

$CCC \text{ thực tế} = 95 \text{ ngày} + 40 \text{ ngày} - 35 \text{ ngày} = 100 \text{ ngày}$

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

**Xác định CCC thực tế**

Ví dụ

So với CCC mục tiêu, chu kỳ ngân quỹ thực tế của DN A dài hơn 22 ngày, nguyên nhân do thời gian tồn kho và thời gian thu tiền bán hàng dài hơn dự kiến.

Thực tế công ty cũng kéo dài thời gian trả tiền mua hàng 5 ngày, nếu không số ngày chênh lệch còn cao hơn.

Chu kỳ ngân quỹ bị kéo dài hơn dự kiến là một bất lợi cho DN, bởi lẽ DN A phải huy động vốn từ nhà đầu tư để tài trợ cho chu kỳ kinh doanh trong khoảng thời gian dài hơn, do vậy chi phí sử dụng vốn cao hơn.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Rút ngắn chu kỳ ngân quỹ

Rút ngắn chu kỳ ngân quỹ là đòi hỏi khách quan, bởi lẽ việc rút ngắn chu kỳ ngân quỹ đem lại cho các công ty lợi ích to lớn.

Kết quả nghiên cứu của hai giáo sư Hyun – Han Shin và Luc Soenen trong suốt 20 năm ở 2.900 DN đã chỉ ra rằng việc rút ngắn chu kỳ ngân quỹ đưa tới mức lợi nhuận cao hơn và do vậy giá cổ phiếu cũng cao hơn.

Vậy các DN sẽ rút ngắn chu kỳ ngân quỹ bằng cách nào?

Phần dưới đây sẽ trình bày về vấn đề này.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Rút ngắn chu kỳ ngân quỹ

Từ công thức xác định CCC, dễ dàng nhận thấy việc rút ngắn chu kỳ ngân quỹ sẽ tập trung vào các giải pháp

- Rút ngắn thời gian tồn kho
- Rút ngắn thời gian thu tiền
- Kéo dài thời gian trả tiền mua hàng

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Rút ngắn thời gian hàng tồn kho

Thời gian tồn kho là khoảng thời gian khá dài của chu kỳ kinh doanh, do vậy rút ngắn thời gian tồn kho là giải pháp quan trọng để rút ngắn chu kỳ ngân quỹ. Để rút ngắn thời gian tồn kho DN cần áp dụng các biện pháp sau đây

- Rút ngắn một cách hợp lý khoảng cách giữa hai lần nhập kho để giảm bớt lượng nguyên vật liệu nhập kho mỗi lần, bằng cách này DN sẽ rút ngắn được thời gian tồn trữ nguyên vật liệu trong kho. Tuy vậy cần phải xem xét mặt trái của biện pháp này đó là lượng mua ít hơn sẽ làm tăng số lần mua hàng trong năm, dẫn tới tăng chi phí mua hàng. Mặt khác, giá mua hàng có thể cao hơn do DN không còn được hưởng chiết khấu thương mại.
- Nâng cao năng lực bốc dỡ, kiểm nhận, nhập kho để rút ngắn thời gian kiểm nhận và làm thủ tục nhập kho.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Rút ngắn thời gian hàng tồn kho

- Nhượng bán, thanh lý kịp thời các loại vật tư ứ đọng, chậm luân chuyển
- Rút ngắn chu kỳ sản xuất để giảm bớt lượng sản phẩm dở dang và bán thành phẩm. Việc rút ngắn thời gian chế tạo sản phẩm phải từ hai mặt: (1) rút ngắn thời gian làm việc ở từng công đoạn và (2) thời gian gián đoạn giữa các công đoạn chế biến. Biện pháp chủ yếu để rút ngắn thời gian làm việc là sử dụng công nghệ sản xuất tiên tiến, chẳng hạn sự xuất hiện một công nghệ mới có thể rút ngắn thời gian sản xuất sản phẩm từ 20 ngày xuống còn 10 ngày, nếu sử dụng công nghệ mới DN sẽ rút ngắn được thời gian tồn kho. Biện pháp chủ yếu để rút ngắn thời gian gián đoạn giữa các giai đoạn công nghệ lại đến từ việc quản trị sản xuất như bố trí dây chuyền sản xuất hợp lý, đầu tư để đảm bảo sự cân đối năng lực chế biến ở từng công đoạn, tổ chức sản xuất đồng bộ các bộ phận chi tiết của sản phẩm.



## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Rút ngắn thời gian thu tiền

Việc rút ngắn thời gian thu tiền thường gắn với chính sách tín dụng chặt chẽ như áp dụng tiêu chuẩn tín dụng khắt khe, thời gian bán chịu ngắn, biện pháp thu nợ gắt gao.

Tuy vậy, khi áp dụng chính sách này cần xem xét kỹ mặt trái của nó đó là doanh thu có thể sụt giảm do mất khách hàng. DN phải cân nhắc giữa lợi ích và tổn thất, chính sách sẽ được thông qua nếu lợi ích nhận được cao hơn tổn thất.

DN cũng có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng bằng các biện pháp kinh tế khác như dành cho khách hàng mức chiết khấu cao hơn, nếu họ thanh toán tiền mua hàng sớm hơn; sử dụng dịch vụ bao thanh toán để chuyển giao việc thu nợ và rủi ro cho ngân hàng.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

### Rút ngắn thời gian trả tiền mua hàng

Mua chịu là giải pháp quan trọng để rút ngắn chu kỳ ngân quỹ, thời gian mua chịu càng dài lượng tín dụng thương mại nhận được từ nhà cung cấp càng lớn, nhờ vậy DN giảm được lượng vốn phải huy động từ NĐT để tài trợ cho TSLĐ.

Để kéo dài thời gian mua chịu, bộ phận mua hàng phải tìm kiếm các nhà cung cấp có thời hạn bán chịu dài. Mặt khác, DN phải phát triển mối quan hệ hợp tác lâu dài với nhà cung cấp, nếu DN là bạn hàng lâu năm và có uy tín họ sẽ nhận được các khoản mua chịu với thời hạn dài hơn, do vậy DN cần phải củng cố tiềm lực tài chính và vị thế tín dụng của mình.

DN cũng có thể kéo dài thời gian mua chịu bằng việc trì hoãn thanh toán một vài ngày so với thời hạn mua chịu cho phép, nếu việc trì hoãn không ảnh hưởng xấu tới uy tín và vị thế tín dụng của họ.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chu kỳ vốn lưu động

(chu kỳ ngân quỹ, chu kỳ tiền mặt - Cash Conversion Cycle – CCC)

Phần lớn các công ty có chu kỳ ngân quỹ dương, nhưng cũng có một vài công ty hoạt động với CCC bằng 0, thậm chí là số âm, về mặt toán học CCC âm xảy ra khi thời gian mua chịu vượt quá thời gian của chu kỳ kinh doanh.

Trong thực tế CCC âm xuất hiện tại các siêu thị hoặc cửa hàng bán lẻ. Tại những DN này, người mua phải trả tiền ngay khi nhận hàng tại quầy tính tiền, như vậy thời gian thu tiền bán hàng bằng 0. Các siêu thị mua hàng từ nhà cung cấp và thường được mua chịu trong thời gian dài, nhiều khi vượt quá thời gian để hàng hóa chuyển thành tiền.

Chu kỳ ngân quỹ âm có nghĩa là các DN không cần huy động vốn từ nhà đầu tư để tài trợ cho chu kỳ kinh doanh, ngược lại họ thường dư thừa tiền mặt. Do vậy các ngân hàng tìm tới họ với tư cách là người đi vay chứ không phải là người cho vay. Việc dư thừa tiền mặt quá nhiều và ổn định có thể đưa tới việc các DN dùng số tiền này để đầu tư dài hạn khi đó vốn lưu động ròng sẽ là âm.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chính sách đầu tư vào TSLĐ

Chính sách đầu tư vào TSLĐ được xây dựng nhằm giải đáp câu hỏi DN nên nắm giữ TSLĐ ở mức nào để tối đa hóa giá trị DN?

Có ba chính sách thường được xem xét là

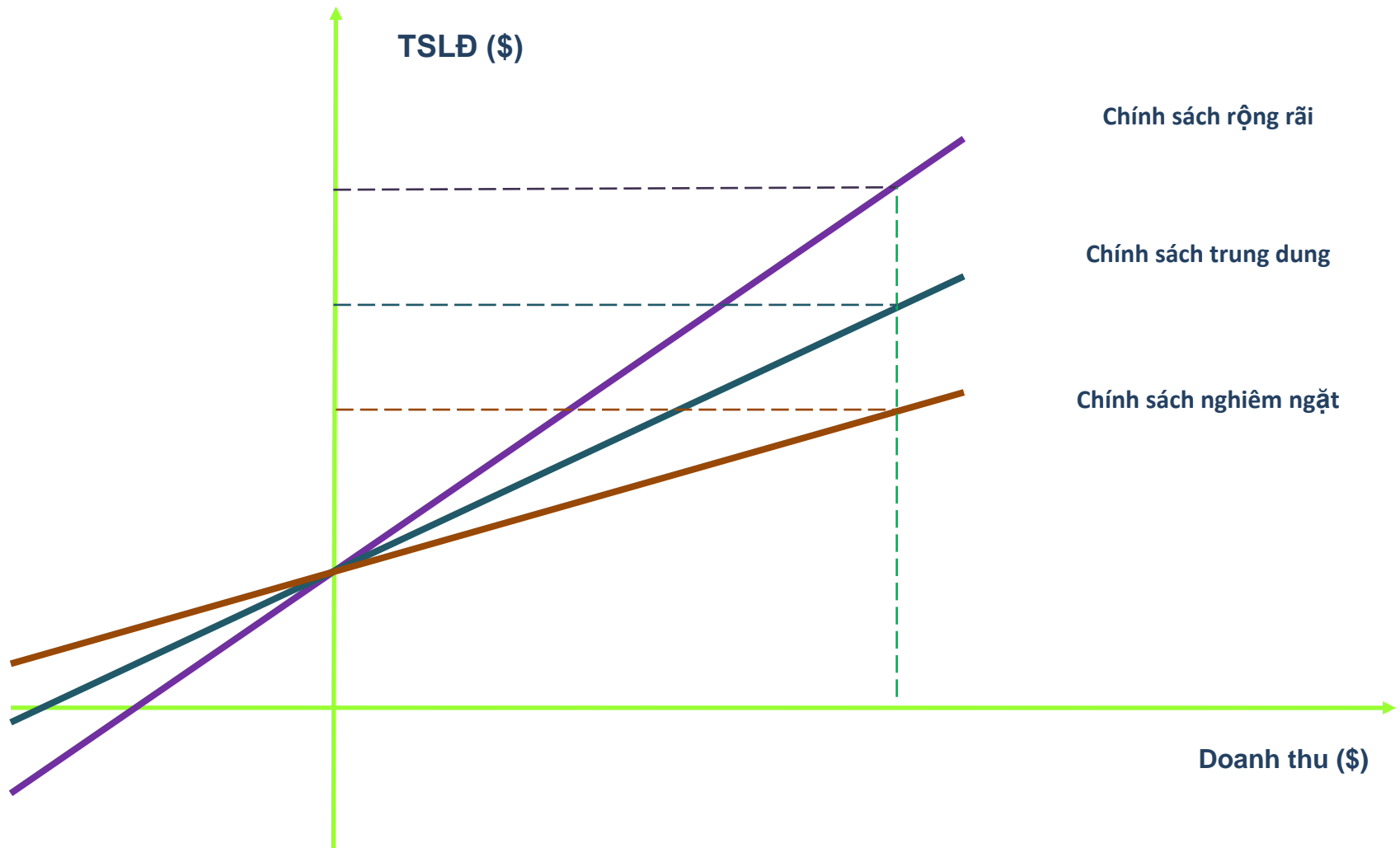
- Chính sách rộng rãi
- Chính sách nghiêm ngặt
- Chính sách vừa phải.

Chu kỳ vốn lưu động làm nổi bật điểm mạnh và điểm yếu của chính sách đầu tư vào TSLĐ của DN, qua đó thấy được mức ảnh hưởng, tác động của vốn lưu động đến doanh thu, lợi nhuận của DN.

Thông qua đồ thị sau, ta xem xét 3 chính sách được lựa chọn liên quan đến quy mô vốn lưu động tại cùng một mức doanh thu dự kiến.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chính sách đầu tư vào TSLĐ



## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chính sách đầu tư vào TSLĐ

#### Chính sách rộng rãi

Nội dung cơ bản của chính sách này là các loại TSLĐ được nắm giữ nhiều hơn trong tương quan với doanh thu.

DN nắm giữ nhiều tiền mặt, chứng khoán thanh khoản cao và duy trì hàng tồn kho ở mức cao. Chính sách bán chịu cũng rộng rãi hơn với tiêu chuẩn bán chịu được nới lỏng, thời hạn bán chịu dài hơn, do vậy nợ phải thu cũng cao hơn.

- Ưu điểm chính của chính sách rộng rãi là giảm thiểu rủi ro thanh khoản, rủi ro ngừng sản xuất và mất khách hàng.
- Nhược điểm của chính sách rộng rãi là hiệu suất sử dụng tài sản thấp, một đồng TSLĐ tạo ra ít đồng doanh thu hơn. Mặt khác việc nắm giữ nhiều TSLĐ làm tăng lượng vốn phải huy động từ nhà đầu tư và làm tăng CPSDV.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chính sách đầu tư vào TSLĐ

#### Chính sách nghiêm ngặt

Ngược lại với chính sách rộng rãi, chính sách nghiêm ngặt chủ trương nắm giữ TSLĐ ở mức thấp, nhờ vậy mà vòng quay vốn lưu động cao hơn, tuy vậy rủi ro cũng cao hơn. Trong những thời kỳ nguồn vốn khan hiếm, CPSDV cao, các DN thường sử dụng chính sách này.

#### Chính sách trung dung

Nội dung cơ bản là giữ TSLĐ ở mức vừa phải so với doanh thu, do vậy nó là chính sách trung dung giữa chính sách rộng rãi và nghiêm ngặt.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chính sách đầu tư vào TSLĐ

Do đó, nhà quản lý cần phải xem xét, cân nhắc để lựa chọn được một chính sách tối ưu, và chú ý rằng

- Chính sách tối ưu đó phải phù hợp với mục tiêu đa hóa giá trị của DN, tối đa hóa giá trị thực của cổ phiếu.
- Những thay đổi về công nghệ có thể dẫn đến những thay đổi về chính sách tối ưu, chẳng hạn như nó giúp giảm thời gian sản xuất dẫn tới thời gian hàng tồn kho giảm, hệ thống kết nối đặt hàng với nhà cung cấp với hệ thống kiểm kê hàng tồn kho trước và sau khi bán hàng để bảo đảm việc cung ứng hàng hóa hợp lý, tránh thiếu hụt, giảm lượng hàng tồn kho đến mức tối ưu, tối đa hóa lợi nhuận.



Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	N+1	N
<b>A.Tài sản lưu động &amp; CKDTNH (tài sản ngắn hạn)</b>	<b><u>1.020</u></b>	<b><u>880</u></b>
1.Tiền và CK tương đương tiền	20	30
2.Các khoản phải thu	350	300
3.Tồn kho	650	550
<b>B.Tài sản cố định &amp; CKDTDH (tài sản dài hạn)</b>	<b><u>2.500</u></b>	<b><u>1800</u></b>
1.Giá trị nhà xưởng thuần	1.200	800
2.Giá trị máy móc, thiết bị thuần	1.300	1.000
<b>TỔNG tài sản</b>	<b>3.520</b>	<b>2.680</b>
<b>A.Nợ</b>	<b><u>960</u></b>	<b><u>780</u></b>
1. Nợ ngắn hạn	440	380
Vay ngắn hạn	220	170
Phải trả người bán	180	150
Phải trả khác	40	60
2. Nợ dài hạn	520	400
<b>B. Vốn chủ sở hữu</b>	<b><u>2.560</u></b>	<b><u>1.900</u></b>
1.Vốn góp của chủ sở hữu	2.200	1.580
2.Lợi nhuận giữ lại	360	320
<b>TỔNG nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.520</b>	<b>2.680</b>

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	N+1	N
Doanh thu thuần	3000	2800
Chi phí hoạt động chưa kể khấu hao	2600	2500
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA)	400	300
Khấu hao	100	90
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT, OEBT)	300	210
Lãi vay	80	60
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	220	150
Thuế	55	37,5
Lợi nhuận sau thuế (Lãi ròng, EAT, NI)	165	112,5
Cổ tức cổ phần thường	145	
Lợi nhuận giữ lại	20	

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

Chiến lược tài trợ sẽ đề cập tới cách thức DN sử dụng các nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn để tài trợ cho TSLĐ.

Để hiểu rõ các chính sách này trước tiên cần phải nắm vững các khái niệm

- Nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời;
- Nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời

Nhu cầu vốn là tổng số tiền DN phải có để đầu tư vào TSLĐ và tài sản cố định.

Trong khi nhu cầu vốn cho tài sản cố định tương đối ổn định theo thời gian, thì nhu cầu vốn cho TSLĐ lại biến động và mang tính chu kỳ.

Sự biến động nhu cầu vốn theo thời gian có nguồn gốc từ sự biến động của mức sản xuất và doanh thu.

Chẳng hạn các công ty sản xuất quạt điện và máy điều hòa nhiệt độ thường có doanh thu cao trong mùa hè, các siêu thị và cửa hàng bán lẻ có doanh thu cao vào mùa giáng sinh và các ngày trước tết.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời

Sự biến động nhu cầu vốn lưu động do biến động của doanh thu diễn ra theo các bước tuần tự như sau:

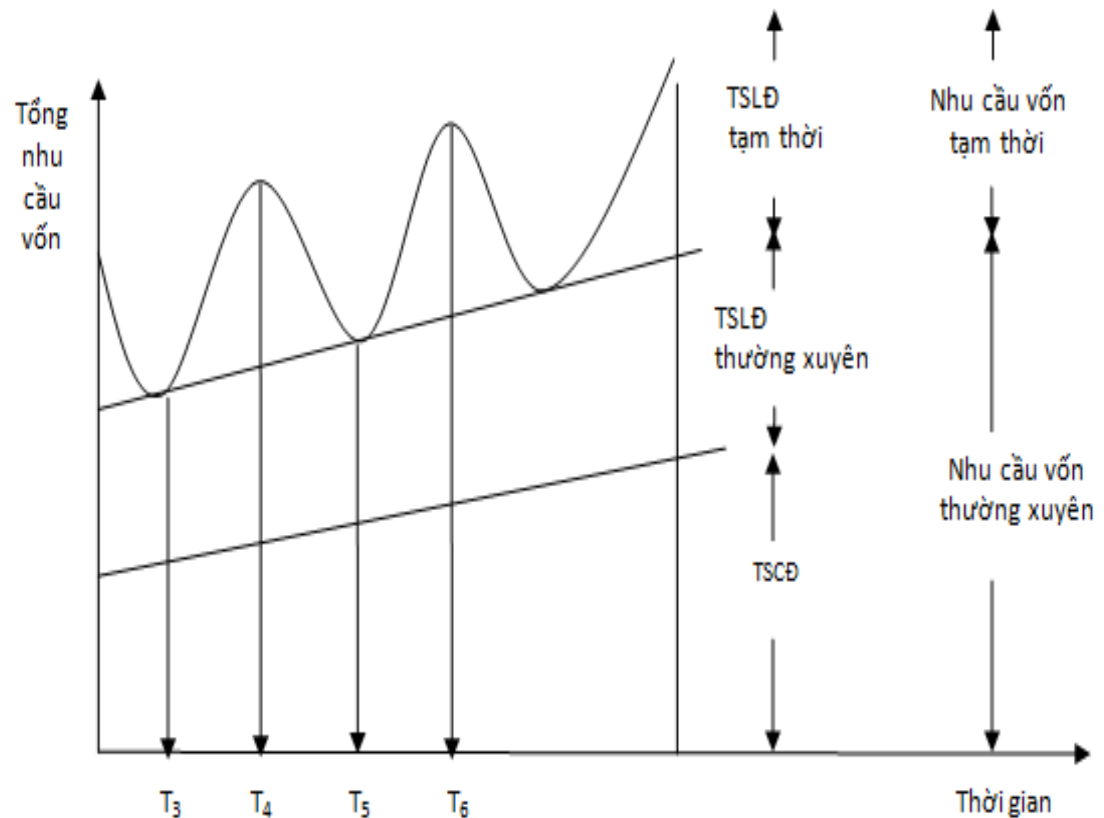
- Trước thời kỳ doanh thu cao do bán được nhiều hàng, DN gia tăng mức sản xuất. Nguyên liệu dự trữ và hàng tồn kho tăng cao kéo theo nhu cầu vốn lưu động tăng.
- Trong suốt giai đoạn bán được nhiều hàng, hàng tồn kho giảm do lượng hàng bán ra cao hơn mức sản xuất, nhưng nợ phải thu tăng, do vậy nhu cầu vốn của DN vẫn tăng và ở mức cao.
- Sau giai đoạn bán được nhiều hàng, nợ phải thu bắt đầu giảm, nhưng số dư tiền mặt tăng lên do khách hàng thanh toán tiền mua hàng cho DN. Lượng tiền mặt tăng cao vượt quá nhu cầu cần thiết, trong khi DN chưa cần phải mua thêm nguyên vật liệu, tiền thu được từ bán hàng được dùng để trả bớt nợ cho nhà cung cấp, cho ngân hàng hoặc đầu tư vào chứng khoán thanh khoản. Thời kỳ này nhu cầu vốn lưu động giảm dần và ở mức thấp nhất.
- Sau khi nhu cầu vốn xuống mức thấp nhất, DN lại gia tăng mức sản xuất và bắt đầu một chu kỳ tiếp theo.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời

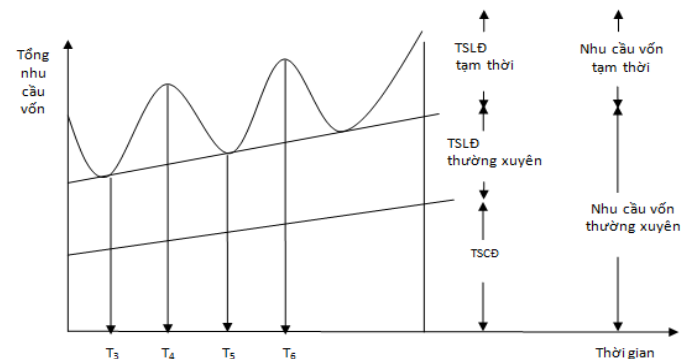
Nhu cầu vốn lưu động biến động theo chu kỳ, trong khi nhu cầu vốn cho tài sản cố định tương đối ổn định, đưa tới hệ quả tổng nhu cầu vốn của DN cũng biến động. Đồ thị sau biểu hiện sự biến động này.



## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời



Quan sát đồ thị trên, ở những kỳ mức hoạt động xuống thấp nhất (tháng 3 và tháng 5), DN vẫn cần phải có một lượng tài sản ở mức nào đó, lượng tài sản này bao gồm hai bộ phận: toàn bộ tài sản cố định và phần TSLĐ cần thiết đảm bảo cho hoạt động của DN tại thời kỳ này.

Phần TSLĐ cần thiết cho những thời kỳ mức sản xuất thấp nhất gọi là TSLĐ thường xuyên, hay nói cách khác đây là phần TSLĐ mà DN phải duy trì trong suốt chu kỳ của mình.

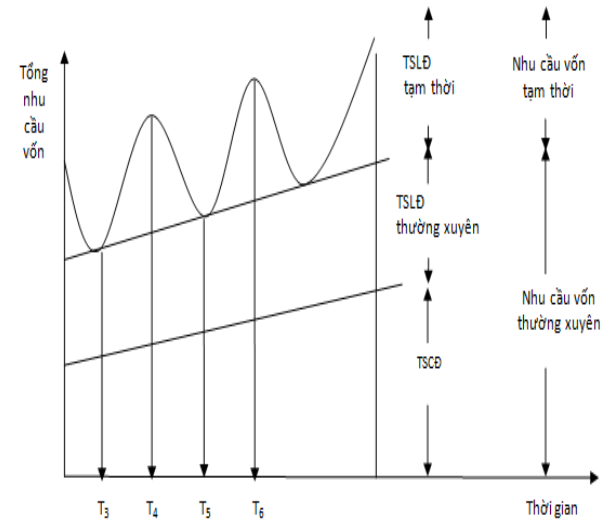
Khi quy mô hoạt động tăng, TSLĐ sẽ tăng lên. Mức tăng lên của TSLĐ vượt quá mức thường xuyên gọi là TSLĐ tạm thời, hay nhu cầu vốn lưu động tạm thời, nhu cầu này thay đổi theo mức hoạt động của DN.

Khi nhu cầu vốn lưu động tạm thời lên tới mức cao nhất (tháng 4 và tháng 6) tổng nhu cầu vốn ở điểm cực đại, khi nhu cầu vốn lưu động tạm thời bằng 0, tổng nhu cầu vốn ở điểm cực tiểu và bằng với tổng nhu cầu thường xuyên (tháng 3 và tháng 5).

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nhu cầu vốn thường xuyên và tạm thời



Tổng giá trị của tài sản cố định với TSLĐ thường xuyên là nhu cầu vốn thường xuyên.

Tuy vậy, không nên hiểu tài sản thường xuyên là tài sản thường xuyên có ở trong DN và không bị thay thế. Điều này có thể đúng đối với tài sản cố định có thời gian sử dụng dài, nhưng lại không đúng đối với các TSLĐ có thời hạn sử dụng ngắn.

Do đặc điểm thường xuyên luân chuyển và chuyển đổi hình thái, TSLĐ liên tục được thay thế, tuy vậy sự thay thế có thể không dẫn tới sự thay đổi tổng lượng TSLĐ trong DN.



## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn

Để đầu tư TSLĐ cần phải có nguồn tài trợ, nếu như tài sản cố định phải được tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn, thì TSLĐ có thể được tài trợ bằng cả hai nguồn ngắn hạn và dài hạn.

- Nguồn vốn ngắn hạn bao gồm các nguồn vốn có thời gian hoàn trả ngắn thường trong vòng một năm hoặc một chu kỳ kinh doanh.
- Nguồn vốn dài hạn có thời gian hoàn trả dài hơn một năm hoặc không phải hoàn trả, như vậy nguồn dài hạn gồm cả nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn

Nguồn vốn ngắn hạn	Nguồn vốn dài hạn
1. Thời gian hoàn trả trong vòng một năm hoặc một chu kỳ kinh doanh của DN.	1. Thời gian hoàn trả dài hơn một năm hoặc không phải hoàn trả.
2. Không phải trả lãi cho một số khoản nợ ngắn hạn như nợ thuế Nhà nước, nợ lương người lao động, khoản thu trước của khách hàng, một bộ phận trong nợ phải trả nhà cung cấp...	2. Phần lớn các nguồn vốn dài hạn là nguồn tốn phí, DN phải trả lãi cho chủ nợ hoặc trả cổ tức cho cổ đông
3. Chi phí của các nguồn vốn ngắn hạn thường thấp hơn nguồn vốn dài hạn	3. Chi phí của nguồn vốn dài hạn thường cao hơn nguồn vốn ngắn hạn
4. Nguồn vốn ngắn hạn nhận được chủ yếu dưới hình thức vay, mua chịu hàng hóa.	4. Nguồn vốn dài hạn nhận được có thể bằng cách vay ngân hàng, phát hành trái phiếu hoặc huy động từ chủ sở hữu: góp vốn, bán cổ phần.
5. Các công cụ của nguồn vốn ngắn hạn được mua bán trên thị trường tiền tệ.	5. Các công cụ của nguồn vốn dài hạn được mua bán trên thị trường vốn.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### 3.2.2 Chiến lược tài trợ

#### Lựa chọn chiến lược tài trợ

Có nhiều chiến lược tài trợ, dưới đây trình bày ba chiến lược thường được các DN sử dụng

Chiến lược sử dụng nguồn vốn phù hợp với đời sống của tài sản – Hedging

Chiến lược thận trọng

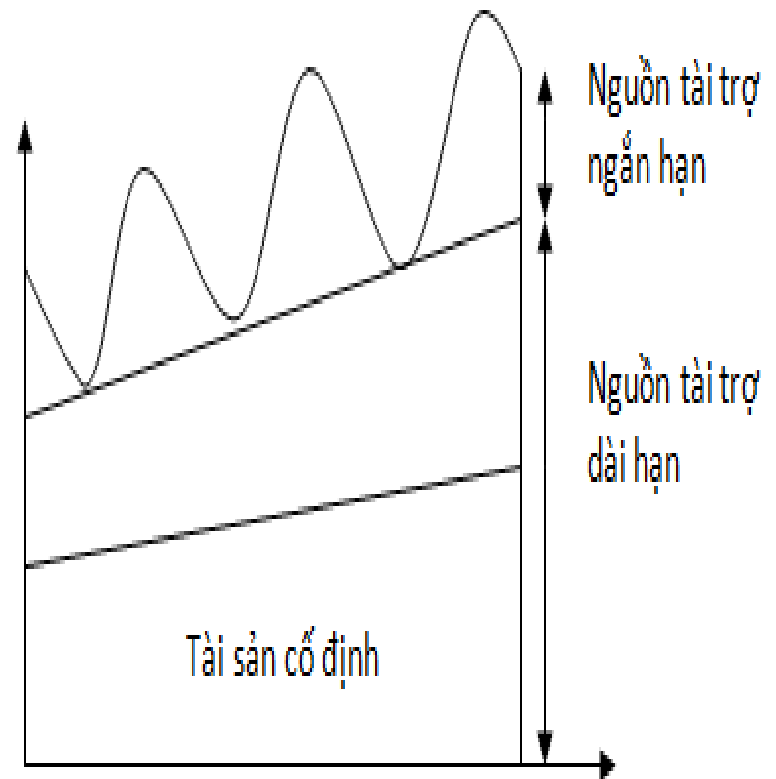
Chiến lược mạo hiểm

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chiến lược sử dụng nguồn vốn phù hợp đời sống tài sản – Hedging

Để đảm bảo sự cân bằng tài chính, tài sản phải được tài trợ bằng những nguồn vốn có thời gian đáo hạn ít nhất bằng với thời gian tồn tại của tài sản đó. Chẳng hạn hàng tồn kho kỳ vọng bán hết trong 20 ngày được tài trợ bằng khoản vay ngắn hạn trong 20 ngày, thiết bị dự kiến sử dụng trong 6 năm được tài trợ bằng khoản vay dài hạn có thời hạn trên 6 năm.

Chiến lược hedging được hoạch định dựa trên quan điểm này. Theo đó, tài sản thường xuyên được tài trợ hoàn toàn bằng nguồn vốn dài hạn, tài sản tạm thời được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn có thời hạn phù hợp. Hình bên mô tả chiến lược này, theo đó toàn bộ TSLĐ thường xuyên được tài trợ bởi vốn lưu động ròng, TSLĐ tạm thời được tài trợ bằng các khoản nợ ngắn hạn không phải trả lãi và các khoản vay ngắn hạn ngân hàng.



Chiến lược Hedging

## 3.2 Chiến lược tài trợ

Chiến lược sử dụng nguồn vốn phù hợp đời sống tài sản – Hedging

Ưu điểm nổi bật của chiến lược này là đảm bảo cho vốn huy động phù hợp với nhu cầu vốn tại mọi thời điểm, tránh được tình trạng thừa vốn tạm thời, do vậy mà giảm được chi phí sử dụng vốn. Lợi thế này có được nhờ tính linh hoạt của nguồn vốn ngắn hạn, khi các tài sản lưu động tạm thời tăng, DN huy động các nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ, khi tài sản tạm thời giảm các nguồn vốn này rồi được sử dụng để trả bớt nợ vay ngắn hạn.

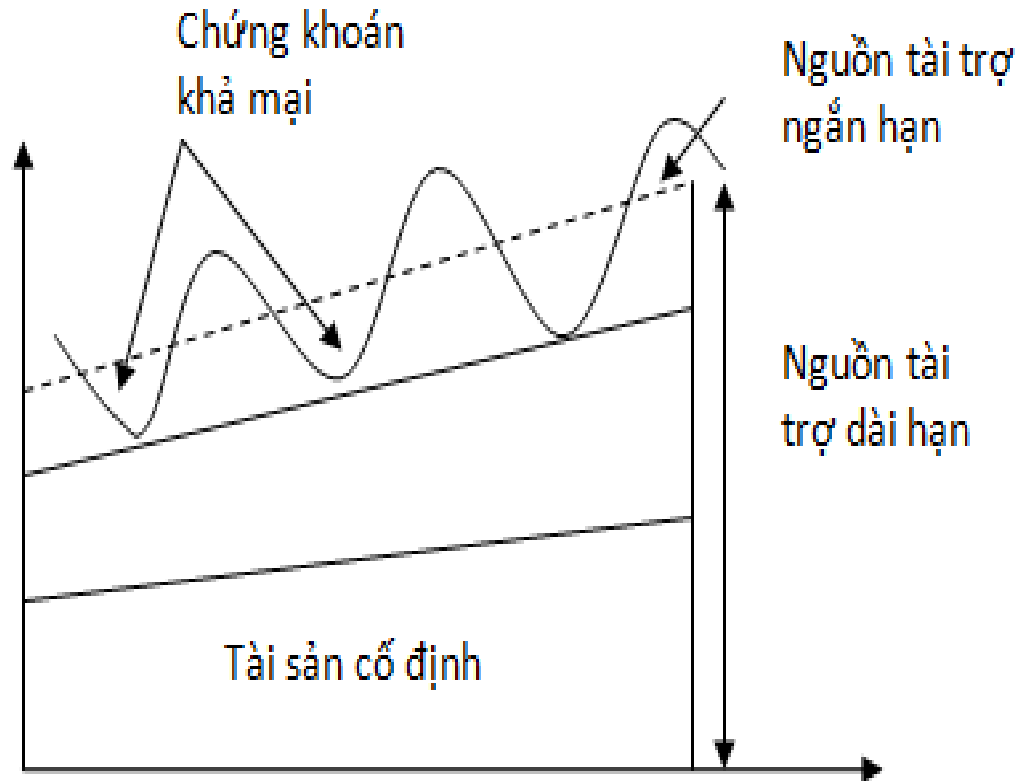
Hạn chế đáng lưu ý của chiến lược hedging là rủi ro khá cao, mặc dù đã tạo ra sự phù hợp về thời hạn giữa TSLĐ tạm thời và nợ ngắn hạn, song trực trặc vẫn có thể xảy ra khi thời gian chuyển hóa ra tiền của tài sản dài hơn dự kiến, lúc đó DN sẽ không thanh toán được nợ đúng hạn.

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chiến lược thận trọng

Hình bên mô tả chiến lược này. Ở đây DN sử dụng nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho toàn bộ TSLĐ thường xuyên và một phần TSLĐ tạm thời, đường ngắt quãng nằm trên đường chỉ tài sản thường xuyên.

Ở mức thận trọng cao nhất, DN sử dụng nguồn vốn dài hạn tài trợ toàn bộ TSLĐ tạm thời, tức là toàn bộ nhu cầu vốn.



**Chiến lược thận trọng**

## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chiến lược thận trọng

Ưu điểm chính của chiến lược này là rủi ro thấp, DN không phải lo thanh toán các khoản nợ ngắn hạn, vì sử dụng ít hoặc không sử dụng nguồn vốn ngắn hạn.

Tuy vậy chiến lược thận trọng có những hạn chế quan trọng sau

- Chi phí sử dụng vốn rất cao, một mặt do chi phí của nguồn vốn dài hạn cao hơn nguồn ngắn hạn, mặt khác do DN phải trả chi phí sử dụng vốn cho nguồn vốn dư thừa xuất hiện ở các thời kỳ nhu cầu vốn thấp hơn nguồn vốn huy động. Để giảm bớt thiệt hại DN có thể sử dụng số tiền nhàn rỗi này để đầu tư vào chứng khoán thanh khoản cao.
- Tính linh hoạt thấp, DN khó điều chỉnh cơ cấu tài chính do sử dụng ít hoặc không sử dụng nguồn vốn ngắn hạn.

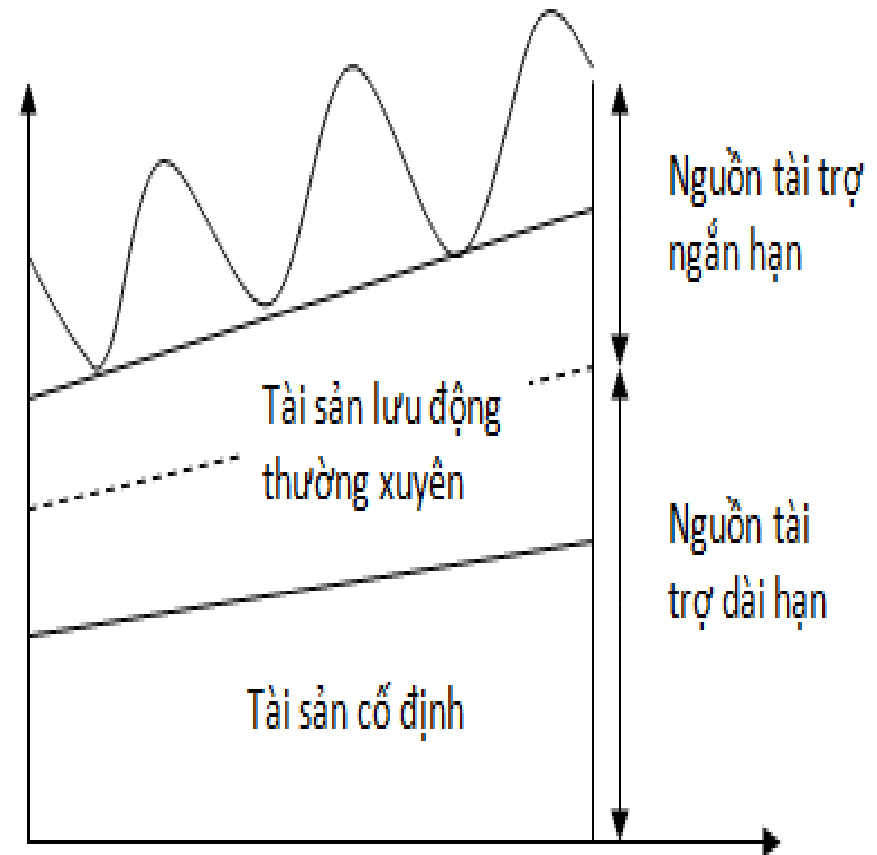
## 3.2 Chiến lược tài trợ

### Chiến lược mạo hiểm

Hình bên mô tả chiến lược này. Theo đó, DN sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ một phần hoặc toàn bộ cho TSLĐ thường xuyên, thậm chí là tài trợ một phần cho tài sản cố định, vốn lưu động ròng có thể bằng 0 hoặc âm.

Đường ngắt quãng sẽ nằm dưới đường chỉ TSLĐ thường xuyên hoặc dưới cả đường chỉ tài sản cố định.

Nhược điểm chính của chiến lược này là rủi ro cao, DN phải thường xuyên gia hạn các khoản nợ ngắn hạn với lãi suất cao hơn, nếu không họ sẽ bị tuyên bố phá sản. nhưng đổi lại họ lại ở được hưởng nguồn vốn có chi phí thấp hơn.



Chiến lược mạo hiểm



## **3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn**

3.3.1 Nợ tích lũy

3.3.2 Tín dụng thương mại

3.3.3 Vay ngắn hạn

3.3.4 Thương phiếu

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

Nguồn tài trợ ngắn hạn là các khoản nợ DN sử dụng phải hoàn trả trong vòng một năm, kể từ ngày nhận được chúng.

Nguồn tài trợ này bao gồm nhiều nguồn khác nhau và được chia làm hai loại là nguồn tài trợ không do vay mượn và vay mượn.

Nguồn tài trợ ngắn hạn không do vay mượn là những nguồn vốn tự động phát sinh trong quá trình kinh doanh của DN bao gồm các khoản như

- Nợ tích lũy
- Tín dụng thương mại và khoản thu trước của khách hàng

Nguồn ngắn hạn đi vay bao gồm

- Vay ngân hàng
- Thương phiếu

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.1 Nợ tích lũy

Nợ tích lũy là những khoản nợ DN chiếm dụng một cách hợp lệ, hợp pháp và thường xuyên để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Đây thực chất là những khoản phải nộp, phải trả nhưng chưa tới kỳ hạn thanh toán.

Các khoản chủ yếu của nợ tích lũy là

- Nợ lương của nhân viên
- Nợ thuế của Chính phủ
- Tiền điện, nước chưa thanh toán.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.1 Nợ tích lũy

Lương của nhân viên thường được DN trả sau khi họ đã cung ứng sức lao động. Việc trả lương có thể theo tuần, nhưng phổ biến là trả theo định kỳ mỗi tháng hai lần, tạm ứng vào giữa tháng và thanh toán vào đầu tháng sau. Như vậy, DN chiếm dụng số tiền này trong khoảng thời gian giữa hai kỳ trả lương.

DN nộp các khoản thuế giá trị gia tăng, thuế TNDN tạm tính, bảo hiểm xã hội và thuế thu nhập cá nhân từ tiền lương của nhân viên theo tuần, tháng hoặc theo quý, do vậy họ chiếm dụng được số tiền này trong khoảng thời gian giữa hai kỳ nộp thuế.

Các khoản tiền điện và nước phải trả cho các công ty điện và nhà máy nước, được thanh toán mỗi tháng một lần, nhưng DN chỉ thanh toán các khoản này sau khi đã nhận được các dịch vụ được cung ứng, do vậy họ cũng chiếm dụng được tiền của các công ty này.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.1 Nợ tích lũy

Nợ tích lũy có các đặc trưng cơ bản sau

Tương đối ổn định

Thay đổi theo quy mô hoạt động của DN

Không phải trả lãi cho những khoản nợ chưa đến kỳ hạn thanh toán

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.1 Nợ tích lũy

#### **Tương đối ổn định**

Tính tương đối ổn định của nợ tích lũy có nguồn gốc từ việc thanh toán nợ được thực hiện theo các định kỳ cố định và quy mô ổn định của nó.

Do tính chất ổn định nên nợ tích lũy được xem là nguồn tài trợ thường xuyên. Ở Việt Nam trước đây, khoản chiếm dụng tiền lương được định mức và được xem là nguồn vốn coi như tự có của DN.

Ví dụ

Chẳng hạn, DN của bạn có tổng quỹ lương phải trả hàng tháng 300 trđ, được thanh toán một tháng 2 lần theo định kỳ 15 ngày, như vậy nợ phải trả trung bình về tiền lương là  $(300/30 \text{ ngày}) \times (15/2) = 75 \text{ trđ}$ .

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.1 Nợ tích lũy

#### **Thay đổi theo quy mô hoạt động của DN**

Khi quy mô hoạt động tăng, chi phí tiền lương, bảo hiểm xã hội và thuế phải nộp cũng tăng theo, do vậy các khoản nợ tích lũy cũng tự động tăng theo.

Ngược lại khi thu hẹp sản xuất các khoản này cũng tự động giảm.

**Ví dụ**

Chẳng hạn, do mở rộng quy mô hoạt động, mức sản xuất và doanh thu ở DN của bạn tăng gấp đôi, do vậy tổng quỹ lương phải trả mỗi tháng tăng từ 300 trđ lên 600 trđ, nợ tích lũy về tiền lương trung bình  $= 150 \text{ trđ} = (600 / 30 \text{ ngày}) * (15 / 2)$ .

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.1 Nợ tích lũy

**Không phải trả lãi cho những khoản nợ chưa đến kỳ hạn thanh toán**

Nợ tích lũy là nguồn tài trợ hoàn toàn miễn phí, do vậy những DN có nợ tích lũy lớn được xem là một lợi thế, vì DN sẽ giảm bớt nguồn vốn phải trả phí được huy động từ chủ nợ và chủ sở hữu. Tuy vậy ở hầu hết các DN, nợ tích lũy chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng các nguồn tài trợ ngắn hạn.



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Tín dụng thương mại là quan hệ tín dụng giữa các DN, được thực hiện dưới hình thức mua bán chịu hàng hóa. Một DN có thể thông qua hình thức mua chịu để có hàng hóa, nguyên vật liệu cho sản xuất kinh doanh, thay vì phải sử dụng vốn tự có hoặc vay ngân hàng để thanh toán ngay cho nhà cung cấp. Như vậy, nhà cung cấp trở thành người cấp tín dụng cho DN.

Trên bảng cân đối kế toán của DN mua chịu, nguồn tài trợ này được phản ánh ở mục “Phải trả cho người bán”.

Tín dụng thương mại là nguồn tài trợ quan trọng đối với hầu hết DN, nó có thể chiếm 20%, thậm chí vượt quá 40% tổng nợ ngắn hạn của một DN, tỷ lệ này đặc biệt cao ở các DN thuộc ngành thương mại và các DN có quy mô nhỏ.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Quy mô của tín dụng thương mại phụ thuộc vào thời hạn mua chịu và quy mô hoạt động của DN.

Ví dụ

- Giả sử một DN trung bình mua vào 20 trđ vật tư mỗi ngày, theo điều khoản mua chịu “net 30”, nợ phải trả trung bình sẽ là 600 trđ ( $=20 \times 30$  ngày).
- Nếu doanh thu tăng gấp đôi, dẫn tới lượng vật tư mua vào mỗi ngày cũng tăng gấp đôi, thì nợ phải trả sẽ tăng lên tới 1.200 trđ ( $=40 \times 30$  ngày).
- Lại giả sử nhà cung cấp cho phép mua chịu tới 40 ngày, lúc đó nợ phải trả trung bình của DN là 1.600 trđ ( $=40 \times 40$  ngày).

Như vậy cũng giống như nợ tích lũy, tín dụng thương mại là nguồn tài trợ tự động thay đổi theo quy mô hoạt động của DN.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Tín dụng thương mại có thể là nguồn vốn miễn phí hoặc tốn phí. Nếu nhà cung cấp không thực hiện chiết khấu thanh toán cho người mua, thì khoản tín dụng nhận được là miễn phí.

Ví dụ

Chẳng hạn trong ví dụ trên, với điều khoản “net 30” và lượng mua vào mỗi ngày 20 trđ, thì khoản tín dụng nhận được trung bình trong năm 600 trđ là miễn phí.

Tuy nhiên nếu nhà cung cấp thực hiện chiết khấu thanh toán thì vấn đề sẽ phức tạp hơn.

Để minh họa, ta xem ví dụ tiếp theo.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

#### Ví dụ

DN A mua vào mỗi ngày 100 đơn vị hàng hóa, với giá mua 1 trđ cho mỗi đơn vị hàng hóa, theo điều khoản “2/10 net 30”. Như vậy DN sẽ được hưởng chiết khấu 2% giá trị của hóa đơn mua hàng, nếu họ trả tiền trong vòng 10 ngày kể từ ngày phát hành hóa đơn. Trường hợp không nhận chiết khấu DN có thể mua chịu tối đa 30 ngày kể từ ngày phát hành hóa đơn.

Với giá trị của đơn hàng là 100 trđ, DN sẽ chỉ phải trả 98 trđ vào ngày thứ 10 ( $=100 \times 98\%$ ), và trả 100 trđ vào ngày thứ 30.

Rõ ràng là để sử dụng số tiền 98 trđ trong thời gian 20 ngày, từ ngày 10 tới ngày 30, DN A phải trả chi phí 2 trđ ( $=100 - 98$ ), lãi suất trong 20 ngày là 2,04% ( $=2/98$ ), do vậy theo phương pháp lãi đơn lãi suất của khoản tín dụng này là 37,2%/năm ( $=2,04\% \times 365/20$ ).

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Chi phí của  
tín dụng  
thương mại

=

x

Tỷ lệ chiết khấu

1 - Tỷ lệ chiết khấu

365

Số ngày mua chịu - Số ngày được hưởng CK

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Ví dụ

Lãi suất 37,2%/năm là danh nghĩa, nếu tính theo phương pháp lãi ghép thì lãi suất hiệu dụng của khoản tín dụng này sẽ cao hơn.

Lãi suất hiệu dụng năm  $44,6\%/năm = (1 + 2,04\%)^{365/20} - 1$

Ở một cách tiếp cận khác, lãi suất danh nghĩa của tín dụng thương mại được xác định với lập luận như sau: Nếu trả vào ngày 10, giá mua thực một đơn vị hàng hóa là 0,98 trđ ( $= 1 - (1 - 2\%)$ ).

Nếu trả vào ngày thứ 30 công ty phải trả thêm 0,02 trđ tiền lãi.

DN A mua vào mỗi ngày 100 đơn vị hàng hóa, nếu trả vào ngày 10 khoản phải trả người bán bình quân là 980 trđ ( $= 100 \times 0,98 \times 10$  ngày), đây là tín dụng thương mại miễn phí.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Ví dụ

Nếu chấp nhận mua chịu tới ngày thứ 30, khoản phải trả người bán bình quân  $= 2.940 \text{ trđ} (= 100 * 0,98 * 30 \text{ ngày})$

Như vậy khoản phải trả người bán đã tăng thêm 1.960 trđ  $(= 2.940 - 980)$ . Đây là khoản tín dụng phải trả phí, vì để nhận khoản tín dụng tăng thêm này DN đã phải trả lãi  $= 730 \text{ trđ} (= 100 * 365 * 0,02)$ .

Do vậy lãi suất danh nghĩa của khoản tín dụng tăng thêm hay chi phí của tín dụng thương mại  $= 37,2\% (= 730 / 1.960)$

Như vậy, nếu chỉ muốn sử dụng tín dụng thương mại miễn phí, DN A nên thanh toán tiền mua hàng vào cuối ngày thứ 10, còn nếu muốn sử dụng thêm phần tín dụng tốn phí họ nên thanh toán vào cuối ngày thứ 30.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Tuy nhiên trước khi quyết định, DN cần phải xem xét chi phí của các nguồn tài trợ ngắn hạn khác. Nếu không kiếm được nguồn tài trợ nào khác có chi phí thấp hơn, DN mới nên sử dụng tới tín dụng thương mại tốn phí. Trong trường hợp này, DN phải so sánh lãi suất hiệu dụng của các nguồn tài trợ.

Ví dụ

DN A có thể vay ngắn hạn từ ngân hàng với lãi suất công bố (APR) 18%/năm, ghép lãi theo tháng, với điều kiện như vậy lãi suất hiệu dụng của khoản vay ngân hàng chỉ là  $19,6\% = (1 + (18\%/12))^{12} - 1$ , trong khi lãi suất hiệu dụng của tín dụng thương mại là 44,6%/năm.

Trong trường hợp này DN A nên vay ngân hàng để trả tiền mua hàng vào ngày thứ 10 thay vì sử dụng tín dụng thương mại.



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Để giảm bớt chi phí của tín dụng thương mại, DN có thể trì hoãn thanh toán một vài ngày.

Ví dụ

Trở lại ví dụ trên, nếu DN A trì hoãn thanh toán tới ngày thứ 35, thì lãi suất danh nghĩa TDTM là  $29,8\%/năm = (2,04\%/25) \times 365$  ngày.

Tuy vậy giải pháp này nên áp dụng có giới hạn, bởi lẽ việc trì hoãn thanh toán quá thường xuyên và dài ngày sẽ làm giảm vị thế tín dụng của DN, DN có thể bị phạt chậm thanh toán hoặc bị xếp vào nhóm các DN không đủ tiêu chuẩn mua chịu.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Tín dụng thương mại là phương thức tài trợ tiện lợi và linh hoạt trong kinh doanh. Một DN tiềm lực tài chính yếu, chưa đủ tiêu chuẩn để nhận được các khoản vay từ ngân hàng vẫn có thể mua chịu hàng hóa của nhà cung cấp. Mặt khác tín dụng thương mại còn tạo điều kiện phát triển quan hệ hợp tác kinh doanh lâu bền giữa DN với nhà cung cấp, buộc nhà cung cấp có trách nhiệm với hàng hóa của mình sau khi hàng đã bán cho DN.

Tuy vậy phương thức tài trợ này cũng có những hạn chế đáng lưu

Chi phí cao và không rõ ràng.

Điều này là hợp lý, bởi nhà cung cấp phải chịu rủi ro cao khi thực hiện cấp tín dụng cho người mua, hơn nữa họ phải tốn chi phí cho việc theo dõi và thu hồi nợ.

Khối lượng tín dụng bị hạn chế, một mặt do sự hạn chế tiềm lực tài chính của nhà cung cấp, mặt khác do tín dụng được cấp là hàng hóa chứ không phải là tiền.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.2 Tín dụng thương mại

Ví dụ

Tính chi phí của tín dụng thương mại danh nghĩa với thời hạn năm (365 ngày) theo phương pháp lãi đơn và phương pháp lãi ghép của một số điều kiện chiết khấu sau và nhận xét

Số ngày cấp tín dụng thực tế	Số ngày trì hoãn	Điều kiện tín dụng		
		“2/10 net 30”	“3/15 net 30”	“4/15 net 30”
30	0			
35	5			
40	10			
45	15			
50	20			

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

Vay ngắn hạn ngân hàng là những khoản vay có thời hạn sử dụng đến 12 tháng, đây là nguồn tài trợ ngắn hạn quan trọng đối với DN.

Khi sử dụng nguồn tài trợ này DN phải trả phí.

Đối với một ngân hàng thương mại, cho vay ngắn hạn là nghiệp vụ chủ yếu, dư nợ và doanh số cho vay ngắn hạn thường chiếm trên 2/3 tổng số, còn lại dưới 1/3 tổng số là cho vay trung và dài hạn. Điều này là hợp lý vì ngân hàng thương mại là hạt nhân trên thị trường tiền tệ.

Khi vay tiền ngân hàng, các điều khoản của khoản vay phải được DN và ngân hàng thảo luận kỹ và phải được ghi rõ trong kế ước nhận nợ.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

Khế ước nhận nợ là một văn bản nêu rõ các điều khoản và điều kiện của một món vay.

Trong một bản khế ước thường bao gồm các điều khoản như số tiền vay, thời điểm đáo hạn, lãi suất, thời điểm trả lãi và vốn gốc.

Khế ước cũng nêu rõ các điều khoản nhằm bảo vệ cho ngân hàng như tài sản đảm bảo, bảo lãnh, những thỏa thuận hạn chế như: mức giới hạn của tỷ số nợ, tỷ số thanh toán hiện hành, tỷ số thanh toán lãi vay ...

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hạn mức tín dụng (Overdraft, Line of Credit)

Hạn mức tín dụng là một thỏa thuận giữa ngân hàng với DN vay vốn, chỉ rõ mức giới hạn tối đa của số tiền mà ngân hàng có thể cho DN vay trong một khoảng thời gian nhất định, thường là một năm.

**Ví dụ**

Chẳng hạn vào cuối tháng 12, ngân hàng thông báo cho giám đốc tài chính của DN biết rằng ngân hàng có thể cho DN vay tới mức cao nhất là 100 tỷ đồng trong suốt năm tới, chỉ cần DN đạt được các điều kiện để giải ngân (thủ tục và chứng từ cần thiết làm cơ sở giải ngân) và tiêu chuẩn rủi ro tín dụng.

Theo các điều kiện như vậy, giả sử ngày 12 tháng 01, giám đốc tài chính ký một giấy nhận nợ với số tiền 20 tỷ đồng trong thời gian 90 ngày để trả tiền mua nguyên vật liệu. Như vậy DN đã sử dụng hết 20 tỷ đồng của hạn mức 100 tỷ, nợ gốc và lãi của khoản vay sẽ được trả theo nhiều kỳ hạn hoặc trả một lần vào thời điểm đáo hạn (ngày 12 tháng 4). Trước khi khoản vay đầu tiên được thanh toán, DN vẫn có thể vay thêm tối đa là 80 tỷ đồng vào bất cứ lúc nào. Việc vay và trả được thực hiện cho từng lần.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hạn mức tín dụng (Overdraft, Line of Credit)

Phương thức tài trợ theo hạn mức tín dụng đem lại cho DN sự tiện lợi và chủ động trong việc huy động vốn để bù đắp sự thiếu hụt tạm thời về ngân quỹ.

Tuy vậy nó cũng có thể gây ra những trục trặc cho DN, bởi ngân hàng có thể từ chối cho vay tiếp phần còn lại của hạn mức khi họ không đủ vốn để cho vay hoặc khoản vay không hội tụ đủ điều kiện để giải ngân.

Ta cần lưu ý thỏa thuận về hạn mức tín dụng giữa ngân hàng và DN là một cam kết không chính thức và không mang tính pháp lý. Thỏa thuận về hạn mức chính thức sẽ được trình bày ở phần tiếp theo.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hợp đồng tín dụng luân chuyển (Revolving credit agreement)

Hợp đồng tín dụng luân chuyển là một thỏa thuận chính thức giữa ngân hàng và DN theo đó ngân hàng tạo sẵn một khoản tín dụng ở một mức nào đó (hạn mức tín dụng) cho DN sử dụng trong suốt một thời kỳ nhất định.

Trong phạm vi còn lại của hạn mức tín dụng, DN có thể vay bất cứ lúc nào và không cần phải cung cấp các điều kiện cho việc giải ngân. Việc cho vay và thu nợ được thực hiện theo đối tượng tổng hợp chứ không theo từng lần với từng đối tượng cụ thể. Để thực hiện các giao dịch này, ngân hàng sẽ mở cho DN một tài khoản vãng lai để rút tiền khi có nhu cầu và nộp vào tài khoản này các khoản tiền thu được từ bán hàng. Như vậy tài khoản vãng lai vừa là tiền gửi lại vừa là tài khoản tiền vay, hay nói cách khác đây là loại tài khoản tiền gửi được phép rút tiền quá số dư (thấu chi).



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hợp đồng tín dụng luân chuyển (Revolving credit agreement)

Tiền lãi của phương thức tài trợ này được tính trên cơ sở lãi suất thỏa thuận và tổng mức tín dụng DN đã sử dụng.

Tuy vậy, cần lưu ý lãi suất trên là danh nghĩa, vì ngoài tiền lãi phải trả cho mức tín dụng đã sử dụng, DN còn phải trả phí cam kết hàng năm bằng 0,25% tới 1% trên số tiền trong hạn mức mà DN không sử dụng. Điều này là hợp lý vì số tiền DN không sử dụng là số tiền ngân hàng đã dành sẵn cho họ và ngân hàng phải chịu trách nhiệm pháp lý nếu không cung cấp khoản tiền này cho DN.

Phí cam kết là một lý do làm cho lãi suất hiệu dụng cao hơn lãi suất danh nghĩa, ngoài ra còn một lý do nữa, đó là khi vay tiền theo hạn mức chính thức, DN phải duy trì một khoản ký quỹ trung bình trên tài khoản tiền gửi không hưởng lãi, khoản tiền ký quỹ này được gọi là số dư tiền gửi bù trừ, do vậy số tiền DN thực tế sử dụng thấp hơn số tiền họ được vay.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hợp đồng tín dụng luân chuyển (Revolving credit agreement)

##### Ví dụ

DN ABC là một DN lớn và có uy tín, năm 20XX DN đã thương lượng với ngân hàng một hợp đồng tín dụng luân chuyển với hạn mức tín dụng chính thức là 100 tỷ đồng, DN phải trả phí cam kết hàng năm bằng 1% trên hạn mức không sử dụng, lãi suất tính trên hạn mức đã sử dụng là 9%/năm, số dư tiền gửi bù trừ được tính bằng 5% trên tổng hạn mức cộng thêm 10% tính trên hạn mức đã sử dụng. Giả sử trong năm 20XX, số dư nợ bình quân trên tài khoản vẫn lại là 70 tỷ đồng, và do vậy số vốn trong hạn mức không sử dụng là 30 tỷ đồng.

Với các số liệu trên, hãy tính lãi suất hiệu dụng của các khoản vay theo hợp đồng tín dụng luân chuyển?

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

Hợp đồng tín dụng luân chuyển (Revolving credit agreement)

#### Lãi suất hiệu dụng của hợp đồng tín dụng luân chuyển (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Sử dụng 80% hạn mức
1.Lãi vay và phí cam kết	
Lãi vay	$80 \times 9\% = 7,2$
Phí cam kết	$20 \times 1\% = 0,2$
Cộng	7,4
2. Số tiền thực sử dụng	
Số tiền vay	70
Trừ số dư tiền gửi bù trừ	$100 \times 5\% + 80 \times 10\% = 13$
Số tiền thực sử dụng	57
3.Lãi suất hiệu dụng	$7,4 / 57 = 13\%$

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hợp đồng tín dụng luân chuyển (Revolving credit agreement)

Cũng giống như hạn mức tín dụng không chính thức, hợp đồng tín dụng luân chuyển là phương thức tài trợ ngắn hạn rất tiện lợi, thủ tục đơn giản, DN có thể nhận được tiền vay nhanh chóng với sự đảm bảo của ngân hàng, do vậy khả năng thanh toán của DN được cải thiện, nguồn tiền dùng để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn không chỉ từ việc chuyển đổi TSLĐ thành tiền, mà còn bao gồm cả hạn mức tín dụng DN chưa sử dụng.

Tuy vậy, đối với DN vay vốn, chi phí của nguồn tài trợ này khá cao do phải trả phí cam kết và phải duy trì số dư tiền gửi bù trừ, mặc dù lãi suất để tính lãi phải trả cho phần vốn vay đã sử dụng chỉ bằng hoặc thấp hơn mức lãi suất cơ bản của ngân hàng.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Hợp đồng tín dụng luân chuyển (Revolving credit agreement)

Trong phương thức cho vay theo hợp đồng tín dụng luân chuyển, các điều kiện và thủ tục vay vốn được nói lỏng, hoạt động kiểm tra của ngân hàng chủ yếu được thực hiện sau khi tiền vay đã được phát ra, do vậy DN vay vốn có thể sử dụng nguồn tài trợ này như là nguồn dài hạn để đầu tư tài sản thường xuyên.

Để tránh tình trạng này, ngân hàng có thể yêu cầu DN vay vốn phải thanh toán tất cả các món nợ ngắn hạn, tức là đưa số dư nợ trên tài khoản vãng lai về số 0 ít nhất là trong vòng một tháng mỗi năm. Đây là một bất lợi cho DN vay vốn.

Cho vay theo hợp đồng tín dụng luân chuyển thường chỉ áp dụng cho các DN lớn, có uy tín và có quan hệ tín dụng thường xuyên với ngân hàng.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Thư tín dụng (Letter of Credit)

Hình thức tài trợ này được sử dụng trong trường hợp DN thiếu vốn để nhập khẩu hàng hóa, nguyên vật liệu.

Trong các trường hợp như vậy, DN có thể đề nghị ngân hàng tài trợ, nếu chấp thuận, ngân hàng sẽ phát hành một thư tín dụng cam kết thanh toán giá trị L/C cho nhà xuất khẩu, thông qua ngân hàng đại diện của nhà xuất khẩu, khi và chỉ khi nhà xuất khẩu đáp ứng tất cả các điều khoản quy định trong nội dung L/C căn cứ vào bộ chứng từ ngoại thương được xuất trình.

Sau khi nhận được thông báo thư tín dụng đã được mở, nhà xuất khẩu sẽ gửi hàng cho DN (nhà nhập khẩu), việc thanh toán sẽ được thực hiện qua ngân hàng bên mua và ngân hàng bên bán. Sau khi việc thanh toán được hoàn tất, số tiền theo thư tín dụng sẽ chuyển thành khoản nợ của DN đối với ngân hàng đã phát hành thư tín dụng.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu

Các phương pháp tài trợ trên phần lớn là không có đảm bảo, do vậy ngân hàng chỉ sử dụng nó đối với các DN có tiềm lực tài chính mạnh, uy tín cao và triển vọng sáng sủa. Đa số các trường hợp, DN không được sử dụng các nguồn tài trợ này.

Tuy nhiên, nếu DN thiết lập được nguồn trả nợ thứ hai bằng cách thế chấp tài sản hay bảo lãnh, thì họ sẽ dễ dàng nhận được tiền vay từ ngân hàng. Nhiều DN đủ điều kiện vay tín chấp vẫn có thể xin vay bằng cách thế chấp tài sản, nếu điều đó giúp họ giảm chi phí sử dụng vốn.

Do các khoản vay là ngắn hạn, nên tài sản thế chấp thường là các tài sản có tính thanh khoản cao, có thể chuyển thành tiền trong thời gian ngắn như chứng khoán, nợ phải thu và hàng tồn kho. 386

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu

Nếu sản phẩm của DN đã có chỗ đứng vững chắc trên thị trường, khách hàng mua chịu hàng của DN có tình hình tài chính vững mạnh và có uy tín, ngân hàng sẵn sàng cho DN vay tiền trên cơ sở thế chấp các khoản phải thu.

Nếu DN không thanh toán được nợ, ngân hàng sẽ dùng số tiền thu được từ các khoản phải thu để thu hồi nợ. Nếu không đủ, DN vẫn phải có trách nhiệm trả hết số nợ còn thiếu. Tuy các khoản phải thu đã thế chấp cho ngân hàng, nhưng trách nhiệm thu hồi nợ và gánh chịu rủi ro do khách hàng không trả được nợ vẫn thuộc về DN.



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu

Để nhận được tài trợ, trước tiên DN và ngân hàng phải thông qua một thỏa thuận mang tính pháp lý, quy định cụ thể các điều kiện, thủ tục ràng buộc trách nhiệm và quyền lợi của hai bên.

Sau đó theo định kỳ DN sẽ gửi tới ngân hàng một tập bản sao các hóa đơn bán hàng, kèm theo giấy chuyển nhượng quyền sử dụng số tiền khách hàng nợ DN. Ngân hàng sẽ tiếp nhận và thẩm định kỹ từng hóa đơn, những hóa đơn không đủ những điều kiện sẽ không được chấp thuận làm đảm bảo, những hóa đơn còn lại được dùng để xác định số tiền DN được vay theo một tỷ lệ đã được thỏa thuận, thường trong khoảng từ 20 % đến 80% giá trị các khoản phải thu.

Hàng ngày số tiền thu được từ khách hàng trên các hóa đơn đã thế chấp sẽ phải nộp vào một tài khoản thế chấp đặc biệt, đặt dưới sự giám sát của ngân hàng và theo định kỳ số tiền này sẽ dùng để trả bớt nợ vay.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu

Phần lớn các khoản vay thế chấp bằng nợ phải thu thuộc diện không thông báo cho khách hàng của DN, bởi lẽ DN vay vốn thường không muốn khách mua hàng biết tình trạng nợ nần của mình.

Nếu thỏa thuận thuộc loại phải thông báo, ngân hàng sẽ thông báo cho khách hàng về thỏa thuận thế chấp giữa hai bên và đề nghị khách hàng trả tiền trực tiếp vào tài khoản tại ngân hàng.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu

Vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu là phương thức tài trợ khá linh động, khi doanh thu tăng, nợ phải thu sẽ tăng theo, mức thế chấp bằng nợ phải thu tăng và số tiền được vay ngân hàng sẽ nhiều hơn.

Như vậy, phương thức tài trợ này cho phép DN gia tăng được mức bán ngay cả khi nguồn tài chính của họ eo hẹp. Tuy vậy chi phí của nguồn tài trợ này khá cao, vì ngân hàng phải tốn thời gian và chi phí cho việc thẩm định từng hóa đơn của khách hàng, đặc biệt là khi hóa đơn bán hàng có giá trị nhỏ nhưng số lượng lại quá nhiều.

Hơn nữa, nhiều DN cho rằng sử dụng phương thức tài trợ này là sự thú nhận và công khai tình trạng tài chính yếu kém của DN.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Bao thanh toán là kỹ thuật tài trợ cổ điển, theo đó tổ chức tài trợ (bên bao thanh toán) không chỉ tài trợ cho DN, mà còn đảm nhiệm việc thu hồi nợ phải thu và gánh chịu rủi ro trong hoạt động thanh toán. Tổ chức tài trợ thường là các công ty con của ngân hàng thương mại. Trong nghiệp vụ bao thanh toán, nhà tài trợ thực hiện ít nhất hai trong ba chức năng sau

- Tài trợ cho DN
- Theo dõi và thu hồi nợ
- Gánh chịu rủi ro không thanh toán

Tùy theo việc đảm nhận các chức năng của tổ chức tài trợ mà hình thành các dạng bao thanh toán khác nhau. Nếu nhà tài trợ đảm nhận cả ba chức năng thì đây là dạng bao thanh toán trọn gói.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Thủ tục và trình tự của bao thanh toán trọn gói như sau

- Trước tiên để nhận được sự tài trợ và dịch vụ đòi nợ của tổ chức tài trợ, DN và tổ chức tài trợ phải thông qua một thỏa thuận mang tính pháp lý ràng buộc nghĩa vụ và trách nhiệm của mỗi bên.
- Sau đó, mỗi khi nhận được đề nghị mua hàng trả chậm của khách hàng, DN sẽ thông báo và chuyển đến tổ chức tài trợ một bản chấp thuận bán chịu, tổ chức này sẽ thẩm định uy tín và tình trạng tài chính của khách hàng. Đây được xem là khâu kiểm tra trước, nếu được chấp thuận, DN sẽ gửi hàng cho người mua và thông báo cho họ trả tiền trực tiếp cho tổ chức tài trợ. Nếu việc thẩm định cho thấy khách hàng của DN không đủ uy tín để mua chịu, tổ chức tài trợ sẽ từ chối tài trợ. Trong trường hợp này, DN cũng nên từ chối đề nghị mua chịu hàng của khách hàng. Rõ ràng, kiểm tra trước là việc làm cần thiết để hạn chế rủi ro không chỉ cho tổ chức tài trợ, mà còn hạn chế rủi ro cho chính DN.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

- Sau khi hàng đã được gửi đi, DN (người bán) gửi cho tổ chức tài trợ bản sao hóa đơn bán hàng, tổ chức tài trợ sẽ ứng trước tiền cho doanh nghiệp, số tiền ứng trước được xác định căn cứ vào giá trị của khoản phải thu và tỷ lệ % đã được thỏa thuận trước, thông thường trong khoảng từ 75% đến 85%. Khoản ứng trước này sẽ phải chịu lãi, với lãi suất cao hơn lãi suất cơ bản của tổ chức tài trợ từ 2% tới 3%, trong khoảng thời gian tính từ thời điểm ứng trước tới thời điểm đáo hạn của nợ phải thu.
- Sau một khoảng thời gian nhất định theo thỏa thuận, tổ chức tài trợ sẽ trả nốt phần còn lại của nợ phải thu sau khi đã trừ hoa hồng phí và lãi tài trợ.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Một cách tài trợ khác, tổ chức tài trợ trả sẽ tiền ngay cho doanh nghiệp bằng cách chiết khấu khoản nợ phải thu.

Ví dụ

Để minh họa ta xem ví dụ sau

DN A nhận được một đề nghị mua hàng trả chậm của một khách hàng với giá trị đặt hàng 500 trđ, theo điều khoản “net 30”.

Tổ chức tài trợ chấp thuận tài trợ theo hình thức bao thanh toán trọn gói, hoa hồng cho việc theo dõi và thu nợ là 2% trên giá trị đơn hàng, số tiền tài trợ được nhận ngay theo phương pháp chiết khấu, với lãi suất chiết khấu 12%/ năm.

Từ các số liệu trên, tính số tiền DN A nhận được sẽ được?

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Số tiền dự trữ được tổ chức tài trợ giữ lại để đề phòng trường hợp có tranh chấp giữa người bán với người mua do hàng hóa hư hỏng, không đúng quy cách, chủng loại. Nếu không có tranh chấp, số tiền dự trữ sẽ được hoàn trả cho người bán, sau khi tổ chức tài trợ đã thu đủ tiền ở người mua.

Ví dụ

Số tiền được tài trợ trong BTT trọn gói (trđ)	
Chỉ tiêu	Số tiền
Giá trị đơn hàng	500
Chi phí tiền lãi	$500 \times 12\% / 12 = 5$
Hoa hồng	$500 \times 2\% = 10$
Khoản dự trữ	25
Số tiền được tài trợ	460

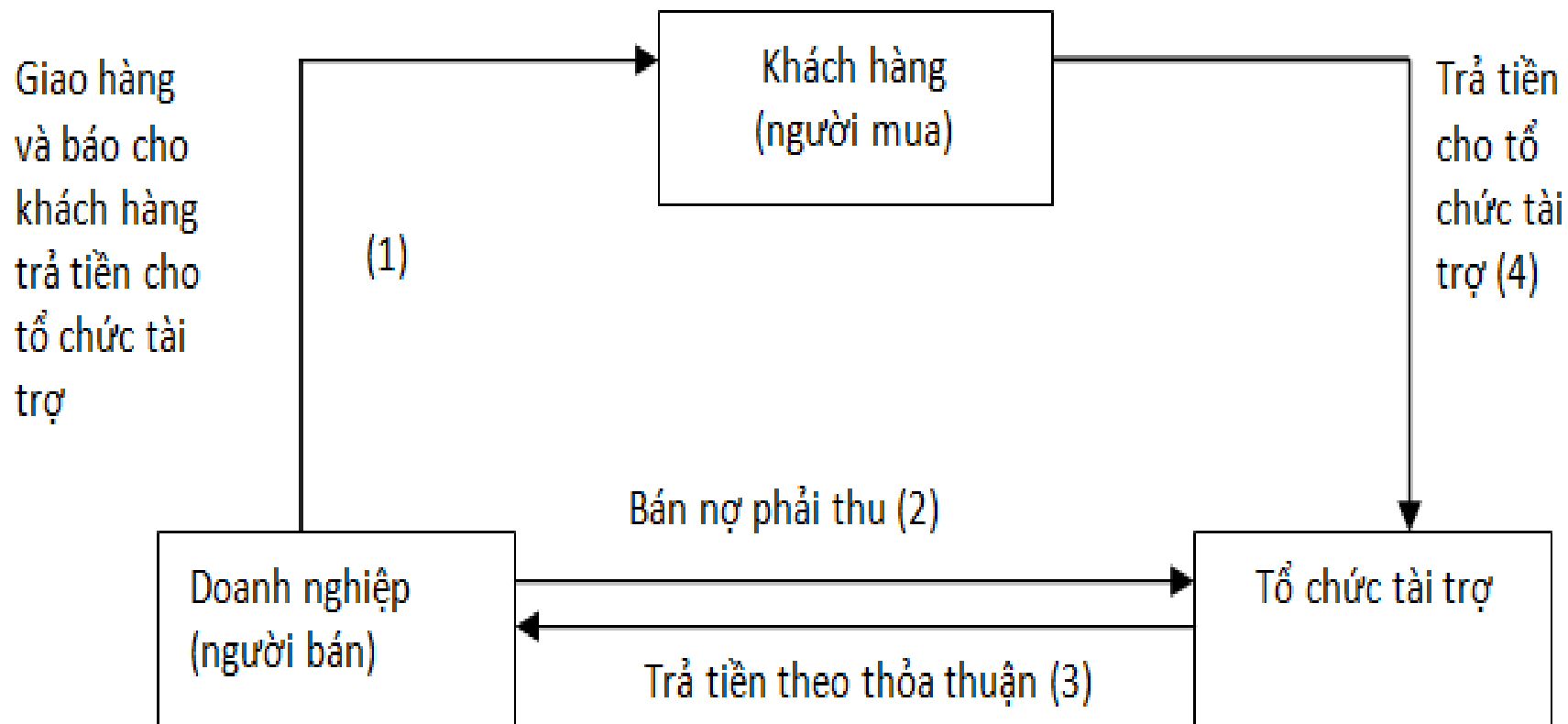


### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Bao thanh toán

##### Bao thanh toán trọn gói



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Một dạng khác của bao thanh toán là tổ chức tài trợ chỉ thực hiện hai chức năng là (1) thu hồi nợ và (2) gánh chịu rủi ro thanh toán, mà không tài trợ cho người bán, hình thức này được gọi là bao thanh toán kỳ hạn (Maturity Factoring).

Đối với các DN quy mô lớn, việc thẩm định khách hàng, theo dõi và thu hồi nợ thường được giao cho bộ phận chuyên trách đảm nhận, tuy nhiên ở các doanh nghiệp quy mô nhỏ, số lượng giao dịch không lớn việc thành lập một phận như vậy nhiều khi không hiệu quả bằng việc chuyển giao công việc đó cho một tổ chức chuyên nghiệp thực hiện và trả hoa hồng cho họ.

Các tổ chức chuyên nghiệp với kiến thức, kinh nghiệm và mối quan hệ hợp tác rộng rãi sẽ là người thẩm định uy tín và năng lực của người mua tốt hơn. Điều này sẽ giúp DN giảm được rủi ro trong việc bán chịu.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

Ví dụ

#### Bao thanh toán

Trình tự và thủ tục của bao thanh toán kỳ hạn không khác nhiều so với bao thanh toán trọn gói.

Điểm khác biệt cơ bản là, ngay ở thời điểm bán sao hóa đơn bán hàng được chuyển đến cho tổ chức tài trợ để theo dõi và thu nợ, tổ chức tài trợ không ứng tiền cho người bán, mà phải đến thời điểm đáo hạn của nợ phải thu, tổ chức này mới chuyển tiền cho người bán. Số tiền chuyển bằng giá trị của khoản phải thu trừ khoản hoa hồng được hưởng.

Trở lại ví dụ trên, giả sử DN A chỉ thỏa thuận cho tổ chức tài trợ thực hiện việc theo dõi, thu hồi nợ và gánh chịu rủi ro thanh toán, thì 30 ngày sau ngày phát hành hóa đơn tổ chức tài trợ phải chuyển cho DN A số tiền là 490 trđ ( $=500-10$ ).

Nếu tổ chức tài trợ chỉ thu được 400 trđ từ người mua, họ vẫn phải chuyển trả DN A 490 trđ. Như vậy, khoản tổn thất 10 trđ do không đòi được nợ, tổ chức tài trợ phải chịu.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Bao thanh toán

Một dạng nữa của bao thanh toán là tổ chức tài trợ chỉ thực hiện chức năng tài trợ và thu hồi nợ, mà không gánh rủi ro thanh toán, hình thức này được gọi là bao thanh toán kỳ hạn có truy đòi (With Recourse Maturity Factoring).

Như vậy, hình thức này gần giống với loại cho vay ngắn hạn thế chấp bằng nợ phải thu của ngân hàng thương mại, tổ chức tài trợ không mua đứt khoản nợ mà chỉ cho vay.

Do vậy nếu không thu được nợ từ người mua, thì người bán phải trả hết số nợ còn thiếu. Điểm khác biệt giữa hai hình thức tài trợ này là ở chỗ, một bên tổ chức tài trợ có thực hiện việc theo dõi và thu nợ, còn bên kia thì không. Trong trường hợp này để giảm rủi ro do không đòi được nợ, DN có thể mua bảo hiểm tín dụng.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Bao thanh toán không chỉ tài trợ và cung cấp dịch vụ thu nợ cho người bán trong các giao dịch thương mại trong nước, mà còn cho cả các DN xuất khẩu trong giao dịch ngoại thương, hoạt động này gọi là bao thanh toán quốc tế.

Trong bao thanh toán quốc tế, các chủ thể tham gia ngoài người bán (nhà xuất khẩu), người mua (nhà nhập khẩu) và tổ chức tài trợ (facto xuất khẩu), còn có sự tham gia của facto nhập khẩu.

Facto nhập khẩu thực hiện dịch vụ thẩm định uy tín và năng lực tài chính của nhà nhập khẩu theo đề nghị của facto xuất khẩu hoặc đứng ra bảo lãnh cho nhà nhập khẩu.

Facto xuất khẩu và facto nhập khẩu thường là các thành viên trong Hiệp Hội Quốc Tế các tổ chức Factoring.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Bao thanh toán

Bao thanh toán là phương thức tài trợ phát triển rất mạnh ở các nước phát triển, đặc biệt trong các giai đoạn bùng nổ giao dịch thương mại (nội thương và ngoại thương).

Đối với DN, bao thanh toán giúp họ nhanh chóng nhận được tiền từ các khoản bán chịu, giảm được thời gian và chi phí cho việc thẩm định, ghi chép và đòi nợ, quan trọng hơn giúp họ giảm được rủi ro.

Tuy vậy, bất lợi chính của phương thức tài trợ này là chi phí khá cao, hoa hồng trả cho dịch vụ thu nợ thường từ 1 tới 2% giá trị nợ phải thu, mặt khác phí tổn nhận tài trợ được tính với lãi suất cao hơn lãi suất cơ bản của tổ chức tài trợ từ 2 tới 3%, nếu DN nhận tiền ngay bằng cách chiết khấu, số tiền bị chiết khấu được tính trên toàn bộ giá trị của khoản nợ.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chiết khấu thương phiếu

Thay vì vay ngắn hạn ngân hàng thế chấp bằng khoản phải thu hay sử dụng hình thức bao thanh toán với mức chi phí cao, DN có thể sử dụng thương phiếu để chiết khấu trên thị trường tiền tệ.

Chiết khấu thương phiếu là nghiệp vụ tín dụng ngắn hạn, theo đó doanh nghiệp sẽ chuyển nhượng thương phiếu (lệnh phiếu và hối phiếu) chưa đáo hạn cho ngân hàng để nhận một số tiền bằng mệnh giá của thương phiếu trừ lãi chiết khấu và hoa hồng phí.

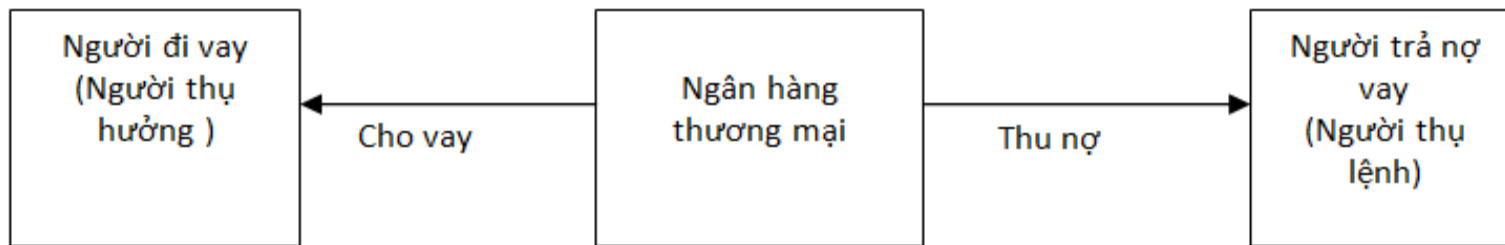
Nếu kí hiệu  $M$  là mệnh giá thương phiếu,  $r$  là lãi suất chiết khấu (năm),  $t$  là số ngày chiết khấu và  $H$  là hoa hồng phí,  $V$  là số tiền DN nhận được khi thực hiện chiết khấu sẽ được tính bằng công thức

$$V = M - \frac{M \times r \times t}{360} - H$$

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chiết khấu thương phiếu



Ví dụ

Một hồi phiếu xin chiết khấu có mệnh giá 100 trđ, lãi suất chiết khấu 8%/năm, số ngày chiết khấu 45 ngày, hoa hồng phí là 1 trđ. Số tiền DN nhận được khi thực hiện chiết khấu là 98 trđ

$$100 - (100 \times 8\% \times 45) / 360 - 1 = 98 \text{ trđ}$$

Trong phương pháp trên, lãi chiết khấu được tính trên mệnh giá của hồi phiếu (M), chứ không phải trên số tiền DN thực nhận.

Trong khi đó, số tiền DN nhận được thấp hơn mệnh giá hồi phiếu.

Do vậy lãi suất hiệu dụng DN phải chịu cao hơn lãi suất chiết khấu (r).<sup>403</sup>



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chiết khấu thương phiếu

So với phương thức tài trợ bằng bao thanh toán trọn gói, trong chiết khấu thương phiếu ngân hàng chỉ tài trợ và thu hồi nợ chứ không gánh chịu rủi ro, do vậy nếu người thụ lệnh không thanh toán, ngân hàng được phép truy đòi ở những người liên đới trách nhiệm

Chiết khấu thương phiếu là một trong những phương thức tài trợ cổ điển của các ngân hàng thương mại, hiện nay phương thức tài trợ này vẫn đang được sử dụng rộng rãi ở những nước có nền kinh tế thị trường phát triển. Ở Việt Nam, do môi trường pháp lý cho các giao dịch bán chịu và chuyển nhượng thương phiếu chưa hoàn thiện, nên chiết khấu thương phiếu chưa được phổ biến rộng rãi.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn cầm cố bằng hàng hóa

DN có thể vay ngắn hạn từ ngân hàng và các công ty tài chính bằng cách cầm cố hàng hóa thuộc quyền sở hữu của DN.

Số tiền tối đa được vay tùy thuộc mức rủi ro, sự ổn định giá cả và khả năng chuyển đổi ra tiền của các loại hàng hóa này.

Những mặt hàng lâu bền và dễ nhận diện như xe hơi, ti vi ... thường được xem là tài sản tốt cho việc cầm cố, sản phẩm dễ dàng và hàng hóa khó bảo quản hoặc thời hạn sử dụng ngắn như thủy hải sản tươi sống, hoa quả tươi ... thường không được nhận làm tài sản cầm cố.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn cầm cố bằng hàng hóa

Việc quản lý hàng hóa cầm cố có thể thực hiện theo các cách như quản lý tại kho riêng của ngân hàng, tại kho của DN vay vốn hoặc tại kho của bên thứ ba.

**Quản lý tại kho riêng của ngân hàng** đòi hỏi DN vay vốn phải chuyển hàng vào kho của ngân hàng và chỉ được nhận lại chúng sau khi đã thanh toán xong nợ gốc và lãi vay cho ngân hàng, giúp ngân hàng nắm chắc được hàng hóa cầm cố, nhưng họ sẽ phải gánh chịu rủi ro do hàng hóa cầm cố bị hư hỏng, mất mát, hơn nữa ngân hàng phải tốn chi phí khá cao cho việc lưu giữ hàng. Đối với người đi vay, việc chuyển hàng hóa vào kho riêng của ngân hàng cũng sẽ tốn chi phí, nếu người vay ở xa ngân hàng và hàng hóa thuộc loại khó di chuyển. Do vậy, cách quản lý này hiện nay ít được các ngân hàng sử dụng. Quản lý hàng cầm cố tại kho của DN vay vốn sẽ giúp ngân hàng và DN khắc phục được phần nào các hạn chế trên.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn cầm cố bằng hàng hóa

**Quản lý hàng cầm cố tại kho của DN** đòi hỏi ngân hàng phải ký hợp đồng thuê kho với DN và đăng ký hợp đồng thuê kho với cơ quan quản lý nhà nước có thẩm quyền, việc làm này nhằm khẳng định hàng hóa trong kho đã được đặt dưới sự quản lý của ngân hàng. Hàng hóa cầm cố phải được gửi vào kho biệt lập và phải thông báo công khai tính chất của kho hàng. Ngân hàng là người duy nhất nắm giữ chìa khóa và được phép vào kho.

**Quản lý hàng cầm cố tại kho của bên thứ ba.** Ngân hàng cũng có thể ủy thác việc quản lý hàng hóa cầm cố cho công ty kho hàng độc lập, trong trường hợp này ngân hàng và công ty kho hàng phải ký kết hợp đồng cầm cố nhằm đảm bảo chắc chắn rằng hàng hóa sẽ không thể xuất kho nếu không được phép của ngân hàng.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Vay ngắn hạn cầm cố bằng hàng hóa

Trong cả ba trường hợp trên, ngân hàng là người trực tiếp quản lý hoặc ủy thác việc quản lý hàng hóa cầm cố, do vậy họ phải gánh chịu các tổn thất như: hàng hóa cầm cố bị thất thoát, hư hỏng, thiên tai, hỏa hoạn, ... mặt khác ngân hàng cũng là người phải chịu phí tổn cho việc lưu giữ và bảo quản hàng hóa trong kho. Có một phương pháp khác giúp họ tránh được những bất lợi trên là thực hiện chiết khấu ký hóa phiếu.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chiết khấu ký hóa phiếu

Chiết khấu ký hóa phiếu là phương pháp cho vay ngắn hạn được đảm bảo bằng quyền về tài sản xuất phát từ hợp đồng ký thác hàng hóa giữa DN vay vốn và công ty kho hàng.

Công ty kho hàng là tổ chức kinh tế độc lập có tư cách pháp nhân được luật pháp cho phép cung cấp dịch vụ lưu giữ và bảo quản hàng hóa, đây là tổ chức nhận ký gửi hàng hóa của các doanh nghiệp.

Để thực hiện chức năng này công ty kho hàng phải có hệ thống kho an toàn và không được kinh doanh mua, bán hàng hóa.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chiết khấu ký hóa phiếu

Chiết khấu ký hóa phiếu cho phép các DN dễ dàng nhận được nguồn tài trợ ngắn hạn từ ngân hàng.

Mặc khác việc sử dụng dịch vụ lưu trữ và bảo quản hàng hóa của công ty kho hàng chuyên nghiệp còn giúp giảm bớt các hao hụt mất mát trong quá trình bảo quản.

Tuy vậy hạn chế quan trọng nhất của phương thức này là chi phí khá cao, do vậy nó không thích hợp đối với DN có quy mô nhỏ, lượng hàng lưu trữ không nhiều.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chiết khấu ký hóa phiếu

Đối với các ngân hàng thương mại, chiết khấu ký hóa phiếu là phương thức tài trợ ít rủi ro, bởi khoản vay được đảm bảo bằng hàng hóa ký thác tại kho của công ty kho hàng độc lập, hơn nữa ngân hàng thương mại có thể tạo thêm nguồn vốn để cho vay thông qua việc tái chiết khấu của ngân hàng trung ương.

Tuy vậy, chiết khấu ký hóa phiếu không loại bỏ hoàn toàn rủi ro, nhất là khi doanh nghiệp vay vốn chủ tâm lừa đảo. Bài học mà các ngân hàng Mỹ qua vụ lừa đảo của công ty Allied Crude Vegetable Oil Refining là một ví dụ. Công ty đã vay của các ngân hàng gần 200 triệu đô la và thế chấp bằng biên nhận lưu kho do công ty kho hàng phát hành, sự tặc trách của công ty kho hàng trong khâu kiểm nhận đã không phát hiện ra một sự thật các thùng hàng của công ty Allied không chứa dầu salad mà chứa nước biển, nước xà phòng và chất thải. Vụ lừa đảo này đã làm công ty kho hàng phá sản và các ngân hàng mất gần 200 triệu đô la.



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Chi phí sử dụng vốn vay ngắn hạn từ ngân hàng phụ thuộc vào tình trạng tài chính của DN vay vốn, nếu DN của bạn được ngân hàng đánh giá tốt hoặc được các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm như Standard & Poor Corporation (S&P), Moody's Investors Services (Moody's) xếp hạng tín nhiệm cao, thì lãi suất vay sẽ thấp và ngược lại. Ở Mỹ, các công ty lớn và uy tín thường được vay với lãi suất cơ bản, thậm chí thấp hơn lãi suất cơ bản của ngân hàng, trong khi đó các DN nhỏ, rủi ro cao phải chịu lãi suất cao hơn lãi suất cơ bản một vài %.

Chi phí vay ngắn hạn còn phụ thuộc vào độ lớn của khoản vay, những khoản vay nhỏ thường phải chịu lãi suất cao hơn nhằm trang trải các khoản định phí liên quan tới việc thẩm định, theo dõi và quản lý nợ của ngân hàng.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Ngoài hai yếu tố trên, lãi suất cho vay của ngân hàng còn phụ thuộc vào tình trạng nền kinh tế và chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương. Khi kinh tế suy thoái, cầu tín dụng giảm thấp, chính sách tiền tệ được nới lỏng, dẫn tới lãi suất cho vay của các ngân hàng đều giảm và ở mức thấp.

Ngược lại, khi nền kinh tế tăng trưởng quá nóng, cầu tín dụng tăng, ngân hàng trung ương hạn chế việc cung tiền cho nền kinh tế, kết quả lãi suất cho vay sẽ tăng và ở mức cao.

Các ngân hàng có thể sử dụng nhiều phương pháp tính lãi khác nhau, do vậy để chọn được các khoản vay có chi phí thấp, nhà quản trị phải xác định được lãi suất hiệu dụng hay lãi suất thực sự của từng khoản vay.

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Các phương pháp tính lãi mà ngân hàng thường sử dụng là

- Chính sách lãi suất thông thường
- Chính sách lãi suất chiết khấu
- Chính sách lãi suất tính thêm

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

#### **Xác định CPSDV vay theo chính sách lãi suất thông thường**

Theo chính sách tín dụng này, người vay nhận được khoản tiền vay theo giá trị danh nghĩa và trả vốn gốc cùng tiền lãi ở thời điểm đáo hạn

#### Ví dụ 1

Một khoản vay 100 trđ, lãi suất 10%/năm, tính theo phương pháp lãi suất thông thường (lãi suất đơn).

Người vay sẽ nhận được 100 trđ và sẽ trả phần gốc cùng 10 trđ tiền lãi (=Giá trị khoản vay\*Lãi suất áp dụng cho khoản vay) vào thời điểm kết thúc một năm kể từ ngày nhận tiền.

Lãi suất hiệu dụng của khoản vay là 0,1 hay 10%  
(=Tiền lãi/Khoản vay thực nhận)



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Theo chính sách lãi suất thông thường, tiền lãi phải trả của khoản vay được xác định căn cứ vào lãi suất ngày, số ngày tính lãi và số tiền vay. Tiền lãi được trả cùng vốn gốc tại thời điểm đáo hạn hoặc trả theo định kỳ (hàng tháng, hàng quý trong khi vốn gốc vẫn được trả khi đáo hạn).

#### Ví dụ 2

Lãi suất ngày được tính bằng cách chia lãi suất công bố theo năm (APR) cho 365 ngày hoặc 360 ngày. Chẳng hạn một khoản vay 100 trđ, thời hạn một năm, lãi suất công bố 14%/năm, gốc và lãi được trả khi đáo hạn, một năm tính tròn 360 ngày.

Với số liệu trên, lãi suất đơn một ngày  $= 14\% / 360 = 0,0388889\%$

Lãi phải trả khi đáo hạn  $= 100 * 0,0388889\% * 360 \text{ ngày} = 14 \text{ trđ}$

Lãi suất hiệu dụng năm  $= 14 / 100 = 14\%$

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

#### Ví dụ 2

Cũng với ví dụ trên, nhưng tiền lãi phải thanh toán hàng tháng, gốc được trả khi đáo hạn, ngân hàng sẽ tính lãi phải trả hàng tháng như sau:  $100 \times 0,0388889 \% \times 30 \text{ ngày} = 1,166667 \text{ trđ}$

Theo cách trả lãi và gốc này, lãi suất hiệu dụng của khoản vay cao hơn 14%. Lãi suất hiệu dụng là  $(1 + 14\%/12)^{12} - 1 = 14,93\% / \text{năm}$ .

Nếu khế ước nhận nợ quy định tiền lãi phải trả hàng quý, lãi suất hiệu dụng năm sẽ thấp hơn là trả hàng tháng.

Lãi suất hiệu dụng năm  $= (1 + 14\%/4)^4 - 1 = 14,75\% / \text{năm}$

Như vậy, lãi suất thực tế DN phải chịu tùy thuộc vào việc tiền lãi phải thanh toán theo định kỳ hàng tháng, hàng quý hay 1/2 năm.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

##### Ví dụ 3

Trường hợp khoản vay có thời hạn ngắn hơn một năm, nhưng lãi suất công bố theo năm, thì lãi suất hiệu dụng của khoản vay cũng cao hơn lãi suất công bố. Chẳng hạn khoản vay 100 trđ, lãi suất công bố 14%/ năm, nhưng thời hạn vay chỉ là ba tháng, lãi suất hiệu dụng năm sẽ là  $r = (1 + 14\%/4)^4 - 1 = 14,75\%/năm$

Sở dĩ lãi suất hiệu dụng cao hơn lãi suất công bố là do DN phải tái tài trợ khoản vay bốn lần trong một năm, điều này cũng giống như DN vay 100 trđ, thời hạn vay một năm và phải trả lãi hàng quý.



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

Khoản vay (đv tiền)	1000
Lãi suất công bố theo năm	10%
Số ngày trong năm	365

## Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Ví dụ 3

### Theo lãi suất đơn

Lãi suất đơn mỗi ngày	0,00027397	Lãi suất đơn mỗi ngày = Lãi suất công bố/Số ngày trong năm
Chi phí lãi trong tháng		Chi phí lãi trong tháng = Lãi suất mỗi ngày*Số tiền cho vay*Số ngày trong tháng
Giả định vào tháng 1	31	NX: Nếu lãi suất được thanh toán hàng tháng, thì lãi suất công bố chính là lãi suất danh nghĩa
Chi phí lãi trong tháng 1	8,49	Lãi suất thực theo năm = 0,10471 = 10,471%/năm
Nếu lãi trả hàng quý	90	NX: Nếu lãi suất được thanh toán hàng quý, thì lãi suất công bố chính là lãi suất danh nghĩa
Chi phí lãi hàng quý	24,66	Lãi suất thực theo năm = 0,10381 = 10,3818%/năm
Chi phí lãi thường niên	100	NX: Nếu lãi suất được thanh toán mỗi năm một lần, thì lãi suất công bố chính là lãi suất thực và bằng 10%/năm

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

#### **Xác định chi phí sử dụng vốn theo chính sách lãi suất chiết khấu**

Theo chính sách tín dụng này, ngân hàng cho người vay thực nhận khoản tiền vay bằng giá trị vay danh nghĩa trừ đi phần tiền lãi tính theo lãi suất danh nghĩa. Người vay sẽ hoàn trả khoản vay khi đáo hạn theo giá trị danh nghĩa của khoản tiền vay

#### **Ví dụ 1**

Một khoản vay 100 triệu đồng, lãi suất 10%/năm, tính theo phương pháp lãi suất chiết khấu. Người vay thực nhận 90 triệu đồng (=Giá trị khoản vay–Tiền lãi). Khi đáo hạn, người vay phải trả 100 triệu đồng sau một năm kể từ khi nhận tiền.

Lãi suất hiệu dụng của khoản vay là 0,1111 hay 11,11%  
(=Tiền lãi/ Khoản tiền thực nhận)

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Chính sách lãi suất chiết khấu được ngân hàng sử dụng trong chiết khấu thương phiếu và ký hóa phiếu, thực chất đó là chính sách lãi trả trước, theo chính sách này lãi vay sẽ được khấu trừ ngay vào số tiền vay khi giải ngân, như vậy số tiền DN thực sử dụng ít hơn số tiền vay. Điều này sẽ làm cho lãi suất hiệu dụng cao hơn lãi suất chiết khấu.

#### Ví dụ 2

DN xin chiết khấu một thương phiếu mệnh giá 300 trđ, thương phiếu sẽ đáo hạn sau 45 ngày. Ngân hàng cho biết sẽ chiết khấu thương phiếu với lãi suất 14%/ năm. Với các số liệu trên, số tiền DN nhận được ngay tại thời điểm chiết khấu  $= 300 - 300 \times 14\% \times 45 \text{ ngày} / 360 = 294,75 \text{ trđ}$

Số tiền phải trả khi đáo hạn chính là mệnh giá của thương phiếu, do vậy lãi suất tính cho 45 ngày là  $(300 - 294,75) / 294,75 = 1,781\% / 45 \text{ ngày}$

Lãi suất hiệu dụng năm  $= (1 + 1,781\%)^{(360/45)} - 1 = 15,2\% / \text{năm}$ .

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

#### **Xác định chi phí sử dụng vốn theo chính sách lãi suất chiết khấu**

Chính sách tín dụng này chủ yếu được áp dụng đối với các khoản vay tài trợ cho mua sắm hàng hóa tiêu dùng và đôi khi nó cũng được áp dụng trong tài trợ cho kinh doanh

Các khoản vay với lãi suất cộng thêm thực ra là cho vay trả góp. Theo đó, số tiền thanh toán định kỳ sẽ bằng tổng tiền lãi cộng vào vốn gốc, sau đó dùng tổng số tiền này chia đều cho mỗi kỳ trả góp.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Chính sách lãi suất cộng thêm thường được các ngân hàng sử dụng trong cho vay tiêu dùng, chẳng hạn như các khoản vay để mua xe hơi. Nội dung cơ bản của chính sách này là tiền lãi của khoản vay sẽ được cộng vào số tiền được vay (vốn gốc), tổng số tiền này được chia đều cho mỗi định kỳ trả nợ

##### Ví dụ 1

Bạn vay ngân hàng 500 trđ để mua xe hơi, thời hạn vay 1 năm, lãi suất công bố 14%/năm, tiền lãi và vốn gốc được trả dần hàng tháng, liên tục trong 12 tháng, như vậy số tiền bạn phải trả cho ngân hàng mỗi tháng  $= (500 + 500 \cdot 14\%) / 12 = 47,5$  trđ/tháng.

Lãi suất hiệu dụng hàng tháng  $= 2,079\%$ /tháng

Lãi suất hiệu dụng hàng năm  $= (1 + 2,079\%)^{12} - 1 = 28\%$ /năm

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

##### Ví dụ 1

Như vậy, lãi suất hiệu dụng của khoản vay đã cao gấp đôi lãi suất công bố. Để tránh tình trạng này, luật cho vay thành thật ở Mỹ quy định lãi suất công bố của khoản vay phải được tính lại bằng cách nhân lãi suất tháng với 12 tháng và in đậm trên các hợp đồng vay tiền. Trong trường hợp này lãi suất công bố phải là  $APR = 2,079\% \times 12 \text{ tháng} = 24,95\%/\text{năm}$

Lãi suất công bố vẫn thấp hơn lãi suất thực sự của khoản vay.

Nhưng bạn cần biết rằng trước những năm 1970 các ngân hàng ở Mỹ đều thông báo với người vay lãi suất là 14%/ năm. Hiện nay ở Việt Nam các ngân hàng vẫn công bố lãi suất theo cách như vậy.

Ví dụ 2

Khoản vay (đv tiền)	1000
Lãi suất công bố theo năm	10%
Số ngày trong năm	365

Theo lãi suất cộng thêm		
Tổng vốn gốc và tiền lãi	1100	
Thanh toán hàng tháng	91,67	Tổng vốn gốc và lãi/12 tháng
Lãi suất hiệu dụng hàng tháng	1,4976666%	Tính toán dựa vào Lịch trả nợ theo tháng
Lãi suất hiệu dụng theo năm	0.1953 = 19,53%	Dùng công thức chuyển lãi suất thực qua thời đoạn dài hơn

Lịch trả nợ theo tháng	
0	(1,000)
1	91,67
2	91,67
3	91,67
4	91,67
5	91,67
6	91,67
7	91,67
8	91,67
9	91,67
10	91,67
11	91,67
12	91,67

## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

#### Ví dụ 3

Một khoản vay 100 trđ, lãi suất 15%/năm, tính theo phương pháp lãi suất gộp. Giả sử khoản vay được trả dần trong 12 tháng của năm, số tiền thanh toán định kỳ hàng tháng =  $9,583 \text{ trđ/tháng} = (100 + 100 \cdot 15\%) / 12$

Dựa vào bảng lịch trả nợ, tính lãi suất hiệu dụng theo tháng (lãi suất ngầm, IRR) = ?

Ngân hàng phải nêu rõ tỷ lệ phần trăm hàng năm cho tất cả các hợp đồng vay tiêu dùng, cụ thể

Số kỳ hạn mỗi năm \* Lãi suất mỗi kỳ hạn =

Dựa vào công thức chuyển lãi suất hiệu dụng qua thời đoạn dài hơn, tính lãi suất hiệu dụng theo năm (lãi suất thực tế áp dụng cho khoản vay) = ?



## 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

#### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

#### **Xác định chi phí sử dụng vốn trường hợp phải ký quỹ**

Theo các thỏa thuận trong hợp đồng tín dụng luân chuyển, khi sử dụng tiền vay theo hạn mức tín dụng chính thức, DN vay vốn phải duy trì một khoản ký quỹ tối thiểu để duy trì khả năng thanh toán, số tiền ký quỹ được tính theo tỷ lệ trên cả hạn mức đã sử dụng và tổng hạn mức chính thức. Điều này đưa tới hệ quả, số tiền DN thực tế sử dụng thấp hơn số tiền họ đã vay, do vậy lãi suất hiệu dụng cao hơn lãi suất công bố.

**Ví dụ**

DN trong năm 20XX cần sử dụng 17 tỷ đồng để tài trợ cho TSLĐ. Ngân hàng cho biết lãi vay là 12%/năm, nhưng DN phải ký quỹ với tỷ lệ 5% trên tổng hạn mức, cộng thêm 10% trên hạn mức đã sử dụng. Trong trường hợp này, DN phải thỏa thuận một hạn mức là  $17/(1-15\%) = 20$  tỷ đồng thì mới có 17 tỷ đồng để sử dụng.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.3 Vay ngắn hạn ngân hàng

##### Chi phí của các khoản vay ngắn hạn ngân hàng

Ví dụ

- Nếu trong năm, DN sử dụng 100% hạn mức, thì lãi suất hiệu dụng của khoản vay là  $14,1\% = (20 \times 12\%) / 17$
- Nếu DN chỉ sử dụng 80 % hạn mức, tức là 16 tỷ đồng, thì số tiền ký quỹ là 2,6 tỷ đồng  $= 20 \times 5\% + 16 \times 10\%$

Lãi suất hiệu dụng của khoản vay là  $14,3\% = (16 \times 12\%) / (16 - 2,6)$

Trong trường hợp không sử dụng hết hạn mức, DN còn phải trả phí cam kết tính bằng 0,25% tới 1% trên hạn mức không sử dụng, do vậy lãi suất hiệu dụng của khoản vay còn cao hơn.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.4 Thương phiếu (Commercial paper, I.O.U)

Phần lớn các DN huy động vốn ngắn hạn bằng cách vay từ ngân hàng thương mại, sở dĩ như vậy là do họ không đủ uy tín để huy động vốn trực tiếp từ dân cư và các tổ chức kinh tế, xã hội.

Ngân hàng thương mại với chức năng và uy tín của mình có thể huy động vốn từ nhóm DN và cá nhân này để cho nhóm khác vay lại. Đương nhiên lãi suất cho vay của họ phải cao hơn lãi suất huy động.

Tuy nhiên, những công ty rất lớn và uy tín có thể không phải vay qua trung gian, họ có thể vay trực tiếp bằng cách phát hành các giấy nhận nợ ngắn hạn không phải thế chấp, các giấy nhận nợ ngắn hạn này được gọi là thương phiếu.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.4 Thương phiếu (Commercial paper, I.O.U)

Như vậy có sự khác biệt đáng kể giữa thương phiếu được phát hành bởi các công ty lớn với thương phiếu (lệnh phiếu và hối phiếu) trong giao dịch mua bán chịu hàng hóa (tín dụng thương mại).

Sự khác biệt ở chỗ một bên, giấy nhận nợ ngắn hạn được hình thành trên cơ sở giao dịch thương mại còn bên kia thì không.

Rõ ràng là khi một công ty lớn phát hành thương phiếu, trước đó không hề có thương vụ bán chịu nào cả.

Các DN lớn có thể bán trực tiếp thương phiếu của mình cho các NĐT, phần lớn những người mua thương phiếu là các NĐT tổ chức như: công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, quỹ hỗ trợ... các DN khác có thể bán thương phiếu qua các nhà môi giới chứng khoán và trả hoa hồng cho họ.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.4 Thương phiếu (Commercial paper, I.O.U)

Thời hạn của thương phiếu thường rất ngắn, hầu hết có kỳ hạn chỉ 60 ngày, các loại khác có kỳ hạn dài hơn, nhưng tối đa là chín tháng. Thương phiếu có thể chuyển nhượng trên thị trường tiền tệ như các loại chứng khoán khác. Nhưng phần lớn NĐT giữ thương phiếu tới đáo hạn.

Chỉ những DN lớn, nổi tiếng và có uy tín mới có thể phát hành thương phiếu không có tài sản thế chấp. Những DN xếp hạng tín nhiệm thấp hơn, muốn phát hành thương phiếu họ phải đảm bảo khả năng thanh toán cho thương phiếu bằng việc thỏa thuận một hạn mức tín dụng chính thức với một ngân hàng. Cũng cần phải nói thêm rằng, ngân hàng thương mại và các công ty tài chính cũng phát hành thương phiếu, không những thế phần lớn các thương phiếu đang lưu hành trên thị trường tiền tệ được phát hành bởi các định chế tài chính này.

### 3.3 Các nguồn tài trợ ngắn hạn

#### 3.3.4 Thương phiếu (Commercial paper, I.O.U)

Thương phiếu là nguồn tài trợ ngắn hạn quan trọng của các DN lớn, do được huy động trực tiếp từ NĐT, nên lãi suất của thương phiếu thường thấp hơn lãi suất cơ bản của ngân hàng thương mại một vài điểm phần trăm.

Nếu tính cả hoa hồng trả cho các nhà môi giới chứng khoán và phí cam kết trên hạn mức không sử dụng trả cho ngân hàng, chi phí của thương phiếu vẫn thấp hơn chi phí vay ngắn hạn ngân hàng.

Để giữ chân các khách hàng lớn, các ngân hàng buộc phải giảm lãi suất cho vay, do vậy các DN lớn thường được vay tiền ngân hàng với lãi suất thấp hơn lãi suất cơ bản. Tuy vậy, ngay cả khi có thể phát hành thương phiếu, các DN lớn vẫn không từ bỏ hẳn các khoản vay từ ngân hàng, bởi họ biết rằng ở những thời kỳ khó khăn, nguồn vốn khan hiếm họ phải cần tới sự tài trợ của ngân hàng.

## **3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn**

3.4.1 Nợ dài hạn

3.4.2 Nguồn vốn chủ sở hữu

### 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

#### Ví dụ 1

DN C cần huy động thêm 500 tỷ đồng để đầu tư vào các dự án mới, DN quyết định phát hành TP. TP có mệnh giá 100.000 đ/tp, kỳ hạn 10 năm, lãi suất coupon 10%, tiền lãi thanh toán mỗi năm một lần. Giám đốc tài chính của DN dự đoán lãi suất thị trường của TP tại thời điểm phát hành là 10 %, chi phí trước thuế của TP là 10,5%. Cho biết nếu dự đoán của giám đốc tài chính là đúng thì:

- Giá phát hành của một TP là bao nhiêu?
- Chi phí phát hành và giá phát hành thuần của một TP là bao nhiêu?
- DN phải phát hành bao nhiêu trái phiếu để có đủ lượng vốn cần thiết?
- Chi phí sau thuế của TP là bao nhiêu%? Biết thuế suất thuế TNDN 25%



### 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

#### Ví dụ 2

TP đang lưu hành của DN D có mệnh giá 100.000 đ/tp, hoàn trái sau 10 năm, lãi suất coupon 10%, tỷ suất sinh lời đáo hạn (YTM) là 13%.

DN tin rằng họ có thể phát hành trái phiếu mới kỳ hạn 10 năm với mệnh giá và YTM tương tự như TP đang lưu hành, chi phí phát hành: 2.000 đ/tp.

Cho biết chi phí nợ sau thuế của DN là bao nhiêu? Biết thuế suất thuế TNDN 25%.

#### Ví dụ 3

DN E hiện đang sử dụng 500 tỷ đồng nợ vay dài hạn từ ngân hàng, với lãi suất là 15%/ năm. DN cần vay thêm 50 tỷ đồng để đầu tư vào các dự án mới, do lãi suất thị trường giảm, lãi suất vay dài hạn từ ngân hàng chỉ là 12%.

Cho biết chi phí nợ vay trước thuế và sau thuế cho nguồn vốn mới của DN là bao nhiêu %? Biết thuế suất TNDN là 25%.

### 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

#### Ví dụ 4

DN AA phát hành cổ phiếu ưu đãi để huy động vốn, cổ phiếu có mệnh giá 1 triệu đồng, tỷ lệ trả cổ tức 14% trên mệnh giá, giá phát hành 1,1 triệu đồng, chi phí phát hành bằng 5% giá phát hành, cho biết chi phí của cổ phần ưu đãi của DN là bao nhiêu ( $r_p$ )?

#### Ví dụ 5

Cổ phiếu thường của DN BB hiện đang giao dịch trên thị trường với giá 30.000 đồng, DN dự kiến trả cổ tức trong năm tới là 3.000 đồng, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức là 5%/năm cho tới mãi mãi, cho biết:

- Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường của DN là bao nhiêu nếu toàn bộ vốn cổ phần tăng thêm được huy động từ lợi nhuận giữ lại?
- Nếu DN phát hành cổ phiếu mới với giá phát hành bằng giá thị trường hiện tại, chi phí phát hành bằng 10% giá phát hành thì chi phí sử dụng vốn cổ phần mới là bao nhiêu?

## 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

### Ví dụ 6

Giá sổ sách một cổ phiếu thường của DN CC hiện là 10.000 đồng, trong dài hạn tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần (ROE) là 16%, tỷ lệ chia cổ tức dự kiến là 25%, cho biết:

- Thu nhập trên một cổ phần thường (EPS) và cổ tức của một cổ phiếu (DPS) năm vừa qua là bao nhiêu?
- EPS và DPS năm tới là bao nhiêu? Tốc độ tăng thu nhập, cổ tức là bao nhiêu %/năm?
- Nếu giá thị trường hiện tại là 30.000/cp, thì chi phí của vốn cổ phần thường từ lợi nhuận giữ lại là bao nhiêu?

### Ví dụ 7

Cổ phiếu của DN DD có hệ số  $\beta = 1,5$ , lãi suất tài sản phi rủi ro là 8%, TSSL của DMĐT thị trường là 12%, cho biết:

- Phần bù rủi ro của cổ phiếu trên là bao nhiêu?
- Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường của DN là bao nhiêu?

## 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

### Ví dụ 8

DN AB cần 300 tỷ để đầu tư vào một dự án, có 3 phương án huy động vốn đang được xem xét:

- Giữ lại 300 tỷ lợi nhuận sau thuế để đầu tư
- Phát hành cổ phần thường
- Phát hành cổ phần ưu tiên

Cổ phần thường của DN có mức chia cổ tức năm vừa qua 4.000 đồng, tỷ lệ tăng của cổ tức dự kiến 6%/năm cho tới mãi mãi, giá thị trường hiện tại của cổ phiếu thường là 40.000, nếu phát hành cổ phần thường chi phí phát hành sẽ là 5% tính trên giá phát hành.

Cổ phiếu ưu tiên có tỷ lệ cổ tức 12% tính trên mệnh giá 1.000.000 đồng, giá phát hành dự kiến bằng mệnh giá, chi phí phát hành bằng 5% giá phát hành.

Anh (chị) hãy xác định CPSDV của từng nguồn tài trợ.

## 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

### Ví dụ 9

DN AB cần 300 tỷ để đầu tư vào một dự án, có 3 phương án huy động vốn đang được xem xét:

- Giữ lại 300 tỷ lợi LNST để đầu tư
- Phát hành cổ phần thường
- Phát hành cổ phần ưu tiên

Cổ phần thường của DN có mức chia cổ tức năm vừa qua 4.000 đồng, tỷ lệ tăng của cổ tức dự kiến 6%/năm cho tới mãi mãi, giá thị trường hiện tại của cổ phiếu thường là 40.000, nếu phát hành cổ phần thường chi phí phát hành sẽ là 5% tính trên giá phát hành.

Cổ phiếu ưu tiên có tỷ lệ cổ tức 12% tính trên mệnh giá 1.000.000 đồng, giá phát hành dự kiến bằng mệnh giá, chi phí phát hành bằng 5% giá phát hành.

Anh (chị) hãy xác định CPSDV của từng nguồn tài trợ.

## 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

### Ví dụ 10

Cấu trúc vốn mục tiêu của DN AC chỉ gồm nợ và cổ phiếu thường, DN có thể vay nợ dài hạn không hạn chế ở mức lãi suất 12%, cổ phần thường của DN có mức chia cổ tức năm vừa qua là 2.000 đồng, hiện tại giá cổ phiếu của DN là 24.750 đồng, tốc độ tăng trưởng cổ tức dự kiến 7%/ năm cho tới mãi mãi, thuế suất thuế TNDN 25%, CPSDV bình quân (WACC ) 14%.

Cho biết tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn mục tiêu của DN là bao nhiêu %?

### Ví dụ 11

Thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) của DN AD đã tăng từ 4.420 đồng năm 2009 lên 6.500 đồng năm 2014, tỷ lệ trả cổ tức của DN là 40% (tỷ lệ giữ lại 60%), giá thị trường hiện tại là 36.000 đồng. Yêu cầu

- Xác định tốc độ tăng trưởng thu nhập và cổ tức của DN trong thời gian vừa qua.
- Nếu tốc độ tăng trưởng cổ tức trong tương lai bằng tốc độ tăng trưởng trong quá khứ thì chi phí của lợi nhuận giữ lại của DN là bao nhiêu?

### 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

#### Ví dụ 12

DN AE chỉ sử dụng nợ và vốn cổ phần thường, tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn mục tiêu là 45%, DN có thể vay không hạn chế tại mức lãi suất 10%.

Cổ tức được chia năm qua là 2.000 đồng/ cổ phiếu, tốc độ tăng cổ tức dự kiến 4%/ năm, giá thị trường hiện tại 20.000/ cổ phiếu, thuế suất thuế thu nhập 25%.

DN đang thẩm định 2 dự án đầu tư: dự án A có IRR 13%, còn dự án B là 10%, 2 dự án có mức rủi ro bằng mức rủi ro của tài sản hiện hữu của DN. Cho biết

- Chi phí sử dụng vốn cổ phần thường là bao nhiêu? Biết vốn cổ phần thường tăng thêm được huy động từ lợi nhuận giữ lại
- Chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) của DN là bao nhiêu?
- DN có nên chấp thuận đầu tư 2 dự án trên hay không?

## 3.4 Các nguồn tài trợ dài hạn

### Ví dụ 13

DN CD đang xem xét bốn dự án đầu tư có mức rủi ro trung bình (rủi ro của dự án bằng rủi ro của tài sản hiện hữu của DN). Vốn đầu tư ban đầu và tỷ suất sinh lời trên vốn của từng dự án như sau: DN có thể huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu, cổ phiếu ưu tiên và cổ phiếu thường. Trái phiếu phát hành của DN có chi phí trước thuế là 12% ( $r_d$ ), cổ phiếu ưu tiên có mức trả cổ tức mỗi năm là 5.000 đồng, giá phát hành thuần dự kiến 49.000 đồng. Cổ phiếu thường có mức chia cổ tức năm vừa qua 3.300 đồng, tốc độ tăng trưởng dự kiến 6%/ năm cho tới mãi mãi, giá thị trường hiện tại là 36.000 đồng, nếu phát hành cổ phần mới DN có thể bán theo giá thị trường hiện tại, chi phí phát hành bằng 5%/ giá phát hành. Cơ cấu vốn tối ưu của DN gồm: nợ 15%, cổ phần ưu tiên 10%, cổ phần thường 75%, thuế suất thuế TNDN 25%. Yêu cầu:

- Xác định chi phí sau thuế của từng nguồn vốn
- WACC của DN là bao nhiêu?
- DN nên chấp thuận các dự án nào?

Dự án	Vốn đầu tư (trở)	IRR
A	2.000	16%
B	3.000	15%
C	5.000	14%
D	4.000	12%



# **BÀI GIẢNG**

## **QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH**

### **CHƯƠNG 4**

## **CHÍNH SÁCH CỔ TÚC (PAYOUT POLICY) VÀ MUA LẠI CỔ PHIẾU**

# Kết cấu của chương

## **4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông**

4.1.1 Chia cổ tức bằng tiền

4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

4.1.3 Mua lại cổ phiếu

## **4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty**

4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

## **4.3 Chính sách cổ tức thực tế**

4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

4.3.2 Chính sách cổ tức ổn định

4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức

# Mục tiêu của chương

Kiến thức, kỹ năng, thái độ

- Giải thích các lý thuyết về chính sách cổ tức của doanh nghiệp
- Nhận định chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Common Products has just made its first issue of stock.  
It raised \$ 2 million by selling 200,000 shares of stock to the public.  
These are the only shares outstanding.  
The par value of each share was \$ 1.50.

Fill in the following table

■ Common shares (par value)	_____
■ Additional paid-in capital	_____
■ Retained earnings	_____
■ Net common equity	\$ 2,500,000

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

4.1.1 Chia cổ tức bằng tiền

4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

4.1.3 Chia tách cổ phiếu

4.1.4 Mua lại cổ phiếu

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.1 Chia cổ tức bằng tiền

Đây là hình thức công ty phân phối thu nhập cho các cổ đông bằng tiền. Việc phân phối này được diễn ra định kỳ dưới các hình thức sau

- *Cổ tức thường xuyên*. Cổ tức sẽ được chia định kỳ theo quý, theo năm.
- *Cổ tức trả thêm*. Là phần cổ tức được chia thêm bên cạnh phần cổ tức thường xuyên. Phần chia thêm này có thể được lặp lại hoặc không trong tương lai.
- *Cổ tức đặc biệt*. Cũng là phần cổ tức chia thêm trong những trường hợp đặc biệt. Tuy nhiên trường hợp này không phổ biến.
- *Cổ tức thanh lý*. Là cổ tức được chia khi công ty tuyên bố giải thể.

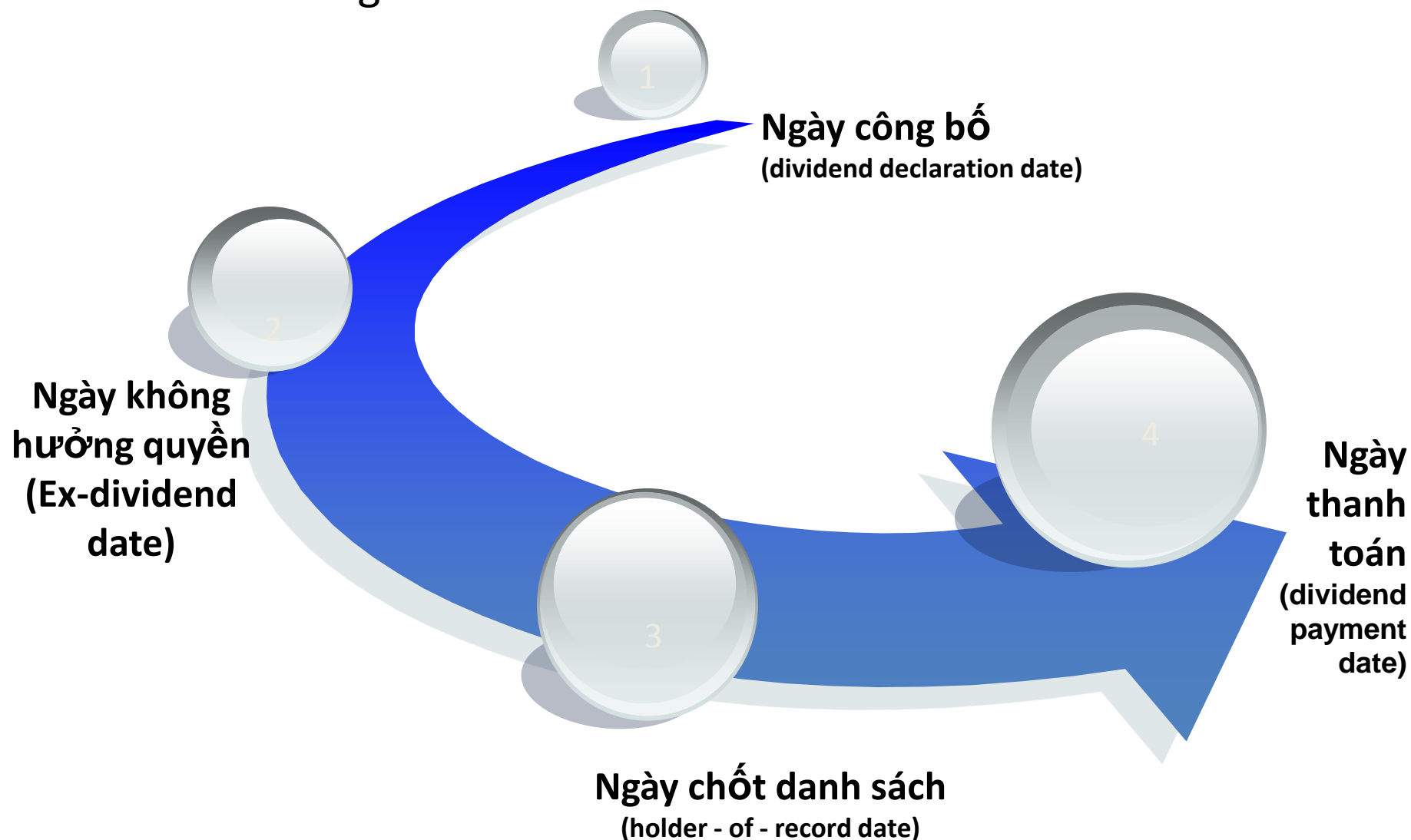
Thông thường mức chia cổ tức bằng tiền sẽ được công bố dưới các hình thức sau

- Cổ tức trên một cổ phần (Dividend per share)
- Tỷ suất cổ tức (Dividend yield)

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

Có bốn mốc thời gian cơ bản



## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

#### Ngày công bố chia cổ tức (declaration date)

Là ngày mà ban giám đốc công ty tuyên bố thời điểm chia cổ tức và mức cổ tức được trả cho một cổ phiếu.

Khi cổ tức đã được công bố, công ty có trách nhiệm phải chi trả cho cổ đông, trừ khi họ gặp biến cố bất lợi không lường trước.

Cũng vào ngày này kế toán của công ty sẽ ghi nhận sự tăng lên của nợ ngắn hạn và giảm đi của lợi nhuận chưa phân phối một khoản bằng tổng mức cổ tức dự kiến sẽ chi trả.

#### Ví dụ 1

Vào ngày 17/1 ban giám đốc công ty ABC họp và ra một bản thông báo với nội dung sau “Vào ngày 17/1 năm N, ban giám đốc công ty ABC đã họp và quyết định chia cổ tức định kỳ là \$ 1 một cổ phiếu cho người nắm giữ cổ phiếu vào cuối ngày 1/2 năm N, thời điểm thanh toán là ngày 15/2 năm N”.



## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

#### **Ngày kết sổ (Holder - of - Record date)**

Là ngày Ban giám đốc công ty ghi nhận và công bố danh sách các cổ đông được nhận cổ tức.

**Ví dụ 1**

Trong ví dụ trên, ngày kết sổ là ngày 1/2/năm N.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

#### **Ngày không hưởng cổ tức (Ex-dividend date)**

Ở phần trên chúng ta đã biết người nắm giữ cổ phiếu vào cuối ngày kết sổ (ngày 1/2/N) là người hưởng cổ tức.

Tuy nhiên do việc mua bán và chuyển quyền sở hữu cổ phiếu phải mất một số ngày, do vậy người mua sẽ không biết một cách chắc chắn họ phải mua cổ phiếu vào ngày nào để được sở hữu cổ phiếu vào ngày kết sổ.

Để giải quyết vấn đề này đồng thời để tránh những tranh chấp về quyền hưởng cổ tức giữa người mua và người bán cổ phiếu, cần xác định ngày không hưởng cổ tức.

Ngày không hưởng cổ tức là ngày mà cổ phiếu không còn quyền hưởng cổ tức. Ngày không hưởng cổ tức thường được xác định là 2 ngày làm việc trước ngày kết sổ.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

Ví dụ 1

#### Ngày không hưởng cổ tức (Ex-dividend date)

Trong ví dụ trên, ngày kết sổ là ngày 1/2/N do vậy ngày không hưởng cổ tức là ngày 30/1/N. Người mua cổ phiếu vào trước ngày này sẽ được hưởng cổ tức (with dividend hay cum dividend), người mua cổ phiếu trong hoặc sau ngày này sẽ không được hưởng cổ tức (ex dividend).

Như vậy, nếu bạn mua cổ phiếu của công ty ABC trước ngày 30/1/N bạn sẽ được hưởng cổ tức, bất kể bạn đã được hoàn tất thủ tục để sở hữu cổ phiếu trước ngày kết sổ hay chưa. Ngược lại nếu bạn mua cổ phiếu của ABC vào ngày 30/1/N và đã hoàn thành thủ tục để nắm quyền sở hữu trước ngày 1/2/N, bạn vẫn không được hưởng cổ tức.

Vào ngày không hưởng cổ tức, giá cổ phiếu sẽ hạ xuống một lượng ước chừng bằng mức cổ tức được trả. Điều này là hợp lý vì người mua cổ phiếu trong hoặc sau ngày này sẽ không được hưởng phần cổ tức sắp chia. Nếu giá đóng cửa của cổ phiếu ABC vào ngày 29/1/N là \$ 11, thì giá mở cửa vào ngày 30/1/N là \$ 10.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

#### Ngày thanh toán (Date of payment)

Là ngày cổ tức sẽ được thanh toán cho các cổ đông có tên trong danh sách công bố được nhận cổ tức.

Ví dụ 1

Trong ví dụ trên, ngày thanh toán là ngày 15/2/N.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

Ví dụ 2

Ngày 18/9/20xx, công ty Sunny công bố tạm ứng cổ tức năm 20xx với tỷ lệ 10%/mệnh giá (tương đương với 1.000 đồng/CP).

Ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 25/9/20xx (thứ Năm) và ngày đăng ký cuối cùng là ngày 29/9/20xx (thứ Hai).

Như vậy, vào ngày 29/9/20xx, tất cả các cổ đông có tên trong sổ đăng ký cổ đông của công ty Sunny sẽ được quyền nhận cổ tức như trên.

Giả định áp dụng thời gian thanh toán theo quy định T+3 (không tính thứ Bảy, Chủ Nhật, ngày lễ), ngày giao dịch không hưởng cổ tức là 25/9/20xx nên nhà đầu tư nào mua cổ phiếu công ty Sunny từ ngày 25/9/20xx trở đi sẽ chỉ trở thành cổ đông chính thức của công ty Sunny từ ngày 30/9/20xx trở đi, cho nên sẽ không được quyền hưởng cổ tức lần này.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

Ví dụ 3

Ngày 21/11/N, Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố HHH đã có thông báo số 978/N/TB-SGDHCM về ngày đăng ký cuối cùng của Ngân hàng Thương mại cổ phần AAA (mã CK: AAA) như sau

Ngày giao dịch không hưởng quyền: **29/11/N**

Ngày đăng ký cuối cùng: **03/12/N**

Lý do và mục đích: Tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt năm N

Tỷ lệ thực hiện: **8%/mệnh giá cổ phiếu** (1 cổ phiếu được nhận 800 đồng)

Thời gian thực hiện: **16/12/N**

Địa điểm thực hiện:

- Đối với chứng khoán đã lưu ký: Người sở hữu chứng khoán nhận cổ tức tại các thành viên lưu ký nơi mở tài khoản.
- Đối với chứng khoán chưa lưu ký: Người sở hữu chứng khoán làm thủ tục nhận cổ tức tại Hội sở AAA hoặc các trụ sở Chi nhánh trên toàn hệ thống của AAA, từ ngày 16/12/N vào lúc 8g30 đến 15g30 các ngày trong tuần (trừ thứ 7, Chủ nhật và các ngày lễ). Người sở hữu phải xuất trình sổ chứng nhận sở hữu cổ phần, CMND, giấy giới thiệu (nếu là pháp nhân), trường hợp nhận thay phải có phiếu ủy quyền hợp pháp có xác nhận của chính quyền địa phương.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

Trình tự thanh toán cổ tức bằng tiền

Ví dụ 4

Công ty Tommy công bố cổ tức vào ngày thứ 2, ngày cuối cùng chốt danh sách cổ đông là ngày thứ 2, 12/7; ngày trả cổ tức là ngày thứ 2, 2/8.

Biết thời gian hoàn thành thanh toán là  $T+3$ . Ngày cuối cùng bạn có thể mua cổ phần công ty để được hưởng cổ tức là

- a. 7/7
- b. 8/7
- c. 9/7
- d. 10/7

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.1 Chia cổ tức bằng tiền

Việc chi trả tiền mặt cho cổ đông được tính theo một tỷ lệ phần trăm trên mệnh giá. Khi chi trả cổ tức, trên bảng cân đối kế toán thể hiện khoản mục tiền mặt và lợi nhuận giữ lại của công ty giảm đi, do đó, làm giảm vốn chủ sở hữu.

#### Ví dụ 5

Công ty Sunny hiện đang sử dụng cấu trúc vốn 100% vốn CPT, với tình hình vốn cổ phần thường trước khi chi trả như sau:

Cổ phần có mệnh giá \$ 5/cp, số lượng cổ phần đang lưu hành 100.000 cp, giá trị thị trường của mỗi cổ phần hiện tại là \$ 15/cp.

Vốn CPT theo mệnh giá - Common shares (par value)	500.000
Thặng dư vốn - Additional paid-in capital	1.000.000
Lợi nhuận giữ lại - Retained earnings	5.000.000
Tổng vốn cổ phần thường - Net common equity	6.500.000

Công ty công bố chi trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ 30% trên mệnh giá. Sau khi chi trả cổ tức, vốn cổ phần thường của công ty sẽ như thế nào, nhận xét?



## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.1 Chia cổ tức bằng tiền

Khi công ty sử dụng chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt

- Vốn CPT theo MG giữ nguyên
- Thặng dư vốn giữ nguyên
- Tiền mặt giảm, lợi nhuận giữ lại giảm  
 $\$ 5.000.000 - \$ 150.000 = \$ 4.850.000$
- Tổng vốn cổ phần sẽ giảm

Ví dụ 5

Chỉ tiêu (\$)	Trước khi chia	Sau khi chia
Vốn CPT theo mệnh giá - Common shares (par value)	500.000	500.000
Thặng dư vốn - Additional paid-in capital	1.000.000	1.000.000
Lợi nhuận giữ lại - Retained earnings	5.000.000	4.850.000
Tổng vốn cổ phần thường - Net common equity	6.500.000	\$6.350.000

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Là hình thức công ty chia cổ tức bằng cổ phiếu thay vì chia bằng tiền.

Chẳng hạn một công ty quyết định phát hành thêm cổ phiếu để trả cổ tức cho cổ đông theo tỷ lệ 25%. Như vậy một cổ đông đang sở hữu 1.000 cổ phiếu sẽ được nhận thêm 250 cổ phiếu.

- Khi tỷ lệ chia cổ tức bằng cổ phiếu là nhỏ hơn 25%, được coi là chia cổ tức nhỏ (small stock dividend).
- Nếu tỷ lệ chia cổ tức lớn hơn 25%, được coi là chia cổ tức lớn (large stock dividend).

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Khi chia cổ tức bằng cổ phiếu, công ty phát hành thêm cổ phiếu ra thị trường làm tăng lượng cổ phiếu đang lưu hành, nhưng tổng tài sản, lợi nhuận và rủi ro không thay đổi, giá trị vốn cổ phần không thay đổi, do vậy giá trị một cổ phần sẽ giảm.

Đối với các cổ đông, bên cạnh số lượng cổ phiếu họ đang sở hữu, họ còn nhận thêm số cổ phiếu được chia.

Như vậy, số lượng cổ phiếu của cổ đông tăng lên, nhưng tổng giá trị tài sản của họ vẫn không đổi.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

#### Ví dụ 1

Công ty ABC hiện có 100.000 cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường. Lợi nhuận sau thuế hàng năm là \$ 100.000, do vậy thu nhập trên một cổ phiếu (EPS) là \$ 1.

Giá thị trường hiện tại của một cổ phiếu là \$ 11, do vậy tỷ số P/E của cổ phiếu là 11.

Công ty quyết định phát hành thêm cổ phiếu để chia cổ tức cho cổ đông theo tỷ lệ 20%. Như vậy số cổ phiếu phát hành thêm là 20.000.

Ông X là một cổ đông của công ty, ông đang sở hữu 1.000 cổ phiếu thì ông sẽ được nhận thêm 200 cổ phiếu, với giá thị trường của một cổ phiếu đang là \$ 11, phải chăng tài sản của ông X đã tăng thêm \$ 2.200?

Để trả lời câu hỏi này ta làm một số tính toán sau

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Ví dụ 1

Giá trị tài sản của ông X trước khi chia cổ tức là \$ 11.000  
( $=1.000 \times 11$ )

Số lượng cp sau khi chia cổ tức là 120.000 cp ( $=(1+20\%) \times 100.000$ )

EPS= \$ 0,833 ( $=100.000/120.000$ )

Do tỉ số P/E không thay đổi

Giá cp sau khi chia cổ tức là \$ 9,17 ( $=0,833 \times 11$ )

Giá trị tài sản của ông X sau khi chia cổ tức là \$ 11.000 ( $=1.200 \times 9,17$ )

Như vậy, việc chia cổ tức bằng cổ phiếu chẳng làm giàu thêm cho cổ đông

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Về phương diện kế toán, chia cổ tức bằng cổ phiếu cũng không làm tăng giá sổ sách của vốn cổ phần.

Khi thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu, một bút toán được lập để chuyển “lợi nhuận giữ lại” sang “cổ phiếu phổ thông” một khoản bằng tổng mệnh giá của số cổ phiếu phát hành.

#### Ví dụ 1

Trong ví dụ trên, tổng mệnh giá phát hành là \$ 100.000 ( $=20.000 \times 5$ ).

- Trước khi chia cổ tức bằng cổ phiếu, “cổ phiếu phổ thông” tính theo mệnh giá là \$ 500.000, “thặng dư vốn cổ phần” \$ 100.000, “lợi nhuận giữ lại” là \$ 200.000, tổng vốn cổ phần \$ 800.000. Với 100.000 cổ phiếu đang lưu hành, giá sổ sách của một cổ phiếu (BVPS) là \$ 8 ( $=800.000/100.000$ )
- Sau khi chia cổ tức bằng cổ phiếu, “cổ phiếu phổ thông” là \$ 600.000, “thặng dư vốn cổ phần” \$ 100.000, “lợi nhuận giữ lại” là \$ 100.000, tổng vốn cổ phần của công ty vẫn là \$ 800.000, giá sổ sách của một cổ phiếu (BVPS) là \$ 6,67 ( $=800.000/120.000$ )

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Chỉ tiêu (\$)	Trước khi chia cổ tức bằng cổ phiếu	Sau khi chia cổ tức bằng cổ phiếu	Ví dụ 1
Cổ phiếu phổ thông	5	5	
	100.000 cp	120.000cp	
	500.000	600.000	
Thặng dư vốn cổ phần	100.000	100.000	
Lợi nhuận giữ lại	200.000	100.000	
Tổng vốn cổ phần	800.000	800.000	
BVPS	8	6,67	

Tại Việt Nam, do BCKĐKT được lập trước khi có quyết định phân phối lợi nhuận, nên trên BCKĐKT không có khoản “lợi nhuận giữ lại” mà thay vào đó là “lợi nhuận chưa phân phối”.

Khi chia cổ tức bằng cổ phiếu, một bút toán được lập để chuyển “lợi nhuận giữ lại” sang “cổ phiếu phổ thông” và tổng vốn cổ phần vẫn không thay đổi.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu không phải là chi trả cổ tức theo đúng nghĩa, thực chất là nhằm giữ lại lợi nhuận, khoản thặng dư, các quỹ ... nhằm củng cố lượng tiền mặt hiện có của công ty cho các mục đích đầu tư nhưng vẫn muốn làm an lòng cổ đông, do đó chỉ liên quan tới việc chuyển tiền từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn cổ phần thường của cổ đông, chứ không có sự tăng hay giảm nào về vốn cổ phần hay tài sản của công ty, quyền sở hữu không thay đổi.

Ở một số quốc gia, thì việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu có thể sẽ gây chú ý cho cơ quan thuế do đây là một hình thức trốn thuế của công ty nếu công ty không chứng minh được đang có các cơ hội đầu tư và cần phải dùng tiền để tài trợ cho các dự án này.



## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Công ty Sunny hiện đang sử dụng cấu trúc vốn 100% vốn CPT, với tình hình vốn cổ phần thường trước khi chi trả như sau:  
Cổ phần có mệnh giá \$ 5/cp, số lượng cổ phần đang lưu hành 100.000 cp, giá trị thị trường của mỗi cổ phần hiện tại là \$ 15/cp.

Vốn CPT theo mệnh giá - Common shares (par value)	500.000
Thặng dư vốn - Additional paid-in capital	1.000.000
Lợi nhuận giữ lại - Retained earnings	5.000.000
Tổng vốn cổ phần thường - Net common equity	6.500.000

#### Ví dụ 2

Công ty công bố chi trả cổ tức bằng cổ phần 10% nghĩa là các cổ đông hiện tại nhận được 10.000 cổ phần mới. Sau khi chi trả cổ tức, vốn cổ phần thường của công ty sẽ như thế nào, nhận xét?

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.2 Chia cổ tức bằng cổ phiếu

Khi công ty thực hiện chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phần

- Vốn CPT theo MG tăng thêm \$ 50.000 (chuyển từ tài khoản lợi nhuận giữ lại sang tài khoản vốn cổ phần thường theo mệnh giá)
- Thặng dư vốn tăng thêm \$  $10 \times 10.000 = \$ 100.000$
- Lợi nhuận giữ lại giảm  
 $\$ 5.000.000 - \$ 150.000 = \$ 4.850.000$
- ~~Tổng vốn cổ phần thường không thay đổi~~

Ví dụ 2

Chỉ tiêu (\$)	Trước khi chia	Sau khi chia
Vốn CPT theo mệnh giá - Common shares (par value)	500.000	550.000
Thặng dư vốn - Additional paid-in capital	1.000.000	1.100.000
Lợi nhuận giữ lại - Retained earnings	5.000.000	4.850.000
Tổng vốn cổ phần thường - Net common equity	6.500.000	\$6.500.000

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Tách cổ phiếu cũng giống như chia cổ tức bằng cổ phiếu, chỉ khác một điểm là chia cổ tức bằng cổ phiếu sử dụng tỷ lệ phần trăm, còn tách cổ phiếu thì sử dụng tỷ lệ tách cổ phiếu. Chẳng hạn, một công ty tuyên bố tách 5 từ 3 cổ phiếu, một cổ đông đang sở hữu 300 cổ phiếu, sau khi tách cổ phiếu sẽ sở hữu 500 cổ phiếu.

Cũng giống như chia cổ tức bằng cổ phiếu, sau khi tách cổ phiếu số lượng cổ phiếu tăng lên, nhưng tổng giá trị của vốn cổ phần tính theo giá thị trường và giá sổ sách vẫn không thay đổi, do vậy giá trị của một cổ phiếu sẽ giảm. Như vậy tách cổ phiếu cũng giống như việc “Chia một chiếc bánh thành nhiều miếng nhỏ hơn” và do vậy cũng chẳng làm giàu thêm cho cổ đông.

Chia cổ tức bằng cổ phiếu và tách cổ phiếu đều không làm tăng giá trị của cổ đông. Vậy mục đích của việc tách cổ phiếu và chia cổ tức bằng cổ phiếu là gì? Ban đầu các công ty thực hiện chia cổ tức bằng cổ phiếu là do họ thiếu tiền để trả cổ tức cho cổ đông, nhưng hiện nay mục đích chính là để giảm giá trị của cổ phiếu, khi giá thị trường của cổ phiếu đã quá cao.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phần

Giống nhau

Về mặt kỹ thuật, hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu giống với việc chia tách cổ phần, nó làm gia tăng số lượng cổ phần đang lưu hành, làm giảm giá trị sổ sách của mỗi cổ phần tương ứng với tỷ lệ chia, nhưng không làm thay đổi giá trị tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty, do đó không ảnh hưởng đến tỷ lệ quyền sở hữu trong công ty của từng cổ đông hiện hữu

Tạo tâm lý được mua rẻ của số đông nhà đầu tư, mặt khác lại ngụ ý công ty giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư sẽ tạo kỳ vọng tăng trưởng trong tương lai ... khiến cho nhà đầu tư tìm cách mua cổ phiếu trước khi chia cổ phiếu thưởng, từ đó làm cho cầu về cổ phiếu tăng cao, tăng tính thanh khoản và hấp dẫn cho cổ phiếu.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và chia tách cổ phần

Khác nhau

Khi thực hiện chi trả cổ tức bằng cổ phiếu giống với việc chia tách cổ phần, nó làm gia tăng số lượng cổ phần đang lưu hành, nhưng số cổ phiếu tăng thêm này thường rất nhỏ.

Trong khi đó, việc chia nhỏ cổ phần sẽ làm cho số lượng cổ phiếu tăng thêm rất lớn theo tỷ lệ chia tách, từ đó dẫn tới giá cổ phiếu của một số trường hợp bị chia nhỏ thì giảm mạnh hơn, nên tính thanh khoản của cổ phiếu sẽ tăng lên.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

- Việc chia tách cổ phần ra nhiều phần nhỏ hơn
- Tỷ lệ chia nhỏ phụ thuộc vào quyết định của từng công ty, song thường được áp dụng nhiều nhất như là 1:2; 1:3; 2:3

#### → Trường hợp tách ngược

- Chia tách cổ phần không ảnh hưởng tới giá trị công ty
- Chia nhỏ cổ phần làm cho giá cổ phần thấp hơn, từ đó cổ phần của công ty dễ tiếp cận hơn đối với nhà đầu tư

#### → Nguyên lý “cậu bé với quả cam”

- Sau khi chia nhỏ cổ phần, số lượng cổ phần trên thị trường tăng lên, có thể làm tăng số lượng cổ đông, từ đó, hạn chế khả năng bị thôn tóm

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Nguyên nhân của việc chia tách cổ phần

- Đây là công cụ marketing mạnh mẽ nhất, hiệu quả nhất vì khi phân tách cổ phần, làm cho người giữ cổ phần cảm thấy giá trị cổ phần họ đang nắm giữ tăng lên trong khi họ chỉ phải bỏ ra một chi phí nhỏ
- Để thu hút các nhà đầu tư nhỏ và trung bình, hành động chia nhỏ cổ phần cũng giống như cắt nhỏ miếng thịt lớn ra để thị trường có thể tiêu hóa một cách dễ dàng
- Tăng sự ổn định trong giá cả cổ phiếu

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Như chúng ta biết, giá cổ phiếu sẽ tăng bằng tốc độ tăng trưởng (g) của công ty. Tốc độ tăng trưởng lại phụ thuộc vào ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại.

Các công ty tăng trưởng thường có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao. Sự tăng trưởng đòi hỏi phải gia tăng đầu tư, để tài trợ cho các dự án đầu tư các công ty thường giữ lại lợi nhuận với tỷ lệ cao.

Sau vài năm tăng trưởng, giá cổ phiếu của công ty đã ở mức rất cao. Điều này làm giảm cầu đối với cổ phiếu, do rất ít nhà đầu tư có khả năng mua cổ phiếu theo “lô chẵn”. Để khắc phục hạn chế này, tách cổ phiếu sẽ giúp cho việc mua bán cổ phiếu trên thị trường dễ dàng hơn, nhờ vậy có thể làm tăng giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp.



## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Một lý do khác để thực hiện tách cổ phiếu là do nhiều nhà quản trị cho rằng có tồn tại một “dải giá cả tối ưu cho giá cổ phiếu” nghĩa là giá thị trường của công ty cao nhất khi giá cổ phiếu nằm trong dải này.

#### Ví dụ 1

Nhà quản trị cho rằng dải giá cả tối ưu của cổ phiếu là từ 20.000 đồng/cp tới 80.000 đồng/cp. Nếu giá cổ phiếu của công ty là 80.000 đồng/cp, họ sẽ thực hiện tách 2 từ 1 cổ phiếu. Sau khi thực hiện tách cổ phiếu, số lượng cổ phiếu sẽ tăng gấp đôi, nhưng giá cổ phiếu có thể không giảm một nửa, và do vậy tách cổ phiếu vẫn làm tăng giá trị tài sản cho cổ đông.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Khi thực hiện tách cổ phiếu, số lượng cổ phiếu tăng không chỉ làm giảm giá thị trường của cổ phiếu mà còn làm giảm giá trị sổ sách và mệnh giá của cổ phiếu.

#### Ví dụ 2

Công ty ABC không trả cổ tức bằng cổ phiếu mà thực hiện tách cổ phiếu theo tỷ lệ một cổ phiếu cũ tách thành 2 cổ phiếu mới. Trước khi tách cổ phiếu, số cổ phiếu đang lưu hành của công ty là 100.000 cp, mệnh giá một cổ phiếu là \$ 5, giá thị trường \$ 11. Sau khi tách, số cổ phiếu đang lưu hành sẽ tăng gấp đôi là 200.000 cổ phiếu, giá thị trường \$ 5,5/cp. Mệnh giá một cổ phiếu lúc này chỉ còn \$ 2,5/cp, nhưng tổng mệnh giá vẫn không đổi bằng \$ 500.000.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Chỉ tiêu (\$)	Trước khi chia tách cổ phiếu	Sau khi chia tách cổ phiếu
Cổ phiếu phổ thông	5	2,5
	100.000 cp	200.000cp
	500.000	500.000
Thặng dư vốn cổ phần	100.000	100.000
Lợi nhuận giữ lại	200.000	200.000
Tổng vốn cổ phần	800.000	800.000
BVPS	8	4

Ví dụ 2

Ở Việt Nam, tách cổ phiếu thường được gọi là thưởng cổ phiếu.

Công ty sẽ sử dụng nhuận giữ lại hoặc thặng dư vốn cổ phần để phát hành thêm cổ phiếu và thưởng cho cổ đông. Khi thưởng cổ phiếu thì mệnh giá cổ phiếu không thay đổi, tổng giá trị vốn chủ sở hữu không đổi, nhưng do số lượng cổ phiếu tăng nên vốn điều lệ tăng, lợi nhuận giữ lại hoặc thặng dư vốn cổ phần giảm tương ứng, giá thị trường và giá sổ sách một cổ phiếu sẽ giảm tương ứng với tỷ lệ thưởng cổ phiếu.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Ví dụ 3

Công ty DEF có 10.000 cổ phần phổ thông lưu hành với giá thị trường \$ 60/CP.

Thu nhập ròng của công ty \$ 24,000.

Công ty vừa mới công bố tách cổ phiếu 1 thành 3. Tỷ số P/E của công ty là bao nhiêu sau khi tách cổ phiếu?

- a. 6
- b. 20
- c. 25
- d. 30

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.3 Chia nhỏ cổ phần (chia tách cổ phiếu)

Ví dụ 4

Cổ phần phổ thông công ty GHI hiện bán với giá \$ 7.8/CP. Công ty vừa công bố tách CP từ 5 thành 2 (tách ngược) với các yếu tố khác không đổi, kết quả làm cho giá cổ phiếu sẽ là

- a. \$ 3.12
- b. \$ 7.8
- c. \$ 19.5
- d. \$ 39

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

Việc mua lại cổ phiếu của công ty thường được tiến hành nhằm đáp ứng các mục tiêu sau

- a) *Phân phối lượng tiền sẵn có.* Đối với các công ty áp dụng chính sách cổ tức ổn định, khi lợi nhuận tăng cao và tiền dư thừa, họ không muốn tăng mức chi trả cổ tức, vì việc tăng trưởng lợi nhuận chưa bền vững. Trong trường hợp này họ sẽ dùng lượng tiền có sẵn để mua lại cổ phiếu.
- b) *Mua lại cổ phiếu để giảm sự pha loãng cổ phiếu.* Khi số lượng cổ phiếu đang lưu hành quá lớn tác động xấu tới giá cổ phiếu, công ty sẽ mua lại cổ phiếu để giảm sự pha loãng giá cổ phiếu.
- c) *Mua lại cổ phiếu cung cấp cơ hội đầu tư nội bộ cho cổ đông.* Nhiều cổ đông của công ty không muốn nhận cổ tức bằng tiền mà muốn nhận lãi vốn để giảm tiền đóng thuế hoặc trì hoãn việc nộp thuế. Họ muốn công ty giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, nếu công ty không có cơ hội đầu tư tốt có khả năng sinh lời bằng tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của công đồng, thì mua lại cổ phiếu là giải pháp tạo ra cơ hội đầu tư nội bộ cho họ.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

#### Ví dụ

Trở lại ví dụ của công ty ABC, nếu công ty trả cổ tức bằng tiền, cổ đông nhận \$ 1 cổ tức và giá trị của một cổ phiếu sau khi trả cổ tức \$ 10.

Khi nhận cổ tức, họ phải nộp thuế thu nhập cá nhân.

Nếu công ty không trả cổ tức mà mua lại cổ phiếu, cổ đông có thể bán lại cổ phiếu cho công ty với giá \$ 11, họ không nhận cổ tức, nhưng thu nhập từ lãi vốn là \$ 1, khoản thu nhập này cũng phải chịu thuế thu nhập, nhưng thuế suất có thể thấp hơn.

Trường hợp cổ đông không bán lại cổ phiếu cho công ty, cổ phiếu của họ có giá \$ 11, như vậy cổ tức của họ đã được đầu tư vào cổ phiếu của công ty và họ chỉ phải nộp thuế khi bán cổ phiếu.

Xét ví dụ trên, nếu ông X không đồng ý bán lại cổ phiếu cho công ty, thì tài sản của ông ta sau khi mua lại sẽ vẫn là 1.000 cổ phiếu với giá trị một cổ phiếu là \$ 11.

Như vậy là cổ tức trả bằng cổ phiếu của ông X về công ty ABC vẫn là \$ 11.000.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

Việc mua lại cổ phiếu của công ty thường được tiến hành nhằm đáp ứng các mục tiêu sau

- d) Thay đổi cơ cấu vốn.* Mua lại cổ phần là phương pháp để công ty thay đổi cơ cấu vốn theo hướng tăng tỷ trọng nợ. Nhiều công ty cho rằng tỷ lệ nợ của họ quá thấp do vậy họ đang chịu chi phí sử dụng vốn bình quân cao (WACC). Để hạ thấp chi phí này công ty sẽ vay tiền để mua lại cổ phiếu phổ thông của mình. Khi công ty vay thêm tiền để mua lại cổ phiếu, tỷ trọng nợ của công ty tăng và tỷ trọng vốn cổ phần sẽ giảm. Như vậy, cơ cấu vốn sẽ thay đổi theo hướng có lợi cho công ty.
- e) Công cụ quyền chọn.* Khi công ty bán quyền chọn bán cho các nhân viên và sẽ mua lại lượng cổ phiếu khi nhân viên thực hiện quyền chọn của mình.



## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

Việc mua lại cổ phiếu của công ty thường được tiến hành nhằm đáp ứng các mục tiêu sau

- f) Mục tiêu chống thâm tóm.* Để tránh bị thâm tóm, công ty sẽ tìm cách mua lại hết số cổ phiếu của các cổ đông lớn mà công ty không mong muốn. Trong trường hợp này họ sẽ thương lượng trực tiếp để mua lại số cổ phiếu mà nhóm cổ đông này đang nắm giữ. Để việc mua lại diễn ra thuận lợi, mức giá thỏa thuận đủ cao để khuyến khích nhóm cổ đông bán lại cổ phiếu một cách nhanh chóng. Tuy vậy để tránh bị kiện tụng, giá mua lại phải hợp lý để không làm thiệt hại đến lợi ích của các cổ đông khác.
- g) Tín hiệu khả quan về tình hình hoạt động của công ty.* Quyết định mua lại cổ phiếu thường được thực hiện khi ban lãnh đạo công ty cho rằng giá thị trường đang thấp hơn giá trị thực của cổ phiếu. Do vậy tuyên bố mua lại cổ phiếu của công ty được các nhà đầu tư coi là một tín hiệu khả quan để họ mua vào. Điều này sẽ tác động làm tăng giá cổ phiếu.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

#### Những bất lợi của việc mua lại cổ phiếu

- Thu nhập của cổ đông gồm cổ tức và lãi vốn. Khi thực hiện việc mua lại cổ phiếu, cổ đông không nhận cổ tức mà nhận lãi vốn bằng mức chênh lệch giữa giá mua và giá bán lại cổ phiếu cho công ty. Nếu thu nhập từ lãi vốn chịu thuế suất cao hơn thu nhập từ cổ tức, cổ đông sẽ bị thiệt khi bán lại cổ phiếu cho công ty. Mặt khác đối với các cổ đông ưa thích cổ tức do họ cho rằng cổ tức chắc chắn hơn lãi vốn, thì việc công ty không trả cổ tức mà thực hiện mua lại cổ phiếu sẽ khiến họ không hài lòng. Do vậy họ sẽ không đầu tư vào cổ phiếu của công ty, điều này có thể tác động xấu tới giá cổ phiếu.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

#### Những bất lợi của việc mua lại cổ phiếu

- Để mua lại cổ phiếu công ty có thể phải trả giá cao hơn giá trị thực của cổ phiếu, nhất là trong trường hợp công ty đang muốn mua lại cổ phiếu của một cổ đông lớn nhằm tránh bị thôn tóm hoặc củng cố quyền lực của ban lãnh đạo công ty. Việc mua lại cổ phiếu với giá cao có thể làm thiệt hại tới lợi ích của các cổ đông khác, và do vậy ban lãnh đạo công ty có thể bị khởi kiện.
- Trong trường hợp mua lại cổ phiếu không nhằm mục đích chống bị thôn tóm, chẳng hạn công ty phải mua lại một số lượng lớn cổ phiếu trên thị trường mở để thay đổi cấu trúc vốn, giá thị trường của cổ phiếu có thể tăng và cao hơn giá trị thực của nó, sau đó giá cổ phiếu lại giảm để trở về giá trị thực khi chương trình mua lại kết thúc.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

#### Những bất lợi của việc mua lại cổ phiếu

- Do thông tin bất cân xứng, cổ đông không có đầy đủ thông tin về hiện tại và tương lai của công ty bằng các nhà quản trị. Họ không hiểu động cơ mua lại cổ phiếu của ban lãnh đạo công ty. Vì vậy họ có thể bán lại cổ phiếu với mức giá thấp hơn giá trị nội tại của cổ phiếu. Điều này thường xảy ra khi công ty mua lại cổ phiếu do họ cho rằng giá thị trường đang thấp hơn giá trị nội tại của cổ phiếu.

## 4.1 Các hình thức phân chia thu nhập cho các cổ đông

### 4.1.4 Mua lại cổ phiếu

Việc mua lại toàn bộ hay một phần số cổ phần do chính công ty đã phát hành sẽ làm số cổ phần của công ty đang lưu hành trên thị trường giảm xuống, và số cổ phần được mua lại xem như là cổ phiếu quỹ và không được chi trả cổ tức, chỉ dùng để thuận lợi cho việc sáp nhập và hợp nhất công ty.

Tuy nhiên, hành động mua lại cổ phần cũng được xem như là làm gia tăng lợi ích của cổ đông tương tự như việc chia cổ tức bằng tiền mặt.

Mua lại cổ phiếu không làm tăng giá trị công ty vậy công ty mua lại cổ phiếu nhằm mục tiêu gì?

→ Đây là một trong những phương cách kéo dài sự sống, trì hoãn cái chết của công ty  
→ Các hình thức mua lại cổ phần?

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Các yếu tố tác động tới sở thích nhận cổ tức hoặc lãi vốn của cổ đông

Hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)

Lý thuyết tín hiệu (signaling theory)

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Đây là lý thuyết được phát triển bởi hai giáo sư Mỹ Merton Miller và Franco Modigliani (MM).

Trong lý thuyết này, MM cho rằng chính sách cổ tức của một công ty không tác động đến giá cổ phiếu và chi phí sử dụng vốn của công ty.

MM cho rằng giá trị của công ty chỉ phụ thuộc vào khả năng sinh lời cơ bản và rủi ro kinh doanh của công ty, tức là phụ thuộc vào các quyết định đầu tư chứ không phụ thuộc vào các quyết định phân chia thu nhập thành cổ tức và lợi nhuận giữ lại.



## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

#### Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Những giả thiết được đưa ra bởi lý thuyết MM bao gồm

- *Thị trường là hoàn hảo.* Thị trường hoàn hảo theo MM bao gồm các yếu tố: người mua hay bán không phải là người quyết định giá trên thị trường; các đối tượng tham gia thị trường đều có khả năng tiếp cận như nhau đối với tất cả những thông tin về giá cả và những đặc điểm liên quan của cổ phiếu; không tồn tại các loại phí giao dịch như: phí môi giới, thuế chuyển nhượng hay các loại phí khác liên quan đến việc mua, bán, hay phát hành cổ phiếu; không có chênh lệch thuế giữa việc phân phối hay không phân phối lợi nhuận cho các cổ đông.
- *Những hành vi trên thị trường là hợp lý.* Tính hợp lý thể hiện ở chỗ các nhà đầu tư thích giá trị tài sản của họ cao hơn, bất kể tài sản này tồn tại dưới hình thức cổ tức nhận được bằng tiền hay lãi vốn do giá trị cổ phiếu tăng thêm.
- *Không có thông tin bất cân xứng.* Ban quản trị công ty và nhà đầu tư bên ngoài đều nắm được tất cả các thông tin về các dòng tiền cũng như lợi nhuận của công ty trong tương lai như nhau.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

ABC là công ty chỉ sử dụng vốn cổ phần phổ thông, số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 100.000 cổ phiếu.

Công ty tạo ra dòng tiền ròng vĩnh viễn là \$ 100.000/năm.

Nếu công ty sử dụng toàn bộ số tiền này để trả cổ tức cho cổ đông, thì  $DPS = EPS = \$ 1$ . Với tỷ lệ sinh đòi hỏi của cổ phiếu  $r_s$  là 10% thì

- Giá trị của vốn cổ phần là \$ 1.000.000 ( $= \$ 100.000 / 10\%$ )
- Giá trị của một cổ phiếu là \$ 10 ( $= \$ 1 / 10\%$ )



## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

Giá trị cổ phiếu phụ thuộc vào tỷ lệ sinh lời ( $r$ ) của các dự án đầu tư mới, với ba khả năng sau

Tỷ lệ sinh lời của dự án bằng tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của cổ đông

$$r = r_s = 10\%$$

$$g = 10\% \cdot 50\% = 5\%$$

Tỷ lệ sinh lời của dự án cao hơn tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của cổ đông

$$r = 15\% > r_s = 10\%$$

$$g = 15\% \cdot 50\% = 7,5\%$$

Tỷ lệ sinh lời của dự án thấp hơn tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của cổ đông

$$r = 5\% < r_s = 10\%$$

$$g = 5\% \cdot 50\% = 2,5\%$$

$$P^0 = \frac{0,5}{10\% - 5\%} = \$10$$

$$P^0 = \frac{0,5}{10\% - 7,5\%} = \$20$$

$$P^0 = \frac{0,5}{10\% - 2,5\%} = \$6,67$$

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

Kết quả tính toán trên cho thấy nếu tỷ lệ sinh lời của các dự án mới ( $r$ ) chỉ bằng tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông ( $r_s$ ) là 10%, thì giá trị của vốn cổ phần và giá trị của một cổ phiếu không thay đổi, bất kể thu nhập hàng năm được phân chia như thế nào: chia cổ tức 100% hay chỉ chia 50%.

Giá trị của cổ phiếu chỉ tăng khi tỷ suất sinh lời của các dự án mới cao hơn tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông.

Thế nhưng cái làm tăng giá trị của cổ phiếu là khả năng sinh lời của các dự án mới, tức là do quyết định đầu tư chứ không phải do quyết định phân chia thu nhập.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ở phần trên chúng ta khi xem xét tác động của chính sách cổ tức tới giá cổ phiếu, chúng ta đã giả định không tồn tại nguồn vốn huy động từ bên ngoài, tức là để tài trợ cho các dự án mới công ty chỉ có thể sử dụng nguồn vốn bên trong bằng lợi nhuận giữ lại chứ không thể đi vay hay phát hành cổ phần mới.

Giả định này là không hợp lý, bởi lẽ không ai cấm công ty huy động vốn từ bên ngoài, do vậy phần tiếp theo chúng ta sẽ xem xét khi công ty có thể huy động vốn từ bên ngoài, thì chính sách cổ tức có tác động tới giá trị vốn cổ phần hay không?

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

Giả sử công ty ABC có cơ hội đầu tư vào các dự án mới. Dự án mới có vốn đầu tư là \$ 100.000 và đem lại dòng tiền vĩnh viễn là \$ 20.000/ năm. Nếu tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của vốn đầu tư là 10%, thì giá trị hiện tại ròng của dự án mới sẽ là \$ 100.000.

$$NPV = -100.000 + \frac{20.000}{10\%} = \$ 100.000$$

Để tài trợ cho dự án công ty đang xem xét hai phương án

- Phương án 1. Giữ lại toàn bộ \$ 100.000 lợi nhuận sau thuế của năm vừa qua để đầu tư, như vậy tỷ lệ chia cổ tức là 0%
- Phương án 2. Sử dụng toàn bộ \$ 100.000 để chia cổ tức cho cổ đông, với mức chia \$ 1/cổ phần. Để tài trợ cho dự án công ty sẽ phát hành cổ phần mới để huy động thêm \$ 100.000.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

##### Phương án 1

Trước khi sử dụng 100.000\$ để đầu tư vào dự án, giá trị vốn cổ phần là \$ 1.100.000 \$  
 $= (100.000 + (100.000 / 0,1))$ .

Khi sử dụng \$ 100.000 đầu tư vào dự án, cổ đông mất đi \$ 100.000, nhưng sẽ nhận được dòng tiền vĩnh viễn \$ 20.000/ năm có giá trị hiện tại là \$ 200.000\$.

Do vậy giá trị vốn cổ phần sẽ là \$ 1.200.000

Giá trị vốn cổ phần sau đầu tư = Giá trị vốn cổ phần trước đầu tư – Lợi nhuận giữ lại +

Hiện giá dòng tiền của dự án đầu tư = Giá trị vốn cổ phần trước đầu tư + NPV của dự án

$$NPV = 1.100.000 - 100.000 + \frac{20.000}{10\%} = \$ 1.200.000$$

$$\text{Giá trị một cổ phần} = \frac{1.200.000}{100.000} = \$ 12$$

Bảng cân đối kế toán của ABC theo giá thị trường (\$)

Tài sản	1.100.000	Nợ	0
Cơ hội đầu tư (NPV)	100.000	Vốn cổ phần	1.200.000
Tổng tài sản	1.200.000	Giá trị công ty	1.200.000



## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

#### Phương án 2

Sau khi sử dụng “tạm” \$ 100.000 lợi nhuận năm vừa qua đầu tư vào dự án, giá trị vốn cổ phần là 1.200.000\$. ABC sẽ phát hành cổ phần mới để huy động thêm \$ 100.000 và sử dụng số tiền này để trả cổ tức cho cổ đông. Sau các hành động này giá trị vốn cổ phần không thay đổi.

Giá trị vốn cổ phần = Giá trị cổ phần sau đầu tư + Cổ phần mới phát hành – Cổ tức trả cho cổ đông cũ.

Giá trị vốn cổ phần = \$ 1.200.000 (= 1.200.000+100.000–100.000)

Như vậy khi công ty có thể huy động vốn từ bên ngoài, thì giá trị của vốn cổ phần không thay đổi bất kể thu nhập năm hiện tại được phân chia như thế nào, giữ lại và tái đầu tư 100 % hay chia cổ tức 100%.

Giá trị của vốn cổ phần là \$ 1.200.000, trong đó giá trị cổ phần của cổ đông mới là \$ 100.000, do vậy giá trị cổ phần của cổ đông cũ là \$ 1.100.000 (=1.200.000-100.000).

$$\text{Giá trị một cổ phần của cổ đông cũ} = \frac{1.100.000}{100.000} = \$ 11$$

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

So với phương án 1, việc sử dụng toàn bộ lợi nhuận sau thuế của năm hiện tại để chia cổ tức cho cổ đông làm giá cổ phiếu giảm \$ 1 ( $= \$ 12 - \$ 11$ ), nhưng bù lại cổ đông cũ đã được chia \$ 1 cổ tức. Như vậy dù phân chia thu nhập như thế nào thì lợi ích của cổ đông cũ vẫn không thay đổi.

Tiếp theo ta sẽ xem xét về cổ phần mới. Cổ phần mới được phát hành sau khi công ty đã sử dụng “tạm” \$ 100.000 lợi nhuận năm vừa qua đầu tư vào dự án. Giá trị vốn cổ phần sau đầu tư là \$ 1.200.000, trong đó \$ 100.000 lợi nhuận năm vừa qua thuộc về cổ đông cũ. Do vậy giá một cổ phần không bao gồm lợi nhuận của cổ đông cũ là \$ 11

$$\text{Giá trị một cổ phần không bao gồm lợi nhuận} = \frac{1.200.000 - 100.000}{100.000} = \$ 11$$

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

Như vậy nếu các cổ đông mới mua cổ phần với giá hợp lý, thì giá mua là \$ 11 và số lượng cổ phần mới phải phát hành là 9.091 cổ phần ( $=100.000/11$ )  
Tổng số cổ phần sau khi phát hành thêm cổ phần mới là 109.091 cổ phần ( $=100.000+9.091$ )

$$\text{Giá trị một cổ phần} = \frac{1.200.000}{109.091} = \$ 11$$

Chúng ta tiếp tục xem xét tác động của chính sách cổ tức tới giá trị vốn cổ phần với giả định công ty không có cơ hội đầu tư mới.

Trở lại ví dụ của công ty ABC với 100.000 cổ phần đang lưu hành và dòng tiền ròng vĩnh viễn \$ 100.000/năm. Nếu không có cơ hội đầu tư, công ty dự tính sẽ trả cổ tức hàng năm là \$ 1/cổ phần. Với chính sách cổ tức như vậy, nếu tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của cổ đông là 10%, thì giá trị một cổ phần là \$ 10 ( $=1/0,1$ ).

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

Chính sách cổ tức là độc lập (Dividend irrelevance theory)

Ví dụ

Giả sử công ty ABC không muốn phân phối như dự tính ban đầu mà muốn tăng mức cổ tức trả cho năm nay từ \$ 1/cổ phần lên thành \$ 2/cổ phần và giảm bớt lượng cổ tức sẽ trả vào năm còn lại.

Với số lượng cổ phần đang lưu hành là 100.000 cổ phần, để chia thêm cho mỗi cổ phần \$ 1, công ty phải cần huy động thêm \$ 100.000. Công ty sẽ phát hành thêm cổ phần để chia cổ tức cho các cổ đông. Các cổ phần mới cũng có tỷ suất sinh lợi đòi hỏi là 10%. Như vậy từ cuối năm thứ 2 trở đi, mỗi năm công ty phải dành ra \$ 10.000 để trả cho cổ đông mới, phần còn lại của cổ đông cũ là \$ 90.000 (=100.000–10.000). Như vậy mỗi cổ phần cũ sẽ chỉ còn \$ 0,9 cổ tức thay vì \$ 1 như trước đây. Với những thay đổi như vậy, giá trị một cổ phần được xác định như sau

$$P^*_0 = \frac{2}{1,1} + \frac{0,9}{0,1 * 1,1} = \$ 10$$

Từ đây, ta thấy không có gì khác biệt với giá trị cổ phiếu được xác định ở trên. Như vậy, việc công ty chia cổ tức lúc nào và bao nhiêu không ảnh hưởng gì đến giá trị cổ phiếu. Việc tăng cổ tức trả cho cổ đông tại thời điểm này sẽ làm giảm cổ tức trả cho các cổ đông tại thời điểm khác.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

##### Chính sách cổ tức tự tạo

Để bảo vệ quan điểm chính sách cổ tức của công ty không ảnh hưởng tới giá cổ phiếu, Merton Miller và Franco Modigliani (MM) cho rằng bất kỳ nhà đầu tư nào cũng có thể tự tạo một chính sách cổ tức cho riêng mình.

##### Ví dụ

Chẳng hạn nếu công ty trả cổ tức thấp với tỷ lệ 2%, một cổ đông của công ty muốn có cổ tức cao hơn với tỷ lệ 10% có thể bán đi 8% số cổ phiếu mà người đó đang sở hữu. Trường hợp ngược lại nếu muốn nhận lãi vốn, nhưng công ty không giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, cổ đông có thể sử dụng cổ tức nhận được để mua thêm cổ phiếu của công ty.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

##### Chính sách cổ tức tự tạo

##### Ví dụ

Quay trở lại ví dụ trên, giả sử ông X một cổ đông đang sở hữu 1.000 cổ phần của công ty ABC, thích nhận cổ tức theo cách phân phối ban đầu, tức nhận \$ 1.000/năm, trong khi đó công ty lại đang tiến hành theo cách thứ 2.

Để nhận được \$1.000/năm, ông X có thể dùng \$ 1.000 trong \$ 2.000 nhận được ở cuối năm nay (năm 1) để mua thêm cổ phiếu của công ty ABC. Với giá một cổ phiếu là \$ 9 ( $0,9/0,1$ ) số cổ phiếu mua thêm là 111 cổ phiếu ( $1.000/9$ ).

Sau khi đã sử dụng \$ 1.000 để mua thêm cổ phiếu, cổ tức nhận được hàng năm của ông X như sau

Cuối năm nay \$ 1.000 ( $= 2.000 - 1.000$ )

Từ năm thứ hai trở đi = \$ 1.000 ( $=(1.000 + 111) \cdot 0,9$ )

Như vậy là đúng với mong muốn của ông X.

Bằng Chính sách cổ tức tự tạo có thể tự thay đổi theo sở thích của mình mà không phụ thuộc gì vào chính sách cổ tức của công ty.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

##### Chính sách cổ tức tự tạo

Lý thuyết MM cho rằng giá trị công ty không phụ thuộc vào chính sách cổ tức. Lý thuyết này được xây dựng dựa trên một hệ thống các giả thiết khá lý tưởng như không có thuế, không có chi phí giao dịch và không có sự bất hoàn hảo của thị trường.

Các giả định trên là không thực tế, trong đời sống thực, khi nhận cổ tức và lãi vốn nhà đầu tư phải nộp thuế thu nhập, còn khi mua hay bán cổ phiếu họ phải trả chi phí giao dịch.

##### Ví dụ

Trở lại ví dụ trên, khi ông X nhận thêm \$ 1.000 cổ tức không mong muốn ở cuối năm 1, ông phải trả thêm tiền thuế, và khi sử dụng \$ 1.000 để mua thêm cổ phiếu, ông phải trả chi phí giao dịch khá lớn so với số tiền muốn đầu tư.

Trong trường hợp phải nộp thuế và trả phí giao dịch, liệu chính sách cổ tức tự tạo của ông X có tốt bằng cách phân phối theo phương án ban đầu của công ty ABC không?

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết M&M về chính sách cổ tức và giá trị công ty

##### Chính sách cổ tức tự tạo

Như vậy khi các giả thiết bị phá vỡ, nhà đầu tư phải trả thêm tiền thuế và chi phí giao dịch để thiết lập chính sách cổ tức của riêng mình, nhà đầu tư sẽ quan tâm tới chính sách cổ tức của công ty. Họ sẽ tìm mua cổ phiếu của các công ty đáp ứng được sở thích của họ với chi phí giao dịch và thuế phải nộp thấp nhất. Do vậy chính sách cổ tức sẽ ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Để bảo vệ quan điểm của mình, Merton Miller và Franco Modigliani cho rằng chỉ nhà đầu tư cá nhân mới quan tâm nhiều tới thuế và chi phí giao dịch, các nhà đầu tư là tổ chức sẽ không bận tâm về thuế và chi phí giao dịch, bởi họ được miễn thuế và chi phí giao dịch thấp. Các nhà đầu tư tổ chức lại sở hữu một số lượng cổ phiếu lớn và do vậy họ có thể tác động tới giá cổ phiếu trên thị trường. Từ lập luận như vậy họ cho rằng lý thuyết của họ vẫn có giá trị thực tiễn.

Dù còn nhiều tranh cãi, lý thuyết MM đã mở ra được con đường cho các nhà khoa học kinh tế tiếp tục nghiên cứu về chính sách cổ tức bằng việc gỡ bỏ các giả thiết lý tưởng, nhưng không thực tế của hai ông.



## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Các yếu tố tác động tới sở thích nhận cổ tức hoặc lãi vốn của cổ đông

Cổ đông của một công ty có thể nhận được thu nhập từ đầu tư của họ dưới hai hình thức (1) cổ tức và (2) lãi vốn.

Trong thực tế có nhóm cổ đông thích cổ tức và ngược lại có nhóm lại thích lãi vốn hơn.

Khi cổ đông không thể tự tạo ra chính sách cổ tức cho riêng mình, họ không bàng quan với chính sách cổ tức của công ty nữa. Nhóm cổ đông ưa thích cổ tức sẽ tìm mua cổ phiếu của công ty trả cổ tức cao. Trong khi đó nhóm ưa thích lãi vốn lại tìm mua cổ phiếu của các công ty giữ lại hầu hết lợi nhuận để tái đầu tư.

Phần tiếp theo chúng ta sẽ thảo luận các lý do vì sao một số nhà đầu tư ưa thích cổ tức trong khi số còn lại thích lãi vốn.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Các yếu tố tác động tới sở thích nhận cổ tức hoặc lãi vốn của cổ đông

Lý do thích cổ tức của một số nhà đầu tư

**Cổ tức rủi ro thấp hơn lãi vốn.** Trong xã hội hầu hết các nhà đầu tư đều ghét rủi ro. Có một nhóm cổ đông cho rằng cổ tức nhận được ngay ngày hôm nay thì chắc chắn hơn khoản lãi vốn nhận được trong tương lai. Do vậy họ thích nhận cổ tức cao bằng tiền tại thời điểm hiện tại, thay vì để lại cho công ty tái đầu tư và nhận lãi vốn trong tương lai. Nhóm người này thường có khuynh hướng tìm mua cổ phiếu của các công ty có tỷ lệ chia cổ tức cao và sẵn sàng trả giá cao hơn cho cổ phiếu này.

**Nhu cầu đối với thu nhập hiện tại thay vì tương lai.** Những người già và người nghỉ hưu, khi đầu tư số tiền tích lũy trong cả đời của họ vào cổ phiếu của các công ty, họ mong muốn có thu nhập đều đặn hàng năm từ cổ tức để trang trải cuộc sống. Do vậy họ cũng thuộc nhóm nhà đầu tư ưa thích cổ phiếu có tỷ lệ chia cổ tức cao và ổn định.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Các yếu tố tác động tới sở thích nhận cổ tức hoặc lãi vốn của cổ đông

Lý do thích cổ tức của một số nhà đầu tư

**Thuế.** Ở một số nước, luật thuế thu nhập cá nhân quy định thuế suất đánh trên lãi vốn cao hơn thuế suất đánh trên thu nhập từ cổ tức. Điều này khiến cho nhà đầu tư ưa thích cổ tức hơn. Chẳng hạn tại Việt Nam, luật thuế thu nhập cá nhân được Quốc hội thông qua ngày 21/11/2007 quy định thu nhập từ đầu tư vốn, trong đó có thu nhập từ cổ tức chỉ chịu thuế suất 5%, trong khi đó thu nhập từ chuyển nhượng vốn, bao gồm cả lãi vốn do chuyển nhượng cổ phiếu lại chịu thuế suất tới 20%.

**Những đối tượng được miễn thuế thu nhập cá nhân.** Như đã trình bày ở phần trên đối với các nhà đầu tư tổ chức được miễn thuế như Quỹ hưu trí, quỹ học bổng trong các trường đại học chính sách trả cổ tức cao hay thấp không tạo ra sự khác biệt về thuế phải nộp của họ. Các nhà đầu tư này thường mong muốn nhận được các khoản thu nhập ổn định và chắc chắn từ cổ tức hơn là lãi vốn không chắc chắn trong tương lai. Vì vậy nhóm đối tượng này cũng hướng đến các cổ phiếu chia cổ tức cao.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

Các yếu tố tác động tới sở thích nhận cổ tức hoặc lãi vốn của cổ đông

Lý do thích lãi vốn của một số nhà đầu tư

**Thuế.** khi nhà đầu tư phải nộp thuế thu nhập cá nhân, chính sách cổ tức không còn độc lập với giá cổ phiếu nữa. Luật thuế thu nhập cá nhân của một số quốc gia khiến các nhà đầu tư cá nhân thích lãi vốn hơn cổ tức, nguyên nhân do thuế suất đánh trên lãi vốn thấp hơn thuế suất đánh trên cổ tức. Chẳng hạn trước năm 2003, ở Mỹ thu nhập từ cổ tức phải chịu thuế suất lên tới 38%, trong khi thu nhập từ lãi vốn chỉ chịu mức thuế suất 20%. Từ năm 2003 thuế suất cao nhất đánh trên lãi vốn và cổ tức đều là 15%, điều này làm giảm sự ưa thích của cổ đông với lãi vốn. Tuy vậy lãi vốn vẫn đem lại lợi ích cho nhà đầu tư cá nhân, bởi lẽ nếu nhận cổ tức họ phải nộp thuế ngay khi nhận cổ tức, còn lãi vốn chỉ phải nộp khi họ bán cổ phiếu. Như vậy việc công ty giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư cũng như việc mua lại cổ phiếu đã giúp nhà đầu tư cá nhân trì hoãn việc nộp thuế. Tiền có giá trị theo thời gian, một đồng thuế phải nộp trong tương lai có giá trị thấp hơn một đồng nộp ở hiện tại. Như vậy thuế là một yếu tố khiến nhà đầu tư cá nhân ưa thích các công ty trả cổ tức thấp, họ sẵn sàng trả giá cao hơn cho cổ phiếu của các công ty này so với cổ phiếu của các công ty tương tự nhưng trả cổ tức cao.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)

Lý thuyết hiệu ứng nhóm khách hàng thì cho thấy rằng các nhóm cổ đông khác nhau thì ưa thích các chính sách cổ tức khác nhau, vì vậy, khuynh hướng các công ty sẽ thu hút các nhà đầu tư nào thích chính sách cổ tức của chính công ty mình.

Như vậy, ta có một nhận xét quan trọng là tuy sở thích của các nhà đầu tư có thể là khác nhau nhưng chắc rằng họ đều thích cổ tức có thể dự đoán được.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)

Như đã đề cập ở phần trước của chương, trong nền kinh tế tồn tại các nhóm nhà đầu tư với những sở thích khác nhau về cổ tức.

Có nhóm thích cổ phiếu trả cổ tức cao, có nhóm lại thích cổ phiếu trả cổ tức thấp. Sở dĩ như vậy là do sự khác biệt về thuế, sự khác biệt nhu cầu về thu nhập...

Các nhóm nhà đầu tư này sẽ tìm mua những cổ phiếu phù sở thích của mình trên thị trường. Chẳng hạn những nhà đầu tư ưa thích cổ tức, sẽ đầu tư vào cổ phiếu của các công ty đã phát triển ổn định như công ty điện lực, những nhà đầu tư ưa thích lãi vốn sẽ đầu tư vào cổ phiếu của các công ty tăng trưởng như các công ty sản xuất phần mềm vi tính. Những nhóm nhà đầu tư với những sở thích giống nhau như vậy được gọi là nhóm khách hàng (Clienteles).

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Hiệu ứng nhóm khách hàng (clientele effects)

Như đã đề cập ở phần trước của chương, trong nền kinh tế tồn tại các nhóm nhà đầu tư với những sở thích khác nhau về cổ tức. Có nhóm thích cổ phiếu trả cổ tức cao, có nhóm lại thích cổ phiếu trả cổ tức thấp. Sở dĩ như vậy là do sự khác biệt về thuế, sự khác biệt nhu cầu về thu nhập... Các nhóm nhà đầu tư này sẽ tìm mua những cổ phiếu phù hợp sở thích của mình trên thị trường. Chẳng hạn những nhà đầu tư ưa thích cổ tức, sẽ đầu tư vào cổ phiếu của các công ty đã phát triển ổn định như công ty điện lực, những nhà đầu tư ưa thích lãi vốn sẽ đầu tư vào cổ phiếu của các công ty tăng trưởng như các công ty sản xuất phần mềm vi tính. Những nhóm nhà đầu tư với những sở thích giống nhau như vậy được gọi là nhóm khách hàng (Clienteles).

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)

Những động thái của các nhóm khách hàng trên thị trường sẽ tạo ra các hiệu ứng nhóm khách hàng. Hiệu ứng nhóm khách hàng là khuynh hướng của các công ty trong việc xây dựng chính sách cổ tức nhằm thu hút các nhà đầu tư ưa thích chính sách cổ tức của công ty. Chẳng hạn trên thị trường có 50% các nhà đầu tư ưa thích cổ tức, trong khi chỉ có 30% các công ty chia cổ tức cao. Điều này sẽ dẫn đến trạng thái mất cân bằng cung cầu trên thị trường. Từ đó ảnh hưởng làm tăng giá các cổ phiếu được chia cổ tức cao. Trường hợp này sẽ thúc đẩy các công ty vốn thực hiện chính sách chia cổ tức thấp sẽ chuyển sang hình thức chia cổ tức cao nhằm nâng giá cổ phiếu của công ty mình lên. Tình trạng này cứ tiếp tục xảy ra cho đến khi số công ty thay đổi chính sách cổ tức nhằm đáp ứng nhu cầu trên thị trường, đủ bù đắp cho nhu cầu của các nhà đầu tư thì thị trường sẽ cân bằng. Trong nhóm các nhà đầu tư ưa cổ tức cao, có những nhà đầu tư ưa thích các dòng thu nhập cố định và chắc chắn như: Người về hưu, người cao tuổi và các quỹ bảo hiểm... Để thu hút được nhóm nhà đầu tư này công ty phải theo đuổi chính sách cổ tức cố định.



## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Hiệu ứng nhóm khách hàng (cliente effects)

Cổ đông của một công ty có thể bao gồm nhiều nhóm khách hàng khác nhau, trong đó có nhóm khách hàng chủ yếu. Một sự thay đổi trong chính sách cổ tức của công ty có thể gây bất lợi cho nhóm khách hàng này, họ có thể bán cổ phiếu của công ty để đầu tư vào cổ phiếu của các công ty khác có chính sách cổ tức phù hợp với họ hơn. Do vậy giá cổ phiếu của công ty có thể bị giảm. Đây cũng là lý do khiến cho nhiều công ty không muốn thay đổi chính sách cổ tức để tránh bị mất đi nhóm khách hàng chủ yếu của mình. Lý thuyết MM không đồng ý với quan điểm này, họ thừa nhận sự tồn tại của các nhóm khách hàng. Nhưng lại cho rằng sự thay đổi chính sách cổ tức của một công ty có thể làm mất đi một số cổ đông cũ nhưng lại thu hút thêm các nhà đầu tư mới thích chính sách cổ tức mới của công ty, do vậy giá cổ phiếu không thay đổi.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết tín hiệu (signaling theory)

Lý thuyết nội dung thông tin (hay lý thuyết tín hiệu) là lý thuyết cho rằng nhà đầu tư xem sự thay đổi của cổ tức là tín hiệu về dự báo thu nhập của ban quản lý công ty.

Trong đó tín hiệu là hành động của ban quản lý công ty đưa ra nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư nhận định của ban quản lý về triển vọng của công ty như thế nào.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết tín hiệu (signaling theory)

Lý thuyết MM cho rằng chính sách cổ tức không tác động tới giá cổ phiếu và chi phí sử vốn của công ty. Tuy vậy trong thực tế người ta nhận thấy khi một công ty tuyên bố tăng mức cổ tức trả cho cổ đông, thì giá cổ phiếu trên thị trường tăng và ngược lại khi họ tuyên bố giảm cổ tức, giá cổ phiếu trên thị trường giảm xuống. Hiện tượng này được giải thích như thế nào? Những người phản bác lý thuyết MM cho rằng giá cổ phiếu tăng, khi tăng mức chi trả cổ tức là do cổ đông ưa thích cổ tức hơn lãi vốn. Do vậy chính sách cổ tức có tác động tới giá cổ phiếu của công ty. MM không đồng ý với lập luận như vậy, họ cho rằng các cổ đông với những sở thích khác nhau về cổ tức có thể tạo ra cho riêng mình một chính sách cổ tức như mong muốn (Chính sách cổ tức tự tạo) chứ không cần sự thay đổi chính sách cổ tức của công ty. Chính vì vậy sự thay đổi chính sách cổ tức của công ty không ảnh hưởng gì đến lợi ích của các cổ đông, vì vậy cũng chẳng ảnh hưởng gì đến giá cổ phiếu. Vậy lý thuyết MM sẽ giải thích như thế nào về sự thay đổi giá cổ phiếu trên thị trường khi công ty quyết định thay đổi chính sách cổ tức?

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết tín hiệu (signaling theory)

Merton Miller và Franco Modigliani cho rằng, sự thay đổi của chính sách cổ tức là “tín hiệu” dự báo về thu nhập của công ty trong tương lai.

Theo MM các công ty theo đuổi chính sách cổ tức ổn định, họ chỉ tăng mức chi trả cổ tức khi họ cho rằng lợi nhuận trong tương lai của công ty sẽ cao hơn để duy trì mức cổ tức cao cho cổ đông.

Ngược lại khi lợi nhuận giảm họ không giảm cổ tức, trừ phi họ nhận thấy sự phục hồi của lợi nhuận chưa thể xảy ra trong thời gian tới.

Do vậy đối với các nhà đầu tư, tuyên bố tăng mức chia cổ tức của công ty là tín hiệu tốt, cho thấy ban lãnh đạo công ty đang lạc quan về lợi nhuận kỳ vọng của công ty.

Ngược lại tuyên bố giảm mức chia cổ tức là tín hiệu xấu, cho thấy ban lãnh đạo công ty bi quan về lợi nhuận kỳ vọng của công ty. Giá cổ phiếu sẽ tăng khi nhà đầu tư nhận được tín hiệu tốt và giảm khi nhận tín hiệu xấu.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết tín hiệu (signaling theory)

Merton Miller và Franco Modigliani cho rằng, sự thay đổi của chính sách cổ tức là “tín hiệu” dự báo về thu nhập của công ty trong tương lai.

Theo MM các công ty theo đuổi chính sách cổ tức ổn định, họ chỉ tăng mức chi trả cổ tức khi họ cho rằng lợi nhuận trong tương lai của công ty sẽ cao hơn để duy trì mức cổ tức cao cho cổ đông.

Ngược lại khi lợi nhuận giảm họ không giảm cổ tức, trừ phi họ nhận thấy sự phục hồi của lợi nhuận chưa thể xảy ra trong thời gian tới.

Do vậy đối với các nhà đầu tư, tuyên bố tăng mức chia cổ tức của công ty là tín hiệu tốt, cho thấy ban lãnh đạo công ty đang lạc quan về lợi nhuận kỳ vọng của công ty.

Ngược lại tuyên bố giảm mức chia cổ tức là tín hiệu xấu, cho thấy ban lãnh đạo công ty bi quan về lợi nhuận kỳ vọng của công ty. Giá cổ phiếu sẽ tăng khi nhà đầu tư nhận được tín hiệu tốt và giảm khi nhận tín hiệu xấu.

Tóm lại, theo MM thì sự tăng hoặc giảm giá cổ phiếu trên thị trường sau tuyên bố tăng hoặc giảm mức cổ tức của công ty, không phải do sự ưa thích cổ tức của nhà đầu tư, mà do phản ứng của nhà đầu tư trước những tín hiệu tốt hoặc xấu về lợi nhuận của công ty trong tương lai.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.1 Các lý thuyết về chính sách cổ tức

#### Lý thuyết tín hiệu (signaling theory)

Lý thuyết MM được xây dựng trên giả thiết không có bất cân xứng về thông tin, thực tế không phải như vậy, nhà quản trị là người trực tiếp điều hành hoạt động của công ty sẽ hiểu rõ về hoạt động hiện tại cũng như triển vọng tương lai của công ty hơn các nhà đầu tư bên ngoài. Do có sự bất cân xứng về thông tin, nhà đầu tư có thể suy diễn về tình trạng hoạt động của công ty qua các quyết định của các nhà quản trị. Họ xem các quyết định thay đổi chính sách cổ tức của nhà quản trị là “tín hiệu” dự báo về thu nhập của công ty trong tương lai. Tuy vậy sự suy diễn của họ cũng có thể không đúng, chẳng hạn một công ty có triển vọng phát triển tốt trong dài hạn, họ cần nhiều vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư mới, do vậy giảm cổ tức là giải pháp để tăng phần vốn tài trợ cho đầu tư. Trong trường hợp này giá cổ phiếu có thể giảm, do nhà đầu tư cho rằng giảm cổ tức là tín hiệu cho thấy ban lãnh đạo công ty bi quan về lợi nhuận kỳ vọng của công ty. Như vậy rất khó đoán việc công ty thay đổi chính sách cổ tức là vì lý do gì. Tuy nhiên nếu giá cổ phiếu giảm không phải do hoạt động của công ty đang xấu đi mà do suy diễn sai, thì sau đó giá cổ phiếu sẽ tăng trở lại. Nhưng dù sao tác động “tín hiệu” có ý nghĩa rất lớn, do vậy các công ty cần thận trọng, lường trước những thay đổi của thị trường khi muốn thay đổi chính sách cổ tức.

Tóm lại, Lý thuyết tín hiệu có thể được sử dụng để giải thích về phản ứng của thị trường trước sự thay đổi của chính sách cổ tức. Tuy nhiên, cần phải sử dụng các số liệu và mô hình để kiểm chứng lại tính chính xác của các lý thuyết này trong từng thị trường cụ thể.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

Những giới hạn cho mức cổ tức được chia

Cơ hội đầu tư

Khả năng tìm nguồn vốn khác thay cho lợi nhuận giữ lại

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

#### Những giới hạn cho mức cổ tức được chia

**Các khoản nợ.** Khi công ty sử dụng các khoản vay, các hợp đồng vay nợ thường có điều khoản quy định giới hạn tối đa của tỷ lệ cổ tức được chia trên thu nhập phát sinh sau khi vay, nhằm đảm bảo cho khả năng thanh toán lãi và nợ gốc đúng hạn của công ty. Một số hợp đồng vay còn quy định công ty không được trả cổ tức khi các tỷ số khả năng thanh toán hiện hành, khả năng trả lãi, tỷ số nợ trên tổng vốn của công ty không đạt tới mức tối thiểu hoặc tối đa theo quy định.

**Sự giới hạn do cổ phiếu ưu đãi.** Sự giới hạn mức chia cổ tức cho cổ đông phổ thông thể hiện ở chỗ cổ phiếu phổ thông không được chia cổ tức nếu chưa chia cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi. Đối với cổ phiếu ưu đãi cộng dồn, cổ tức chưa trả của một năm nào đó sẽ được gộp vào cổ tức năm sau và sẽ được trả trước khi chia cổ tức cho cổ đông phổ thông.



## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

#### Những giới hạn cho mức cổ tức được chia

**Lợi nhuận giữ lại.** Để đảm bảo quyền lợi cho các chủ nợ, mức chia cổ tức không được vượt quá “lợi nhuận giữ lại” trên bảng cân đối. Điều khoản này nhằm hạn chế việc phân phối hết các tài sản của công ty cho các cổ đông và đẩy rủi ro về phía các chủ nợ.

**Tiền mặt sẵn có.** Hình thức chia cổ tức bằng tiền chỉ có thể thực hiện được khi công ty có đủ lượng tiền mặt để chi trả. Tuy nhiên khi không đủ tiền để chia cổ tức, công ty có thể vay tiền để chia cổ tức, thế nhưng việc này có thể ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

#### Cơ hội đầu tư

Trong mô hình thặng dư cổ tức (được giới thiệu ở phần dưới đây), nếu công ty có nhiều dự án đầu tư tốt, công ty phải giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư với tỷ lệ cao và do vậy phần lợi nhuận còn lại để chia cổ tức sẽ thấp và ngược lại.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

#### Khả năng tìm nguồn vốn khác thay cho lợi nhuận giữ lại

Các công ty luôn phải đối mặt với sự lựa chọn giữa cổ tức chia cho cổ đông và lợi nhuận để lại để tái đầu tư.

Đây là hai yếu tố đánh đổi cho nhau. Bởi lẽ cổ tức thấp có thể làm giảm giá cổ phiếu, ngược lại lợi nhuận giữ lại thấp khiến công ty phải bỏ qua các dự án đầu tư tốt có khả năng tăng giá trị của công ty.

Tuy vậy mức cổ tức còn phụ thuộc vào khả năng của công ty trong việc tìm nguồn vốn thay thế cho lợi nhuận để lại.

Các công ty có lợi nhuận thấp vẫn có thể trả cổ tức cao cho cổ đông, nếu họ có thể tìm các nguồn vốn khác với chi phí thấp để thay thế cho lợi nhuận giữ lại.

## 4.2 Chính sách cổ tức và giá trị công ty

### 4.2.2 Những vấn đề cần xem xét khi quyết định chia cổ tức

#### Khả năng tìm nguồn vốn khác thay cho lợi nhuận giữ lại

Khả năng tìm kiếm nguồn thay thế lợi nhuận giữ lại phụ thuộc và các yếu tố sau

**Chi phí giao dịch cho việc phát hành cổ phiếu mới.** Vốn cổ phần tài trợ cho đầu tư có thể đến từ hai nguồn: lợi nhuận giữ lại và phát hành cổ phần mới. Nếu chi phí phát hành làm cho chi phí của cổ phần mới cao hơn nhiều chi phí của lợi nhuận giữ lại, thì công ty sẽ hạn chế việc phát hành cổ phần mới, từ đó ảnh hưởng đến mức cổ tức được chia. Chi phí phát hành cổ phần mới khác nhau ở từng doanh nghiệp, trong đó các công ty nhỏ thường có chi phí phát hành cao hơn các công ty lớn. Do vậy các công ty nhỏ thường giữ lại lợi nhuận với tỷ lệ cao và chia cổ tức với tỷ lệ thấp.

**Khả năng thay thế vốn cổ phần bằng nguồn đi vay.** Công ty cũng có thể thay thế vốn cổ phần tài trợ cho dự án bằng nguồn đi vay. Điều này có thể tăng tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn của công ty.

**Quyền kiểm soát công ty.** Khi ban lãnh đạo công ty e ngại bị thôn tóm hoặc mất quyền kiểm soát, họ sẽ hạn chế việc phát hành thêm cổ phần mới, do vậy lợi nhuận giữ lại sẽ là ưu tiên khi huy động thêm vốn tài trợ cho đầu tư.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

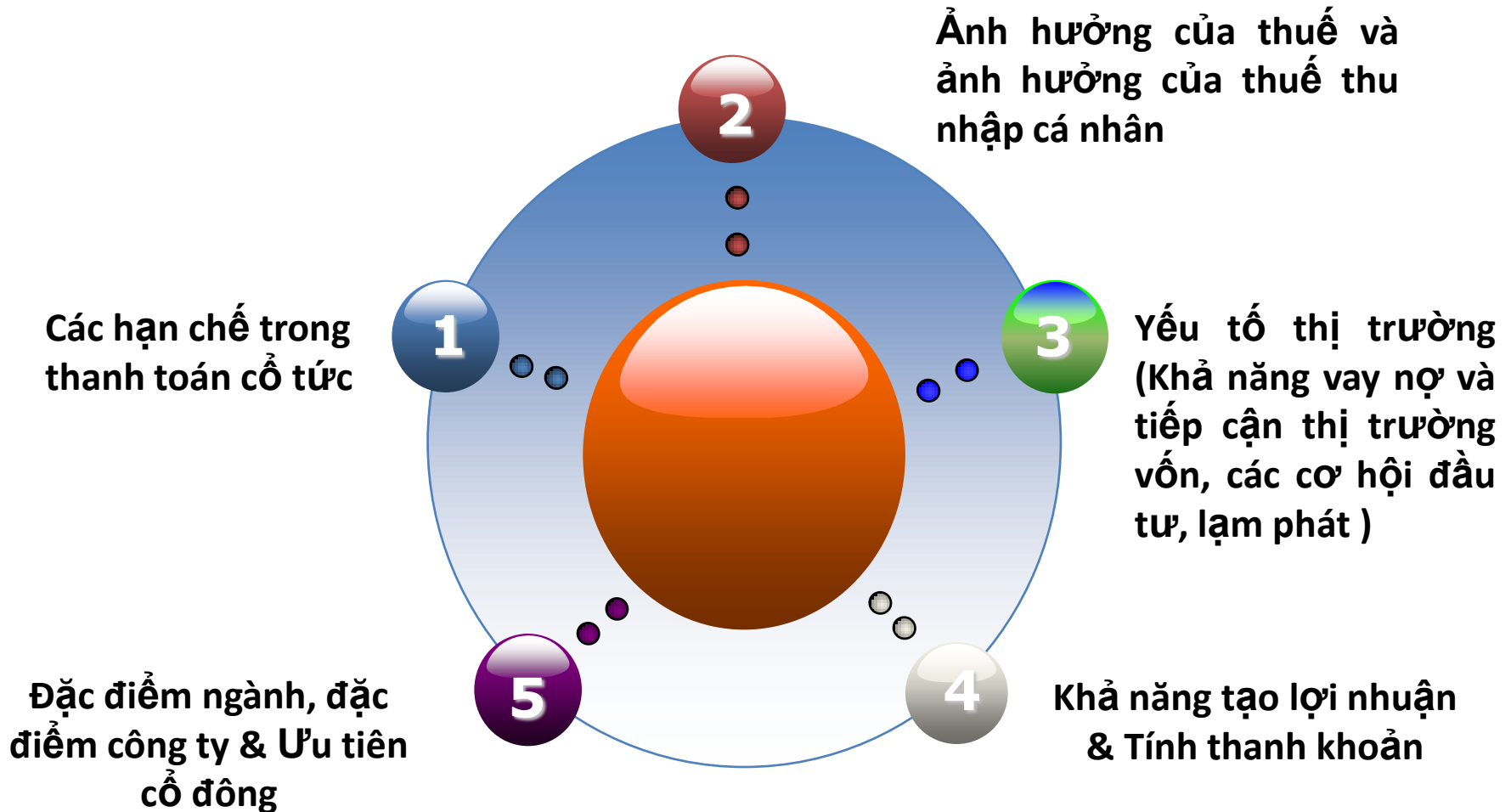
4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

4.3.2 Chính sách cổ tức ổn định

4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức



## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Các hạn chế trong thanh toán cổ tức

- Quy định của chính phủ
- Yêu cầu của chủ nợ
- Ảnh hưởng của khả năng thanh toán

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Các hạn chế trong thanh toán cổ tức

Hầu hết các quốc gia đều có các điều luật chi tiết chi trả cổ tức của một doanh nghiệp đăng ký hoạt động ở quốc gia đó. Về cơ bản, các luật này quy định như sau

- **Hạn chế suy yếu vốn.** Chi trả cổ tức không thể vượt quá mức “thu nhập giữ lại” trên bảng cân đối kế toán, việc này nhằm bảo vệ các chủ nợ của công ty và được quy định mức giới hạn trong các điều khoản của hợp đồng vay nợ.
- **Hạn chế lợi nhuận ròng.** Công ty phải có phát sinh lợi nhuận trước khi được phép trả cổ tức tiền mặt và thực hiện chi trả theo thứ tự ưu tiên: chủ nợ, cổ đông ưu đãi, cổ đông phổ thông.
- **Hạn chế mất khả năng thanh toán.** Công ty không được chi trả cổ tức trừ khi tỷ lệ thanh toán hiện hành, tỷ lệ EBIT/lãi vay, và các hệ số đo độ an toàn khác ở trên mức tối thiểu quy định.



## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Chính sách thuế và ảnh hưởng của thuế thu nhập cá nhân

- Chính sách thuế khiến công ty có xu hướng giữ lại lợi nhuận nhiều và chi trả cổ tức ít đi
- Trường hợp mua lại cổ phần
- Liệu công ty chia cổ tức ít đi phải chăng là để giúp cổ đông trốn thuế?

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Các cơ hội đầu tư, triển vọng và tăng trưởng

- **Số lượng các cơ hội đầu tư có khả năng sinh lời.** Nếu công ty có nhiều cơ hội đầu tư sinh lời, công ty sẽ có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, từ đó, làm cho tỷ lệ chi trả cổ tức thấp và ngược lại.
- **Khả năng thực hiện hay trì hoãn dự án đầu tư.** Khả năng thực hiện hay trì hoãn dự án giúp công ty theo sát được chính sách cổ tức ổn định.
- Một công ty tăng trưởng nhanh thường có nhu cầu vốn lớn để tài trợ cho các cơ hội đầu tư hấp dẫn của mình nên thường theo đuổi một chính sách chi trả cổ tức thấp, giữ lại lợi nhuận nhiều.
- Như vậy, thay vì chi trả cổ tức nhiều và sau đó cố gắng bán cổ phần mới để huy động vốn cần thiết, công ty thuộc loại này thường giữ lại một phần lớn lợi nhuận và tránh bán cổ phần mới ra công chúng vừa tốn kém vừa bất tiện.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### **Khả năng vay nợ và tiếp cận thị trường vốn**

Công ty càng có nhiều cơ hội tiếp cận với các nguồn vốn bên ngoài, càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức.

Công ty nhỏ có cổ phần được kiểm soát chặt chẽ và ít giao dịch thường xuyên, thường thấy không thuận lợi khi bán cổ phần thường mới trong thị trường. Vì vậy, thu nhập giữ lại là nguồn vốn cổ phần mới duy nhất. Khi một công ty loại này có các cơ hội đầu tư mới thuận lợi, thường việc chi trả cổ tức không nhất quán với mục tiêu tối đa hóa giá trị của công ty.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Thu nhập ổn định

Một công ty có thu nhập ổn định thường sẵn lòng chi trả cổ tức cao hơn một công ty có thu nhập không ổn định, bởi một công ty đã có một dòng tiền ổn định qua từng năm thường có sự tự tin hơn vào tương lai được phản ánh thông qua mức cổ tức cao, tạo tâm lý đầu tư có lợi.

Chính sách cổ tức nên luôn ổn định và nên thận trọng trước quyết định thay đổi chính sách cổ tức này bằng một chính sách cổ tức khác.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Lạm phát

- Đối với cổ đông, lạm phát làm cho tiền mất giá, do đó lạm phát khiến cổ đông có xu hướng muốn được chia cổ tức nhiều.
- Đối với công ty, lạm phát làm cho tiền mất giá, buộc vốn đầu tư kinh doanh phải nhiều hơn, xu hướng nhà quản lý sẽ quyết định chi trả cổ tức ít đi, lợi nhuận giữ lại nhiều hơn.

→ Nếu xung đột lợi ích này không giải quyết được thỏa đáng thì cũng sẽ làm phát sinh chi phí đại diện.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.1 Những yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức

#### Một số yếu tố khác

- **Đặc điểm ngành, đặc điểm công ty**

Đối với tất cả mọi quyết định, đều bị đặc điểm ngành tác động

Xem xét giai đoạn phát triển của công ty trong chu kỳ sống, chính sách cổ tức của công ty cũng thay đổi theo chu kỳ sống

- **Giá cổ phiếu trong những ngày đặc biệt** (liên quan đến ngày giao dịch không được hưởng cổ tức)

- **Các ưu tiên của cổ đông**

Yếu tố tác động, không quyết định chính sách cổ tức

Trong một công ty được kiểm soát chặt chẽ với tương đối ít cổ đông, ban điều hành có thể ấn định mức cổ tức theo ưu tiên của các cổ đông.

Một công ty lớn có cổ phần được nắm giữ rộng rãi, giám đốc tài chính hầu như không thể tính đến các ưu tiên của cổ đông khi quyết định chính sách cổ tức.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.2 Chính sách cổ tức Ổn định (stable dividend policy)

Có nhiều chính sách khác nhau để chia cổ tức cho cổ đông, nhưng đa số các công ty theo đuổi chính sách chia cổ tức ổn định.

Chính sách này được mô tả như sau

- Mức lợi tức cổ phần mà cổ đông được chia sẽ không thay đổi trong một khoảng thời gian. Điều đó có nghĩa là sự thay đổi mức lợi tức cổ phần phải chậm hơn sự thay đổi của lợi nhuận.
- Khi lợi nhuận sau thuế của công ty tăng, mức lợi tức cổ phần chưa tăng ngay. Chỉ khi nào công ty tin tưởng rằng sự gia tăng ấy là bền vững, lúc đó lợi tức cổ phần mới tăng và công ty phải cố gắng để duy trì nó ở mức này.
- Nếu lợi nhuận sau thuế giảm, lợi tức cổ phần vẫn được chia ở mức cũ cho tới khi nào công ty nhận thấy sự phục hồi của lợi nhuận chưa thể xảy ra trong thời gian tới.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.2 Chính sách cổ tức Ổn định (stable dividend policy)

Như vậy chính sách cổ tức Ổn định có những đặc điểm sau

- Công ty cố gắng duy trì sự ổn định của cổ tức, tránh sự điều chỉnh cổ tức lên xuống thất thường.
- Việc nâng mức cổ tức trả cho các cổ đông phải dựa trên sự tăng trưởng ổn định của công ty.
- Việc giảm mức chia cổ tức phải được thực hiện từng bước và lưu ý đến tác động của hiệu ứng tín hiệu, tránh để cho nhà đầu tư hiểu lầm về tình trạng hoạt động của công ty.

Chính sách cổ tức Ổn định được thực hiện dưới các hình thức

- Mức chia cổ tức cố định trên một cổ phiếu
- Tỷ lệ chia cố định
- Một mức chia cổ tức cố định cộng với mức cổ tức trả thêm dựa trên kết quả hoạt động từng năm.



## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.2 Chính sách cổ tức Ổn định (stable dividend policy)

Đối với các công ty, chính sách cổ tức Ổn định có các lợi điểm sau

- Chính sách này làm tăng giá trị cổ phần. Sở dĩ như vậy là do các cổ phần có mức cổ tức Ổn định có rủi ro thấp hơn cổ phần mà cổ tức tăng giảm bất thường, do vậy tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của nó thấp hơn.
- Củng cố niềm tin của cổ đông và chủ nợ của công ty. Nếu đang chia cổ tức ở mức cao, do khó khăn lợi nhuận giảm, cổ tức được chia giảm thậm chí cổ đông có thể không được chia cổ tức. Điều này sẽ làm giảm lòng tin của cổ đông và chủ nợ vào công ty. Việc giảm cổ tức được cổ đông xem là tín hiệu xấu về lợi nhuận kỳ vọng của công ty trong tương lai, do vậy giá cổ phiếu có thể bị giảm.
- Nhiều cổ đông sống nhờ vào cổ tức cổ phần được chia, sự tăng giảm bất thường của cổ tức ảnh hưởng tới cuộc sống của họ. Do vậy họ thích mua loại cổ phần có cổ tức Ổn định và sẵn sàng trả giá cao hơn cho loại cổ phiếu này.
- Cổ phần có cổ tức Ổn định chuyển nhượng dễ dàng hơn. Bởi một trong các điều kiện để cổ phiếu đủ tiêu chuẩn đưa vào “danh sách hợp pháp” là cổ tức phải được trả liên tục và Ổn định. “Danh sách hợp pháp” là danh sách các chứng khoán mà các công ty bảo hiểm, quỹ hưu bổng và ngân hàng tiết kiệm được phép đầu tư. Do vậy cổ phần có cổ tức Ổn định làm tăng thêm khách hàng tiềm năng cho cổ phần của công ty nhờ vậy giá cổ phần sẽ cao hơn.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Nếu chính sách cổ tức ổn định chú trọng trả cổ tức ổn định cho cổ đông, phần còn lại của lợi nhuận sau thuế sau khi đã trả cổ tức cho cổ đông mới sử dụng để tái đầu tư, thì ngược lại chính sách thặng dư cổ tức lại ưu tiên cho nhu cầu đầu tư.

Trong chính sách này, cổ tức chỉ được trả khi lợi nhuận sau thuế đã thỏa mãn được nhu cầu đầu tư của công ty.

Do vậy cổ tức được xem là “phần thừa” hay phần còn lại của lợi nhuận sau thuế khi lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho nhu cầu đầu tư của công ty.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Chính sách này có thể được thực hiện theo các bước

- Dự toán ngân sách vốn cho các dự án. Ở bước này nhà quản trị sẽ xác định nhu cầu vốn để tài trợ cho dự án của công ty.
- Quyết định lượng vốn chủ sở hữu cần tài trợ. Dựa vào cơ cấu vốn mục tiêu và nhu cầu vốn cần tài trợ, công ty xác định được lượng vốn chủ sở hữu cần tài trợ cho dự án.
- Sử dụng lợi nhuận sau thuế để đáp ứng nhu cầu vốn chủ sở hữu. Công ty sẽ xem xét liệu lợi nhuận sau thuế năm vừa qua có đủ để đáp ứng nhu cầu vốn chủ sở hữu của dự án không? Nếu không đủ thì sẽ phải phát hành thêm cổ phần mới.
- Chia cổ tức trên phần lợi nhuận sau thuế còn lại. Trong trường hợp lợi nhuận sau thuế lớn hơn nhu cầu vốn chủ sở hữu của dự án, cổ tức sẽ được chia cho các cổ đông từ phần còn lại của lợi nhuận sau thuế. Nếu lợi nhuận sau thuế không đủ đáp ứng, công ty sẽ không chia cổ tức cho cổ đông.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Theo chính sách thặng dư cổ tức, lợi nhuận dùng để trả cổ tức của bất kỳ năm nào cũng được xác định bằng công thức sau

Lợi nhuận dùng để trả cổ tức = Lợi nhuận sau thuế – Lợi nhuận giữ lại đủ để tài trợ cho các dự án đầu tư mới

Ví dụ

Lợi nhuận sau thuế năm vừa qua của công ty ABC là 20 tỷ đồng. Công ty đang có kế hoạch mở rộng đầu tư trong năm tới là 30 tỷ đồng, tỷ lệ vốn cổ phần trong cơ cấu vốn mục tiêu của công ty là 60%. Như vậy nhu cầu vốn chủ sở hữu cần để tài trợ cho dự án mới là 18 tỷ đồng ( $=60\% \times 30$ ).

Công ty sẽ sử dụng 18 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế để đầu tư cho dự án mới, phần còn lại 2 tỷ đồng được sử dụng để chia cổ tức. Lợi nhuận dùng để trả cổ tức 2 tỷ đồng ( $=20-18$ ).

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Trong trường hợp do nhu cầu vốn của dự án là quá lớn, toàn bộ lợi nhuận sau thuế của công ty không đủ thỏa mãn cho nhu cầu vốn chủ sở hữu của dự án, công ty sẽ phát hành thêm cổ phần để tài trợ cho dự án, trong trường hợp này công ty sẽ không chia cổ tức.

#### Ví dụ

Nếu nhu cầu vốn tài trợ cho các dự án đầu tư năm tới là 40 tỷ đồng. Như vậy, theo cơ cấu vốn mục tiêu, dự án cần phải được tài trợ 24 tỷ đồng từ vốn cổ phần ( $=60\% \times 40$ ) và 16 tỷ đồng từ nợ vay. Trong trường hợp này nếu công ty giữ lại bộ lợi nhuận sau thuế của năm vừa qua cũng không đủ vốn cổ phần tài trợ cho các dự án đầu tư năm tới. Vì vậy, bên cạnh việc sử dụng toàn bộ lợi nhuận sau thuế năm vừa qua là 20 tỷ, công ty còn phải phát hành cổ phần để huy động thêm 4 tỷ đồng. Công ty sẽ không chia cổ tức trong năm nay.

# 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

## 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Đặc điểm chính của chính sách thặng dư cổ tức là ưu tiên cho đầu tư, phần còn lại mới được sử dụng chia cổ tức. Như vậy trong chính sách cổ tức này, mức cổ tức trả cho các cổ đông sẽ không ổn định, nó sẽ biến động theo biến động của lợi nhuận sau thuế và cơ hội đầu tư của công ty.

Bảng sau trình bày mức cổ tức của công ty ABC với ngân sách đầu tư khác nhau

Chỉ tiêu	Cơ hội đầu tư		
	Xấu	Trung bình	Tốt
1.Tổng vốn đầu tư	20	30	40
2.Lợi nhuận sau thuế	20	20	20
3.Vốn cổ phần tài trợ cho đầu tư	12	18	24
4.Lợi nhuận dùng để trả cổ tức (mục 2– mục 3)	8	2	-4
5.Tỷ lệ cổ tức (mục 4/mục 2)	40%	10%	0%

Số liệu cho thấy nếu công ty có ít cơ hội đầu tư, tổng ngân sách đầu tư chỉ là 20 tỷ đồng, với tỷ lệ vốn cổ phần trong cơ cấu vốn mục tiêu là 60% lợi nhuận giữ lại là 12 tỷ đồng (=60%\*20) do vậy lợi nhuận dùng để chia cổ tức là 8 tỷ và tỷ lệ trả cổ tức là 40%. Nếu công ty có nhiều cơ hội đầu tư thì tỷ lệ trả cổ tức là 0% và công ty phải phát hành cổ phần để huy động thêm 4 tỷ đồng.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Như vậy khi công ty thực hiện chính sách thặng dư cổ tức, các cổ đông sẽ phải đối mặt với tình trạng không ổn định của mức cổ tức chi trả.

Có năm công ty không trả cổ tức vì cần nhiều vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư mới có tỷ suất sinh lời cao, ngược lại có năm lại trả cổ tức cao do không có nhiều cơ hội đầu tư.

Điều này không phải là điều xấu đối với cổ đông không cần nguồn thu nhập ổn định. Tuy vậy đối với các nhà đầu tư cần nguồn thu nhập ổn định như người già, người về hưu, quỹ bảo hiểm... thì cổ tức không ổn định sẽ gây bất lợi cho họ.

Vì vậy nếu cổ đông của công ty thuộc nhóm ưa thích cổ tức ổn định, thì chính sách thặng dư cổ tức cứng nhắc như trên phải điều chỉnh lại để khắc phục tính không ổn định của cổ tức.

## 4.3 Chính sách cổ tức thực tế

### 4.3.3 Chính sách thặng dư cổ tức (residual dividend policy)

Cụ thể, chính sách thặng dư cổ tức trong thực tế được điều chỉnh lại như sau

- Công ty nên ước lượng thu nhập và các cơ hội đầu tư trung bình trong một số năm sắp tới (thường là khoảng 5 năm).
- Từ những số liệu đã xác định ở trên cùng với cơ cấu vốn mục tiêu, công ty sẽ xác định được mức cổ tức “phần thừa” trung bình sẽ được chia trong những năm sắp tới.
- Sau đó sẽ hình thành nên chính sách cổ tức mục tiêu trong các năm sắp đến.

Như vậy chính sách thặng dư cổ tức trong thực tế đã được điều chỉnh để khắc phục tính bất ổn của mức cổ tức chi trả. Và chính sách này thường có ý nghĩa trong dài hạn khi sử dụng để xác định mức cổ tức mục tiêu chia cho các cổ đông thay vì sử dụng để xác định mức cổ tức được chia trong một năm nào đó.



# Bài tập

1. Tỷ lệ vốn cổ phần phổ thông trong cơ cấu vốn mục tiêu công ty A là 60%. Tổng ngân sách vốn đầu tư năm tới là 30 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế năm vừa qua là 28 tỷ.

Công ty theo đuổi chính sách thặng dư cổ tức.

Cho biết tỷ lệ trả cổ tức năm vừa qua là bao nhiêu?

2. Công ty M&M áp dụng chính sách thặng dư cổ tức, tỷ lệ trả cổ tức năm vừa qua là 40%. Lợi nhuận sau thuế năm vừa qua chỉ bằng 80% tổng ngân sách đầu tư của năm tới. Cho biết tỷ lệ vốn cổ phần trong cơ cấu vốn mục tiêu là bao nhiêu?

3. Sau khi tách cổ phiếu theo tỷ lệ tách 3 từ 1 cổ phiếu, giá cổ phiếu của công ty B đã giảm 20.000 đồng. Cho biết giá cổ phiếu của công ty trước và sau khi tách là bao nhiêu? Biết việc tách cổ phiếu không ảnh hưởng tới giá thị trường của vốn cổ phần.

## Bài tập

4. Công ty C có lợi nhuận sau thuế hàng năm là 30 tỷ đồng và 10 triệu cổ phiếu phổ thông đang lưu hành.

Tỷ lệ sinh lời đòi hỏi của cổ phiếu là 15%.

Công ty dự kiến sử dụng lượng tiền có sẵn là 10 tỷ đồng để mua lại cổ phiếu của mình với giá mua bằng giá thị trường kỳ vọng sau khi mua lại cộng mức thu nhập trên một cổ phần.

Cho biết

- Giá mua lại cổ phiếu là bao nhiêu?
- Số lượng cổ phiếu mua lại là bao nhiêu?
- Sau khi mua lại EPS là bao nhiêu?

## Bài tập

5. Công ty N áp dụng chính sách cổ tức ổn định với tỷ lệ cổ tức là 40% và tỷ lệ giữ lại 60%.

Tổng ngân sách vốn đầu tư năm (N) là 50 tỷ đồng.

Cơ cấu vốn mục tiêu của công ty chỉ gồm nợ và vốn cổ phần với tỷ trọng của nợ là 40% và tỷ lệ vốn cổ phần 60%.

Lợi nhuận sau thuế năm (N-1) là 30 tỷ đồng, số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 10 triệu.

Cho biết

- Mức cổ tức của một cổ phần (DPS) năm 2014 là bao nhiêu?
- Nợ vay tăng thêm năm 2015 là bao nhiêu?
- Vốn cổ phần huy động thêm từ bên ngoài năm (N) là bao nhiêu?
- Nếu cổ phần mới phát hành có giá phát hành là 20.000 đồng/cổ phiếu thì số lượng cổ phần phát hành thêm là bao nhiêu?

# Bài tập

Công ty AB đang xem xét danh mục các dự án đầu tư năm N, trong đó các dự án A,B,C là các dự án độc lập, dự án D và E là 2 dự án loại trừ nhau.

Cấu trúc vốn mục tiêu của công ty là nợ 40%, vốn cổ phần 60%.

Công ty áp dụng chính sách thặng dư cổ tức.

Lợi nhuận sau thuế năm 2014 là 80 tỷ đồng.

Cho biết

- Tổng ngân sách vốn đầu tư cho năm N là bao nhiêu?
- Tỷ lệ trả cổ tức năm N-1 là bao nhiêu?
- Nếu công ty áp dụng chính sách cổ tức Ổn định với mức cổ tức 4.000 đồng/ cổ phiếu và số lượng cổ phiếu đang lưu hành năm N-1 là 15 triệu thì tỷ lệ trả cổ tức là bao nhiêu? Vốn cổ phần phải huy động thêm từ bên ngoài để tài trợ cho các dự án năm N là bao nhiêu?

Tên dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Chi phí sử dụng vốn	IRR
Dự án A	20	12%	13%
Dự án B	30	14%	13%
Dự án C	35	15%	16%
Dự án D	40	13%	15%
Dự án E	50	13%	14%

# **BÀI GIẢNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH**

## **CHƯƠNG 5**

### **KẾ HOẠCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ BÁO TÀI CHÍNH (FINANCIAL PLANNING)**

# Kết cấu của chương

## 5.1 Dự báo doanh thu

5.1.1 Các cơ sở dự báo doanh thu

5.1.2 Các phương pháp dự báo doanh thu

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

5.2.2 Dự toán nhu cầu ngân quỹ

5.2.3 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

# Mục tiêu của chương

Kiến thức, kỹ năng, thái độ

- Dự báo doanh thu của doanh nghiệp theo các phương pháp khác nhau
- Thiết lập kế hoạch tài chính của doanh nghiệp.

## **5.1 Dự báo doanh thu (Revenue Forecasting)**

5.1.1 Các cơ sở dự báo doanh thu

5.1.2 Các phương pháp dự báo doanh thu



## 5.1 Dự báo doanh thu (Revenue Forecasting)

### 5.1.1 Các cơ sở dự báo doanh thu

Dự báo doanh thu là kế hoạch cho doanh thu trong một thời kì nhất định (thường là một năm), mặc dù hầu hết các DN dự báo doanh thu từ 2 đến 5 năm trong tương lai.

a một DN

a trên



;



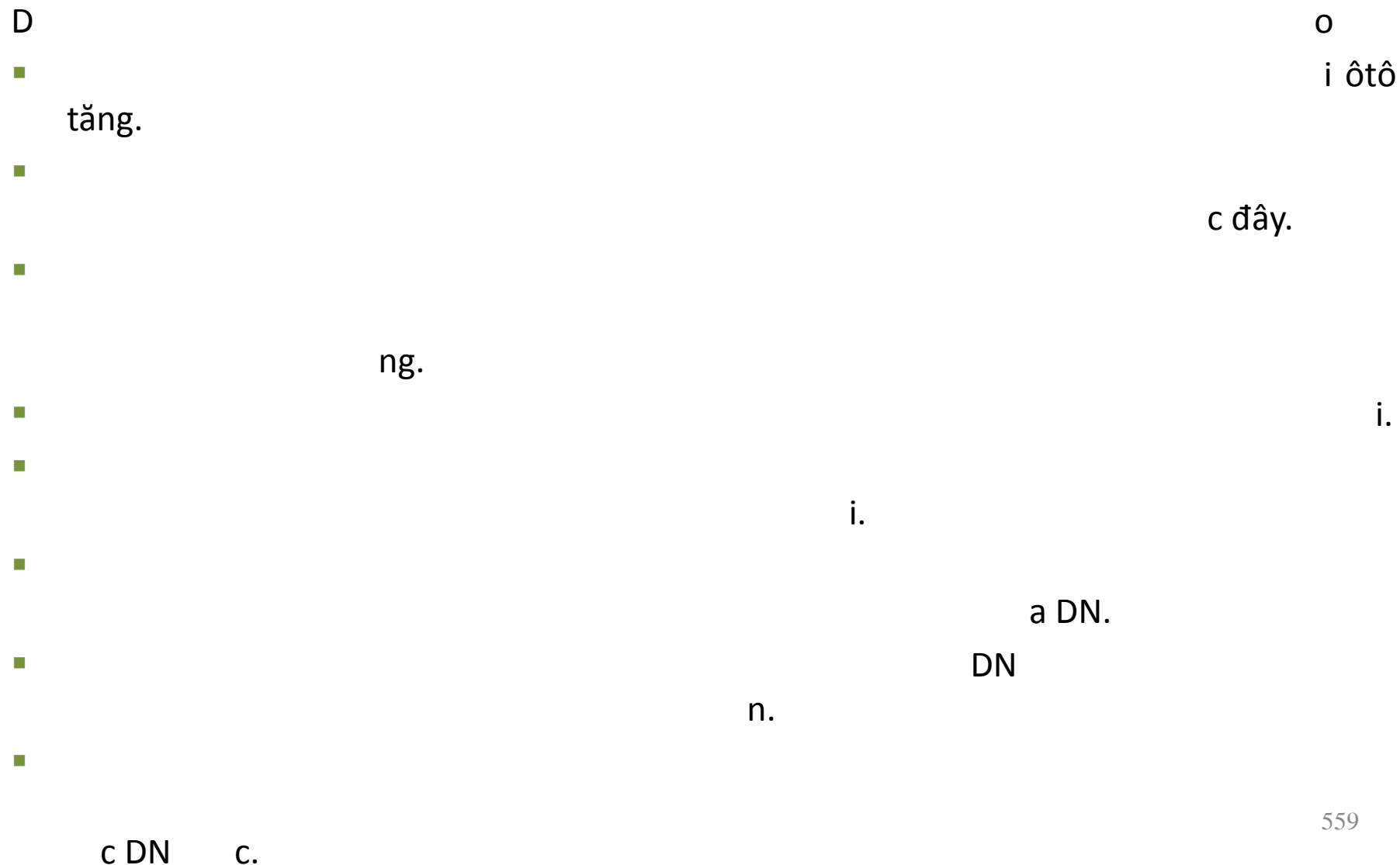
;



m trong tương lai.

## 5.1 Dự báo doanh thu (Revenue Forecasting)

### 5.1.1 Các cơ sở dự báo doanh thu



## 5.1 Dự báo doanh thu

### 5.1.2 Các phương pháp dự báo doanh thu

Dự báo doanh thu là dự kiến doanh số bán hàng của các thời kỳ sắp tới (năm, quý hoặc tháng)

Dự báo doanh thu là dự báo độc lập đầu tiên và là điểm khởi đầu của hầu hết các dự báo tài chính. Do vậy, tính chính xác của nó sẽ quyết định tính chính xác của các dự báo khác

Có nhiều phương pháp để dự báo doanh thu, mỗi phương pháp có những ưu điểm và hạn chế riêng thích hợp với từng hoàn cảnh, điều kiện cụ thể

Sau đây là một số phương pháp thường được sử dụng trong thực tiễn



## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp trực tiếp

Để ước đoán sản lượng tiêu thụ cho năm tới ( $Q_t$ ), ta có thể căn cứ vào sản lượng tiêu thụ của năm báo cáo, tốc độ tăng bình quân của sản lượng tiêu thụ trong các năm gần nhất, kết hợp với các dự báo về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, triển vọng kinh doanh của ngành và những thay đổi có thể xảy ra trong tương lai.

#### Ví dụ

Sản lượng tiêu thụ mặt hàng A năm N-1 là 12.000 sp, tốc độ tăng trưởng bình quân của sản lượng tiêu thụ từ năm 2.000 tới năm N-1 là 5%/năm. Năm N, dự báo nhu cầu tiêu thụ mặt hàng A tiếp tục tăng do nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng với tốc độ cao.

Mặt khác DN có kế hoạch đầu tư phát triển thêm các thị trường mới, đổi mới công nghệ để hạ thấp giá thành và nâng cao chất lượng sản phẩm...Ban giám đốc dự kiến tỷ lệ tăng trưởng năm N sẽ là 10%.

Với các dữ liệu trên, sản lượng tiêu thụ dự kiến năm N của mặt hàng A là 13.200 sp ( $=12.000 \times 1,1 = 13.200$ )

## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp trực tiếp

Bước tiếp theo là dự kiến giá bán sản phẩm ( $P_i$ ).

Giá bán đơn vị sản phẩm cũng được xác định căn cứ vào giá bán bình quân đơn vị sản phẩm năm báo cáo, kết hợp với những thay đổi của năm kế hoạch.

Ví dụ

Giá bán bình quân năm N-1 của mặt hàng A là 4,8 trđ/sp, năm N dự báo chỉ số giá cả (CPI) là 1,08.

Ban giám đốc công ty cho rằng chi phí đầu vào và giá bán đầu ra của sản phẩm sẽ tăng bằng chỉ số giá, do vậy giá bán dự kiến sẽ là 5,184 trđ/sp ( $=4,8 \times 1,08$ ).

Với sản lượng tiêu thụ và giá bán dự kiến như trên, doanh thu dự kiến của mặt hàng A sẽ là 68.316 trđ ( $=13.200 \times 5,184$ )

## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp căn cứ vào tốc độ tăng trưởng của doanh thu

Để dự báo doanh thu cần phải có số liệu doanh thu trong khoảng từ 5 năm tới 10 năm gần nhất.

Bảng sau cho thấy doanh thu và tốc độ tăng trưởng của công ty ABC từ năm N-5 tới năm N-1.

Năm	Doanh thu (trđ)	Tốc độ tăng trưởng (%)	Ví dụ
N-5	14.500	-	
N-4	18.125	25	
N-3	19.940	10	
N-2	24.930	25	
N-1	30.000	20,3	

Doanh thu của ABC tăng trưởng với tốc độ khá cao trong các năm N-4; N-2 và N-1.

Tốc độ tăng trưởng bình quân của doanh thu trong khoảng thời gian này là 19,9%/năm. Năm N với kế hoạch đưa sản phẩm mới ra thị trường, ban lãnh đạo của ABC dự báo tỷ lệ tăng trưởng sẽ là 20%.

Do vậy, doanh thu dự kiến năm N sẽ là 36.000 trđ  
(=30.000\*(1+20%))







## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp bình quân di động

Ví dụ 1

Năm (t)	Doanh thu thực tế ( $S_t$ )	Doanh thu dự báo	Sai số tuyệt đối	Tỉ lệ sai số	Sai số bình phương
2010	12.000				
2011	17.000				
2012	15.000				
2013	14.000				
2014	14.000	14.500	500	0,036	250.000
2015	18.000	15.000	3.000	0,167	9000.000
2016	20.000	15.250	4.750	0,238	22.562.500
2017	19.000	16.500	2.500	0,132	6.250.000
2018	21.000	17.750	3.250	0,155	10.562.500
2019	22.000	19.500	2.500	0,114	6.250.000
2020 est.		20.500	16.500	0,842	54.875.000

Với số điểm dữ liệu quá khứ được chọn là 4 ( $n = 4$ )

$$S_{2014} = (12.000 + 17.000 + 15.000 + 14.000)/4 = 14.500$$

$$S_{2015} = (17.000 + 15.000 + 14.000 + 14.000)/4 = 15.000$$

.....

$$S_{2020} = (20.000 + 19.000 + 21.000 + 22.000)/4 = 20.500$$

## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp bình quân di động

Ví dụ 1

Năm ( t )	Doanh thu thực tế ( $S_t$ )	Doanh thu dự báo	Sai số tuyệt đối	Tỉ lệ sai số	Sai số bình phương
2010	<b>12.000</b>				
2011	<b>17.000</b>				
2012	<b>15.000</b>				
2013	<b>14.000</b>				
2014	14.000	14.500	500	0,036	250.000
2015	18.000	15.000	3.000	0,167	9000.000
2016	20.000	15.250	4.750	0,238	22.562.500
2017	19.000	16.500	2.500	0,132	6.250.000
2018	21.000	17.750	3.250	0,155	10.562.500
2019	22.000	19.500	2.500	0,114	6.250.000
2020 est.		20.500	16.500	0,842	54.875.000

Sau khi đã hoàn thành bảng dự báo, cần phải xác định độ chính xác của dự báo qua các thông số sau

- Độ sai lệch tuyệt đối bình quân (MAD)= $16.500/6=2.750$
- Tỷ lệ sai số bình quân (MAPE)= $0,842/6=0,14$
- Độ sai lệch bình phương bình quân (MSE)= $54.875.000/6=9.145.833$



## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp bình quân di động

Ví dụ 2

Năm (t)	Doanh thu thực tế $S_{t-1}$ ( $y_{t-1}$ )	Doanh thu dự báo $S^{\wedge}_t$ ( $Y^{\wedge}_t$ )	Sai số tuyệt đối $ e_t  =  S_t - S^{\wedge}_t $	Tỷ lệ sai số $ e_t  : S_t$	Sai số bình phương $(S_t - S^{\wedge}_t)^2$
2010	15				
2011	14				
2012	15				
2013	17				
2014	19	15.25	3.75	0.197	14.063
2015	20	16.25	3.75	0.188	14.063
2016	18	17.75	0.25	0.014	0.063
2017	19	18.5	0.5	0.026	0.250
2018	21	19	2	0.095	4.000
2019	22	19.5	2.5	0.114	6.250
2020 est.		20.0	12.75	0.6339	38.688









## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp san bằng số mũ giản đơn

#### Chú ý

Chỉ lấy dữ liệu của thời kỳ quá khứ liền kề sau đó, các dữ liệu càng xa điểm dự báo thì hệ số trong công thức sẽ càng giảm và tổng hệ số này bao giờ cũng bằng 1

Khi sử dụng phương pháp dự báo này, cần tiến hành dự báo với các giá trị Alpha khác nhau để tìm được trọng số Alpha chính xác nhất, với trọng số đó, độ sai số của dự báo là nhỏ nhất thì kết quả dự báo càng chính xác và ngược lại



## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp san bằng số mũ giản đơn

#### Ví dụ

Do không có số liệu doanh thu trước 2010 (i.e. năm 2009) nên ta giả định mức doanh thu dự báo của năm 2010 bằng mức doanh thu thực tế của năm 2010

Với trọng số Alpha 0.2, doanh thu dự báo các năm được xác định lần lượt như sau

Năm (t)	Doanh thu thực tế $S_{t-1}$ ( $y_{t-1}$ )
2010	15
2011	14
2012	15
2013	17
2014	19
2015	20
2016	18
2017	19
2018	21
2019	22
2020 est.	

## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp san bằng số mũ giản đơn

Ví dụ

Năm (t)	Doanh thu thực tế $S_{t-1}$ ( $y_{t-1}$ )	Doanh thu dự báo $S_t^{\wedge}$ ( $Y_t^{\wedge}$ )	Sai số tuyệt đối $ e_t  =  S_t - S_t^{\wedge} $	Tỷ lệ sai số $ e_t  : S_t$	Sai số bình phương $(S_t - S_t^{\wedge})^2$
2010	15	15	0	0	0
2011	14	15	1	0.071	1
2012	15	14.8	0.2	0.013	0.04
2013	17	14.84	2.16	0.127	4.6656
2014	19	15.27	3.728	0.196	13.897984
2015	20	16.02	3.98	0.199	15.85951
2016	18	16.81	1.19	0.066	1.4064062
2017	19	17.05	1.95	0.103	3.797572
2018	21	17.44	3.56	0.169	12.666401
2019	22	18.15	3.85	0.175	14.800879
2020 est.		18.92	21.61	1.120	68.134



## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp san bằng số mũ hai lần (phương pháp Brown)

Trong mục 2 và 3 chúng ta đã nghiên cứu phương pháp bình quân di động và san bằng số mũ giản đơn, ưu điểm chính của hai phương pháp là đơn giản, tuy vậy các phương pháp này chỉ thích hợp với những DN đã phát triển ổn định.

Đối với những DN tăng trưởng, các phương pháp trên tỏ ra không thích hợp bởi số liệu dự báo có xu hướng giảm dần, mặt khác chúng chỉ được sử dụng cho các dự báo ngắn hạn.

## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp san bằng số mũ hai lần (phương pháp Brown)

- Trong thực tế sản xuất kinh doanh, doanh số bán thường dao động liên tục và có khuynh hướng tăng lên. Phương pháp Brown sử dụng phương pháp san bằng số mũ với sự thừa nhận khuynh hướng tăng lên của dữ liệu. Theo đó, số liệu dự báo được san bằng số mũ lần thứ 1 (Single Exponential Smoothing – SES) sẽ tiếp tục được tiến hành san bằng số mũ lần thứ 2. Vì vậy, phương pháp này còn được gọi là phương pháp san bằng số mũ hai lần (Double Exponential Smoothing – DES).
- Để đảm bảo độ tin cậy của kết quả dự báo, phương pháp Brown đòi hỏi người dự báo phải sử dụng những dữ liệu quá khứ tối thiểu là 10 kỳ.













# 5.1 Dự báo doanh thu

Ví dụ

## Phương pháp san bằng số mũ hai lần (phương pháp Brown)

Năm (t)	Doanh thu thực tế $y_t$	$S'_t$	$S''_t$	$a_t = 2S'_t - S''_t$	$b_t$	$\hat{Y}_t$ ( $\hat{S}_t$ )	Sai số tuyệt đối	Tỷ lệ sai số	Sai số bình phương ( $y_t - \hat{Y}_t$ ) <sup>2</sup>
							$ e_t  =  y_t - \hat{Y}_t $	$ e_t  : y_t$	
2010	1815	1815	1815						
2011	1855	1827	1818.6	1835.400	3.6				
2012	1925	1856.4	1829.94	1882.860	11.34	1839	86	0.044675	7396
2013	1898	1868.88	1841.622	1896.138	11.682	1894.2	3.8	0.002002	14.44
2014	1965	1897.72	1858.4502	1936.982	16.8282	1907.82	57.18	0.029099	3269.552
2015	1972	1920	1876.9155	1963.087	18.4653	1953.81	18.19	0.009224	330.8761
2016	2180	1998	1913.2411	2082.761	36.325602	1981.552	198.4478	0.091031	39381.53
2017	2049	2013.3	1943.2589	2083.342	30.017846	2119.086	70.08618	0.034205	4912.073
2018	2151	2054.61	1976.6644	2132.556	33.405439	2113.36	37.63993	0.017499	1416.764
2019	2262	2116.83	2018.7133	2214.941	42.04887	2165.962	96.03812	0.042457	9223.321
2029 est.						2635.43	567.382	0.270193	65944.56



## 5.1 Dự báo doanh thu

### Phương pháp Holt

Tuy có tính thực tiễn khá cao, song phương pháp Brown chỉ sử dụng một tham số Alpha để thiết lập cho cả mật độ của các dữ liệu và độ dốc của đường khuynh hướng.

Để là tăng tính linh hoạt trong dự báo, phương pháp Holt sử dụng hai tham số, trong đó trọng số Alpha xác lập mật độ của các dữ liệu và trọng số Gamma xác lập độ dốc của đường khuynh hướng, do đó, phương pháp này có độ chính xác cao hơn













## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

5.2.2 Dự toán nhu cầu ngân quỹ

5.2.3 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

Lợi nhuận của DN cần phải được dự kiến trước, có nhiều phương pháp để lập báo cáo kết quả kinh doanh dự kiến.

Dưới đây trình bày 3 phương pháp cơ bản thường được các doanh nghiệp sử dụng, đó là

- Phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu
- Phương pháp trực tiếp
- Phương pháp kết hợp

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

#### Phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu

Phương pháp này được xây dựng dựa trên giả định các khoản chi phí liên quan tới doanh thu thay đổi tỷ lệ thuận với doanh thu, hay nói cách khác các khoản chi phí này chiếm tỷ lệ ổn định trong doanh thu trong quá khứ cũng như tương lai.

Do vậy, DN có thể dự kiến các khoản chi phí dựa vào tỷ lệ trung bình của từng khoản chi phí trên doanh thu của những năm gần nhất và doanh thu dự kiến của kỳ kế hoạch.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

### Báo cáo KQKD dự kiến của DN ABC theo phương pháp tỷ lệ % trên doanh thu (trở)

Chỉ tiêu	N-1	N	Tỷ lệ % trung bình so doanh thu (%)	Dự kiến N+1
Doanh thu	24.930	30.000	100%	36.000
CPHĐ không kể khấu hao	21.938	26.200	87,67%	31.560
Khấu hao tài sản cố định	750	800	2,84%	1.022
Tổng chi phí hoạt động	22.688	27.000	90,5%	32.582
EBIT	2.242	3.000	9,5%	3.420
Lãi vay ngắn hạn	240	280	0,95%	341
Lãi trái phiếu	320	320	1,18%	423
EBT	1.682	2.400	7,38%	2.656
Thuế (25%)	420,5	600	1,84%	664
Lợi nhuận sau thuế ( EAT)	1.261,5	1.800	5,53%	1.992
Cổ tức	756,9	1.080		1.195,2
Lợi nhuận giữ lại	504,6	720		796,8



## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### Phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu

Để lập được báo cáo kết quả kinh doanh dự kiến, trước tiên phải tính được các tỷ lệ trung bình của từng khoản chi phí so với doanh thu.

Sau khi đã xác định được tỷ lệ phần trăm trung bình trên doanh thu, thì việc lập báo cáo thu nhập dự kiến đã trở nên dễ dàng bằng cách nhân tỷ lệ phần trăm trung bình của từng khoản với doanh thu dự kiến của kỳ kế hoạch để có được giá trị tuyệt đối của khoản mục đó

Ví dụ

**Tỷ lệ trung bình của chi phí hoạt động không tính khấu hao được xác định như sau**

Năm N-1	$88\% = 21.938 / 24.930$
Năm N	$87.3\% = 26.200 / 30.000$
Trung bình	$87,67\% = (88\% + 87.3\%) / 2$

Chi phí hoạt động không kể khấu hao dự kiến năm N+1 là  $31.560 = 87,67\% * 36000$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

#### Phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu

So với các phương pháp khác, ưu điểm nổi bật của phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu là khá đơn giản.

Tuy vậy hạn chế của của phương pháp này là độ tin cậy không cao. Sở dĩ như vậy là vì không phải tất cả các khoản mục chi phí đều tỷ lệ thuận với doanh thu. Ngay cả các khoản mục được xem là có quan hệ chặt chẽ với doanh thu tỷ lệ phần trăm của chúng vẫn có thể thay đổi bởi quyết định của nhà quản trị. Chẳng hạn trong kỳ kế hoạch DN quyết định giảm giá bán để đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm, quyết định này sẽ làm cho tỷ lệ phần trăm của các khoản mục giá vốn hàng bán trên doanh thu tăng lên.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

#### Phương pháp trực tiếp

Theo phương pháp này các khoản mục chi phí trong báo cáo kết quả kinh doanh dự kiến được xác định trực tiếp, dựa trên những thông tin liên quan của kỳ tương lai mà công ty đang lập kế hoạch. Chẳng hạn chỉ tiêu giá vốn hàng bán có thể xác định bằng cách nhân sản lượng tiêu thụ dự kiến với giá thành đơn vị dự kiến của sản phẩm tiêu thụ. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý được xác định căn cứ vào dự toán chi phí bán hàng và chi phí quản lý của kỳ kế hoạch.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.1 Lập bảng kết quả kinh doanh dự kiến

#### Phương pháp kết hợp

Phương pháp này là sự kết hợp của phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu với phương pháp trực tiếp.

- Những khoản mục chi phí nào thay đổi tỷ lệ thuận với doanh thu như giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng... sẽ được ước tính theo phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu.
- Các khoản mục chi phí cố định như chi phí khấu hao, lãi trái phiếu, chi phí quản lý được xác định trực tiếp.
- Lợi nhuận giữ lại và cổ tức được xác định căn cứ vào chính sách cổ tức của DN.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

Báo cáo KQKD dự kiến của DN ABC theo phương pháp tỷ lệ kết hợp (trđ)				
Chỉ tiêu	N-1	N	Tỷ lệ % trung bình so doanh thu (%)	Dự kiến N+1
Doanh thu	24.930	30.000	100%	36.000
CPHĐ không kể khấu hao	21.938	26.200	87,67%	31.560
Khấu hao tài sản cố định	750	800	PP trực tiếp	850
Tổng chi phí hoạt động	22.688	27.000	90,5%	32.410
EBIT	2.242	3.000	9,5%	3.590
Lãi vay ngắn hạn	240	280	0,95%	341
Lãi trái phiếu	320	320	PP trực tiếp	320
EBT	1.682	2.400	7,38%	2.929
Thuế (25%)	420,5	600		732,2
Lợi nhuận sau thuế ( EAT)	1.261,5	1.800		2.196,8
Cổ tức	756,9	1.080		1.318
Lợi nhuận giữ lại	504,6	720		878,8

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Do mối quan hệ chặt chẽ giữa báo cáo kết quả kinh doanh và bảng cân đối kế toán, nên việc lập bảng cân đối kế toán dự kiến phải thực hiện theo hai bước

- Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm và lập bảng cân đối sơ bộ
- Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm và lập bảng cân đối sơ bộ

#### **Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm (Additional funds needed –AFN)**

Khi lập báo cáo tài chính dự kiến, giám đốc tài chính phải đảm bảo sự thống nhất giữa các mục tiêu: tăng trưởng, đầu tư và tài trợ. Sự gia tăng doanh thu đòi hỏi phải gia tăng tồn kho, nợ phải thu và tài sản cố định... Đến lượt nó sự gia tăng đầu tư đòi hỏi sự gia tăng của nguồn tài trợ. Một phần nhu cầu này được tài trợ bằng sự tăng lên của các nguồn tài trợ tự động như phải trả người cung cấp và các khoản phải trả ngắn hạn khác, một phần bằng nguồn vốn bên trong từ lợi nhuận giữ lại.

Khi các nguồn trên không đủ, DN phải huy động thêm các nguồn tài trợ từ bên ngoài như tăng nợ vay ngắn hạn và dài hạn hoặc huy động thêm vốn từ chủ sở hữu.

Xác định lượng vốn cần huy động thêm từ bên ngoài là nội dung quan trọng trong dự báo tài chính.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

Báo cáo KQKD dự kiến của DN ABC theo phương pháp tỷ lệ kết hợp (trđ)				
Chỉ tiêu	N-1	N	Tỷ lệ % trung bình so doanh thu (%)	Dự kiến N+1
Doanh thu	24.930	30.000	100%	36.000
CPHĐ không kể khấu hao	21.938	26.200	87,67%	31.560
Khấu hao tài sản cố định	750	800	PP trực tiếp	850
Tổng chi phí hoạt động	22.688	27.000	90,5%	32.410
EBIT	2.242	3.000	9,5%	3.590
Lãi vay ngắn hạn	240	280	0,95%	341
Lãi trái phiếu	320	320	PP trực tiếp	320
EBT	1.682	2.400	7,38%	2.929
Thuế (25%)	420,5	600		732,2
Lợi nhuận sau thuế ( EAT)	1.261,5	1.800		2.196,8
Cổ tức	756,9	1.080		1.318
Lợi nhuận giữ lại	504,6	720		878,8



## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

**Bảng cân đối kế toán dự kiến sơ bộ của công ty ABC (trđ)**

Khoản mục	N	Tỷ lệ % trên doanh thu	Dự kiến N+1
Tiền	600	2%	720
Nợ phải thu	2.200	7,33%	2.640
Hàng tồn kho	4.200	14%	5.040
Cộng tài sản lưu động	7.000	23,33%	8.400
Tài sản cố định thuần	8.000	26,67%	9.600
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15.000</b>	<b>50%</b>	<b>18.000</b>
Vay và nợ ngắn hạn	2.500		2.500
Phải trả người bán	1.200	4%	1.440
Phải trả khác	900	3%	1.080
<i>Cộng nợ ngắn hạn</i>	<i>4.600</i>		<i>5.020</i>
Vay và nợ dài hạn	2.400		2.400
<i>Tổng nợ</i>	<i>7.000</i>		<i>7.420</i>
Vốn góp của cổ đông	4.500		4.500
Lợi nhuận giữ lại	3.500		4.378,8
Tổng vốn cổ phần thường	8.000		8.878,8
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>15.000</b>		<b>16.298,8</b>
		Vốn phải huy động thêm AFN = 1.701,2	

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm và lập bảng cân đối sơ bộ

Vốn cần huy động thêm là lượng vốn DN cần phải huy động từ bên ngoài (chủ nợ và cổ đông) để tài trợ cho tài sản tăng thêm do sự tăng trưởng của DN.

Một cách đơn giản nhu cầu vốn huy động thêm được tính gần đúng bằng công thức sau

**$AFN = \text{Tài sản tăng thêm} - \text{Nợ phải trả tăng thêm} - \text{Lợi nhuận giữ lại}$**

$$AFN = (A^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - (L^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - m \cdot S_0 \cdot (1+g) \cdot (1-d)$$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm và lập bảng cân đối sơ bộ

$$AFN = (A^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - (L^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - m \cdot S_0 \cdot (1+g) \cdot (1-d)$$

AFN: Vốn cần huy động thêm từ bên ngoài

$A^*$ : Tài sản có mối quan hệ trực tiếp với doanh thu, nghĩa là chúng sẽ tăng khi doanh thu tăng.

$S_0$ : Doanh thu năm báo cáo

$A^*/S_0$ : Tỷ lệ của tài sản so với doanh thu năm báo cáo, cho biết mức tài sản cần thiết để làm ra một đồng doanh thu.

Ví dụ

Với số liệu trong báo cáo tài chính của DN ABC, giả định tất cả tài sản của DN có quan hệ chặt chẽ với doanh thu và đã sử dụng hết công suất ( $A^*=A$ ). Ta có  $A^*/S_0 = 15.000/30.000 = 0,5$ .

Như vậy, cứ tăng thêm một đồng doanh thu phải tăng thêm 0,5 đồng tài sản.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm và lập bảng cân đối sơ bộ

$$AFN = (A^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - (L^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - m \cdot S_0 \cdot (1+g) \cdot (1-d)$$

$L^*$ : Các khoản phải trả có quan hệ trực tiếp với doanh thu, chúng sẽ tăng khi doanh thu tăng, các khoản này bao gồm phải trả người bán, phải trả nhân viên và các khoản phải trả khác...về cơ bản tất cả các khoản thuộc nợ ngắn hạn đều tự động tăng khi doanh thu tăng, trừ vay ngắn hạn.

$L^*/S_0$ : Tỷ lệ của nợ phải trả so với doanh thu năm báo cáo, cho biết nguồn tài trợ tự động trên một đồng doanh thu.

Ví dụ

Tại DN ABC, tỷ lệ  $L^*/S_0$  là  $0,07 = (1.200+900)/30.000$

Như vậy cứ tăng thêm một đồng doanh thu, DN sẽ chiếm dụng thêm 0,07 đồng từ khoản phải trả người bán và phải trả khác

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Dự toán nhu cầu vốn huy động thêm và lập bảng cân đối sơ bộ

$$AFN = (A^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - (L^*/S_0) \cdot S_0 \cdot g - m \cdot S_0 \cdot (1+g) \cdot (1-d)$$

m: Tỷ lệ lãi ròng trên doanh thu, cho biết mức lợi nhuận sau thuế kiếm được trên một đồng doanh thu.

g: Tốc độ tăng trưởng hay tỷ lệ tăng dự kiến của doanh thu.

$S_0 \cdot (1+g)$ : Doanh thu dự kiến năm kế hoạch.

d: Tỷ lệ chia cổ tức, do vậy  $(1-d)$  là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại.

Ví dụ

Tại DN ABC,  $m=0,06=1.800/30.000$ , như vậy cứ một đồng doanh thu ABC kiếm được 0,06 đồng lãi ròng.

Doanh thu năm dự kiến N+1 tăng 20% so với năm N.

Doanh thu dự kiến năm N+1 của ABC là  $=36.000=30.000 \cdot (1+20\%)$

Năm N, lợi nhuận ròng của ABC là 1.800 trđ, trả cổ tức cho cổ đông 1.080 trđ, do vậy tỷ lệ chia cổ tức là  $60\%=(1.080/1.800)$  và tỷ lệ giữ lại là 40%.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

#### Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

Với các số liệu trên, lượng vốn cần huy động thêm từ bên ngoài của DN ABC trong năm N+1 dự kiến là 1.716 trđ.

$$AFN = 0,5 * 6.000 - 0,07 * 6.000 - 0,06 * 36.000 * 40\% = 3.000 - 420 - 864 = 1.716 \text{ trđ}$$

Khi doanh thu tăng 20%, tài sản của ABC cũng phải tăng thêm 20%, tăng 3.000 trđ ( $15.000 * 20\%$ ), nguồn tài trợ tự động từ các khoản phải trả người bán và phải trả khác cũng sẽ tăng thêm 20%, tăng 420 trđ ( $2.100 * 20\%$ ).

Sở dĩ như vậy là do doanh thu tăng làm tăng lượng vật tư mua vào, tăng chi phí tiền lương và mức thuế phải nộp vào Ngân sách nhà nước. Để tài trợ cho tài sản tăng thêm, ABC dự kiến sẽ giữ lại 878.8 trđ lợi nhuận sau thuế năm N+1. Phần còn lại 1.716 trđ, DN phải huy động từ bên ngoài.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

#### Lập bảng cân đối dự kiến sơ bộ

Bảng cân đối tài sản sơ bộ được lập như sau

- Các khoản mục thuộc phần tài sản và nguồn tài trợ tự động trên bảng cân đối kế toán sẽ được ước lượng bằng phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu.
- Khoản lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối dự kiến sẽ bằng tổng lợi nhuận giữ lại tính tới cuối năm báo cáo cộng phần lợi nhuận giữ lại trong năm kế hoạch.
- Các khoản vay ngắn hạn, vay dài hạn và vốn góp của cổ đông được giữ nguyên như cuối năm báo cáo.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

#### Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

Khi xây dựng bảng cân đối kế toán sơ bộ, chúng ta đã giả định các khoản mục tài sản trên bảng cân đối kế toán có quan hệ chặt chẽ với doanh thu và đã sử dụng hết công suất, do vậy chúng sẽ tăng cùng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Thực tế không phải như vậy, DN có thể không phải đầu tư thêm vào tài sản cố định khi chúng chưa sử dụng hết công suất. Mức tồn kho và nợ phải thu không chỉ phụ thuộc vào doanh thu, mà còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác, ngay cả khi các chính sách tín dụng và quản lý hàng tồn kho không thay đổi. Do vậy, để xác định chính xác nhu cầu vốn cần huy động thì cần phải thực hiện một số điều chỉnh.



## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

#### **Điều chỉnh công suất dư thừa (Thặng dư công suất)**

- Doanh thu ở mức công suất tối đa  
= Doanh thu thực tế/Tỷ lệ % sử dụng tài sản cố định
- Tỷ lệ tài sản cố định/Doanh thu tối đa
- Mức tài sản cố định cần thiết  
= (Tỷ lệ tài sản cố định/Doanh thu tối đa)\*Doanh thu dự kiến

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

#### Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

Ví dụ

#### **Điều chỉnh công suất dư thừa của tài sản cố định**

Ở phần trên chúng ta giả định khi doanh thu tăng 20%, tài sản cố định của ABC cũng phải tăng 20%.

Do vậy để doanh thu tăng thêm 6.000 trđ, ABC phải đầu tư thêm 1.600 trđ ( $8.000 \times 20\%$ ) để mua sắm thêm tài sản cố định mới.

Tuy vậy, nếu hiện tại tài sản cố định của DN mới chỉ sử dụng 90% công suất thiết kế, thì DN có phải đầu tư tới 1.600 trđ vào tài sản cố định mới hay không?

Câu trả lời là không, bởi lẽ nếu sử dụng hết công suất, doanh thu của ABC sẽ là 33.333 trđ, cao hơn mức doanh thu hiện tại 3.333 trđ.

Doanh thu ở mức công suất tối đa (doanh thu ở mức 100% công suất)

= Doanh thu thực tế / Tỷ lệ % sử dụng TSCĐ

=  $30.000 / 90\% = 33.333$  trđ

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

#### Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

Ví dụ

- Doanh thu ở mức công suất tối đa  
= Doanh thu thực tế/Tỷ lệ % sử dụng tài sản cố định  
=  $30.000/90\% = 33.333$  trđ
- Tỷ lệ tài sản cố định/Doanh thu tối đa  
=  $8.000/33.333 = 24\%$
- Mức tài sản cố định cần thiết  
= (Tỷ lệ tài sản cố định/Doanh thu tối đa)\*Doanh thu dự kiến  
=  $24\% * 36.000 = 8.640$  trđ

Như vậy so với năm báo cáo, tài sản cố định năm kế hoạch của DN ABC chỉ cần tăng thêm 640 trđ (8.640 – 8.000). Với việc điều chỉnh trên, nguồn vốn huy động từ bên ngoài của ABC đã giảm 960 trđ (1.600-640) so với dự kiến trên bảng cân đối sơ bộ. Ta tiếp tục điều chỉnh số liệu cho hàng tồn kho, nợ phải thu và các khoản phải trả.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

**Sử dụng phương pháp hồi quy để điều chỉnh giá trị hàng tồn kho và nợ phải thu.**

Khi hàng tồn kho không tăng, giảm cùng với tỷ lệ tăng, giảm của doanh thu, việc ước lượng giá trị hàng tồn kho bằng phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu sẽ không chính xác.

Trong trường hợp này chúng ta sẽ sử dụng phương pháp hồi quy để ước lượng giá trị hàng tồn kho.

Để sử dụng phương pháp này, cần phải có số liệu về hàng tồn kho và doanh thu của nhiều năm gần nhất, từ đó tìm ra mối liên hệ giữa doanh thu và hàng tồn kho.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Ví dụ

Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

### Tình hình tồn kho, nợ phải thu và doanh thu của DN ABC (trđ)

Doanh thu của ABC tăng nhanh trong giai đoạn từ năm N-4 tới N. Hàng tồn kho và nợ phải thu cũng tăng theo doanh thu, nhưng tỷ lệ phần trăm so với doanh thu lại có xu hướng giảm.

Năm	Doanh thu	Hàng tồn kho		Nợ phải thu	
		Giá trị	% trên DT	Giá trị	% trên DT
N-4	14.500	2.120	14,6%	1.090	7,52%
N-3	18.125	2.590	14,3%	1.345	7,42%
N-2	19.940	2.840	14,2%	1.468	7, 36%
N-1	24.930	3.520	14,1%	1.832	7,35%
N	30.000	4.200	14%	2.200	7,3%

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Ví dụ

#### Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

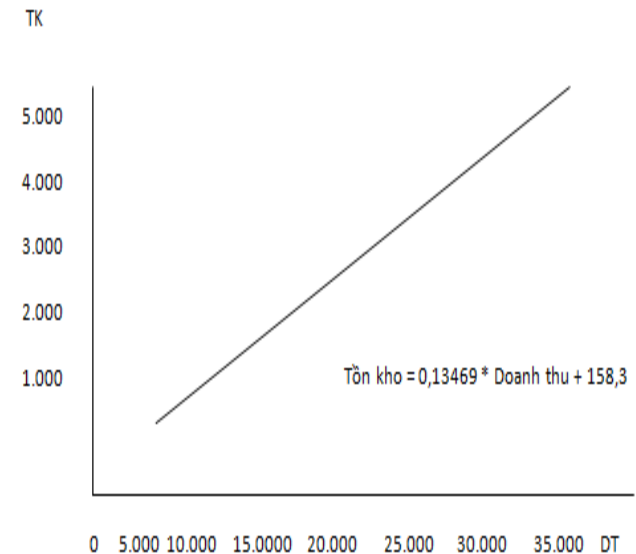
Sử dụng excel để thiết lập mối quan hệ giữa doanh thu và hàng tồn kho bằng phương trình hồi quy

**Hàng tồn kho =  $0,13469 * \text{Doanh thu} + 158,3$**

Vậy với doanh thu dự kiến 36.000 trđ, hàng tồn kho dự kiến năm N+1 là 5.007 trđ

( $= 0,13469 * 36.000 + 158,3$ )

Mức tồn kho này thấp hơn mức dự kiến trong bảng CĐKT được lập là 33 trđ ( $= 5.040 - 5.007$ ), tỷ lệ % so với doanh thu giảm xuống còn 13,9% ( $= 5007 / 36.000$ ).



Tương tự, quan hệ giữa doanh thu và nợ phải thu được xác định bằng phương trình hồi quy **Nợ phải thu =  $0,07173 * \text{Doanh thu} + 44,9$**

Nợ phải thu dự kiến 2.627 trđ ( $= 0,07173 * 36.000 + 44,9$ )

Nợ phải thu dự kiến năm N+1 sẽ là 2.627 trđ, thấp hơn mức dự kiến trong trong bảng CĐKT được lập là 13 trđ ( $= 2640 - 2.627$ ).

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.2 Lập bảng cân đối kế toán dự kiến

Ví dụ

Dự kiến nguồn tài trợ và hoàn chỉnh bảng cân đối

Phương trình hồi quy tuyến tính

$$Y=aX+b$$

$$Y=aX$$

Hàm SLOPE dùng để tính hệ số góc a

Hàm INTERCEPT dùng để tính hệ số tự do b

	DT	HKT	KPT
N-4	14.500	2.120	1.090
N-3	18.125	2.590	1.345
N-2	19.940	2.840	1.468
N-1	24.930	3.520	1.832
N	30.000	4.200	2.200
N+1	36.000	?	?

Hàm FORECAST

Hàm TREND

Chọn const=1 (true) để hồi quy theo hàm  $Y=aX+b$

Chọn const=0 (false) để hồi quy theo hàm  $Y=aX$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

Bảng cân đối kế toán dự kiến sơ bộ của công ty ABC (trđ)

Khoản mục	N	Tỷ lệ % trên doanh thu	Dự kiến N+1	Dự kiến N+1 (điều chỉnh lần 1)
Tiền	600	2%	720	720
Nợ phải thu	2.200		2.640	2.627
Hàng tồn kho	4.200		5.040	5.007
Cộng tài sản lưu động	7.000		8.400	8.354
Tài sản cố định thuần	8.000		9.600	8.640
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15.000</b>		<b>18.000</b>	<b>16.994</b>
Vay và nợ ngắn hạn	2.500		2.500	2.500
Phải trả người bán	1.200	4%	1.440	1.440
Phải trả khác	900	3%	1.080	1.080
<i>Cộng nợ ngắn hạn</i>	<i>4.600</i>		<i>5.020</i>	<i>5.020</i>
Vay và nợ dài hạn	2.400		2.400	2.400
<i>Tổng nợ</i>	<i>7.000</i>		<i>7.420</i>	<i>7.420</i>
Vốn góp của cổ đông	4.500		4.500	4.500
Lợi nhuận giữ lại	3.500		4.378,8	4.378,8
Tổng vốn cổ phần thường	8.000		8.878,8	8.878,8
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>15.000</b>		<b>16.298,8</b>	<b>16.298,8</b>
<b>Vốn phải huy động thêm</b>			<b>AFN=1.701,2</b>	<b>AFN=695,2</b>



## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Bảng cân đối kế toán điều chỉnh lần 1 trên vẫn chưa hoàn chỉnh, vì còn cần phải biết kế hoạch huy động vốn từ bên ngoài để tài trợ cho sự tăng trưởng của DN.

Nguồn vốn từ bên ngoài có thể được huy động từ nhiều nguồn như: vay ngắn hạn, vay dài hạn và phát hành cổ phần mới.

Quyết định tài trợ bằng nguồn nào phụ thuộc vào nhiều yếu tố, trong đó giới hạn của các tỷ số tài chính mà DN đã cam kết với chủ nợ là một yếu tố cần phải được tôn trọng.

Ví dụ

Chẳng hạn, khi vay tiền của ngân hàng, DN ABC đã cam kết

- Tỷ số nợ trên vốn tối đa là 45 %
- Khả năng thanh toán hiện hành tối thiểu 1,6
- Khả năng thanh toán nhanh tối thiểu 0,8

Các cam kết trên sẽ giới hạn mức vay thêm nợ của ABC. Chúng ta sẽ lần lượt xem xét mối quan hệ giữa các cam kết trên với nợ được phép vay thêm của ABC.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

### Tỷ số nợ trên vốn (D/A) tối đa 45 %

Số liệu bảng cân đối kế toán điều chỉnh lần 1 cho thấy để đạt được tốc độ tăng trưởng 20%, tổng tài sản của DN phải tăng thêm 1.994 trđ và đạt tới 16.994 trđ.

Tổng nợ tối đa =  $7.647 \text{ trđ} (=16.994 \times 45\%)$

Các khoản phải trả dự kiến =  $2.520 \text{ trđ} (= (1.200 + 900) \times (1 + 20\%))$

Nếu nợ vay ngắn hạn và dài hạn giữ nguyên như cuối năm N, thì tổng nợ của ABC sẽ là 7.420 trđ  $(=2.520 + 2.500 + 2.400)$ .

Với hạn mức nợ là 7.647 trđ, DN ABC chỉ được vay thêm tối đa là 227 trđ

1. Tổng tài sản dự kiến	16.994
2. Tỷ số nợ trên vốn tối đa	45 %
3. Nợ tối đa (mục 1 * mục 2)	7.647
4. Tổng nợ hiện có	7.420
5. Nợ vay tăng thêm tối đa (mục 3 – mục 4)	227

Tổng nhu cầu vốn phải huy động thêm của DN là 695,2 trđ, do vậy vốn cổ phần phát hành thêm tối thiểu là 468,2 trđ  $(=695,2 - 227)$

1. Nhu cầu vốn phải huy động thêm	695,2
2. Nợ vay tăng thêm tối đa	227
3. Vốn cổ phần phát hành thêm tối thiểu	468,2

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

### Giới hạn của tỷ số khả năng thanh toán hiện thời

TSLĐ dự kiến trên bảng cân đối kế toán điều chỉnh lần 1 là 8.354 trđ.

ABC cam kết tỷ số khả năng thanh toán hiện thời tối thiểu=1,6

Do vậy, nợ ngắn hạn tối đa 5.221 trđ ( $=8.354/1,6$ )

Các khoản phải trả dự kiến=2520 trđ ( $=(1.200+900)*(1+20\%)$ )

Nếu nợ vay ngắn hạn giữ nguyên như năm N, thì tổng nợ ngắn hạn của ABC sẽ là 5.020 trđ ( $=2.520+2.500$ )

Với hạn mức của nợ ngắn hạn là 5.221 trđ, nợ vay ngắn hạn được phép tăng thêm tối đa 201 trđ ( $=5.221-5.020$ )

1. Tài sản lưu động dự kiến	8.354
2. Tỷ số thanh toán hiện thời tối thiểu	1,6
3. Nợ ngắn hạn tối đa (=mục 1/mục 2)	5.221
4. Tổng nợ ngắn hạn hiện có	5.020
5. Nợ vay ngắn hạn được phép vay thêm tối đa	201

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

### Giới hạn của tỷ số khả năng thanh toán nhanh

Với cam kết khả năng thanh toán nhanh tối thiểu=0,6, nợ vay ngắn hạn được phép tăng lên tối đa được xác định như sau

1. Tiền + nợ phải thu ngắn hạn dự kiến	3.347
2. Tỷ số thanh toán nhanh tối thiểu	0,6
3. Nợ ngắn hạn tối đa (mục 1/mục 2)	5.578
4. Tổng nợ ngắn hạn hiện có	5.020
5. Nợ vay ngắn hạn được phép vay thêm tối đa (mục 3-mục 4)	558

Như vậy để đạt mục tiêu tăng trưởng 20%, ABC không thể vay thêm tới 695,2 trđ, mà chỉ có thể vay thêm tối đa 227 trđ, trong đó vay ngắn hạn được phép tăng thêm tối đa 201 trđ.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

### Hoàn chỉnh bảng cân đối kế toán dự kiến

Căn cứ vào nhu cầu vốn cần huy động thêm và các giới hạn của nợ vay, ban lãnh đạo DN ABC phải xây dựng các phương án tài trợ.

Có nhiều phương án tài trợ khác nhau được đưa ra

- Phương án 1. Nhu cầu vốn cần huy động được tài trợ bằng 100% vốn cổ phần.
- Phương án 2. Vay thêm 227 trđ nợ dài hạn và phát hành cổ phần mới để huy động thêm 468,2 trđ.
- Phương án 3. Vay thêm 201 trđ nợ ngắn hạn và phát hành cổ phần mới để huy động thêm 494,2 trđ.

**Thực tế có thể có nhiều phương án tài trợ khác đáp ứng được các cam kết của ABC với các chủ nợ. Dựa trên những báo cáo tài chính dự kiến này, ban lãnh đạo DN phải quyết định chọn một phương án tài trợ cụ thể, tuy vậy báo cáo tài chính phải tiếp tục điều chỉnh để hoàn thiện.**

Với 3 phương án tài trợ trên bảng cân đối kế toán dự kiến năm N+1 của DN ABC được hoàn chỉnh theo bảng sau (trđ)

# 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

Khoản mục	Nguồn vốn huy động thêm		
	Vốn cổ phần: 695,2	Vốn cổ phần: 468,2	Vốn cổ phần: 494,2
	Nợ vay dài hạn: 0	Nợ vay dài hạn: 227	Nợ vay dài hạn 0
	Nợ vay ngắn hạn: 0	Nợ vay ngắn hạn: 0	Nợ vay ngắn hạn: 201
Tiền	720	720	720
Nợ phải thu	2.627	2.627	2.627
Hàng tồn kho	5.007	5.007	5.007
Tài sản cố định thuần	8.640	8.640	8.640
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>16.994</b>	<b>16.994</b>	<b>16.994</b>
Vay và nợ ngắn hạn	2.500	2.500	2.701
Phải trả người bán	1.440	1.440	1.440
Phải trả khác	1.080	1.080	1.080
<i>Cộng nợ ngắn hạn</i>	5.020	5.020	5.221
Vay và nợ dài hạn	2.400	2.627	2.400
<i>Tổng nợ</i>	7.420	7.647	7.621
Vốn góp của cổ đông	5.195,2	4.968,2	4.994,2
Lợi nhuận giữ lại	4.378,8	4.378,8	4.378,8
<i>Tổng vốn cổ phần</i>	9.574	9.347	9.373

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

Ví dụ

Khoản mục	Nguồn vốn huy động thêm		
	Vốn cổ phần: 695,2 Nợ vay dài hạn: 0 Nợ vay ngắn hạn: 0	Vốn cổ phần: 468,2 Nợ vay dài hạn: 227 Nợ vay ngắn hạn: 0	Vốn cổ phần: 494,2 Nợ vay dài hạn: 0 Nợ vay ngắn hạn: 201
<b>Các tỷ số tài chính</b>			
Khả năng TT hiện hành	1,66	1,66	1,6
Khả năng TT nhanh	0,67	0,67	0,64
Vòng quay hàng tồn kho	7,2	7,2	7,2
Kỳ thu tiền bình quân (DSO)	26,6	26,6	26,6
Vòng quay tổng tài sản	2,1	2,1	2,1
Tỷ số nợ trên tổng vốn (D/A)	43,7%	45%	44,8%
Số nhân vốn tự có ( A/E)	1,78	1,82	1,81
Khả năng thanh toán lãi vay	5,43	5,43	5,43

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### Tác động qua lại giữa BCĐKT và BCKQKD

Giữa BCKQKD và BCĐKT dự kiến có mối quan hệ chặt chẽ, có thể nói rằng không thể lập được BCĐKT khi chưa có số liệu lợi nhuận giữ lại. Ngược lại khi chưa xác định được nguồn tài trợ từ bên ngoài thì cũng không lập được BCKQKD vì chưa có số liệu về chi phí lãi vay.

Để phá vỡ cái vòng luẩn quẩn này chúng ta bắt đầu bằng việc lập báo cáo kết quả kinh doanh dự kiến trước, ở đây chi phí lãi vay được được giữ nguyên như năm báo cáo (lãi trái phiếu) hoặc tăng giảm bằng tỷ lệ tăng của doanh thu (lãi vay ngắn hạn).

Với số liệu dự kiến như vậy, chúng ta đã xác định được lợi nhuận giữ lại là 878,8 trđ và sử dụng nó để xác định lượng vốn phải huy động từ bên ngoài (AFN) và lập BCĐKT dự kiến.

Với nguồn tài trợ bằng nợ vay được xác định, chúng ta dễ dàng ước lượng chi phí lãi vay. Nếu chi phí lãi vay ước tính có sự khác biệt lớn so với ước tính ban đầu, thì phải điều chỉnh lại BCKQKD.

Quá trình điều chỉnh phải thực hiện qua nhiều vòng với sự hỗ trợ của máy tính để đạt tới độ chính xác cần thiết.



## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.4 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

Sự tăng trưởng doanh thu đòi hỏi DN phải huy động thêm vốn từ bên ngoài bằng cách tăng nợ vay và phát hành thêm cổ phần mới, thế nhưng việc phát hành thêm cổ phần có thể làm giảm thu nhập trên mỗi phần.

Mặt khác, việc phát hành thêm cổ phần sẽ nới rộng quyền bỏ phiếu và kiểm soát cho cổ đông mới, ban lãnh đạo DN có thể bị san sẻ, thậm chí bị mất quyền kiểm soát. Chi phí sử dụng vốn của cổ phần mới cũng cao hơn lợi nhuận giữ lại...

Từ những bất lợi trên, để tài trợ cho sự tăng trưởng các DN thường chú trọng tới nguồn tài trợ từ bên trong.

Vấn đề đặt ra là nếu chỉ sử dụng nguồn tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại và nợ tăng thêm, thì tốc độ tăng trưởng có thể duy trì được là bao nhiêu? Robert C. Higgin đã đưa ra một hình đơn giản để giải quyết vấn đề này.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

Mô hình được xây dựng dựa trên các giả định sau

- Toàn bộ tài sản của DN đều có quan hệ chặt chẽ với doanh thu ( $A^*=A$ ) và đã sử dụng hết công suất.
- Chi phí hoạt động sẽ tăng bằng tỷ lệ tăng doanh thu.
- Lãi suất tiền vay không thay đổi.
- Cơ cấu vốn của DN và các tỷ số tài chính khác sẽ giữ nguyên như năm báo cáo.
- Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại không thay đổi.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

Từ công thức

Tỷ lệ tăng trưởng\* Tài sản

= Lợi nhuận giữ lại + Vốn cổ phần phát hành + Nợ tăng thêm

Do không phát hành thêm cổ phần mới nên

Tỷ lệ tăng trưởng\* Tài sản = (Lợi nhuận giữ lại + Nợ tăng thêm)

Do cơ cấu vốn không thay đổi

Nợ tăng thêm = Lợi nhuận giữ lại \* Hệ số nợ trên vốn cổ phần (D/E)

Do vậy

Tỷ lệ tăng trưởng\* Tài sản = (Lợi nhuận giữ lại + Lợi nhuận giữ lại \* (D/E))

Hay

$$A.g = S_0.(1+g).m.(1-d) + S_0.(1+g).m.(1-d).(D/E)$$

$$A.g = S_0.m.(1-d).(1+(D/E)) + S_0.m.(1-d).(1+(D/E)).g$$

$$[A - S_0.m.(1-d).(1+(D/E))].g = S_0.m.(1-d).(1+(D/E))$$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

$$g = \frac{S_0 \cdot m \cdot (1 - d) \cdot \left(1 + \frac{D}{E}\right)}{A - S_0 \cdot m \cdot (1 - d) \cdot \left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Do  $1 + (D/E) = (E + D)/E = (A/E)$ , đồng thời chia cả tử và mẫu cho  $S_0$  nên

$$g = \frac{m \cdot (1 - d) \cdot \frac{A}{E}}{\frac{A}{S_0} - m \cdot (1 - d) \cdot \frac{A}{E}}$$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

#### Ví dụ

Tại DN ABC

$m=0,06$

$d=60\%$

$A/S_0=15.000/30.000=0,5$

$A/E= 5.000/ 8.000 =1,875$

$$g = \frac{m. (1 - d). \frac{A}{E}}{\frac{A}{S_0} - m. (1 - d). \frac{A}{E}}$$

$$g = \frac{0,06. (1 - 60\%). 1,875}{0,5 - 0,06. (1 - 60\%). 1,875} = 9,89\%$$

Như vậy, tốc độ tăng trưởng từ nguồn vốn bên trong của ABC là 9,89%. Nếu tốc độ tăng trưởng cao hơn 9,89%, ABC phải phát hành thêm cổ phần mới.

Cần chú ý là tại tỷ lệ tăng 9,89%, DN ABC không phải phát hành thêm cổ phần mới, nhưng vẫn phải tăng nợ vay để giữ cho cơ cấu vốn không thay đổi.

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

#### Ví dụ

Với tỷ lệ tăng trưởng 9,89% thì

- Tài sản tăng thêm =  $15.000 \times 9,89\% = 1.483,5$

Nguồn tài trợ cho tài sản tăng thêm

- Nợ phải trả tăng thêm =  $(1.200 + 900) \times 9,89\% = 207,69$
- Nợ vay tăng thêm =  $(2.500 + 2.400) \times 9,89\% = 484,61$
- Lợi nhuận giữ lại =  $30.000 \times (1 + 9,89\%) \times 0,06 \times (1 - 60\%) = 791,2$

Cộng = 1.483,5

Tốc độ tăng trưởng  $g = 9,98\%$  được gọi là tốc độ tăng trưởng bền vững (The Sustainable Growth Equation).

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

Tốc độ tăng trưởng bền vững có thể được xác định bằng công thức khác với lập luận cho rằng khi doanh thu tăng  $g$  (%), tài sản và nguồn tài trợ cho tài sản cũng tăng  $g$  (%), do cơ cấu tài chính không thay đổi nên nợ và vốn cổ phần sẽ tăng  $g$  (%).

Vốn cổ phần tăng thêm  $= E_0 \cdot g^*$

Trong đó

$E_0$ : Vốn cổ phần hiện tại hay vốn cổ phần cuối năm báo cáo.

$g^*$ : Tốc độ tăng trưởng bền vững.

Do không phát hành thêm cổ phần mới mà chỉ sử dụng lợi nhuận giữ lại nên

$E_0 \cdot g^* = \text{Lợi nhuận giữ lại} = \text{Lợi nhuận sau thuế} \cdot \text{Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại}$ .

$g^* = (\text{Lợi nhuận sau thuế} \cdot \text{Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại}) / E_0$

Do lợi nhuận sau thuế /  $E_0 = \text{ROE}$  nên

$g^* = \text{ROE} \cdot \text{Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại}$

$g^* = \text{ROS} \cdot \text{Vòng quay tổng tài sản} \cdot \text{Số nhân vốn tự có} \cdot \text{Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại}$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

Từ công thức trên ta thấy tốc độ tăng trưởng bền vững của một doanh nghiệp phụ thuộc vào bốn yếu tố, trong đó ROS và vòng quay tổng tài sản phản ánh hiệu quả tiết kiệm chi phí và hiệu suất sử dụng tài sản. Hai nhân tố cuối phản ánh chính sách tài chính của DN.

Như vậy với tốc độ tăng trưởng 9,98% ABC không phải phát hành thêm cổ phần mới. Nhưng nếu tốc độ tăng trưởng vượt quá 9,89%, thì lượng vốn phải huy động bằng cách phát hành thêm cổ phần mới là bao nhiêu?



## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

#### Ví dụ

Giả sử tỷ lệ tăng trưởng dự kiến là  $g$ , do cơ cấu vốn không thay đổi nên vốn cổ phần phải tăng thêm một lượng bằng  $E_0.g$ , một phần nhu cầu này được tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại, do vậy vốn cổ phần phải huy động thêm từ bên ngoài sẽ là

$$EEF = E_0.g - S_0.(1+g).m.(1-d)$$

$$EEF = [E_0 - S_0.m.(1-d)].g - S_0.m.(1-d)$$

Với tỷ lệ tăng trưởng dự kiến  $g=20\%$ , vốn cổ phần phải huy động thêm từ bên ngoài của ABC sẽ là 736 trđ được tính như sau

$$\begin{aligned} EEF &= [8.000 - 30.000 * 0,06 * (1 - 60\%)] * 20\% - 30.000 * 0,06 * (1 - 60\%) \\ &= 7.280 * 20\% - 720 = 736 \text{ trđ} \end{aligned}$$

## 5.2 Lập báo cáo tài chính dự kiến

### 5.2.3 Mô hình tăng trưởng bằng nguồn tài trợ bên trong

#### Ví dụ

Tổng lượng vốn cần huy động thêm từ bên ngoài của ABC trong năm N+1 là 1.716 trđ.

Do vậy nợ vay tăng thêm là 980 trđ ( $=1.716-736$ ), nợ vay tăng thêm cũng chính bằng tích của nợ vay hiện tại với tốc độ tăng trưởng

Nợ vay tăng thêm 980 trđ ( $=(2.500+2.400)*20\%$ )

Do cơ cấu nguồn vốn không thay đổi nên

Vay và nợ ngắn hạn tăng thêm 500 trđ ( $=2.500*20\%$ )

Vay và nợ dài hạn tăng thêm 480 trđ ( $=2.400*20\%$ )

# Bài tập

## Ví dụ 1

Vào thời điểm cuối năm  $N$ , tổng tài sản của DN DEF là 800 tỷ đồng, khoản phải trả nhà cung cấp là 240 tỷ, vốn góp của cổ đông 360 tỷ đồng, lợi nhuận giữ lại 40 tỷ. Hiện tại, DN không vay ngắn hạn và năm tới cũng vậy. Doanh thu năm  $N$  là 1.200 tỷ đồng và dự kiến sẽ tăng 20% vào năm tới ( $N+1$ ). Tài sản và các khoản phải trả nhà cung cấp dự kiến sẽ tăng bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ lãi ròng trên doanh thu dự kiến là 6%. Để tài trợ nhu cầu vốn tăng thêm, DN dự kiến giữ lại 60% lợi nhuận sau thuế năm kế hoạch ( $N+1$ ) và phát hành cổ phần phổ thông để huy động thêm 400 tỷ đồng, phần còn thiếu sẽ vay dài hạn từ ngân hàng.

Cho biết

- Nợ vay dài hạn cuối năm  $N$  là bao nhiêu?
- Nợ vay dài hạn tăng thêm năm  $N+1$  là bao nhiêu?

# Bài tập

## Ví dụ 2

Năm N, doanh thu của DN GHI là 12.000 tỷ đồng, tổng tài sản cuối năm N là 10.000 tỷ đồng.

Cuối năm N, nợ ngắn hạn của DN là 4.200 tỷ đồng, trong đó vay ngắn hạn là 3.400 tỷ đồng.

Năm N+1, tài sản và nguồn vốn chiếm dụng sẽ tăng bằng tốc độ tăng của doanh thu, tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên doanh thu là 4%, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại 50%.

Cho biết

- Với tốc độ tăng trưởng của doanh thu là bao nhiêu thì DN không phải huy động thêm vốn từ bên ngoài ( $AFN=0$ )
- Tốc độ tăng trưởng bền vững của DN là bao nhiêu?

**Bảng cân đối kế toán DN JKL ngày 31/12/N (tỷ đồng)**

Tài sản		Nguồn vốn	
Tiền	500	Vay ngắn hạn	4.400
Nợ phải thu	3.600	Phải trả nhà cung cấp	800
Hàng tồn kho	4.400	Phải trả khác	400
Cộng tài sản lưu động	8.500	Tổng nợ ngắn hạn	5.600
Tài sản cố định thuần	7.500	Vay và nợ dài hạn	4.200
Tổng cộng tổng tài sản	16.000	Vốn góp của cổ đông	3.800
		Lợi nhuận giữ lại	2.400
		Tổng nguồn vốn	16.000

**Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh DN JKL (tỷ đồng)**

Khoản mục	Năm N	Dự kiến N+1
Doanh thu	18.000	
Chi phí hoạt động không kể khấu hao	16.200	
Khấu hao tài sản cố định	750	750
EBIT	1.050	
Lãi vay ngắn hạn	264	
Lãi trái phiếu	336	336
EBT	450	

## Ví dụ 3

Năm  $N+1$ , doanh thu dự kiến tăng thêm 20% so với năm  $N$ , các khoản mục chi phí sẽ tăng bằng tỷ lệ tăng của doanh thu trừ khấu hao và lãi trái phiếu vẫn giữ nguyên bằng mức năm  $N$ . Các khoản mục tài sản và nguồn vốn chiếm dụng cũng sẽ tăng bằng tốc độ tăng doanh thu, riêng tài sản cố định do chưa sử dụng hết công suất nên DN không phải đầu tư thêm. Thuế suất thuế thu nhập và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại không thay đổi.

- Lập báo cáo kết quả kinh doanh dự kiến
- Lập bảng cân đối kế toán sơ bộ
- Với tốc độ tăng trưởng doanh thu là bao nhiêu DN không phải huy động thêm vốn từ bên ngoài?

# Hướng dẫn chi tiết lập báo cáo tài chính dự kiến

Chuẩn bị bảng dự báo tài chính 1 năm của công ty, sử dụng phương pháp sau

- **Phương pháp dự phóng báo cáo tài chính**  
(Projected financial statement method)



# Hướng dẫn chi tiết lập báo cáo tài chính dự kiến

## **Phương pháp dự phóng báo cáo tài chính (Projected financial statement method)**

- Một khi doanh thu đã được dự báo, ta tiếp tục dự báo bằng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh.
- Phương pháp dự báo được áp dụng phổ biến nhất là phương pháp dự báo theo tỷ lệ phần trăm so với doanh thu. Nghĩa là ta dựa vào tốc độ tăng của doanh thu hàng năm để dự báo các khoản mục của bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh với giả định các khoản mục này có mối liên hệ mật thiết và tỷ lệ thuận với doanh thu.
- Riêng một số khoản mục khác của bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh được xác định tùy theo chính sách DN.

# Hướng dẫn chi tiết lập báo cáo tài chính dự kiến

Quá trình dự báo các báo cáo tài chính được tiến hành cụ thể như sau

- Bước 1. Phân tích tỷ trọng của từng khoản mục so doanh thu trong quá khứ
- Bước 2. Dự báo bằng báo cáo kết quả kinh doanh
- Bước 3. Dự báo bằng cân đối kế toán
- Bước 4. Huy động nguồn vốn cần thêm (AFN)
- Bước 5. Điều chỉnh ảnh hưởng của nguồn tài trợ
- Bước 6. Phân tích kết quả dự báo các báo cáo tài chính nhằm đề ra phương hướng cải thiện vị thế tài chính DN

## Ví dụ

Bảng báo cáo KQKD công ty Sunny năm N (tỷ đồng)	
Doanh thu	<b>3000</b>
Chi phí hoạt động bằng tiền	2616.2
Khấu hao	100
Tổng chi phí hoạt động	2716.2
EBIT	283.8
Trừ lãi vay	<b>88</b>
EBT	195.8
Thuế (40%)	78.32
NI trước cổ tức ưu đãi	117.48
Cổ tức ưu đãi	0
NI cho cổ đông thường	<b>117.48</b>
Cổ tức	<b>59.6</b>

Bảng cân đối kế toán công ty Sunny năm N (tỷ đồng)			
Tài sản		Nợ và vốn chủ sở hữu	
Tiền	10	Phải trả người bán	60
Đầu tư ngắn hạn	0	Vay ngắn hạn	110
Khoản phải thu	375	Phải trả khác	140
Hàng tồn kho	615	Tổng nợ ngắn hạn	<b>310</b>
Tổng TSLĐ	<b>1000</b>	Nợ dài hạn	<b>750</b>
TSCĐ ròng	<b>1000</b>	Tổng nợ	<b>1060</b>
		Vốn cổ phần ưu đãi	<b>0</b>
		Vốn góp của cổ đông thường	130
		LN giữ lại	810
		Tổng vốn cổ phần thường	<b>940</b>
Tổng TS	<b>2000</b>	Tổng nguồn vốn	<b>2000</b>

## **Bước 1. Phân tích tỷ trọng của từng khoản mục so doanh thu trong quá khứ**

Điều kiện

Các khoản mục chi phí và tài sản qua từng năm nhất định trong quá khứ gần với kỳ dự báo có mối quan hệ mật thiết với doanh thu thì đều có tỷ trọng không đổi so với doanh thu, do đó, khi DT tăng (giảm) thì các khoản mục chi phí và tài sản này cũng tăng (giảm) theo tỷ lệ thuận.

Khoản mục chi phí	
Chi phí hoạt động bằng tiền so DTT	
Khấu hao so tổng TSCĐ ròng	
Tổng chi phí hoạt động so DTT	
Khoản mục tài sản	
Tiền so DTT	
Khoản phải thu so DTT	
Hàng tồn kho so DTT	
TSCĐ ròng so DTT	
Phải trả người bán so DTT	
Phải trả khác so DTT	

## **Bước 1. Phân tích tỷ trọng của từng khoản mục so doanh thu trong quá khứ**

### **Điều kiện**

Các khoản mục chi phí và tài sản qua từng năm nhất định trong quá khứ gần với kỳ dự báo có mối quan hệ mật thiết với doanh thu thì đều có tỷ trọng không đổi so với doanh thu, do đó, khi DT tăng (giảm) thì các khoản mục chi phí và tài sản này cũng tăng (giảm) theo tỷ lệ thuận.

Khoản mục chi phí	
Chi phí hoạt động bằng tiền so DTT	87.21%
Khấu hao so tổng TSCĐ ròng	10.00%
Tổng chi phí hoạt động so DTT	90.54%
Khoản mục tài sản	
Tiền so DTT	0.33%
Khoản phải thu so DTT	12.50%
Hàng tồn kho so DTT	20.50%
TSCĐ ròng so DTT	33.33%
Phải trả người bán so DTT	2.00%
Phải trả khác so DTT	4.67%

## Bước 2. Dự báo BBCKQKD năm tới (thử lần 1)

Điều kiện

Doanh thu năm N+1 đã được dự báo

Giả định

- Trong ví dụ minh họa này, giả định doanh thu năm N+1 được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 10% so doanh thu năm N
- Công ty hiện tại có 51.7 triệu cổ phiếu đang lưu hành, cổ tức năm N là 1.15 nghìn đồng/cp. Tốc độ tăng trưởng cổ tức dự kiến 8%, do đó, cổ tức năm N+1 dự kiến là 1.25 nghìn đồng/cp

Với 51.7 triệu cổ phiếu đang lưu hành, công ty sẽ phải chi tổng số cổ tức là  $51.7 \text{ triệu cp} \times 1.25 \text{ nghìn đồng cp} = 64.4 \text{ tỷ đồng}$

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 1)
Doanh thu	3000	Tăng trưởng 10%
Chi phí HĐ bằng tiền	2616.2	Tỷ trọng so DTT là 87.21%
Khấu hao	100	Tỷ trọng so TSCĐ ròng 10%
Tổng chi phí hoạt động	2716.2	
EBIT	283.8	
Trừ lãi vay	88	Chuyển sang
EBT	195.8	
Thuế (40%)	78.32	
NI trước cổ tức ưu đãi	117.48	
Cổ tức ưu đãi	0	
NI chi cổ đông thường	117.48	
Cổ tức	59.6	Tốc độ tăng trưởng cổ tức 8%
LN giữ lại	57.88	



(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 1)
Doanh thu	3000	Tăng trưởng 10% 3300
Chi phí HĐ bằng tiền	2616.2	Tỷ trọng so DTT là 87.21% 2877.82
Khấu hao	100	Tỷ trọng so TSCĐ ròng 10% 110
Tổng chi phí hoạt động	2716.2	2987.82
EBIT	283.8	312.18
Trừ lãi vay	88	Chuyển sang 88
EBT	195.8	224.18
Thuế (40%)	78.32	89.672
NI trước cổ tức ưu đãi	117.48	134.51
Cổ tức ưu đãi	0	0.00
NI chi cổ đông thường	117.48	134.51
Cổ tức	59.6	Tốc độ tăng trưởng cổ tức 8% 64.4
LN giữ lại	57.88	70.1

Nhận xét: Tăng doanh thu dẫn đến tăng tài sản để hỗ trợ cho kế hoạch tăng doanh thu, tăng tài sản dẫn tới tăng nguồn vốn để tài trợ cho tài sản.

### Bước 3. Dự báo bảng cân đối kế toán năm tới (thử lần 1)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 1)
Tiền	10	Tỷ trọng so DTT là 0.33%
Đầu tư ngắn hạn	0	Chuyển sang
Khoản phải thu	375	Tỷ trọng so DTT là 12.5%
Hàng tồn kho	615	Tỷ trọng so DTT là 20.5%
Tổng TSLĐ	1000	
TSCĐ ròng	1000	Tỷ trọng so DTT là 33.33%
Tổng TS	2000	
Phải trả người bán	60	Tỷ trọng so DTT là 2%
Vay ngắn hạn	110	Chuyển sang
Phải trả khác	140	Tỷ trọng so DTT là 4.67%
Tổng nợ ngắn hạn	310	
Nợ dài hạn	750	Chuyển sang
Tổng nợ	1060	
Vốn cổ phần ưu đãi	0	Chuyển sang
Vốn góp của cổ đông thường	130	Chuyển sang
LN giữ lại	810	Cộng tích lũy 70.1 (ở bước 2)
Tổng vốn cổ phần thường	940	
Tổng nguồn vốn	2000	
Vốn cần bổ sung (AFN = Tổng TS – Tổng NV)		

### Bước 3. Dự báo bảng cân đối kế toán năm tới (thử lần 1)

	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 1)
Tiền	10	Tỷ trọng so DTT là 0.33% 11
Đầu tư ngắn hạn	0	Chuyển sang 0
Khoản phải thu	375	Tỷ trọng so DTT là 12.5% 412.5
Hàng tồn kho	615	Tỷ trọng so DTT là 20.5% 676.5
Tổng TSLĐ	1000	1100
TSCĐ ròng	1000	Tỷ trọng so DTT là 33.33% 1100
Tổng TS	2000	2200
Phải trả người bán	60	Tỷ trọng so DTT là 2% 66
Vay ngắn hạn	110	Chuyển sang 110
Phải trả khác	140	Tỷ trọng so DTT là 4.67% 154
Tổng nợ ngắn hạn	310	330
Nợ dài hạn	750	Chuyển sang 750
Tổng nợ	1060	1080
Vốn cổ phần ưu đãi	0	Chuyển sang 0
Vốn góp của cổ đông thường	130	Chuyển sang 130
LN giữ lại	810	Cộng tích lũy 70.1 (ở bước 2) 880.1
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86

## **Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)**

Để có đủ nguồn vốn tài trợ cho hoạt động của công ty theo kế hoạch năm  $N+1$ , công ty Sunny phải huy động nguồn vốn cần thêm (AFN).

Việc huy động này phụ thuộc vào nhiều yếu tố tác động, ví dụ như

- Cơ cấu vốn mục tiêu của công ty
- Ảnh hưởng của nợ vay ngắn hạn lên tỷ số thanh toán của công ty
- Tình hình thị trường tiền tệ và thị trường vốn
- Các quy định hạn chế được áp đặt bởi chủ nợ hiện tại

## Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)

- **Tính tỷ trọng nợ trong tổng nguồn tài trợ cần huy động thêm**  
Điều kiện hạn chế

Tỷ lệ nợ so với tổng vốn không được phép vượt quá 53% (giữ như năm N).

Từ bước 2, tính toán tỷ lệ nợ so tổng vốn năm N+1 dự kiến là 51.67%, như vậy, ta có thể tăng thêm nợ

0. Tổng nhu cầu tăng ngân quỹ (AFN)		
1. Tổng giá trị tài sản dự kiến năm N+1		
2. Tỷ số nợ giới hạn		
3. Tổng hạn mức nợ tối đa $= (1) * (2)$		
4. Cơ cấu nợ theo dự kiến năm N+1		
5. Số nợ được phép tăng thêm tối đa (Tổng nợ mới được phép huy động tối đa) $= (3) - (4)$		
6. Nhu cầu tài trợ thêm bằng vốn CP thường $= (0) - (5)$		

## Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)

- **Tính tỷ trọng nợ trong tổng nguồn tài trợ cần huy động thêm**  
Điều kiện hạn chế

Tỷ lệ nợ so với tổng vốn không được phép vượt quá 53% (giữ như năm N).

Từ bước 2, tính toán tỷ lệ nợ so tổng vốn năm N+1 dự kiến là 51.67%, như vậy, ta có thể tăng thêm nợ

0. Tổng nhu cầu tăng ngân quỹ (AFN)	109.86	100%
1. Tổng giá trị tài sản dự kiến năm N+1	2200	
2. Tỷ số nợ giới hạn	53%	
3. Tổng hạn mức nợ tối đa $= (1) * (2)$	1166	
4. Cơ cấu nợ theo dự kiến năm N+1	1080	
5. Số nợ được phép tăng thêm tối đa (Tổng nợ mới được phép huy động tối đa) $= (3) - (4)$	86	78.28%
6. Nhu cầu tài trợ thêm bằng vốn CP thường $= (0) - (5)$	23.86	21.72%

## Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)

### ■ Tính nợ ngắn hạn trong tổng nợ

Liên quan đến tỷ số thanh toán ngắn hạn của công ty.

Tỷ số thanh toán hiện thời năm N là 3.226, năm N+1 là 3.333, ta dự kiến sẽ giữ tỷ số này ở mức tối thiểu 3.226 như của năm N

7. Tổng giá trị tài sản lưu động dự kiến năm N+1		
8. Giá trị tối thiểu của tỷ số thanh toán hiện thời		
9. Tổng giá trị nợ ngắn hạn tối đa = (7)/(8)		
10. Giá trị các khoản nợ ngắn hạn dự kiến năm N+1		
11. Mức tăng tối đa của nợ ngắn hạn = (9)-(10)		
12. Mức tăng nợ dài hạn = (5)-(11)		

## Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)

### ■ Tính nợ ngắn hạn trong tổng nợ

Liên quan đến tỷ số thanh toán ngắn hạn của công ty.

Tỷ số thanh toán hiện thời năm N là 3.226, năm N+1 là 3.333, ta dự kiến sẽ giữ tỷ số này ở mức tối thiểu 3.226 như của năm N

7. Tổng giá trị tài sản lưu động dự kiến năm N+1	1100	
8. Giá trị tối thiểu của tỷ số thanh toán hiện thời	3.226	
9. Tổng giá trị nợ ngắn hạn tối đa = (7)/(8)	341	
10. Giá trị các khoản nợ ngắn hạn dự kiến năm N+1	330	
11. Mức tăng tối đa của nợ ngắn hạn = (9)-(10)	11	10.01%
12. Mức tăng nợ dài hạn = (5)-(11)	75	68.27%



# Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)

- Tổng hợp

Các nguồn tài trợ AFN	Tỷ trọng	Số tiền (Tỷ đồng)
Nợ ngắn hạn		
Nợ dài hạn		
Tổng nợ		
Vốn góp cổ phần thường		
Cộng		

# Bước 4. Huy động nguồn vốn tài trợ cần thêm (AFN)

- Tổng hợp

Các nguồn tài trợ AFN	Tỷ trọng	Số tiền (Tỷ đồng)
Nợ ngắn hạn		11.00
Nợ dài hạn		75.00
Tổng nợ		86.00
Vốn góp cổ phần thường		23.86
Cộng		109.86

## ■ Dự báo bảng cân đối kế toán năm N+1 (thứ lần 2)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thứ lần 2)	
Tài sản			
Tiền	10	11	Tỷ trọng so DTT là 0.33%
Đầu tư ngắn hạn	0	0	Chuyển sang
Khoản phải thu	375	412.5	Tỷ trọng so DTT là 12.5%
Hàng tồn kho	615	676.5	Tỷ trọng so DTT là 20.5%
Tổng TSLĐ	1000	1100	
TSCĐ ròng	1000	1100	Tỷ trọng so DTT là 33.33%
Tổng TS	2000	2200	
Nợ và vốn chủ sở hữu			
Phải trả người bán	60	66	Tỷ trọng so DTT là 2%
Vay ngắn hạn	110	110	<b>BỔ sung nguồn tài trợ 11</b>
Phải trả khác	140	154	Tỷ trọng so DTT là 4.67%
Tổng nợ ngắn hạn	310	330	
Nợ dài hạn	750	750	<b>BỔ sung nguồn tài trợ 75</b>
Tổng nợ	1060	1080	
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	Chuyển sang
Vốn góp của cổ đông thường	130	130	<b>BỔ sung nguồn tài trợ 23.89</b>
LN giữ lại	810	880.1	Cộng tích lũy 70.1 (ở bước 2)
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1	
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1	
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86	
<b>AFN tích lũy</b>		109.86	

## ■ Dự báo bảng cân đối kế toán năm N+1 (thử lần 2)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 2)		
Tài sản				
Tiền	10	11	Tỷ trọng so DTT là 0.33%	11
Đầu tư ngắn hạn	0	0	Chuyển sang	0
Khoản phải thu	375	412.5	Tỷ trọng so DTT là 12.5%	412.5
Hàng tồn kho	615	676.5	Tỷ trọng so DTT là 20.5%	676.5
Tổng TSLĐ	1000	1100		1100
TSCĐ ròng	1000	1100	Tỷ trọng so DTT là 33.33%	1100
Tổng TS	2000	2200		2200
Nợ và vốn chủ sở hữu				
Phải trả người bán	60	66	Tỷ trọng so DTT là 2%	66
Vay ngắn hạn	110	110	<b>Bổ sung nguồn tài trợ 11</b>	121.00
Phải trả khác	140	154	Tỷ trọng so DTT là 4.67%	154
Tổng nợ ngắn hạn	310	330		341
Nợ dài hạn	750	750	<b>Bổ sung nguồn tài trợ 75</b>	825.00
Tổng nợ	1060	1080		1166.00
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	Chuyển sang	0
Vốn góp của cổ đông thường	130	130	<b>Bổ sung nguồn tài trợ 23.86</b>	153.86
LN giữ lại	810	880.1	Cộng tích lũy 70.1 (ở bước 2)	880.1
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1		1034.00
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1		2200.0
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86		0.0
<b>AFN tích lũy</b>		109.86		109.86

## **Bước 5. Điều chỉnh ảnh hưởng của nguồn tài trợ**

Đến bước 4, các bảng dự báo báo cáo tài chính đã hoàn tất nhưng chúng vẫn chưa phản ánh các khoản chi phí trả lãi và cổ tức chi trả cho nguồn vốn huy động thêm.

Các chi phí này được gọi là các khoản điều chỉnh, sẽ làm giảm thu nhập ròng và lợi nhuận giữ lại thể hiện trên báo cáo tài chính dự báo.

- Điều chỉnh ảnh hưởng của lãi vay
- Điều chỉnh ảnh hưởng cổ tức
- Điều chỉnh lợi nhuận giữ lại

## **Bước 5. Điều chỉnh ảnh hưởng của nguồn tài trợ**

Giả định với cơ cấu vốn mục tiêu, khi huy động các nguồn vốn bổ sung, công ty Sunny phải trả lợi tức tăng thêm

Cho biết lãi suất vay ngắn hạn 8%/năm, lãi suất vay dài hạn 10%/năm

Giá cổ phiếu của công ty trên thị trường vào khoảng 20 nghìn đồng/cp, cổ phiếu phát hành mới cũng dự kiến bán ở mức giá này

Cổ tức trên mỗi cổ phần dự kiến năm N+1 là 1.25 nghìn đồng/cp

## BƯỚC 5. Điều chỉnh ảnh hưởng của nguồn tài trợ

Các nguồn tài trợ AFN	Tỷ trọng	Số tiền (Tỷ đồng)	Lãi suất	Trả lợi tức (Tỷ đồng)
Nợ ngắn hạn	10.01%	11.00		
Nợ dài hạn	68.27%	75.00		
Tổng nợ	78.28%	86.00		
Vốn góp cổ phần thường	21.72%	23.86		
Cộng	100%	109.86		

Giá cổ phiếu của công ty trên thị trường vào khoảng 20 nghìn đồng/cp, cổ phiếu phát hành mới cũng dự kiến bán ở mức giá này. Theo nguồn tài trợ AFN, công ty cần 23.86 tỷ đồng từ vốn góp cổ phần thường, do đó, sẽ phải bán một số lượng cổ phần  $23.86/20=1.19$  triệu cp.

Nếu cổ tức trên mỗi cổ phần dự kiến là 1.25 nghìn đồng thì trong năm N+1, cổ tức công ty sẽ chi trả dự kiến tăng thêm  $1.25*1.19=1.49$  tỷ đồng.

## BƯỚC 5. Điều chỉnh ảnh hưởng của nguồn tài trợ

Các nguồn tài trợ AFN	Tỷ trọng	Số tiền (Tỷ đồng)	Lãi suất	Trả lợi tức (Tỷ đồng)
Nợ ngắn hạn	10.01%	11.00	8%	0.88
Nợ dài hạn	68.27%	75.00	10%	7.5
Tổng nợ	78.28%	86.00		8.38
Vốn góp cổ phần thường	21.72%	23.86	1.19 triệu cp	1.49
Cộng	100%	109.86		

Giá cổ phiếu của công ty trên thị trường vào khoảng 20 nghìn đồng/cp, cổ phiếu phát hành mới cũng dự kiến bán ở mức giá này. Theo nguồn tài trợ AFN, công ty cần 23.86 tỷ đồng từ vốn góp cổ phần thường, do đó, sẽ phải bán một số lượng cổ phần  $23.86/20=1.19$  triệu cp.

Nếu cổ tức trên mỗi cổ phần dự kiến là 1.25 nghìn đồng thì trong năm N+1, cổ tức công ty sẽ chi trả dự kiến tăng thêm  $1.25*1.19=1.49$  tỷ đồng.



**BƯỚC 5. Điều chỉnh ảnh hưởng của nguồn tài trợ**

**Bảng báo cáo kết quả kinh doanh (thử lần 2)**

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 2)		
Doanh thu	3000	3300		
Chi phí hoạt động bằng tiền	2616.2	2877.82		
Khấu hao	100	110		
Tổng chi phí hoạt động	2716.2	2987.82		
EBIT	283.8	312.18		
Trừ lãi vay	88	88	Cộng thêm 8.38	
EBT	195.8	224.18		
Thuế (40%)	78.32	89.672		
NI trước cổ tức ưu đãi	117.48	134.51		
Cổ tức ưu đãi	0	0.00		
NI chi cổ đông thường	117.48	134.51		
Cổ tức	59.6	64.4	Cộng thêm 1.49	
LN giữ lại	57.88	70.1		

## Bảng báo cáo kết quả kinh doanh (thử lần 2)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 2)		
Doanh thu	3000	3300		3300
Chi phí trừ khấu hao	2616.2	2877.82		2877.82
Khấu hao	100	110		110
Tổng chi phí hoạt động	2716.2	2987.82		2987.82
EBIT	283.8	312.18		312.18
Trừ lãi vay	88	88	Cộng thêm 8.38	<b>96.38</b>
EBT	195.8	224.18		215.80
Thuế (40%)	78.32	89.672		86.32
NI trước cổ tức ưu đãi	117.48	134.51		129.48
Cổ tức ưu đãi	0	0.00		0.00
NI chi cổ đông thường	117.48	134.51		129.48
Cổ tức	59.6	64.4	Cộng thêm 1.49	<b>65.86</b>
LN giữ lại	57.88	70.1		63.6

Việc điều chỉnh lãi vay sẽ làm thay đổi chi phí thuế thu nhập công ty (từ 89.672 xuống còn 86.32).

Việc điều chỉnh cổ tức sẽ làm thay đổi lợi nhuận giữ lại (từ 70.1 xuống còn 63.6, mức giảm 6.52) và thay đổi khoản mục lợi nhuận giữ lại trên bảng cân đối tài sản của công ty.

Bảng cân đối tài sản (thử lần 3)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 3)		
Tiền	10	11	11	
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	
Khoản phải thu	375	412.5	412.5	
Hàng tồn kho	615	676.5	676.5	
Tổng TSLĐ	1000	1100	1100	
TSCĐ ròng	1000	1100	1100	
Tổng TS	2000	2200	2200	
Phải trả người bán	60	66	66	
Vay ngắn hạn	110	110	121.00	
Phải trả khác	140	154	154	
Tổng nợ ngắn hạn	310	330	341	
Nợ dài hạn	750	750	825.00	
Tổng nợ	1060	1080	1166.00	
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	
Vốn góp của cổ đông thường	130	130	153.86	
LN giữ lại	810	880.1	880.1	<b>Giảm 6.52</b>
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1	1034.00	
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1	2200.0	
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86	0	
<b>AFN tích lũy</b>		109.86	109.86	

**Bảng cân đối tài sản (thử lần 3)**

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 3)		
Tiền	10	11	11	11
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Khoản phải thu	375	412.5	412.5	412.5
Hàng tồn kho	615	676.5	676.5	676.5
Tổng TSLĐ	1000	1100	1100	1100
TSCĐ ròng	1000	1100	1100	1100
Tổng TS	2000	2200	2200	2200
Phải trả người bán	60	66	66	66
Vay ngắn hạn	110	110	121.00	121
Phải trả khác	140	154	154	154
Tổng nợ ngắn hạn	310	330	341	341
Nợ dài hạn	750	750	825.00	825
Tổng nợ	1060	1080	1166.00	1166
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn góp của cổ đông thường	130	130	153.86	153.86
LN giữ lại	810	880.1	880.1	Giảm 6.52 <b>873.6</b>
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1	1034.00	1027.5
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1	2200.0	2193.5
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86	0	6.52
<b>AFN tích lũy</b>		109.86	109.86	<b>116.38</b>

Như vậy, vốn cần bổ sung thêm 6.52 tỷ đồng  
 Công ty vẫn áp dụng nguyên tắc kế hoạch tài trợ theo cơ cấu vốn mục tiêu ban đầu

Các nguồn tài trợ AFN	Tỷ trọng	Số tiền (Tỷ đồng)	Lãi suất	Trả lợi tức
Nợ ngắn hạn	10.01%	0.65		
Nợ dài hạn	68.25%	4.45		
Tổng nợ	78.26%	5.10		
Vốn góp cổ phần thường	21.74%	1.42		
Cộng	100%	6.52		

Giá cổ phiếu của công ty trên thị trường vào khoảng 20 nghìn đồng/cp, cổ phiếu phát hành mới cũng dự kiến bán ở mức giá này.

Theo nguồn tài trợ AFN, công ty cần 1.42 tỷ đồng từ vốn góp CP thường, do đó, sẽ phải bán một số lượng cổ phần  $1.42/20=0.07$  triệu cp.

Nếu cổ tức trên mỗi cổ phần dự kiến là 1.25 nghìn đồng thì trong năm N+1, cổ tức công ty sẽ chi trả dự kiến tăng thêm  $1.25*0.07=0.09$  tỷ đồng

Như vậy, vốn cần bổ sung thêm 6.52 tỷ đồng  
 Công ty vẫn áp dụng nguyên tắc kế hoạch tài trợ theo cơ cấu vốn mục tiêu ban đầu

Các nguồn tài trợ AFN	Tỷ trọng	Số tiền (Tỷ đồng)	Lãi suất	Trả lợi tức
Nợ ngắn hạn	10.01%	0.65	8%	0.07
Nợ dài hạn	68.25%	4.45	10%	0.45
Tổng nợ	78.26%	5.10		0.51
Vốn góp cổ phần thường	21.74%	1.42	0.07 triệu cp	0.09
Cộng	100%	6.52		

Giá cổ phiếu của công ty trên thị trường vào khoảng 20 nghìn đồng/cp, cổ phiếu phát hành mới cũng dự kiến bán ở mức giá này.

Theo nguồn tài trợ AFN, công ty cần 1.42 tỷ đồng từ vốn góp CP thường, do đó, sẽ phải bán một số lượng cổ phần  $1.42/20=0.07$  triệu cp.

Nếu cổ tức trên mỗi cổ phần dự kiến là 1.25 nghìn đồng thì trong năm N+1, cổ tức công ty sẽ chi trả dự kiến tăng thêm  $1.25*0.07=0.09$  tỷ đồng.

Bảng cân đối tài sản (thử lần 4)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 4)			
Tiền	10	11	11	11	
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	
Khoản phải thu	375	412.5	412.5	412.5	
Hàng tồn kho	615	676.5	676.5	676.5	
Tổng TSLĐ	1000	1100	1100	1100	
TSCĐ ròng	1000	1100	1100	1100	
Tổng TS	2000	2200	2200	2200	
Phải trả người bán	60	66	66	66	
Vay ngắn hạn	110	110	121.00	121	
Phải trả khác	140	154	154	154	
Tổng nợ ngắn hạn	310	330	341	341	
Nợ dài hạn	750	750	825.00	825	
Tổng nợ	1060	1080	1166.00	1166	
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0	
Vốn góp của cổ đông thường	130	130	153.86	153.86	
LN giữ lại	810	880.1	880.1	873.6	
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1	1034.00	1027.5	
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1	2200.0	2193.5	
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86	0	6.5	
AFN tích lũy		109.86	109.86	116.38	

Bảng cân đối tài sản (thử lần 4)

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 4)			
Tiền	10	11	11	11	11
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Khoản phải thu	375	412.5	412.5	412.5	412.5
Hàng tồn kho	615	676.5	676.5	676.5	676.5
Tổng TSLĐ	1000	1100	1100	1100	1100
TSCĐ ròng	1000	1100	1100	1100	1100
Tổng TS	2000	2200	2200	2200	2200
Phải trả người bán	60	66	66	66	66
Vay ngắn hạn	110	110	121.00	121	121.65
Phải trả khác	140	154	154	154	154
Tổng nợ ngắn hạn	310	330	341	341	341.65
Nợ dài hạn	750	750	825.00	825	829.45
Tổng nợ	1060	1080	1166.00	1166	1171.10
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0	0
Vốn góp của cổ đông thường	130	130	153.86	153.86	155.31
LN giữ lại	810	880.1	880.1	873.6	873.6
Tổng vốn cổ phần thường	940	1010.1	1034.00	1027.5	1028.9
Tổng nguồn vốn	2000	2090.1	2200.0	2193.5	2200.0
Vốn cần bổ sung (AFN)		109.86	0	6.5	0
<b>AFN tích lũy</b>		109.86	109.86	116.38	<b>116.38</b>



**Bảng báo cáo kết quả kinh doanh (thử lần 3)**

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 3)		
Doanh thu	3000	3300	3300	
Chi phí hoạt động bằng tiền	2616.2	2877.82	2877.82	
Khấu hao	100	110	110	
Tổng chi phí hoạt động	2716.2	2987.82	2987.82	
EBIT	283.8	312.18	312.18	
Trừ lãi vay	88	88	96.38	
EBT	195.8	224.18	215.80	
Thuế (40%)	78.32	89.672	86.32	
NI trước cổ tức ưu đãi	117.48	134.51	129.48	
Cổ tức ưu đãi	0	0.00	0.00	
NI chi cổ đông thường	117.48	134.51	129.48	
Cổ tức	59.6	64.4	65.86	
LN giữ lại	57.88	70.1	63.6	

**Bảng báo cáo kết quả kinh doanh (thử lần 3)**

(Tỷ đồng)	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 3)		
Doanh thu	3000	3300	3300	3300
Chi phí HĐ bằng tiền	2616.2	2877.82	2877.82	2877.82
Khấu hao	100	110	110	110
Tổng chi phí hoạt động	2716.2	2987.82	2987.82	2987.82
EBIT	283.8	312.18	312.18	312.18
Trừ lãi vay	88	88	96.38	96.89
EBT	195.8	224.18	215.80	215.29
Thuế (40%)	78.32	89.672	86.32	86.12
NI trước CỔ tức Ưu đãi	117.48	134.51	129.48	129.17
CỔ tức Ưu đãi	0	0.00	0.00	0
NI chi CỔ đông thường	117.48	134.51	129.48	129.17
CỔ tức	59.6	64.4	65.86	65.95
LN giữ lại	57.88	70.1	63.6	63.2

## Nhận xét

Qua 5 bước lập dự báo các báo cáo tài chính năm N+1 của công ty Sunny, ta xác định được vốn cần bổ sung thêm AFN là 116.38 tỷ đồng, trong đó

- 109.86 tỷ đồng tài trợ cho đầu tư tài sản để hỗ trợ cho kế hoạch tăng doanh thu thêm 10%,
- 6.52 tỷ đồng bù đắp việc điều chỉnh lợi nhuận giữ lại.

Phần vốn này cũng có thể được xác định theo công thức sau

Nhu cầu tài  
trợ bổ sung  
AFN

=

Nhu cầu vốn  
cho gia tăng  
tài sản  
 $(A^*/S_0)\Delta S$

-

Gia tăng các  
nghĩa vụ nợ phải  
trả tương ứng  
 $(L/S_0)\Delta S$

-

Gia tăng lợi  
nhuận giữ  
lại  
 $MS_1(1 - d)$

$S_1 - S_0$	
$A^*/S_0$	
$L/S_0$	
M	
$S_1$	
$(1 - d)$	
$(A^*/S_0) (S_1 - S_0)$	
$(L/S_0) (S_1 - S_0)$	
$MS_1(1 - d)$	
AFN	

## Phương pháp AFN

(dự báo nhu cầu tài trợ bổ sung - Additional Financing Need)

$$AFN = (A^*/S_0)\Delta S - (L/S_0)\Delta S - M S_1 (1 - d)$$

Giả định

- Các tài sản, phải trả và nghĩa vụ dồn tích (nợ ngắn hạn không phải trả lãi) đều thay đổi tỷ lệ với doanh thu
- Tỷ suất lợi nhuận năm kế hoạch (dự báo) và tỷ lệ trả cổ tức là không đổi

Nhu cầu tài trợ bổ sung AFN	=	Nhu cầu vốn cho gia tăng tài sản $(A^*/S_0)\Delta S$	-	Gia tăng các nghĩa vụ nợ phải trả tương ứng $(L/S_0)\Delta S$	-	Gia tăng lợi nhuận giữ lại $MS_1(1 - d)$
--------------------------------	---	---	---	--	---	---

## Trong đó

- $A^*$  = Tài sản gia tăng khi tăng doanh thu, nghĩa là tài sản có quan hệ mật thiết với doanh thu và gia tăng khi doanh thu gia tăng
- Khi TSCĐ được sử dụng hết công suất vào hoạt động SXKD thì  $A^* = A$
- $S_0$  = Doanh thu năm báo cáo
- $\Delta S$  = Chênh lệch doanh thu (mức thay đổi doanh thu  $S_0 - S_1$ )
- $S_1$  = Doanh thu dự báo (doanh thu năm kế hoạch)
- $L$  = Nợ phải trả gia tăng tương ứng doanh thu, nợ “tự động” (spontaneous) không phải trả lãi (Phải trả người bán, phải trả công nhân viên, phải trả nội bộ, thuế và các khoản phải nộp nhà nước, phải trả khác)
- $M$  = Tỷ suất lợi nhuận ròng cho cổ đông thường
- $d$  = Tỷ lệ chi trả cổ tức (hoặc  $d = 100\%$  - tỷ lệ lợi nhuận giữ lại)

## Lưu ý các yếu tố ảnh hưởng đến nguồn vốn cần huy động thêm

- Sự tăng trưởng doanh thu ( $\Delta S$ ): Các công ty tăng trưởng nhanh đòi hỏi gia tăng tài sản nhiều hơn khi các yếu tố khác không đổi
- Tỷ lệ thâm dụng vốn ( $A^*/S_0$ ): Các công ty có tỷ lệ này cao thì lượng tài sản cần thêm càng nhiều cho mỗi đồng doanh thu tăng lên, do vậy, cần nhiều tài trợ từ bên ngoài hơn.

Ngành điện với các nhà máy và hệ thống phân phối đắt tiền, là ngành thâm dụng vốn, trong khi đó, các cửa hàng thực phẩm có vòng quay hàng tồn kho cao do sử dụng ít tài sản so với doanh

Nhu cầu tài trợ bổ sung AFN	=	Nhu cầu vốn cho gia tăng tài sản $(A^*/S_0)\Delta S$	-	Gia tăng các nghĩa vụ nợ phải trả tương ứng $(L/S_0)\Delta S$	-	Gia tăng lợi nhuận giữ lại $MS_1(1 - d)$
--------------------------------	---	---	---	--	---	---

## Lưu ý các yếu tố ảnh hưởng đến nguồn vốn cần huy động thêm

- Tỷ lệ nợ “tự động” so với doanh thu ( $L/S_0$ ): Các công ty có nguồn tài trợ tăng thêm theo doanh thu từ khoản phải trả người bán và phải trả khác thì sẽ cần ít nguồn tài trợ từ bên ngoài hơn, do đó, công ty nên tận dụng hết việc mua chịu nhà cung cấp và các khoản phải trả khác
- Tỷ lệ lãi ròng (tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu -  $M$ ): Tỷ lệ này càng cao thì lợi nhuận ròng để tài trợ cho tài sản tăng thêm càng nhiều, do vậy cũng sẽ cần ít nguồn tài trợ từ bên ngoài
- Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại ( $= 1 - \text{Tỷ lệ trả cổ tức}$ ): Công ty có tỷ lệ lợi nhuận giữ lại cao hơn tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ cần ít nguồn tài trợ từ bên ngoài

Nhu cầu tài trợ bổ sung $AFN$	=	Nhu cầu vốn cho gia tăng tài sản $(A^*/S_0)\Delta S$	-	Gia tăng các nghĩa vụ nợ phải trả tương ứng $(L/S_0)\Delta S$	-	Gia tăng lợi nhuận giữ lại $MS_1(1 - d)$
----------------------------------	---	---	---	--	---	---



## **Lưu ý các yếu tố ảnh hưởng đến nguồn vốn cần huy động thêm**

Khi thay đổi mức tăng trưởng của doanh thu hay thay đổi bất kỳ một trong các yếu tố trên cũng sẽ làm thay đổi kết quả tính toán AFN, có thể dẫn tới tình huống AFN tiến về 0 khi hạ thấp dần mức tăng trưởng doanh thu và AFN có thể là số âm, i.e. nguồn vốn dư thừa và công ty có thể dùng để đầu tư.

Công thức tính AFN giả định rằng các tỷ số tài chính chủ yếu của công ty là không đổi, điều này không thực tế. Do đó, khi tiến hành dự báo các báo cáo tài chính, sau khi giả định hầu hết các tài sản và khoản nợ tăng cùng với tỷ lệ tăng trưởng doanh thu, ta tiến hành điều chỉnh các giả định để dự báo phản ánh sát thực với các điều kiện trong tương lai, dự báo các báo cáo tài chính đòi hỏi phải thực hiện nhiều lần, rồi so sánh kết quả dự báo với kết quả mục tiêu được đề ra trong kế hoạch chiến lược của công ty. Nếu kết quả dự báo lệch với kết quả mục tiêu, thì mục tiêu nên thay đổi hoặc phải điều chỉnh kế hoạch để nhằm đạt được mục tiêu đã định.

Nhu cầu tài  
trợ bổ sung  
AFN

=

Nhu cầu vốn  
cho gia tăng  
tài sản  
 $(A^*/S_0)\Delta S$

-

Gia tăng các  
nghĩa vụ nợ phải  
trả tương ứng  
 $(L/S_0)\Delta S$

-

Gia tăng lợi  
nhuận giữ  
lại  
 $MS_1(1 - d)$

$S_1 - S_0$	300
$A^*/S_0$	0.667
$L/S_0$	0.067
M	0.039
$S_1$	3300
$(1 - d)$	0.493
$(A^*/S_0) (S_1 - S_0)$	200
$(L/S_0) (S_1 - S_0)$	20
$MS_1(1 - d)$	63.668
AFN	116.332

## Bước 6. Phân tích kết quả dự báo các báo cáo tài chính nhằm đề ra phương hướng cải thiện vị thế tài chính công ty

- Yêu cầu tính toán các chỉ số tài chính, phân tích và nhận xét so với trung bình ngành, từ đó đề ra phương hướng và tiếp tục điều chỉnh dự báo các báo cáo tài chính cải thiện vị thế tài chính của công ty Sunny
- Tính toán FCF của công ty năm N+1

	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 4)	Trung bình ngành	Nhận xét so với TB ngành
Tỷ lệ thanh toán hiện hành	3.226		4.200	
Vòng quay hàng tồn kho	4.417		9.00	
Kỳ thu tiền bình quân	45.63		36.00	
Tổng vòng quay tài sản	1.500		1.800	
Hệ số nợ	53.00%		40.00%	
Tài sản/Vốn chủ sở hữu	2.128		1.67	
Khả năng trả lãi vay TIE	3.225		6.00	
Chi phí hoạt động/DT	90.54%		87.00%	
Tỷ lệ lãi ròng	3.92%		5.00%	
ROA	5.87%		9.00%	
ROE	12.50%		15.03%	
Dòng tiền tự do FCF (tỷ đồng)				

## Bước 6. Phân tích kết quả dự báo các báo cáo tài chính nhằm đề ra phương hướng cải thiện vị thế tài chính công ty

- Yêu cầu tính toán các chỉ số tài chính, phân tích và nhận xét so với trung bình ngành, từ đó đề ra phương hướng và tiếp tục điều chỉnh dự báo các báo cáo tài chính cải thiện vị thế tài chính của công ty Sunny
- Tính toán FCF của công ty năm N+1

	Năm N	Năm N+1 (Thử lần 4)	Trung bình ngành	Nhận xét so với TB ngành
Tỷ lệ thanh toán hiện hành	3.226	3.220	4.200	Thấp
Vòng quay hàng tồn kho	4.417	4.417	9.00	Thấp hơn 1/2
Kỳ thu tiền bình quân	45.63	45.625	36.00	Quá cao
Tổng vòng quay tài sản	1.500	1.500	1.800	Thấp
Hệ số nợ	53.00%	53.23%	40.00%	Cao
Tài sản/Vốn chủ sở hữu	2.128	2.138	1.67	Cao
Khả năng trả lãi vay TIE	3.225	3.222	6.00	Thấp
Chi phí hoạt động/DT	90.54%	90.54%	87.00%	Cao
Tỷ lệ lãi ròng	3.92%	3.92%	5.00%	Thấp
ROA	5.87%	5.89%	9.00%	Thấp
ROE	11.63%	12.58%	15.03%	Thấp
Dòng tiền tự do FCF (tỷ đồng)		7.308		

## **Bước 6. Phân tích kết quả dự báo các báo cáo tài chính nhằm đề ra phương hướng cải thiện vị thế tài chính công ty**

Mặc dù có dòng tiền tự do dự kiến năm N+1 ở lần thử thứ 4 là 7.308 tỷ đồng, nhưng đánh giá chung về các tỷ số tài chính của công ty so với trung bình ngành, ta thấy công ty hoạt động kém hiệu quả, cụ thể như sau

- Tỷ lệ thanh toán hiện hành thấp so với trung bình ngành
- Vòng quay hàng tồn kho chưa bằng một nửa trung bình ngành, nghĩa là công ty đã tồn kho nhiều gấp đôi mức cần thiết của một công ty trung bình trong ngành để đạt được mục tiêu về doanh thu.
- Kỳ thu tiền bình quân của công ty cao hơn mức trung bình ngành, chứng tỏ công ty đầu tư quá mức vào khoản phải thu.

- Do đầu tư vào hàng tồn kho và khoản phải thu quá nhiều, dẫn tới vốn của công ty bị chôn chặt trong hàng tồn kho và khoản phải thu cao, do đó, tổn kém chi phí, dẫn tới tỷ lệ chi phí hoạt động so với doanh thu sẽ cao, làm giảm lợi nhuận và tỷ lệ lãi ròng, từ đó, làm giảm ROE.
- Áp dụng công thức phân tích Dupont đối với ROE, nhận thấy ROE thấp do tỷ lệ lãi ròng thấp, tổng vòng quay tài sản thấp hơn mức trung bình, tuy nhiên số nhân vốn chủ sở hữu (tài sản/vốn chủ sở hữu) lại cao hơn ngành nên so với năm N, sau lần thử thứ 4 dự báo cho năm N+1, ROE có tăng lên một chút, tuy nhiên, vẫn còn khá thấp so trung bình ngành.
- Hệ số nợ vay cao, làm tăng chi phí lãi vay nhưng TIE của công ty lại quá thấp, câu hỏi đặt ra là liệu những người cho vay có cho công ty vay không, và nếu cho vay, lãi suất cho vay sẽ là bao nhiêu. Điều chắc chắn rằng, với việc gia tăng nợ vay, rủi ro tài chính đối với công ty sẽ cao và do đó, chi phí lãi vay sẽ có xu hướng tăng.

Công ty sẽ triển khai kế hoạch hoạt động để cải thiện vị thế tài chính trong năm N+1 và các kết quả của kế hoạch dự kiến sẽ được trình bày ở mục điều chỉnh khi tiến hành dự báo tiếp tục cho tới khi đạt tới mức tương ứng chấp nhận được so với trung bình ngành.

Đề xuất kế hoạch dự kiến như sau

- Tăng vòng quay hàng tồn kho
- Giảm kỳ thu tiền bình quân
- Giảm tỷ lệ chi phí hoạt động so doanh thu

Mục tiêu

- Gia tăng lợi nhuận ròng
- Gia tăng FCF, từ đó dùng FCF để làm tăng tài khoản tiền, giảm nợ vay dài hạn, tài trợ cho các tài sản cần thêm cho sự tăng trưởng của doanh thu.
- Gia tăng ROE lên tương ứng so với trung bình ngành, từ đó làm cải thiện giá cổ phiếu của công ty.