

































































































































các doanh nghiệp, giữa chi phí và mức sinh lời của dự án để ra quyết định tài chính.

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

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

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

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

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

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

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

*\*Nhóm nhân tố khách quan:*

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

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

*\* Nhóm nhân tố chủ quan*

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

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

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

### ***1.3. Chi phí sử dụng vốn của từng nguồn vốn***

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

#### ***a) Chi phí sử dụng vốn vay***

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

*\* Chi phí sử dụng vốn vay trước thuế*

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

Gọi  $D$  là vốn vay

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

Thì:

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

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

*\*Chi phí sử dụng vốn vay sau thuế*

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

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

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

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

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

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

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

$e$  là tỷ lệ chi phí phát hành

$d$  là cổ tức một cổ phiếu ưu đãi.

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

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

### ***c) Chi phí sử dụng lợi nhuận để lại***

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

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

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

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

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

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

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

+ Phương pháp theo mô hình tăng trưởng cổ tức.

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

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

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

Trong đó:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$$r_e = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

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

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

$r_m$ : Tỷ suất sinh lời kỳ vọng thị trường.

$\beta_i$ : Hệ số rủi ro của cổ phần công ty i

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

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

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

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

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

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

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

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

Ví dụ, công ty cổ phần X vừa phát hành 1 loại trái phiếu có lãi suất cố định 9%/năm, mỗi năm trả lãi 1 lần ở cuối mỗi năm, thời hạn là 5 năm. Mức bù rủi ro tăng thêm được xác định là 4%. Vậy, chi phí sử dụng lợi nhuận để lại sẽ là:  $r_e = 9\% + 4\% = 13\%$

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

$r_s$  là chi phí sử dụng vốn cổ phần thường mới

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

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

$k$  là tỷ lệ lợi nhuận tái đầu tư.

$ROE_0$ : Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu kỳ trước

$$g = ROE_0 \times k$$

#### **1.4. Chi phí sử dụng vốn bình quân**

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

Gọi WACC là chi phí sử dụng vốn bình quân

$w_i$  là tỷ trọng nguồn vốn  $i$  ( $i = 1-n$ )

$r_i$  là chi phí sử dụng nguồn vốn  $i$

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

#### **1.5. Chi phí cận biên về sử dụng vốn**

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

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

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

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

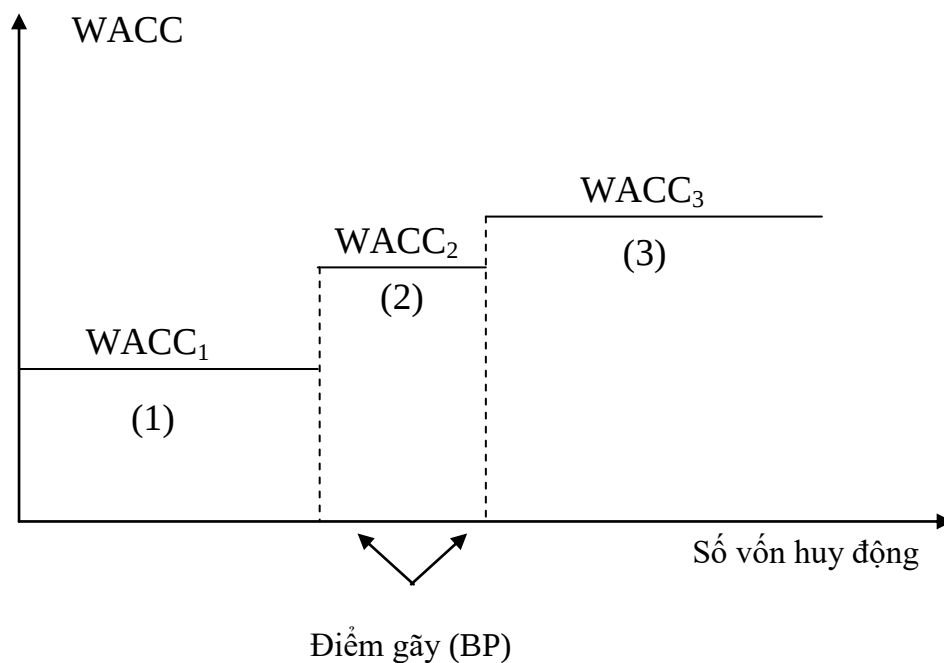
Mỗi doanh nghiệp đều lựa chọn một cơ cấu nguồn vốn phù hợp với đặc điểm sản xuất, sản phẩm, mức độ mạo hiểm... Một cơ cấu nguồn vốn như vậy gọi là cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu là một cơ cấu đem lại

sự an toàn về mặt tài chính và có chi phí sử dụng vốn thấp nhất. Nhưng trong thực tế khi có nhu cầu đầu tư mới, do nhu cầu vốn đầu tư tăng lên chi phí sử dụng các nguồn vốn cũng có thể thay đổi, do đó chi phí sử dụng vốn bình quân cũng thay đổi. Thông thường bắt đầu doanh nghiệp sẽ tìm kiếm những nguồn vốn có chi phí sử dụng thấp nhất, sau đó mới tới những nguồn vốn chi phí sử dụng cao hơn. Chính vì vậy, khi doanh nghiệp huy động thêm những đồng vốn mới, chi phí của mỗi đồng vốn tại một thời điểm nào đó sẽ tăng lên.

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

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

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



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

## **IX. HỆ THỐNG ĐÒN BẨY TRONG DOANH NGHIỆP**

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

### ***1. Đòn bẩy kinh doanh và rủi ro kinh doanh***

#### ***a) Đòn bẩy kinh doanh***

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

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

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

#### ***b) Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh***

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

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

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

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

v: Chi phí biến đổi tính cho 1 sản phẩm

g: Giá bán một sản phẩm

Q: Số lượng sản phẩm tiêu thụ

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

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

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

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

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

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

### c. Điểm cân bằng EBIT

Khi nghiên cứu về sử dụng đòn bẩy kinh doanh giữa các phương án đầu tư khác nhau, người ta thường xem xét và xác định với lượng sản phẩm cần sản

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

#### *d) Rủi ro kinh doanh*

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

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

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

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

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

## **2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính**

### *a) Đòn bẩy tài chính*

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

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

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

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

D là vốn vay nợ

E là vốn chủ sở hữu

BEP là Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản

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

EBIT: Lợi nhuận trước lãi vay và thuế

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

$r_d$  là lãi suất vay

t là thuế suất thuế TNDN

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

Vậy:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nếu ta gọi I là lãi vay phải trả

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

Xem xét đòn bẩy tài chính có thể rút ra:

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

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

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

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

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

#### *c) Điểm cân bằng ROE (EPS)*

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

#### *d) Rủi ro tài chính*

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

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

Việc sử dụng vốn vay tạo ra khả năng cho doanh nghiệp tăng được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu nhưng cũng làm cho tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu có thể có mức độ dao động lớn hơn. Khi tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) mà doanh nghiệp tạo ra lớn hơn chi phí sử dụng vốn vay sẽ làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu, nhưng nếu tỷ suất sinh lời của tài sản thấp hơn chi phí sử dụng vốn vay thì càng làm giảm sút nhanh hơn tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Mặt khác, doanh nghiệp sử dụng vốn vay làm nảy sinh nghĩa vụ tài chính phải thanh toán lãi vay cho các chủ nợ bất kể doanh nghiệp đạt được mức độ lợi nhuận trước lãi vay và thuế là bao nhiêu, đồng thời doanh nghiệp phải có

nghĩa vụ hoàn trả vốn gốc cho các chủ nợ đúng hạn. Doanh nghiệp càng sử dụng nhiều vốn vay thì nguy cơ mất khả năng thanh toán càng lớn. Như vậy, việc sử dụng vốn vay đã ẩn chứa rủi ro tài chính mà doanh nghiệp có thể gặp phải trong quá trình kinh doanh.

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

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

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

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

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

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

Có thể nhận thấy: ở mỗi mức doanh thu hay sản lượng tiêu thụ khác nhau thì mức độ tác động của đòn bẩy tổng hợp cũng có sự khác nhau. Mức độ tác

động của đòn bẩy tổng hợp cũng là một thước đo cho phép đánh giá mức độ rủi ro tổng thể của doanh nghiệp bao hàm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

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

## **X. QUẢN TRỊ VỐN KINH DOANH TRONG DOANH NGHIỆP**

### **1. Vốn kinh doanh của doanh nghiệp**

#### ***1.1. Tài sản của doanh nghiệp***

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

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

#### ***1.2. Vốn kinh doanh của doanh nghiệp***

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

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

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

### **2. Quản trị vốn cố định**

#### ***2.1. Tài sản cố định và vốn cố định***

### *a) Khái niệm và đặc điểm TSCĐ*

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

- *Tiêu chuẩn nhận biết TSCĐ:*

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

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

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

- *Đặc điểm của TSCĐ:*

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

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

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

### *b) Vốn cố định và đặc điểm*

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

- *Đặc điểm:*

- VCD tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất

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

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

## **2.2. Khấu hao tài sản cố định**

### *a) Khái niệm, mục đích:*

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

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

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

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

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

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

### *b) Các phương pháp khấu hao TSCĐ*

#### (1). Phương pháp khấu hao đường thẳng

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

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

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

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

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

#### (2). Phương pháp khấu hao giảm dần

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

- Có hai phương pháp xác định:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Trong đó: NG là nguyên giá TSCĐ

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

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

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

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

### 3. Phương pháp khấu hao sản lượng

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

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

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

NG

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

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

### **2.3. Quản trị vốn cố định trong doanh nghiệp**

#### **a) Khai thác và tạo lập VCD cho doanh nghiệp**

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

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

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

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

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

- Các nguyên nhân không bảo toàn vốn cố định:

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

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

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

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

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

+ Lựa chọn phương pháp khấu hao hợp lý

- + Nhượng bán, thanh lý kịp thời các TSCĐ không cần dùng
- + Thường xuyên sửa chữa, bảo dưỡng TSCĐ
- + Mua bảo hiểm, phòng ngừa rủi ro
- Các chỉ tiêu phản ánh tình hình quản trị sử dụng VCD của doanh nghiệp

Doanh thu thuần

Hiệu suất sử dụng VCD = \_\_\_\_\_

VCD bình quân trong kỳ

Lợi nhuận trước (sau) thuế

Tỷ suất lợi nhuận VCD = \_\_\_\_\_ x 100%

VCD bình quân trong kỳ

Doanh thu thuần

Hiệu suất sử dụng TSCĐ = \_\_\_\_\_

Nguyên giá TSCĐ bình quân

Khấu hao lũy kế

Hệ số hao mòn TSCĐ = \_\_\_\_\_

Nguyên giá TSCĐ

#### **4. Quản trị vốn lưu động trong doanh nghiệp**

##### **4.1. Vốn lưu động và đặc điểm của VLD**

- *Khái niệm*: VLD của doanh nghiệp là số tiền ứng trước về tài sản lưu động sản xuất và tài sản lưu động lưu thông nhằm đảm bảo cho quá trình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được tiến hành thường xuyên và liên tục.

- *Hình thức biểu hiện*: Vốn bằng tiền, nợ phải thu, hàng tồn kho, TSLĐ khác.

- *Đặc điểm*:

+ VLD luôn thay đổi hình thái biểu hiện trong quá trình sản xuất kinh doanh.

+ VLD chuyển dịch giá trị toàn bộ một lần vào giá trị sản phẩm

+ VLĐ hoàn thành một vòng tuần hoàn sau mỗi chu kỳ sản xuất kinh doanh.

- Các chỉ tiêu phản ánh tình hình quản trị sử dụng VLĐ

Tổng mức luân chuyển VLĐ (M)

+ Số lần chu chuyển VLĐ (L) =  $\frac{\text{Tổng mức luân chuyển VLĐ (M)}}{\text{VLĐ bình quân trong kỳ (VLĐbq)}}$

VLĐ bình quân trong kỳ (VLĐbq)

360

+ Kỳ chu chuyển VLĐ (K) =  $\frac{\text{Số lần chu chuyển VLĐ}}{\text{VLĐ bình quân trong kỳ}}$

Số lần chu chuyển VLĐ

VLĐ bình quân trong kỳ

+ Hàm lượng VLĐ =  $\frac{\text{Doanh thu thuần trong kỳ}}{\text{M1}}$

Doanh thu thuần trong kỳ

M1

+ Mức tiết kiệm VLĐ =  $\frac{\text{Lợi nhuận trước (sau) thuế}}{360} (K1 - K0)$

360

M1: Tổng mức luân chuyển VLĐ kỳ kế hoạch

K1: Kỳ luân chuyển VLĐ kỳ kế hoạch

K0: Kỳ luân chuyển VLĐ kỳ báo cáo

Lợi nhuận trước (sau) thuế

+ Tỷ suất lợi nhuận VLĐ =  $\frac{\text{Lợi nhuận trước (sau) thuế}}{\text{VLĐ bình quân}} \times 100\%$

VLĐ bình quân

## 4.2. Quản trị vốn tồn kho dự trữ

### 4.2.1. Tài sản tồn kho dự trữ và vốn tồn kho dự trữ

- Tài sản tồn kho dự trữ là những tài sản mà doanh nghiệp dự trữ để sản xuất hoặc để bán ra.

- Vốn tồn dự trữ là biểu hiện bằng tiền của tài sản tồn kho dự trữ.

Trong doanh nghiệp, tài sản tồn kho dự trữ có ba dạng:

- + Vật tư dự trữ sản xuất (nguyên nhiên, vật liệu...);
- + Sản phẩm dở dang, bán thành phẩm;
- + Thành phẩm chờ tiêu thụ.

- Lợi ích của dự trữ vốn tồn kho: Các doanh nghiệp phải duy trì ở một quy mô nhất định tồn kho dự trữ các loại vật tư hàng hoá là hết sức cần thiết để đảm bảo sự hoạt động liên tục của quá trình sản xuất kinh doanh, cũng như để ngăn ngừa những bất trắc có thể xảy ra trong quá trình cung cấp vật tư, sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.

- Bất lợi dự trữ vốn tồn kho: Phát sinh các chi phí bảo quản, cất trữ, hao hụt, mất mát, mất đi chi phí cơ hội của vốn...

#### *4.2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến mức vốn tồn kho dự trữ*

- Quy mô sản xuất và nhu cầu dự trữ nguyên vật liệu cho sản xuất của doanh nghiệp;

- Điều kiện về cung ứng nguyên vật liệu, khoản cách giữa nhà cung cấp với doanh nghiệp;

- Giá cả vật tư, hàng hoá, nguyên vật liệu;

- Độ dài của chu kỳ sản xuất sản phẩm;

- Đặc điểm, yêu cầu về kỹ thuật công nghệ chế tạo sản phẩm (liên tục hay rời rạc), số công đoạn trong quy trình công nghệ chế tạo sản phẩm...;

- Trình độ tổ chức quản lý sản xuất của doanh nghiệp;

- Sự phối hợp giữa khâu sản xuất và khâu tiêu thụ;

- Hợp đồng tiêu thụ sản phẩm giữa DN và khách hàng;

- Khả năng thâm nhập, mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm của DN.

#### *4.2.3. Nội dung quản trị vốn tồn kho dự trữ*

##### *a) Xác định lượng vốn tồn kho dự trữ tối ưu*

*Để xác định lượng vốn tồn kho dự trữ tối ưu, căn cứ vào đặc điểm tình hình của các nhà cung cấp và đặc điểm kinh doanh, DN sẽ áp dụng phương pháp xác định phù hợp, sau đây là 2 phương pháp điển hình:*

\* Phương pháp tổng chi phí tối thiểu:

-Việc thực hiện dự trữ tài sản tồn kho của doanh nghiệp sẽ làm phát sinh các chi phí có liên quan đó là:

+ Chi phí lưu kho: gồm chi phí bảo quản, bảo hiểm hàng tồn kho, giảm giá hàng tồn kho, chi phí về hàng biến chất, hao hụt, mất mát, chi phí cơ hội của vốn tồn kho dự trữ.

+ Chi phí hợp đồng: Gồm các chi phí quản lý, giao dịch, vận chuyển hàng hoá, nhằm tái cung cấp và giao nhận hàng hoá.

Mục tiêu của quản trị tồn kho dự trữ là phải xác định mức tồn kho dự trữ sao cho tổng chi phí dự trữ tồn kho trong năm phải đạt ở mức thấp nhất.

Nội dung phương pháp:

- Giả định việc tiêu thụ sản phẩm (bán hàng) diễn ra đều đặn, vì vậy việc cung cấp nguyên vật liệu cũng phải diễn ra đều đặn.

- Nếu gọi  $Q$  là khối lượng hàng mỗi lần cung cấp thì mức tồn kho dự trữ trung bình sẽ là:  $Q/2$

- Chi phí lưu kho xác định như sau:

$$F_1 = C_1 \times Q/2$$

Trong đó:  $F_1$  là tổng chi phí lưu kho

$C_1$  là chi phí lưu kho tính trên một đơn vị tồn kho

- Chi phí đặt hàng xác định như sau:

$$F_2 = C_2 \times Q_n/Q$$

Trong đó:  $F_2$  là tổng chi phí đặt hàng

$C_2$  là chi phí cho mỗi lần thực hiện đơn đặt hàng

$Q_n$  là nhu cầu vật tư (hàng hoá) cả năm.

- Tổng chi phí tồn kho dự trữ là:

$$F = F_1 + F_2 = [C_1 \times Q/2] + [C_2 \times Q_n/Q]$$

- Mục tiêu: Việc dự trữ tối ưu là phải nhằm tối thiểu hoá tổng chi phí tồn kho dự trữ của doanh nghiệp:

$$Q^2 = \frac{2C_2Q_n}{C_1} \rightarrow Q^* = \sqrt{2C_2Q_n/C_1}$$

$Q^*$  chính là số lượng vật tư, hàng hoá tối ưu mỗi lần cung cấp để có tổng chi phí dự trữ tồn kho tối thiểu

Số lần hợp đồng cung cấp vật tư tồn kho là:  $L_c = Q_n / Q^*$

Số ngày nhập kho cách nhau bình quân trong kỳ là:  $N_c = N / L_c$

\* Phương pháp tồn kho bằng không:

Nội dung phương pháp:

Theo phương pháp này, doanh nghiệp có thể giảm tối thiểu chi phí dự trữ tồn kho với điều kiện các nhà cung cấp giao các loại vật tư hàng hoá kịp thời (đúng thời hạn) cho doanh nghiệp, trên cơ sở đó tồn kho dự trữ cũng chỉ duy trì tới mức tối thiểu.

Phương pháp này giúp giảm thiểu chi phí dự trữ tồn kho do không phải duy trì tồn kho dự trữ trên cơ sở tổ chức tốt quan hệ với các nhà cung cấp. Tuy nhiên, phương pháp này lại làm tăng các chi phí tổ chức giao hàng đối với nhà cung cấp và chỉ áp dụng đối với điều kiện sản xuất - cung cấp vật tư theo kiểu liên tục.

*b) Lựa chọn nhà cung cấp và phương tiện vận chuyển hàng tồn kho phù hợp:* Nhà quản trị phải lựa chọn nhà cung ứng và phương tiện vận chuyển phù hợp đảm bảo yêu cầu về số lượng, chất lượng vật tư, hàng hoá

*c) Quản lý hàng tồn kho chặt chẽ, sử dụng hàng tồn kho có hiệu quả, bảo toàn vốn tồn kho:* Để sử dụng hàng tồn kho có hiệu quả và đem lại lợi ích lớn nhất cho doanh nghiệp thì doanh nghiệp cần xây dựng quy chế quản lý, sử dụng hàng tồn kho. Lựa chọn phương pháp hạch toán xác định giá trị hàng nhập kho, xuất kho; tuân thủ quy trình nhập xuất hàng tồn kho đảm bảo tính phù hợp và tiện lợi. Huy động tối đa hàng tồn kho vào sản xuất kinh doanh. Tổ chức tốt công tác giao nhận, quản lý hàng tồn kho tại bến bãi, trang bị đầy đủ phương tiện cân đo, thực hiện đúng chế độ bảo quản đối với từng loại vật tư, sản phẩm, hàng hóa để tránh mất mát hư hỏng, hao hụt, đảm bảo an toàn.

*d) Tăng cường kiểm tra giám sát quá trình hình thành, sử dụng hàng tồn kho:* Hoạt động kiểm tra giám sát nhằm mục đích bảo đảm số vốn hàng tồn kho đã ứng ra và sử dụng hàng tồn kho đúng mục đích, không để thất thoát và mất mát hàng tồn kho.

*e) Trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho:*

Hàng tồn kho, nếu giá trị thuần có thể thực hiện thấp hơn giá trị ghi sổ của hàng tồn kho thì doanh nghiệp trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Mức trích lập tùy theo khối lượng hàng tồn kho giảm giá và chênh lệch giữa giá trị thuần có thể thực hiện và giá trị ghi sổ. Khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho tính vào giá vốn hàng bán.

### **4.3. Quản trị nợ phải thu**

#### **4.3.1. Sự cần thiết và ý nghĩa quản trị nợ phải thu:**

- Trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, do nhiều nguyên nhân luôn tồn tại các khoản vốn trong thanh toán (các khoản phải thu, tạm ứng...). Trong số các khoản phải thu, khoản phải thu từ khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất, phát sinh thường xuyên và có tính chất chu kỳ.

- Sự tồn tại các khoản phải thu xuất phát từ các lý do chủ yếu sau:

+ Do doanh nghiệp thực hiện chính sách bán chịu để thu hút khách hàng, đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm, tăng khả năng cạnh tranh;

+ Do xu hướng của hình thức thanh toán không dùng tiền mặt.

- Điểm bất lợi:

+ Phát sinh các chi phí quản lý, thu hồi nợ, chi phí nhân viên quản lý;

+ Doanh nghiệp có thể gánh chịu rủi ro mất vốn do không thu hồi được nợ;

+ Kìm hãm tốc độ chu chuyển của VLĐ, ứ đọng vốn khâu lưu thông, làm thiếu vốn khâu sản xuất;

+ Doanh nghiệp bị phát sinh chi phí cơ hội của vốn.

Vì vậy, mỗi doanh nghiệp cần xây dựng chính sách bán chịu sản phẩm một cách hợp lý nhằm tạo ra những điều kiện đẩy mạnh tiêu thụ, tăng lợi nhuận của doanh nghiệp, hạn chế thấp nhất các thiệt hại và mức độ rủi ro mất vốn.

**4.3.2. Các nhân tố ảnh hưởng tới quy mô các khoản phải thu của DN gồm:**

+ Quy mô sản phẩm - hàng hoá bán chịu cho khách hàng;

+ Tính chất thời vụ của việc tiêu thụ sản phẩm trong các doanh nghiệp;

- + Mức giới hạn nợ của doanh nghiệp cho khách hàng;
- + Mức độ quan hệ và độ tín nhiệm của khách hàng với doanh nghiệp.

4.3.3. *Chính sách bán chịu (chính sách tín dụng thương mại)*: Khi xây dựng chính sách bán chịu, cần đánh giá kỹ ảnh hưởng của chính sách bán chịu tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy, mỗi chính sách bán chịu cần được đánh giá trên các tiêu thức sau:

- Dự kiến quy mô sản phẩm, hàng hoá, dịch vụ tiêu thụ: Doanh nghiệp phải ước tính được nếu bán chịu thì lượng sản phẩm, hàng hóa và dịch vụ tiêu thụ sẽ tăng lên thêm bao nhiêu so với trước đó. Đây là cơ sở để tính được số lợi nhuận sẽ tăng thêm do thực hiện chính sách bán chịu tạo ra.

- Giá bán sản phẩm, dịch vụ nếu bán chịu hoặc không bán chịu: Doanh nghiệp cần ước tính được mức giá bán sản phẩm, hàng hóa và dịch vụ có thay đổi so với không bán chịu hay không. Đây là cơ sở để tính được số lợi nhuận sẽ tăng thêm do thực hiện chính sách bán chịu tạo ra.

- Các chi phí phát sinh do việc tăng thêm các khoản nợ: Doanh nghiệp cần tính được các chi phí sẽ phát sinh từ việc bán chịu như chi phí theo dõi, đơn đốc, thu hồi công nợ, ngoài ra chi phí cơ hội của vốn và mức độ rủi ro không thu được nợ cũng phải được ước lượng để đảm bảo tính đầy đủ chi phí mà DN phải gánh chịu khi thực hiện chính sách bán chịu.

- Đánh giá mức chiết khấu (thanh toán) có thể chấp nhận: Doanh nghiệp phải ước lượng được lãi suất chiết khấu thanh toán cho khách hàng để đảm bảo hài hòa lợi ích cho cả DN và khách hàng. Khi tính mức lãi suất chiết khấu thì ngoài lãi suất của ngân hàng thì cũng cần tính thêm mức độ rủi ro do không thu được nợ.

- Xác định nợ phải thu trung bình và kỳ thu tiền trung bình: Cách xác định như sau:

$$\begin{aligned} \text{Kỳ thu tiền bình quân} &= \frac{\text{Nợ phải thu bình quân}}{\text{Doanh thu bán chịu bình quân một ngày}} \\ \text{Nợ phải thu bình quân dự kiến} &= \text{Doanh thu bán chịu bình quân một ngày} \times \text{Kỳ thu tiền bình quân} \end{aligned}$$

#### 4.3.4. *Các biện pháp quản trị nợ phải thu*

- Xây dựng và ban hành quy chế quản lý các khoản nợ phải thu, phân công và xác định rõ trách nhiệm của tập thể, cá nhân trong việc theo dõi, thu hồi, thanh toán các khoản công nợ.

- Mở sổ chi tiết theo dõi các khoản nợ phải thu trong và ngoài DN theo từng đối tượng nợ, thường xuyên phân loại nợ, đôn đốc thu hồi nợ đúng hạn.

- Có biện pháp phòng ngừa rủi ro thanh toán: lựa chọn khách hàng, xác định mức tín dụng thương mại, yêu cầu đặt cọc, tạm ứng hay trả trước một phần tiền hàng.

- Thực hiện chính sách bán chịu đúng đắn với từng khách hàng trên cơ sở xem xét khả năng thanh toán, vị thế tín dụng của khách hàng...

- Phải có sự ràng buộc chặt chẽ trong hợp đồng bán hàng, quy định lãi suất sẽ áp dụng với các khoản nợ quá hạn thanh toán theo hợp đồng.

- Định kỳ phân tích tuổi các khoản nợ; chú ý xem xét các khoản nợ quá hạn, tìm ra nguyên nhân dẫn đến nợ quá hạn và áp dụng các biện pháp xử lý thích hợp. Đó là:

- + Thực hiện việc bán nợ để thu hồi vốn.

- + Doanh nghiệp phải dự kiến mức tổn thất có thể xảy ra hoặc tuổi nợ quá hạn của các khoản nợ và tiến hành lập dự phòng cho từng khoản nợ phải thu khó đòi, kèm theo các chứng cứ chứng minh các khoản nợ khó đòi nói trên. Trong đó:

- Đối với nợ phải thu quá hạn thanh toán, mức trích lập dự phòng như sau:

- + 30% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 6 tháng đến dưới 1 năm.

- + 50% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 1 năm đến dưới 2 năm.

- + 70% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 2 năm đến dưới 3 năm.

- + 100% giá trị đối với khoản nợ phải thu quá hạn từ 3 năm trở lên

- Đối với nợ phải thu chưa đến hạn thanh toán nhưng tổ chức kinh tế đã lâm vào tình trạng phá sản hoặc đang làm thủ tục giải thể; người nợ mất tích, bỏ trốn, đang bị các cơ quan pháp luật truy tố, giam giữ, xét xử hoặc đang thi hành án ... thì doanh nghiệp dự kiến mức tổn thất không thu hồi được để trích lập dự phòng.

- Sau khi lập dự phòng cho từng khoản nợ phải thu khó đòi, doanh nghiệp tổng hợp toàn bộ khoản dự phòng các khoản nợ vào bảng kê chi tiết để làm căn cứ hạch toán vào chi phí quản lý của doanh nghiệp.

#### **4.4. Quản trị vốn tiền mặt**

##### **a) Sự cần thiết**

Việc dự trữ một bộ phận vốn tiền mặt có ý nghĩa quan trọng đối với doanh nghiệp:

- Đảm bảo duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh diễn ra bình thường và liên tục
- Phòng ngừa mọi bất trắc xảy ra trong quá trình kinh doanh, duy trì khả năng thanh toán, thể hiện sự ổn định, lành mạnh về mặt tài chính của doanh nghiệp.
- Tạo điều kiện để doanh nghiệp thực hiện được các cơ hội tốt trong kinh doanh.

##### **b) Bất lợi**

- Phát sinh chi phí quản lý;
- Bị ảnh hưởng của lạm phát và thay đổi tỷ giá;
- Mất chi phí cơ hội của vốn tiền mặt.

Nhiệm vụ của quản trị vốn tiền mặt là đảm bảo cho doanh nghiệp có đủ lượng tiền mặt cần thiết đáp ứng kịp thời nhu cầu thanh toán, trên cơ sở phải giảm thiểu rủi ro về lãi suất, tỷ giá hối đoái và những thiệt hại đối với việc lưu giữ tiền mặt.

##### **c) Nội dung quản trị vốn tiền mặt**

- Xác định mức dự trữ tiền mặt hợp lý

$$\begin{array}{ccccc} \text{Mức tồn quỹ tiền} & & \text{Mức chi tiêu vốn tiền mặt} & & \text{Số ngày dự trữ tồn} \\ \text{mặt tối ưu} & = & \text{bình quân 1 ngày trong kỳ} & \times & \text{quỹ hợp lý} \end{array}$$

- Dự đoán và lập kế hoạch lưu chuyển vốn bằng tiền
- So sánh các luồng nhập và xuất quỹ tiền mặt để cân đối tiền mặt.

##### **d) Các biện pháp quản lý:**

- + Mọi khoản thu chi vốn tiền mặt đều phải thực hiện qua quỹ;
- + Phân định trách nhiệm rõ ràng trong quản lý vốn tiền mặt;
- + Xây dựng quy chế thu, chi quỹ tiền mặt;
- + Quản lý chặt chẽ các khoản tạm ứng tiền mặt, cần quy định đối tượng, thời gian và mức tạm ứng... để quản lý chặt chẽ, tránh việc lợi dụng quỹ tiền mặt của doanh nghiệp vào mục đích cá nhân.

#### **4.5. Các mô hình tài trợ vốn lưu động**

*a) Tài trợ VLD thường xuyên bằng nguồn vốn dài hạn và VLD tạm thời bằng nguồn vốn ngắn hạn*

+ *Ưu điểm:* Xác lập sự cân bằng về thời gian sử dụng vốn và nguồn vốn, do đó hạn chế phát sinh thêm chi phí sử dụng vốn hoặc các rủi ro trong thanh toán.

+ *Nhược điểm:* Không tạo ra sự linh hoạt trong tổ chức nguồn vốn của DN.

=> Nhìn chung, mô hình này không thích hợp với những doanh nghiệp mà tính ổn định của quy mô kinh doanh là thấp (khi quy mô kinh doanh giảm nhưng doanh nghiệp vẫn phải duy trì lượng vốn lưu động thường xuyên khá lớn dẫn đến chi phí sử dụng vốn cao).

*b) Tài trợ VLD thường xuyên và một phần VLD tạm thời bằng nguồn vốn dài hạn, phần VLD tạm thời còn lại được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn*

+ *Ưu điểm:* Doanh nghiệp chủ động đáp ứng hầu hết nhu cầu VLD của mình bằng nguồn vốn dài hạn, kể cả nhu cầu thường xuyên và nhu cầu tạm thời dẫn đến đảm bảo khả năng thanh toán và mức độ an toàn về tài chính là cao trong DN, tạo điều kiện cho hoạt động kinh doanh diễn ra liên tục, ổn định.

+ *Nhược điểm:* Chi phí sử dụng vốn cao do lãi suất vay dài hạn thường cao hơn lãi suất vay ngắn hạn. Mặt khác, hiệu quả sử dụng vốn không cao, vì luôn có một bộ phận vốn nhàn rỗi không được sử dụng đến.

*c) Tài trợ một phần VLD thường xuyên và VLD tạm thời bằng nguồn vốn ngắn hạn*

+ *Ưu điểm*: Tiết kiệm chi phí sử dụng vốn - chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với 2 mô hình trên; tăng tính linh hoạt trong việc tài trợ các nhu cầu VLĐ.

+ *Nhược điểm*: Khả năng rủi ro cao hơn so với 2 mô hình trên, do sự không phù hợp về thời gian giữa nhu cầu vốn và nguồn tài trợ - nhất là khi mức tài trợ thấp hơn so với nhu cầu VLĐ

*Tóm lại*: Trong điều kiện môi trường kinh doanh có nhiều rủi ro, vì vậy các nhà quản trị DN cần xem xét, cân nhắc 2 yếu tố: mức độ rủi ro và chi phí tài trợ để đưa ra quyết định lựa chọn mô hình tài trợ phù hợp - quyết định quy mô nguồn vốn ngắn hạn trong việc tài trợ nhu cầu VLĐ của doanh nghiệp.

## **XI. PHÂN PHỐI LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP**

### **1. Các nguyên tắc phân phối lợi nhuận**

Sau khi thực hiện các hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp sẽ thu được lợi nhuận. Lúc này nhà quản trị phải đóng vai trò quan trọng trong việc định hướng phân chia số lợi nhuận đó. Để đảm bảo công bằng hợp lý trong phân chia lợi nhuận các doanh nghiệp phải tuân thủ các nguyên tắc sau đây:

- Phải tuân thủ pháp luật quy định về phân phối lợi nhuận.
- Giải quyết hài hoà mối quan hệ giữa lợi ích giữa các chủ thể, trong đó gồm Nhà nước, doanh nghiệp và người lao động, trước hết cần phải hoàn thành nghĩa vụ tài chính với Nhà nước (nộp thuế TNDN) một cách đầy đủ, kịp thời, tránh việc trốn thuế hoặc lậu thuế.
- Doanh nghiệp phải dành một phần lợi nhuận hợp lý để giải quyết các nhu cầu SXKD, đồng thời chú trọng đảm bảo lợi ích của các chủ sở hữu DN; đảm bảo hài hoà giữa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài.

### **2. Phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước**

#### ***2.1. Trình tự phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước***

Lợi nhuận của doanh nghiệp nhà nước sau khi bù đắp lỗ năm trước theo quy định của Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp, trích Quỹ phát triển khoa học và công nghệ theo quy định của pháp luật, nộp thuế thu nhập doanh nghiệp, phần lợi nhuận còn lại được phân phối theo thứ tự như sau:

1. Chia lãi cho các bên góp vốn liên kết theo quy định của hợp đồng kinh tế đã ký kết (nếu có).

2. Bù đắp khoản lỗ của các năm trước đã hết thời hạn được trừ vào lợi nhuận trước thuế theo quy định.

3. Lợi nhuận còn lại sau khi trừ các khoản quy định tại Khoản 1, Khoản 2 Điều này được phân phối theo thứ tự như sau:

- a) Trích quỹ đặc thù theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ (nếu có).
- b) Trích tối đa 30% vào quỹ đầu tư phát triển của doanh nghiệp.
- c) Trích quỹ khen thưởng, phúc lợi cho người lao động trong doanh nghiệp:
  - Doanh nghiệp xếp loại A được trích 3 tháng lương thực hiện cho hai quỹ khen thưởng, phúc lợi;
  - Doanh nghiệp xếp loại B được trích 1,5 tháng lương thực hiện cho hai quỹ khen thưởng, phúc lợi;
  - Doanh nghiệp xếp loại C được trích 01 tháng lương thực hiện cho hai quỹ khen thưởng, phúc lợi;
  - Doanh nghiệp không thực hiện xếp loại thì không được trích lập hai quỹ khen thưởng, phúc lợi.
- d) Trích quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên:
  - Doanh nghiệp xếp loại A được trích 1,5 tháng lương thực hiện của người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên;
  - Doanh nghiệp xếp loại B được trích 01 tháng lương thực hiện của người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên;
  - Doanh nghiệp xếp loại C hoặc doanh nghiệp không thực hiện xếp loại thì không được trích lập quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên.
- đ) Trường hợp số lợi nhuận còn lại sau khi trích lập Quỹ đầu tư phát triển quy định tại Điểm b Khoản này mà không đủ nguồn để trích các quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi, quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên theo mức quy định thì doanh nghiệp được giảm trừ phần lợi nhuận trích lập quỹ đầu tư phát triển để bổ sung nguồn trích lập đủ quỹ khen thưởng, phúc lợi, quỹ thưởng người quản lý doanh nghiệp, kiểm soát viên theo mức quy định, nhưng mức giảm tối đa không quá mức trích vào Quỹ đầu tư phát triển trong năm tài chính.
- e) Lợi nhuận còn lại sau khi trích lập các quỹ quy định tại các Điểm a, b, c, d Khoản này được nộp về ngân sách nhà nước.

### **3. Chính sách cổ tức của công ty cổ phần**

### 3.1. Chính sách cổ tức và các nhân tố ảnh hưởng đến việc hoạch định chính sách cổ tức

#### a) Cổ tức và nguồn gốc của cổ tức

- Khái niệm: Cổ tức là khoản lợi nhuận sau thuế của công ty dành trả cho các cổ đông hiện hành.

- Trên thực tế có rất nhiều cách mà công ty cổ phần phân phối tiền mặt cho các cổ đông, chẳng hạn công ty sử dụng tiền để mua lại cổ phần nhằm mục tiêu nhất định nào đó, nhưng chỉ được gọi là cổ tức nếu như lượng tiền mặt đó được lấy từ lợi nhuận. Như vậy, nguồn gốc của cổ tức là lợi nhuận sau thuế đã thực hiện của công ty cổ phần.

- Cổ tức có thể được trả cho cổ đông dưới nhiều hình thức khác nhau, như bằng tiền mặt, bằng cổ phiếu hoặc bằng tài sản. Việc lựa chọn các hình thức cổ tức khác nhau đều có những tác động, ảnh hưởng nhất định đến giá trị sổ sách cổ phần, giá trị công ty, vốn đầu tư...

- Đối với công ty cổ phần, Hội đồng quản trị sẽ quyết định tỷ lệ và hình thức chi trả cổ tức dựa trên kết quả hoạt động kinh doanh và chính sách cổ tức mà Đại hội cổ đông đã phê duyệt.

- Để đánh giá một chính sách cổ tức của công ty cổ phần, người ta chủ yếu sử dụng các chỉ tiêu sau:

*Thứ nhất:* Cổ tức một cổ phần thường, chỉ tiêu này đo lường mức trả cổ tức tính trên một cổ phần thường mà nhà đầu tư có thể nhận được từ việc đầu tư vào cổ phần thường.

$$\text{Cổ tức một cổ phần thường} = \frac{\text{Lợi nhuận dành trả cổ tức cho cổ đông thường}}{\text{Số lượng cổ phần thường đang lưu hành}}$$

*Thứ hai:* Tỷ suất lợi tức cổ phần thường, chỉ tiêu này phản ánh quan hệ giữa mức cổ tức của một cổ phần thường và giá thị trường của cổ phần thường. Chỉ tiêu này nhằm đo lường mức sinh lời thực tế mà cổ đông thường nhận được từ việc đầu tư vào một cổ phần thường.

$$\text{Tỷ suất cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường hàng năm}}{\text{Giá thị trường một cổ phần thường}}$$

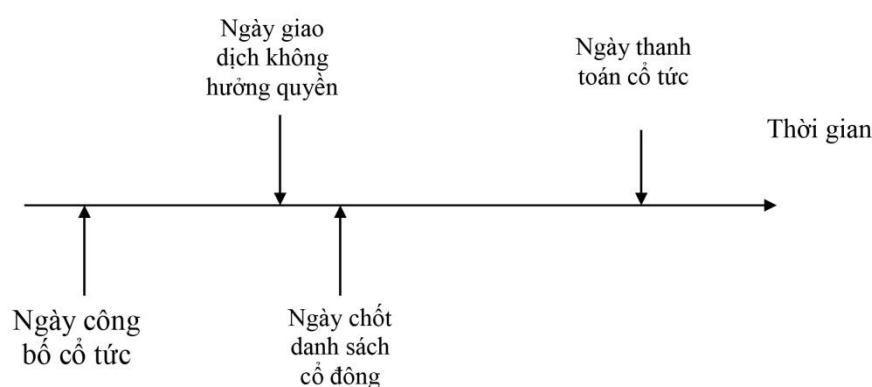
*Thứ ba:* Hệ số chi trả cổ tức, phản ánh mối quan hệ giữa mức cổ tức cổ đông thường nhận được so với thu nhập của một cổ phần thường. Chỉ tiêu này cho biết một đồng thu nhập cổ phần thì công ty dành bao nhiêu để trả cổ tức cho cổ đông.

$$\text{Hệ số chi trả cổ tức} = \frac{\text{Cổ tức một cổ phần thường}}{\text{Thu nhập một cổ phần thường}}$$

Thông qua hệ số chi trả cổ tức, các nhà phân tích sẽ đánh giá và ước lượng được tỷ lệ tái đầu tư lợi nhuận, qua đó có thể ước lượng được tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trong tương lai.

#### *b) Quy trình chi trả cổ tức của công ty cổ phần*

Các công ty cổ phần có thể trả cổ tức 1 năm/lần, 6 tháng/lần hoặc 1 quý/lần. Khi thực hiện trả cổ tức, quy trình thường được thực hiện như sau:



+ *Ngày công bố cổ tức:* Vào ngày này, Hội đồng quản trị của công ty sẽ ra thông báo mức trả cổ tức hoặc tỷ lệ cổ tức, hình thức cổ tức, ngày chốt danh sách cổ đông và ngày thanh toán cổ tức.

+ *Ngày giao dịch không hưởng quyền:* Tùy thuộc vào hệ thống thanh toán bù trừ chứng khoán của từng nước áp dụng, thông thường là sau 2 ngày tính từ thời điểm giao dịch, cổ đông mới chính thức có tên trong danh sách cổ đông. Như vậy, nếu người mua cổ phiếu vào ngày giao dịch không hưởng quyền thì sẽ không được nhận cổ tức, trong khi người bán lại được nhận cổ tức vì người bán lại có tên trong danh sách cổ đông được hưởng cổ tức. Do đó, về mặt lý thuyết, giá trị thị trường của mỗi cổ phần sẽ giảm đi một lượng đúng bằng mức cổ tức mà người mua không được hưởng vào ngày giao dịch không hưởng quyền.

+ *Ngày chốt danh sách cổ đông:* Là ngày trung tâm lưu ký chứng khoán sẽ chốt danh sách cổ đông hiện hành để được hưởng cổ tức và gửi danh sách cổ

đồng cho công ty. Thông thường là sau hai tuần kể từ ngày thông báo trả cổ tức.

+ *Ngày thanh toán cổ tức*: Thường sau hai tuần kể từ ngày khoá sổ, công ty sẽ chuyển trả cổ tức cho các cổ đông có thể dưới dạng tiền mặt trực tiếp hoặc chuyển tiền vào tài khoản của cổ đông ở các công ty chứng khoán.

Đối với quy trình thanh toán cổ tức bằng cổ phiếu, về cơ bản cũng tương tự so với quy trình thanh toán bằng tiền. Tất nhiên là thời gian kể từ ngày chốt danh sách cổ đông cho đến ngày thanh toán cổ tức có thể kéo dài hơn, hoặc khi bán cổ phiếu, cổ đông có thể bán luôn quyền được nhận cổ tức cho người mua vào ngày giao dịch không hưởng quyền

### *c) Chính sách cổ tức của công ty cổ phần*

- Khái niệm: Chính sách cổ tức thể hiện quyết định giữa việc chia lợi nhuận cho cổ đông so với việc tái đầu tư lợi nhuận vào chính công ty đó.

- Việc trả cổ tức cao hay thấp sẽ tác động đến thu nhập thực tế ở hiện tại và tiềm năng tăng trưởng thu nhập trong tương lai của cổ đông. Do vậy, chính sách cổ tức thực chất là giải quyết mối quan hệ giữa thu nhập hiện tại và tăng trưởng tương lai.

- Chính sách cổ tức là một trong ba chính sách quan trọng bậc nhất có tác động đến lợi ích của các cổ đông trong công ty thể hiện:

*Thứ nhất*: Chính sách trả cổ tức có ảnh hưởng quan trọng đến rủi ro và tỷ lệ tăng trưởng cổ tức trong tương lai của cổ đông.

*Thứ hai*: Chính sách trả cổ tức có tác động trực tiếp đến giá trị tài sản thực tế của cổ đông, một mặt cổ tức là thu nhập ở hiện tại và chắc chắn, mặt khác chính sách cổ tức có thể giảm thiểu các khoản chi phí khi thu nhập về đến tay cổ đông, vì thu nhập thực tế có thể bị sụt giảm do các yếu tố như thuế thu nhập, chi phí giao dịch.

*Thứ ba*: Thông qua việc trả cổ tức còn thể hiện dấu hiệu thông tin về hiệu quả hoạt động của công ty ra ngoài thị trường, đến các nhà đầu tư khác.

Với những lý do trên đòi hỏi nhà quản trị công ty phải cân nhắc xem xét trong việc hoạch định chính sách cổ tức một cách hợp lý, phù hợp với tình hình và xu thế phát triển của công ty.

- Mục tiêu của chính sách cổ tức: Tối đa hoá giá cổ phiếu trên thị trường.

*d) Các hình thức cổ tức*

+ *Cổ tức bằng tiền: là khoản lợi nhuận sau thuế được biểu hiện bằng một lượng tiền mà công ty trả cho cổ đông hiện hành của công ty.*

Đây là hình thức cổ tức rất phổ biến trên thế giới, khi công ty thực hiện trả cổ tức bằng tiền sẽ làm giảm một lượng tài sản của công ty, đồng thời nguồn vốn chủ sở hữu của công ty cũng bị sụt giảm theo tương ứng.

Đối với cổ đông, khi công ty trả cổ tức bằng tiền sẽ tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông và đó cũng là tín hiệu về hoạt động kinh doanh của công ty đến các nhà đầu tư.

**\* Ưu điểm:**

- + Tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông
- + Cho thấy công ty có dòng tiền dồi dào

**\* Hạn chế:** Làm giảm lượng tiền mặt của công ty, giảm lượng vốn của công ty cho hoạt động tái đầu tư

+ *Cổ tức cổ phiếu: Là khoản lợi nhuận sau thuế được biểu hiện dưới hình thức cổ phần thường mà công ty phát hành thêm để chi trả cho cổ đông hiện hành của công ty.*

Trả cổ tức cổ phiếu giống như việc chia tách cổ phiếu. Khi thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu, công ty sẽ phát hành thêm một lượng cổ phiếu mới và phân chia cho cổ đông hiện hành theo tỷ lệ cổ phiếu mà họ đang nắm giữ. Chẳng hạn, nếu công ty trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 5%, thì cổ đông nào đang nắm giữ 100 cổ phần thì sẽ được nhận thêm 5 cổ phần mới mà không phải trả tiền. Khi trả cổ tức bằng cổ phiếu, tổng giá trị tài sản của công ty không thay đổi, chỉ có sự dịch chuyển nguồn vốn từ lợi nhuận sang vốn cổ phần. Tuy nhiên, do số lượng cổ phần lưu hành tăng lên làm cho giá trị sổ sách mỗi cổ phần giảm xuống.

**\* Ưu điểm:**

- + Làm tăng vốn nội sinh để thực hiện đầu tư
- + Hạn chế bị chia sẻ quyền kiểm soát công ty của các cổ đông hiện hành
- + Giúp tiết kiệm chi phí phát hành => giảm chi phí sử dụng vốn

- + Tránh ảnh hưởng tiêu cực của thị trường tới giá cổ phiếu
- + Giúp hoãn thuế cho cổ đông hiện hành
- + Làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu của công ty

**\* Hạn chế:**

- + Thủ tục và tổ chức thực hiện phức tạp hơn việc trả cổ tức bằng tiền
- + Làm cho EPS hiện tại giảm, có thể gây xung đột lợi ích giữa cổ đông với nhà quản lý

+ *Cổ tức tài sản: Là khoản lợi nhuận sau thuế được biểu hiện dưới các tài sản khác mà công ty dành để chi trả cho các cổ đông hiện hành của công ty.*

Đây là hình thức trả cổ tức ít phổ biến nhất, tuy nhiên trên thực tế vẫn có một số công ty trả cổ tức bằng hình thức này. Để thực hiện việc trả cổ tức, công ty có thể trả cho cổ đông sản phẩm mà công ty đang sản xuất, hoặc bằng những tài sản tài chính mà công ty đang nắm giữ của các công ty cổ phần khác.

Với hình thức cổ tức này, công ty cũng bị giảm đi một lượng tài sản và điều này cũng dẫn đến làm giảm giá trị sổ sách của cổ phiếu.

*e) Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến chính sách cổ tức*

**\* Những quy định pháp lý**

Việc phân chia cổ tức phải tuân thủ những quy định pháp lý nhất định. Những nguyên tắc sau đây có tính chất thông lệ được nhiều nước sử dụng:

- + Nguyên tắc: “Lợi nhuận ròng đã thực hiện”;
- + Nguyên tắc: “Bảo toàn vốn”;
- + Nguyên tắc: “Tài chính lành mạnh”;

**\* Nhu cầu hoàn trả nợ vay**

Nếu công ty đã sử dụng nhiều nợ dài hạn để đầu tư thì cần phải giữ lại phần nhiều lợi nhuận để chuẩn bị cho việc trả nợ.

**\* Cơ hội đầu tư**

Nếu công ty có những cơ hội đầu tư hứa hẹn khả năng tăng trưởng cao thì công ty có xu hướng giữ lại phần lớn lợi nhuận ròng tái đầu tư.

**\* Mức doanh lợi vốn của công ty**

Nếu công ty có mức doanh lợi vốn đạt cao hơn so với các DN khác thì các cổ đông có xu hướng muốn để lại phần lớn lợi nhuận ròng để tái đầu tư và ngược lại.

*\* Sự ổn định về lợi nhuận của công ty*

Nếu công ty có mức lợi nhuận tương đối ổn định hoặc chắc chắn tăng trong tương lai thì công ty có thể dành phần lớn lợi nhuận ròng để chi trả cổ tức và ngược lại.

*\* Khả năng thâm nhập vào thị trường vốn*

Những công ty lớn, có thời gian hoạt động lâu, có lợi nhuận tương đối ổn định, có uy tín cao... thường có khả năng dễ dàng huy động vốn trên thị trường tài chính. Vì vậy, các công ty này có thể dành tỷ lệ cao lợi nhuận sau thuế để trả cổ tức và ngược lại.

*\* Xu thế của nền kinh tế*

Trong thời kì nền kinh tế suy thoái, ít có cơ hội đầu tư, lãi suất thị trường sụt giảm. Nếu công ty có nhu cầu về vốn, có thể dễ dàng vay vốn với khối lượng lớn với lãi suất thấp, thì Công ty có thể dành phần lớn lợi nhuận ròng để trả cổ tức và ngược lại.

*\* Quyền kiểm soát công ty*

Nếu các cổ đông của Công ty muốn duy trì quyền quản lý và kiểm soát Công ty thì thường giữ lại phần nhiều lợi nhuận ròng để tái đầu tư và ngược lại.

*\* Thuế thu nhập cá nhân*

Do thuế thu nhập cá nhân thường đánh thuế theo biểu thuế lũy tiến hoặc có sự khác nhau về thuế suất giữa cổ tức và lãi vốn, nên nhiều công ty căn cứ vào sự khác biệt đó để xác định mức trả cổ tức. Chẳng hạn, nếu như thuế suất cổ tức thấp hơn thuế suất lãi vốn thì cổ đông thích trả cổ tức hơn và ngược lại.

### **3.2. Các chính sách cổ tức của công ty cổ phần**

#### **a) Chính sách ổn định cổ tức**

Theo chính sách này Công ty đảm bảo duy trì việc trả cổ tức liên tục qua các năm, mức trả cổ tức qua các năm là tương đối ổn định mặc dù lợi nhuận

hàng năm có thể biến động. Hiện nay do hiện tượng lạm phát làm cho các công ty có xu hướng trả cổ tức tăng trưởng theo một tỷ lệ nhất định.

Việc thực hiện chính sách ổn định cổ tức mang lại cho Công ty những lợi ích

- + Tạo tiền đề cho việc tăng giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường, do tạo ra thu nhập thực tế cho cổ đông.

Những Công ty thực hiện trả cổ tức ổn định sẽ tạo ra sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ở khả năng nhận được thu nhập dưới hình thức cổ tức một cách chắc chắn, điều này tạo ra một hình ảnh đẹp, ổn định kinh doanh của công ty, dẫn đến làm tăng giá cổ phiếu của Công ty trên thị trường và ngược lại.

- + Tạo điều kiện thuận lợi cho việc quản lý, điều hành hoạt động kinh doanh của Công ty.

Thực hiện trả cổ tức ổn định dẫn đến ổn định thành phần cổ đông, tạo thuận lợi cho công tác quản lý Công ty và ngược lại.

- + Tạo điều kiện để chứng khoán của Công ty được niêm yết, trao đổi trên thị trường Sở giao dịch.

Việc trả cổ tức ổn định là một trong các điều kiện để cổ phiếu của Công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán, tạo thuận lợi cho Công ty trong việc huy động vốn đầu tư trên thị trường.

Tuy nhiên việc trả cổ tức ổn định làm cho Công ty không chủ động trong việc sử dụng nguồn lợi nhuận để lại để đáp ứng các nhu cầu đầu tư, bổ sung, tăng vốn kinh doanh.

#### *b) Chính sách thặng dư cổ tức*

Theo chính sách này, công ty cổ phần chỉ thực hiện việc chi trả cổ tức sau khi đã ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, đảm bảo cơ cấu huy động vốn tối ưu cho đầu tư của Công ty.

Như vậy, chính sách cổ tức này bị phụ thuộc vào cơ hội đầu tư của công ty.

Lý do chủ yếu để lựa chọn chính sách trả cổ tức này là:

- Một là: Trường hợp công ty đang có nhiều cơ hội đầu tư tăng trưởng

- Hai là: Công ty sẽ giảm được chi phí sử dụng vốn.
- Ba là: Giúp cổ đông tránh thuế hoặc hoãn thuế thu nhập cá nhân.
- Bốn là: Tránh phải phân chia quyền kiểm soát, biểu quyết.

Tuy nhiên, nếu như việc giữ lại lợi nhuận mà không có cơ hội đầu tư tốt sẽ làm cho thu nhập thực tế của cổ đông bị sụt giảm, ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư, dẫn đến nhà đầu tư đánh giá thấp và có thể trả giá thấp về cổ phiếu của công ty.

#### *c) Chính sách cổ tức theo tỷ lệ mục tiêu*

Công ty cổ phần cũng có thể thực hiện việc trả cổ tức theo một tỷ lệ ổn định tính trên lợi nhuận sau thuế của công ty. Tỷ lệ chi trả cổ tức được xác định bằng cổ tức một cổ phần thường chia cho thu nhập một cổ phần thường. Tỷ lệ này được các công ty cố gắng duy trì ổn định qua các năm. Tuy nhiên, do lợi nhuận dao động hàng năm nên làm cho cổ tức cũng sẽ bị thay đổi.

Theo chính sách cổ tức này, giả sử rằng doanh nghiệp luôn theo đuổi tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu. Sau đó việc thanh toán cổ tức trong năm tới ( $DPS_1$ ) sẽ bằng tỷ lệ không đổi so với thu nhập mỗi cổ phần ( $EPS_1$ ).

$$DPS_1 = \text{Cổ tức mục tiêu} = [\text{Tỷ lệ mục tiêu} \times EPS_1]$$

Thay đổi cổ tức sẽ bằng:

$$DPS_1 - DPS_0 = [\text{Tỷ lệ mục tiêu} \times EPS_1] - DPS_0$$

Khi thực hiện theo chính sách này, ưu điểm là cổ đông đều được nhận cổ tức hàng năm và đều có phần lợi nhuận đáp ứng cho nhu cầu phát triển công ty, đảm bảo hòa giữa lợi ích trước mắt và lợi ích lâu dài.

Tuy nhiên, nếu như lợi nhuận của doanh nghiệp thường xuyên biến động sẽ kéo theo sự biến động của cổ tức khi đó nhà đầu tư sẽ đánh giá hoạt động kinh doanh của công ty có nhiều biến động rủi ro, dẫn đến tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư có thể sẽ tăng lên và làm cho giá cổ phần trên thị trường có thể sẽ giảm xuống.

#### *d) Mua lại cổ phần*

- Mua lại cổ phần thường là việc công ty sử dụng tiền để mua lại cổ phần mà công ty đã phát hành ra trước đây.

- Mua lại cổ phần là một phương thức thay thế cho việc trả cổ tức bằng tiền của công ty cổ phần. Tuy nhiên, mục đích và tác động đến công ty có những nét khác nhau mà công ty cần nắm vững để kết hợp giữa trả cổ tức bằng tiền và mua lại cổ phần.

- Mục đích của việc mua lại cổ phần xuất phát từ các lý do như: (1) Công ty muốn bình ổn giá cổ phiếu trong bối cảnh TTCK đang giảm giá liên tục. (2) Công ty muốn tái cấu trúc tài chính theo hướng tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính. (3) Công ty đang tạm thời dư thừa vốn vì SXKD bị suy giảm. (4) Công ty muốn tái cấu trúc thành phần cổ đông. (5) Chia sẻ rủi ro kinh doanh sang cho chủ nợ.

- Việc mua lại cổ phần sẽ làm cho công ty giảm tài sản tương ứng với lượng vốn bằng tiền thanh toán cho cổ đông, theo đó công ty cũng giảm số vốn góp của chủ sở hữu. Bên cạnh đó số lượng cổ phần đang lưu hành cũng sẽ giảm xuống, làm tác động đến cung cầu về cổ phiếu của công ty.

- Theo quy định hiện hành của Việt Nam:

+ Về số lượng cổ phần được mua lại: Công ty có quyền mua lại không quá 30% tổng số cổ phần phổ thông đã bán

+ Thẩm quyền quyết định mua lại cổ phần: HĐQT có quyền quyết định mua lại không quá 10% tổng số cổ phần đã bán. Trường hợp khác, do Đại hội đồng cổ đông quyết định.

+ Về giá mua lại cổ phần: Hội đồng quản trị quyết định giá mua lại cổ phần. Đối với cổ phần phổ thông, giá mua lại không được cao hơn giá thị trường tại thời điểm mua lại

+ Điều chỉnh giảm vốn điều lệ: Công ty phải đăng ký giảm vốn điều lệ tương ứng với tổng mệnh giá các cổ phần được công ty mua lại trong thời hạn 10 ngày kể từ ngày hoàn thành việc thanh toán mua lại cổ phần

+ Trách nhiệm của HĐQT và CEO: Phải tổ chức tiêu hủy ngay số cổ phần đã mua lại và phải chịu trách nhiệm về việc không hoặc chậm tiêu hủy gây thiệt hại.

+ Trách nhiệm pháp lý với chủ nợ: Nếu tổng giá trị tài sản trên sổ kế toán giảm hơn 10% thì phải thông báo cho tất cả chủ nợ biết trong thời hạn 15 ngày kể từ ngày thanh toán hết số cổ phần được mua lại.

Ngay sau khi thanh toán hết số cổ phần mua lại, phải đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn

### **3.3. Các quỹ của công ty cổ phần:**

Các quỹ của Công ty cổ phần được quy định tại điều lệ công ty. Công ty cổ phần có thể trích lập các quỹ như đối với công ty do nhà nước, bao gồm: quỹ dự phòng tài chính, quỹ khen thưởng phúc lợi, quỹ đầu tư phát triển, quỹ khen thưởng ban điều hành.

Mức trích lập lợi nhuận sau thuế vào các quỹ do Đại hội đồng cổ đông quyết định.

### **4. Sử dụng các quỹ của doanh nghiệp**

#### **1. Quỹ phát triển khoa học và công nghệ của doanh nghiệp:**

Việc trích lập, quản lý, quyết toán việc sử dụng Quỹ phát triển khoa học và công nghệ của doanh nghiệp theo hướng dẫn của Bộ Tài chính.

2. Quỹ đầu tư phát triển được dùng để bổ sung vốn điều lệ cho doanh nghiệp.

#### **3. Quỹ khen thưởng được dùng để:**

a) Thưởng cuối năm hoặc thưởng kỳ trên cơ sở năng suất lao động và thành tích công tác của mỗi cán bộ, công nhân viên trong doanh nghiệp.

b) Thưởng đột xuất cho những cá nhân, tập thể trong doanh nghiệp.

c) Thưởng cho những cá nhân và đơn vị ngoài doanh nghiệp có đóng góp nhiều cho hoạt động kinh doanh, công tác quản lý của doanh nghiệp.

Mức thưởng theo quy định tại các Điểm a, b, c Khoản này do Tổng giám đốc hoặc Giám đốc quyết định. Riêng Điểm a Khoản này cần có ý kiến của Công đoàn doanh nghiệp trước khi quyết định.

#### **4. Quỹ phúc lợi được dùng để:**

a) Đầu tư xây dựng hoặc sửa chữa các công trình phúc lợi của doanh nghiệp.

b) Chi cho các hoạt động phúc lợi của tập thể người lao động trong doanh nghiệp.

c) Góp một phần vốn để đầu tư xây dựng các công trình phúc lợi chung trong ngành hoặc với các đơn vị khác theo hợp đồng.

d) Sử dụng một phần quỹ phúc lợi để trợ cấp khó khăn đột xuất cho những người lao động kể cả những trường hợp về hưu, về mất sức, lâm vào hoàn cảnh khó khăn, không nơi nương tựa hoặc làm công tác từ thiện xã hội.

Việc sử dụng quỹ phúc lợi do Hội đồng thành viên hoặc Chủ tịch công ty quyết định sau khi tham khảo ý kiến của công đoàn doanh nghiệp.

5. Quỹ thưởng Viên chức quản lý doanh nghiệp được sử dụng để thưởng cho Chủ tịch và thành viên Hội đồng thành viên, Chủ tịch công ty, Ban Tổng giám đốc (Ban Giám đốc), Kiểm soát viên, Kế toán trưởng doanh nghiệp. Mức thưởng do chủ sở hữu quyết định gắn với tiêu chí đánh giá các chức danh này và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, trên cơ sở đề nghị của Chủ tịch Hội đồng thành viên hoặc Chủ tịch công ty.

## **XII. ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP**

### **12.1. Doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp**

#### ***12.1.1. Khái niệm doanh nghiệp***

Theo Luật doanh nghiệp hiện hành: “Doanh nghiệp là tổ chức có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch, được đăng ký thành lập theo quy định của pháp luật nhằm mục đích kinh doanh”

Có nhiều hình thức pháp lý doanh nghiệp: Doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp danh, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần.

#### ***12.1.2. Giá trị doanh nghiệp***

Trong nền KTTT, doanh nghiệp được coi là một loại hàng hóa thông thường vì nó có 2 thuộc tính cơ bản của hàng hóa là giá trị và giá trị sử dụng. Nhưng doanh nghiệp còn là loại hàng hóa đặc biệt được giao dịch mua bán trên thị trường.

\* Vậy, *giá trị của doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của các khoản thu nhập mà DN mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai.*

Nhà đầu tư mua doanh nghiệp để hy vọng sẽ nhận được các khoản thu nhập trong tương lai do doanh nghiệp mang lại. Các khoản thu nhập đó một mặt bù đắp lại số vốn bỏ ra để đầu tư mua lại doanh nghiệp, mặt khác để bù đắp lạm phát, rủi ro và tạo ra khoản thu nhập thực cho nhà đầu tư nhằm gia tăng mức độ thỏa dụng cho nhà đầu tư trong tương lai.

\* Chúng ta có 3 giả thiết đưa ra để xác định giá trị doanh nghiệp như sau:

- *Giá trị doanh nghiệp hoạt động liên tục* là giá trị doanh nghiệp đang hoạt động với giả thiết doanh nghiệp sẽ tiếp tục hoạt động sau thời điểm định giá.

- *Giá trị doanh nghiệp hoạt động có thời hạn* là giá trị doanh nghiệp đang hoạt động với giả thiết tuổi đời của doanh nghiệp là hữu hạn do doanh nghiệp buộc phải chấm dứt hoạt động sau một thời điểm được xác định trong tương lai.

- *Giá trị doanh nghiệp thanh lý* là giá trị doanh nghiệp với giả thiết các tài sản của doanh nghiệp sẽ được bán riêng lẻ và doanh nghiệp sẽ sớm chấm dứt hoạt động sau thời điểm định giá.

\* Có 2 phạm trù giá trị doanh nghiệp như sau:

- Tổng giá trị doanh nghiệp ( $V_0$ ): Là giá trị doanh nghiệp thuộc về cả chủ nợ và chủ sở hữu.

- Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu ( $V_E$ ): Là giá trị doanh nghiệp thuộc về chủ sở hữu của doanh nghiệp.

### **12.1.3. Các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp**

#### **a. Các yếu tố thuộc về môi trường kinh doanh**

\* *Môi trường kinh doanh tổng quát*

- Môi trường kinh tế

Hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng gắn liền với một bối cảnh kinh tế nhất định. Bối cảnh kinh tế đó được nhìn nhận thông qua hàng loạt các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như: tốc độ tăng trưởng, chỉ số giá cả, tỷ giá ngoại tệ, chỉ số chứng khoán... Mỗi sự thay đổi nhỏ của yếu tố này cũng sẽ ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

- Môi trường chính trị: Môi trường chính trị có sự gắn bó chặt chẽ, tác động trực tiếp đến hoạt động của doanh nghiệp, các yếu tố trong môi trường này thường được đề cập tới đó là:

- + Tính đầy đủ, đồng bộ, rõ ràng và chi tiết của hệ thống luật pháp;
- + Quan điểm tư tưởng của Nhà nước đối với sản xuất kinh doanh...;
- + Năng lực hành pháp của Chính phủ và ý thức chấp hành pháp luật của các công dân và các tổ chức sản xuất.

- Môi trường văn hoá - xã hội: Các yếu tố ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp thuộc môi trường này thường được nhắc đến, bao gồm: những quan niệm, tư tưởng của cộng đồng về lối sống, đạo đức; cơ cấu dân cư, giới tính, độ tuổi, mật độ, sự gia tăng dân số, thu nhập bình quân đầu người, ô nhiễm môi trường...

- Môi trường khoa học - công nghệ: Khoa học - công nghệ đang làm thay đổi một cách căn bản các điều kiện về quy trình công nghệ và phương thức tổ chức sản xuất kinh doanh trong các doanh nghiệp, qua đó ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp.

*\* Môi trường đặc thù*

- Khách hàng: là yếu tố quyết định để xem xét khả năng phát triển, mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động cần phải xác định tính chất, mức độ bền vững và uy tín của doanh nghiệp trong quan hệ với khách hàng.

- Nhà cung cấp: Trong hoạt động của mình, các doanh nghiệp thường phải trông đợi vào sự cung cấp từ phía bên ngoài các loại nguyên, nhiên vật liệu... Tính ổn định của nguồn cung cấp có ý nghĩa quan trọng, đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp được thông suốt.

- Các hãng cạnh tranh: Hoạt động trong nền kinh tế thị trường luôn tiềm ẩn các yếu tố cạnh tranh, sự quyết liệt trong cạnh tranh được coi là mối nguy cơ trực tiếp đến sự tồn tại của doanh nghiệp.

- Các cơ quan Nhà nước: Dù quốc gia nào đi nữa, hoạt động của doanh nghiệp ít nhiều cũng đặt dưới sự kiểm tra, giám sát của các cơ quan Nhà nước như: cơ quan thuế, hải quan, thanh tra... Tạo dựng mối quan hệ tốt là một động lực cho doanh nghiệp phát triển.

***b. Các yếu tố thuộc về nội tại doanh nghiệp***

\* *Tài sản trong doanh nghiệp*: Khi xác định giá trị doanh nghiệp, mối quan tâm hàng đầu của nhà định giá là hiện trạng tài sản của doanh nghiệp, bởi

nếu doanh nghiệp nhiều tài sản, hàm chứa rằng doanh nghiệp đó có giá trị lớn và ngược lại.

\* *Vị trí kinh doanh*: Mục đích hoạt động của doanh nghiệp là kinh doanh, mà kinh doanh lại luôn gắn liền với vị trí cụ thể. Vì vậy, có lợi thế về vị trí kinh doanh có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp ổn định và phát triển.

\* *Uy tín kinh doanh*: Uy tín kinh doanh là sự đánh giá từ bên ngoài về sản phẩm của doanh nghiệp, nó được hình thành bởi nhiều yếu tố khác nhau từ bên trong doanh nghiệp. Khi sản phẩm của doanh nghiệp được bên ngoài đánh giá cao, thì uy tín trở thành một tài sản thực sự góp phần tạo ra giá trị cho doanh nghiệp.

\* *Trình độ người lao động*: Trình độ người lao động không chỉ có ý nghĩa quan trọng đối với việc nâng cao chất lượng sản phẩm, mà còn có thể làm giảm chi phí sản xuất kinh doanh. Với ý nghĩa đó, khi đánh giá khả năng tồn tại và phát triển, khả năng sáng tạo ra lợi nhuận, cần thiết phải xét đến trình độ kỹ thuật và tay nghề của người lao động, coi chúng như một yếu tố nội tại quyết định đến giá trị của doanh nghiệp.

\* *Năng lực quản trị kinh doanh*: Năng lực quản trị kinh doanh thường được đánh giá trên cơ sở việc thực hiện các chức năng quản trị, như: hoạch định, tổ chức, phối hợp, điều khiển, kiểm tra... Rõ ràng, năng lực quản trị kinh doanh tốt là một nhân tố có tính quyết định đến chiều hướng phát triển, cũng như khả năng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

## **12.2. Định giá doanh nghiệp và cách tiếp cận trong định giá DN**

### **12.2.1. Định giá doanh nghiệp**

Để thực hiện các hoạt động mua bán doanh nghiệp trên thị trường thì các bên bán/mua phải tiến hành xác định giá doanh nghiệp. Xác định giá trị doanh nghiệp là quá trình ước lượng giá trị doanh nghiệp theo một phương pháp nhất định. Đó là quá trình xác định giá trị thực tế của một doanh nghiệp tại một thời điểm theo giá thị trường nhằm tạo lập cơ sở cho việc thực hiện các giao dịch liên quan như mua bán, hợp nhất, sáp nhập, chia tách hoặc giải thể, phá sản doanh nghiệp.

*Vậy, định giá doanh nghiệp là xác định giá trị của doanh nghiệp làm cơ sở cho các hoạt động giao dịch mua bán một cách hợp lý và công bằng.*

Việc xác định giá trị doanh nghiệp một cách hợp lý sẽ giúp cho hoạt động mua bán doanh nghiệp dễ dàng được thực hiện, bởi nó làm cho các bên đều thỏa mãn nhu cầu của mình khi thực hiện giao dịch. Tuy nhiên, xác định giá trị doanh nghiệp là một công việc chứa đựng nhiều yếu tố chủ quan nhưng không phải là một công tác kỹ thuật tính toán đơn thuần mà chứa đựng nhiều nội dung kinh tế - kỹ thuật tổng hợp. Thực tế cho thấy không có phương pháp duy nhất nào có thể áp dụng cho mọi doanh nghiệp trong các điều kiện, hoàn cảnh cụ thể khác nhau. Điều đó là do những đặc điểm khác biệt của doanh nghiệp với một hàng hóa thông thường. Từ góc độ của người đầu tư kinh doanh, tiêu chuẩn cơ bản để ước lượng giá trị doanh nghiệp trước hết là ở giá trị các khoản thu nhập có thể đem lại từ hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai chứ không phải chỉ là giá trị của các tài sản của doanh nghiệp ở hiện tại.

#### ***12.2.2. Cách tiếp cận trong định giá DN***

Các cách tiếp cận áp dụng trong định giá doanh nghiệp bao gồm: Cách tiếp cận từ chi phí, cách tiếp cận từ thu nhập và cách tiếp cận từ thị trường.

- Đối với cách tiếp cận từ chi phí, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua giá trị các tài sản của doanh nghiệp. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận này để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tài sản.

- Đối với cách tiếp cận từ thu nhập, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua việc chiết khấu dòng tiền thu nhập trong tương lai có thể dự báo được về thời điểm định giá. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận này để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp chiết khấu dòng tiền.

- Đối với cách tiếp cận từ thị trường, giá trị doanh nghiệp được xác định thông qua giá trị của doanh nghiệp so sánh có điều kiện tương tự với doanh nghiệp cần định giá. Phương pháp được sử dụng trong cách tiếp cận này để xác định giá trị doanh nghiệp là phương pháp tỷ số bình quân .

### **12.3. Sự cần thiết định giá doanh nghiệp**

- *Xuất phát từ nhu cầu xác định giá trị doanh nghiệp trong điều kiện nền kinh tế thị trường.* Hàng loạt các hoạt động kinh tế và pháp lý trong đời sống xã hội như đầu tư tài chính, liên kết hay hợp tác kinh doanh, mua bán, sáp nhập, hợp nhất, cổ phần hóa, chia tách, giải thể hoặc phá sản doanh nghiệp đều đòi hỏi phải xác định giá trị doanh nghiệp để làm cơ sở tin cậy cho các bên liên quan đàm phán, thương lượng và lựa chọn các quyết định trước khi thực hiện các giao dịch.

- *Xuất phát từ đòi hỏi trong quản trị doanh nghiệp:* Giá trị doanh nghiệp là một chỉ tiêu tổng hợp phản ánh qui mô, trình độ tích tụ, tập trung sản xuất, năng lực tài chính của doanh nghiệp. Qua đó các nhà quản trị doanh nghiệp có thể thấy được sức mạnh kinh tế và năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp mình, từ đó đưa ra các quyết định về kinh doanh hoặc tài chính đúng đắn, hiệu quả.

Mục tiêu của hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Vì vậy việc xác định giá trị doanh nghiệp một cách định kỳ sẽ là căn cứ quan trọng giúp nhà quản trị đánh giá kết quả thực hiện mục tiêu hoạt động kinh doanh và quản trị tài chính của doanh nghiệp, từ đó có biện pháp điều chỉnh kịp thời nếu mục tiêu trên thực hiện kém hiệu quả.

- *Xuất phát từ các nhà đầu tư, nhà cung cấp vốn, các đối tác kinh doanh* thông tin về giá trị doanh nghiệp cung cấp cho họ những đánh giá tổng quát về khả năng sinh lời hoặc mức độ rủi ro đầu tư, khả năng tài chính, uy tín kinh doanh, vị thế tín dụng. Từ đó có thêm căn cứ tin cậy để lựa chọn các quyết định đầu tư, cấp vốn tín dụng, thực hiện các hợp đồng hợp tác hoặc liên kết kinh doanh hiệu quả.

Những lý do trên đây cũng là những đòi hỏi hoặc mối quan tâm của các chủ thể khác nhau có liên quan đến việc xác định giá trị doanh nghiệp. Nó cho thấy việc xác định đúng đắn giá trị doanh nghiệp là cần thiết khách quan, vì lợi ích của cả doanh nghiệp, các chủ sở hữu và của toàn xã hội.

## **12.4. Các phương pháp định giá doanh nghiệp**

### ***12.4.1. Phương pháp tài sản thuần***

#### ***a) Cơ sở lý luận***

+ Doanh nghiệp cũng là một loại hàng hoá;

+ Sự hoạt động của doanh nghiệp bao giờ cũng được tiến hành trên cơ sở một lượng tài sản có thực;

+ Tài sản của doanh nghiệp được hình thành từ hai nguồn vốn: Vốn chủ sở hữu và nợ phải trả .

*b) Phương pháp xác định*

- Để xác định tổng giá trị doanh nghiệp, chúng ta đi xác định tổng giá trị của số tài sản mà doanh nghiệp hiện đang sử dụng vào sản xuất kinh doanh.

Khi đó:

$$V_0 = V_A$$

$V_0$  là tổng giá trị doanh nghiệp

$V_A$  là giá trị của toàn bộ tài sản của doanh nghiệp hiện có

Có hai cách xác định  $V_A$  như sau:

+ *Cách thứ nhất*: Dựa vào số liệu về tài sản phản ánh trên bảng cân đối kế toán tại thời điểm định giá để xác định.

Giá trị doanh nghiệp xác định theo phương pháp này thường chỉ là những thông tin, số liệu mang tính lịch sử có tính chất tham khảo trong quá trình vận dụng các phương pháp khác.

+ *Cách thứ hai*: Đánh giá lại giá trị tài sản theo giá thị trường tại thời điểm định giá.

Để xác định giá trị tài sản theo giá thị trường, trước hết người ta loại ra khỏi danh mục đánh giá những tài sản không cần thiết và không có khả năng đáp ứng các yêu cầu của sản xuất kinh doanh. Sau đó tiến hành đánh giá số tài sản còn lại theo *giá thị trường*.

- Để xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu, áp dụng công thức sau:

$$V_E = V_0 - V_D$$

Trong đó:

$V_E$ : Giá trị doanh nghiệp thuộc về chủ sở hữu;

$V_0$ : Tổng giá trị doanh nghiệp

$V_D$ : Giá trị các khoản nợ.

*c) Ưu, nhược điểm của phương pháp*

- Ưu điểm:

+ Nó chứng minh được giá trị doanh nghiệp là một lượng tài sản có thật;

+ Kết quả thường thu được thường là giá trị tối thiểu của doanh nghiệp;

- + Thích hợp với những doanh nghiệp nhỏ, ít tài sản vô hình.
- Nhược điểm:
  - + Doanh nghiệp không được coi như một tổ chức đang tồn tại và còn có thể hoàn chỉnh và phát triển trong tương lai, nó đánh giá trong trạng thái tĩnh;
  - + Bỏ qua phần lớn các yếu tố phi vật chất, nhưng có giá trị thực;
  - + Trong nhiều trường hợp, kỹ thuật đánh giá quá phức tạp, chi phí tốn kém, thời gian kéo dài, nhất là giá trị lợi thế vị trí địa lý và giá trị thương hiệu;
  - + Một số yếu tố khi xác định phụ thuộc ý trí chủ quan của người xác định hoặc chế độ quy định (chẳng hạn như các chi phí sản xuất dở dang hoặc chi phí đầu tư dở dang...

Ngoài hai cách xác định giá trị doanh nghiệp trên (dựa vào sổ sách và dựa vào thị trường), người ta còn có thể xác định giá trị doanh nghiệp theo cách tính giá trị thanh lý (cách này xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên giá trị thanh lý tài sản của doanh nghiệp; nó thường chỉ áp dụng cho các doanh nghiệp có nguy cơ phá sản, hoạt động thua lỗ và khó có khả năng sinh lời hoặc có khả năng sinh lời quá thấp so với tiềm năng về tài sản sử dụng), hoặc theo cách xác định giá trị thay thế (cách này xác định giá trị doanh nghiệp dựa trên chi phí để tạo ra các tài sản có tình trạng tương tự, cách này ít sử dụng trong thực tế và thường chỉ phù hợp với định giá tài sản cho mục đích bảo hiểm).

#### **12.4.2. Phương pháp dòng tiền chiết khấu**

Phương pháp dòng tiền chiết khấu được cụ thể hoá bằng các phương pháp: *Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần*, *phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức*, *phương pháp chiết khấu dòng tiền lợi nhuận sau thuế*.

*Cơ sở của các phương pháp này* đều xuất phát trực tiếp từ quan niệm cho rằng giá trị doanh nghiệp được đo bằng tổng giá trị hiện tại của khoản thu nhập mà doanh nghiệp có thể mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai được chiết khấu theo tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư.

##### **12.4.2.1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần**

- *Cơ sở phương pháp luận:*

Theo phương pháp này, người mua doanh nghiệp giống như việc đầu tư vào một dự án đang được triển khai, để theo đó nhà đầu tư sau khi nắm quyền kiểm soát còn có thể tiếp tục vận hành và khai thác dự án trong tương lai. Như

đã đề cập ở trên, giá trị của công ty được quyết định bằng dòng tiền mà công ty có khả năng tạo ra ở hiện tại và tương lai. Khi đó, giá trị doanh nghiệp được đo bằng giá trị hiện tại của dòng tiền thuần trong tương lai.

- *Cách xác định dòng tiền thuần.*

Như đã đề cập ở trên, có 2 phạm trù về giá trị doanh nghiệp, đó là: Tổng giá trị doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu. Để xác định tổng giá trị doanh nghiệp, chúng ta sử dụng dòng tiền thuần của doanh nghiệp (tức là dòng tiền thuần của cả chủ nợ và chủ sở hữu), còn để xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu, chúng ta sử dụng dòng tiền thuần của chủ sở hữu.

+ Xác định dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF)

Dòng tiền thuần của doanh nghiệp là dòng tiền chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra phát sinh từ các hoạt động của doanh nghiệp để phân chia cho cả chủ nợ và chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nói cách khác nó phản ánh tổng dòng tiền thu nhập của tất cả các nhà đầu tư vốn vào doanh nghiệp, bao gồm cả chủ nợ và chủ sở hữu. Do dòng tiền thuần của doanh nghiệp là dòng tiền trước các khoản thanh toán nợ nên còn được gọi là dòng tiền không vay nợ (tức không có đòn bẩy tài chính). Nó không bao gồm khoản tiết kiệm thuế từ vốn vay (tức lá chắn thuế). Lý do là vì khi xác định chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp thì chi phí sử dụng vốn vay đã đưa về sau thuế, nghĩa là đã xem xét đến yếu tố này, nên nếu tính thêm khoản tiết kiệm thuế thì dòng tiền sẽ bị tính trùng.

Cách xác định dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) như sau:

*FCFF = Dòng tiền vào của cả chủ nợ và chủ sở hữu – Dòng tiền ra của cả chủ nợ và chủ sở hữu*

=>  $FCFF = [EBIT(1 - \text{Thuế suất thuế TNDN}) + \text{Khấu hao TSCĐ}] - [\text{Chi đầu tư mới vào TSCĐ} + \text{Thay đổi vốn lưu động}]$

+ Xác định dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE)

Dòng tiền thuần của chủ sở hữu là dòng tiền chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra phát sinh từ các hoạt động của doanh nghiệp để phân chia cho chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nói cách khác, nó là dòng tiền sau thuế được tạo ra từ các hoạt động của doanh nghiệp dành cho chủ sở hữu, sau khi đã trả lãi vay và hoàn trả vốn vay

cho các chủ nợ, chi trả các khoản chi phí đầu tư mới vào TSCĐ và thay đổi về nhu cầu vốn lưu động.

Dòng tiền thuần của chủ sở hữu được xác định theo công thức sau:

$$FCFE = \text{Dòng tiền vào của chủ sở hữu} - \text{Dòng tiền ra của chủ sở hữu}$$

$$\Rightarrow FCFE = [\text{LN sau thuế} + \text{Khấu hao TSCĐ} + \text{Vay nợ mới}] - [\text{Chi đầu tư mới vào TSCĐ} + \text{Thay đổi VLD} + \text{Trả nợ gốc cũ}]$$

❖ *Phương pháp định giá dựa theo dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF)*

Ta có công thức định giá doanh nghiệp như sau:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r_0)^t}$$

Trong đó:

$V_0$ : Tổng giá trị doanh nghiệp (gồm cả giá trị của chủ nợ và chủ sở hữu)

$FCFF_t$ : Dòng tiền thuần của doanh nghiệp ở năm  $t$

$r_0$ : Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp. Chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp được tính theo phương pháp bình quân gia quyền giữa chi phí sử dụng vốn vay sau thuế và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

➤ *Giả định 1*: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp cố định hàng năm và  $t \rightarrow \infty$ . Vậy giá trị doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư là:

$$V_0 = \frac{FCFF}{r_0}$$

➤ *Giả định 2*: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp tăng đều hàng năm với tốc độ là  $g\%$  (với  $g < r$ ) và  $t \rightarrow \infty$ . Vậy giá trị doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư là:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{r_0 - g}$$

➤ *Giả định 3*: Dòng tiền thuần của doanh nghiệp hàng năm tăng không đều nhau đến năm  $n$ , từ năm  $n+1$  trở đi tăng với tốc độ ổn định là  $g\%$ ,  $t \rightarrow \infty$  và  $g < r$ . Vậy giá trị doanh nghiệp đối với các nhà đầu tư:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r_0)^t} + \frac{V_n}{(1+r_0)^n}$$

Trong đó:

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{r_0 - g}$$

Sau khi tính toán được tổng giá trị doanh nghiệp, người ta lấy tổng giá trị doanh nghiệp trừ đi giá trị của tổng nợ phải trả sẽ ra được giá trị doanh nghiệp thuộc về chủ sở hữu doanh nghiệp. Nghĩa là  $V_E = V_0 - V_D$

❖ *Phương pháp định giá theo dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE)*

Ta có công thức định giá doanh nghiệp của chủ sở hữu như sau:

$$V_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t}$$

Trong đó:  $V_E$  là giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu

$r_e$  là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Chúng ta có các giả định như sau:

➤ *Giả định 1:* Dòng tiền thuần của chủ sở hữu cố định hàng năm và  $t \rightarrow \infty$ . Vậy giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu là:

$$V_E = \frac{FCFE}{r_e}$$

➤ *Giả định 2:* Dòng tiền thuần của chủ sở hữu tăng đều hàng năm với tốc độ là  $g\%$  (với  $g < r_e$ ) và  $t \rightarrow \infty$ . Vậy giá trị doanh nghiệp đối với chủ sở hữu:

$$V_E = \frac{FCFE_1}{r_e - g}$$

➤ *Giả định 3:* Dòng tiền thuần của chủ sở hữu hàng năm tăng không đều nhau đến năm  $n$ , từ năm  $n + 1$  trở đi tăng với tốc độ ổn định là  $g\%$ ,  $t \rightarrow \infty$  và  $g < r_e$ . Vậy giá trị doanh nghiệp đối với chủ sở hữu:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{V_n}{(1+r_e)^n}$$

Trong đó:

$$V_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g}$$

- *Ưu điểm của phương pháp*

- Doanh nghiệp coi như một dự án đầu tư đang triển khai, mỗi nhà đầu tư nhìn nhận tương lai của dự án này khác nhau;
- Giá trị doanh nghiệp là mức giá cao nhất nhà đầu tư có thể mua;

- Giải thích rõ vì sao doanh nghiệp này lại có giá trị cao hơn doanh nghiệp kia?

- Nó đã chỉ ra những cơ sở để mỗi nhà đầu tư có thể tùy ý mà phát triển những ý tưởng của mình nếu sở hữu doanh nghiệp;

- Quan niệm về dòng tiền tránh được việc điều chỉnh số liệu kế toán sao cho có thể phản ánh đúng thời điểm phát sinh các khoản tiền.

- *Nhược điểm của phương pháp*

- Khó khăn trong khi dự báo các tham số:  $r, n, \dots$ ;

Đối với các doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh hoặc có nhưng không rõ ràng thì khó áp dụng phương pháp này;

- Đòi hỏi người đánh giá phải có chuyên môn trong lĩnh vực thẩm định dự án đầu tư;

- Đòi hỏi phải có một lượng thông tin lớn.

#### 12.4.2.2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền cổ tức

- *Cơ sở phương pháp luận*

Theo phương pháp này, người ta sẽ xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu. Khi đó, giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của dòng tiền cổ tức mà doanh nghiệp chi trả trong tương lai.

- *Phương pháp xác định:*

Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được xác định như sau:

$$V_E = \frac{D_1}{(1+r_e)} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t}$$

*Trong đó:*

$V_E$ : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu;

$D_t$ : Tổng số cổ tức năm  $t$ ;

$r_e$ : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

$n$ : Số năm nhận được thu nhập.

➤ Giả định 1: doanh nghiệp có thể chi trả lợi tức cổ phần một cách cố định hàng năm. Tức là mức lợi tức trong tương lai luôn là một hằng số  $D$  và  $t \rightarrow \infty$ ;

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t} = D \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r_e)^t} = \frac{D}{r_e}$$

Trong đó:

- $D_t$ : Tổng số cổ tức năm  $t$ ;
- $D$ : Cổ tức trung bình một năm.

➤ Giả định 2: lợi tức cổ phiếu chi trả tăng đều hàng năm với tốc độ là  $g\%$  (với  $g < r$ ) và  $t \rightarrow \infty$ .

$$V_E = \frac{D_1}{r_e - g}$$

➤ Giả định 3: lợi tức cổ phiếu chi trả hàng năm khác nhau tới năm  $n$ , từ  $n+1$  trở đi giả thiết tăng đều với tốc độ là  $g\%$  (với  $g < r$ ) và  $t \rightarrow \infty$ :

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r_e)^t} + \frac{V_n}{(1+r_e)^n}$$

$$V_n = \frac{D_{n+1}}{r_e - g}$$

Trong đó:

- $V_n$ : Giá trị doanh nghiệp năm  $n$ .
- Ưu, nhược điểm của phương pháp

+ Ưu điểm:

- Đây là mô hình đầu tiên tiếp cận trực tiếp các khoản thu nhập dưới hình thức lợi tức cổ phần;

- Phương pháp này đặc biệt phù hợp với quan điểm nhìn nhận và đánh giá giá trị doanh nghiệp của các nhà đầu tư thiểu số;

- Thích hợp với doanh nghiệp có chứng khoán giao dịch trên thị trường, xác định giá trị doanh nghiệp bằng phương pháp tài sản thuần gặp nhiều khó khăn và có giá trị tài sản vô hình.

+ Nhược điểm:

- Việc dự báo lợi tức cổ phần không phải là dễ dàng;
- Phụ thuộc vào chính sách phân chia lợi tức cổ phần trong tương lai;
- Việc xác định các tham số có tính thuyết phục không cao ( $t, n, i, g$ ).

12.4.2.3. Phương pháp chiết khấu dòng tiền lợi nhuận sau thuế.

*- Cơ sở phương pháp luận*

Theo phương pháp này, người ta sẽ đi xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu. Khi đó, giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được xác định bằng tổng giá trị hiện tại của dòng tiền lợi nhuận sau thuế mà doanh nghiệp mang lại cho nhà đầu tư trong tương lai.

*- Phương pháp xác định*

Giá trị doanh nghiệp được tính bằng công thức:

$$V_E = \frac{NI_1}{(1+r_e)} + \frac{NI_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{NI_n}{(1+r_e)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{NI_t}{(1+r_e)^t}$$

*Trong đó:*

$V_E$  : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu;

$NI_t$  : Lợi nhuận sau thuế năm thứ  $t$ ;

$r_e$  là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu

Do lợi nhuận sau thuế được giả định là chia hết cho nhà đầu tư, do đó tỷ lệ tăng trưởng nhuận sau thuế hàng năm coi như bằng không,  $t \rightarrow \infty$ , do đó:

$$V_E = \frac{NI}{r_e}$$

Để ước tính lợi nhuận sau thuế trong tương lai, người ta có thể xác định trực tiếp từ kết quả kinh doanh trong tương lai, hoặc có thể xác định gián tiếp thông qua lợi nhuận sau thuế trong quá khứ. Trường hợp lấy lợi nhuận quá khứ thì nên lấy trong giai đoạn từ 3-5 năm, sau đó tính bình quân theo phương pháp bình quân số học giản đơn hoặc phương pháp bình quân có trọng số.

*- Ưu điểm của phương pháp:*

- Thích hợp để định giá các doanh nghiệp không có nhiều tài sản để khấu hao, khả năng tích lũy vốn từ khấu hao và lợi nhuận để lại là không đáng kể, phần lớn lợi nhuận sau thuế dùng để trả cho các nhà đầu tư;
- Đóng góp cơ bản của phương pháp này còn được bổ sung bằng sự thuận lợi khi dự báo tham số lợi nhuận thuần;
- Với những doanh nghiệp khó tìm thấy cơ hội đầu tư mới.

*- Nhược điểm của phương pháp:*

- Thiếu những điều kiện nêu trên thì phương pháp này lại trở nên không phù hợp với cả nhà đầu tư thiếu số và nhà đầu tư đa số;
- Việc điều chỉnh số liệu quá khứ để rút ra tính quy luật của lợi nhuận trong tương lai cũng không phù hợp với cách nhìn chiến lược về doanh nghiệp;
- Việc xác định các tham số có tính thuyết phục không cao

### **12.4.3. Phương pháp tỷ số bình quân**

#### **12.4.3.1. Khái niệm và các tỷ số bình quân được sử dụng**

- Khái niệm: Phương pháp tỷ số bình quân là phương pháp ước tính giá trị doanh nghiệp thông qua tỷ số thị trường trung bình của các doanh nghiệp so sánh.

- Doanh nghiệp so sánh là doanh nghiệp thỏa mãn các điều kiện sau:

+ Tương tự với doanh nghiệp cần định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; khách hàng và thị trường tiêu thụ; rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, các chỉ số tài chính.

+ Có cổ phần được giao dịch thành công trên thị trường tại thời điểm định giá hoặc gần thời điểm định giá nhưng không quá 01 năm tính đến thời điểm định giá.

- Các tỷ số thị trường được sử dụng trong phương pháp tỷ số bình quân bao gồm: tỷ số giá trên thu nhập bình quân ( $\frac{P}{E}$ ), tỷ số giá trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu bình quân ( $\frac{P}{B}$ ), tỷ số giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao bình quân ( $\frac{EV}{EBITDA}$ ).

- Trường hợp áp dụng phương pháp tỷ số bình quân: Có ít nhất 03 doanh nghiệp so sánh. Ưu tiên các doanh nghiệp so sánh là các doanh nghiệp đã niêm yết trên sàn chứng khoán tập trung.

- Nguyên tắc thực hiện

+ Cách thức xác định các chỉ số tài chính, tỷ số thị trường phải nhất quán đối với tất cả các doanh nghiệp so sánh và doanh nghiệp cần định giá.

+ Các chỉ số tài chính, tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh được thu thập từ các nguồn khác nhau phải được rà soát, điều chỉnh để bảo đảm tính nhất quán về cách thức xác định trước khi đưa vào sử dụng để định giá.

### 12.4.3.2. Các bước xác định giá trị doanh nghiệp

- Bước 1: Đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh.
- Bước 2: Xác định tỷ số thị trường được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá.
- Bước 3: Ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá.

### 12.4.3.3. Nội dung của phương pháp tỷ số bình quân

#### a. Đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh

Tiêu chí đánh giá, lựa chọn các doanh nghiệp so sánh bao gồm:

(i) Doanh nghiệp so sánh phải tương tự với doanh nghiệp cần định giá về các yếu tố: ngành nghề kinh doanh chính; nhóm khách hàng và thị trường tiêu thụ. Trong nhiều trường hợp, các doanh nghiệp tương tự với doanh nghiệp cần định giá về các yếu tố này có thể được lựa chọn từ các đối thủ cạnh tranh của doanh nghiệp cần định giá.

(ii) Doanh nghiệp so sánh phải tương tự với doanh nghiệp cần định giá về đa số các chỉ số tài chính, bao gồm:

- Chỉ số phản ánh quy mô của doanh nghiệp: giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu, doanh thu, lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ.
- Chỉ số phản ánh khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp: tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình trong 03 năm gần nhất.
- Chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA).

Người định giá tiến hành đánh giá theo các tiêu chí trên để lựa chọn được ít nhất 03 doanh nghiệp so sánh. Tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh này được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá. Số lượng doanh nghiệp so sánh càng nhiều thì độ tin cậy của các tỷ số thị trường bình quân càng cao.

#### b. Xác định tỷ số thị trường được sử dụng để ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá

- Xác định các tỷ số thị trường của doanh nghiệp so sánh, bao gồm:

+ Tỷ số giá trên thu nhập:  $\frac{P}{E}$

+ Tỷ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu:  $\frac{P}{B}$

+ Tỷ số giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận trước khấu hao, lãi vay và thuế:  $\frac{EV}{EBITDA}$

- Lưu ý khi xác định các tỷ số thị trường:

+ Giá cổ phần của doanh nghiệp so sánh được lấy là mức giá đóng cửa trong ngày giao dịch gần nhất của các cổ phần này trên thị trường chứng khoán tại thời điểm định giá.

+ Giá trị sổ sách của cổ phần trong chỉ số  $\frac{P}{B}$  cần lưu ý trừ phần giá trị sổ sách của tài sản cố định vô hình (không bao gồm quyền sử dụng đất, quyền khai thác tài sản trên đất) để hạn chế tác động của quy định về hạch toán kế toán đối với tài sản cố định vô hình có thể làm sai lệch kết quả định giá trong trường hợp các doanh nghiệp so sánh, doanh nghiệp cần định giá có tài sản cố định vô hình trong bảng cân đối kế toán.

- Tham số giá trị doanh nghiệp (EV) của các doanh nghiệp so sánh trong tỷ số thị trường  $\frac{EV}{EBITDA}$  được tính theo công thức sau:

| Giá trị   |         |          |          |              |           |
|-----------|---------|----------|----------|--------------|-----------|
|           | Vốn hóa |          |          |              |           |
|           | thị     | các      | Giá trị  | Lợi ích của  | Giá trị   |
|           | trường  | khoản    | cổ       | cổ đông      | tiền và   |
| Giá trị   |         | nợ       | phần     | không nắm    | các khoản |
| doanh     | =       | + có chi | + ưu đãi | + quyền kiểm | - tương   |
| ng nghiệp |         | phí sử   | (nếu     | soát (nếu    | đương     |
|           | phần    | dụng     | có)      | có)          | tiền      |
|           | thường  | vốn      |          |              |           |

Trong đó:

+ Giá trị các khoản nợ, giá trị cổ phần ưu đãi, lợi ích của cổ đông không nắm quyền kiểm soát, giá trị tiền và các khoản tương đương tiền được xác định theo giá trị sổ sách kế toán.

+ Trường hợp doanh nghiệp có phát hành chứng khoán chuyển đổi, chứng khoán quyền chọn, cần cân nhắc việc chuyển đổi các chứng khoán này sang cổ phần thường nếu phù hợp khi xác định vốn hóa thị trường của doanh nghiệp.

- EBITDA của doanh nghiệp so sánh không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền.

*c. Ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá*

\* Xác định tỷ số thị trường bình quân cho từng tỷ số thị trường:

Tỷ số thị trường bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh hoặc xác định bằng việc tính bình quân có trọng số tỷ số thị trường của các doanh nghiệp so sánh. Việc xác định trọng số tỷ số thị trường cho từng doanh nghiệp so sánh có thể dựa trên phân tích về đặc thù phát triển ngành, khả năng phát triển của từng doanh nghiệp.

\* Xác định giá trị doanh nghiệp cần định giá theo từng tỷ số thị trường bình quân:

- Xác định tổng giá trị doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu cần định giá theo tỷ số thị trường  $\frac{EV}{EBITDA}$ :

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Tổng giá trị} & & \text{EBITDA của} & & \frac{EV}{EBITDA} \text{ bình quân} & & \text{Giá trị tiền} \\ \text{doanh nghiệp} & = & \text{doanh nghiệp} & \times & \text{của các doanh} & + & \text{và các khoản} \\ & & \text{cần định giá} & & \text{nghiệp so sánh} & & \text{tương đương} \\ & & & & & & \text{tiền} \end{array}$$

Trong đó EBITDA của doanh nghiệp cần định giá không bao gồm các khoản thu nhập từ tiền và các khoản tương đương tiền.

Từ đó, ta có giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu được tính toán theo công thức sau:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Giá trị doanh} & & \text{Tổng giá trị doanh} & & \text{Giá trị các} \\ \text{nghiệp của chủ sở} & = & \text{nghiệp} & - & \text{khoản nợ} \\ \text{hữu} & & & & \end{array}$$

Trong đó: Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp được xác định theo giá thị trường nếu có chứng cứ thị trường, nếu không có thì xác định theo giá trị sổ sách kế toán

+ Xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu cần định giá theo tỷ số thị trường  $\frac{P}{E}$ :

$$\begin{array}{ccccc} \text{Giá trị doanh} & & \text{Lợi nhuận sau thuế thu nhập} & & \frac{P}{E} \text{ bình quân của} \\ \text{nghiệp của chủ sở} & = & \text{doanh nghiệp 1 năm gần nhất} & \times & \end{array}$$

hữu của doanh nghiệp cần định giá các doanh nghiệp so sánh

+ Xác định giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu cần định giá theo tỷ số thị trường  $\frac{P}{B}$ :

$$\begin{array}{l} \text{Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu} = \text{Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp cần định giá gần nhất thời điểm định giá} \times \frac{\frac{P}{B} \text{ bình quân của các doanh nghiệp so sánh}}{\frac{P}{B} \text{ bình quân của các doanh nghiệp so sánh}} \end{array}$$

\* Ước tính giá trị doanh nghiệp cần định giá theo phương pháp tỷ số bình quân:

Giá trị doanh nghiệp cần định giá theo phương pháp tỷ số bình quân có thể được xác định bằng trung bình cộng các kết quả giá trị doanh nghiệp cần định giá được xác định theo từng tỷ số thị trường bình quân hoặc xác định bằng việc tính bình quân có trọng số của các kết quả. Việc xác định trọng số cho từng kết quả giá trị có thể dựa trên đánh giá mức độ tương đồng giữa các doanh nghiệp so sánh đối với từng loại tỷ số thị trường được sử dụng để tính toán kết quả giá trị đó theo nguyên tắc: tỷ số thị trường nào có mức độ tương đồng càng cao giữa các doanh nghiệp so sánh thì kết quả giá trị sử dụng tỷ số thị trường đó có trọng số càng lớn.

## 12.5. Định giá tài sản vô hình

### 12.5.1. Cơ sở lý luận của phương pháp

- Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu không chỉ bao gồm giá trị tài sản hữu hình mà gồm cả giá trị tài sản vô hình. Tài sản vô hình của doanh nghiệp bao gồm uy tín, thương hiệu, vị trí địa lý, trình độ đội ngũ cán bộ, người lao động trong doanh nghiệp...vv.

- Để khắc phục nhược điểm của phương pháp tài sản thuần là chưa tính đến giá trị của tài sản vô hình, thì người ta đi xác định giá trị của tài sản vô hình và cộng gộp với giá trị doanh nghiệp được ước tính theo phương pháp tài sản thuần thì chúng ta sẽ có giá trị doanh nghiệp đầy đủ.

- Một doanh nghiệp có thể đạt tỷ suất lợi nhuận cao hơn tỷ suất lợi nhuận trung bình của ngành nghề mà doanh nghiệp đang hoạt động, bởi vì doanh nghiệp đó có tài sản vô hình. Cho nên, giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp

chính là giá trị hiện tại của dòng tiền siêu lợi nhuận mà doanh nghiệp thu được trong tương lai.

### **15.5.2. Nội dung của phương pháp:**

Dựa trên cơ sở lý luận trên, người ta có thể tính ra giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu bằng tổng giá trị các tài sản hữu hình và tài sản vô hình.

$$V'_E = V_E + GW$$

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{P_t - i \times A_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{SP_t}{(1+r)^t}$$

Trong đó:

+  $V'_E$ : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu (bao gồm cả giá trị tài sản hữu hình và tài sản vô hình);

+  $V_E$ : Giá trị doanh nghiệp của chủ sở hữu (tính theo phương pháp tài sản thuần)

+  $GW$ : Giá trị tài sản vô hình, còn gọi là lợi thế thương mại;

+  $P_t$ : Lợi nhuận sau thuế năm  $t$  của doanh nghiệp;

+  $i$ : Tỷ suất lợi nhuận trung bình của tài sản đưa vào sản xuất kinh doanh;

+  $A_t$ : Giá trị tài sản năm  $t$  mà doanh nghiệp đưa vào sản xuất kinh doanh;

+  $SP_t$ : siêu lợi nhuận năm  $t$ ;

+  $r$ : tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư

+  $t$ : thứ tự năm;

+  $n$ : số năm.

### **15.5.3. Ưu, nhược điểm của phương pháp**

#### **a. Ưu điểm:**

- Xác định giá trị doanh nghiệp bao gồm cả giá trị tài sản vô hình;
- Phương pháp  $GW$  cho phép xác định giá trị doanh nghiệp trên cơ sở có tính đến cả lợi ích của người mua và người bán;

Với cơ sở lý luận chặt chẽ, giá trị doanh nghiệp tính thêm cả  $GW$  bao giờ cũng mang lại một sự tin tưởng vững chắc hơn.

#### **b. Nhược điểm:**

- Lập luận về siêu lợi nhuận thiếu cơ sở để dự báo thời hạn và thiếu căn cứ để xây dựng các giả thuyết về lợi nhuận tương lai;

- Nó cũng không tránh khỏi những hạn chế của phương pháp giá trị tài sản thuần và phương pháp hiện tại hoá lợi nhuận.
- GW có biên độ dao động rất lớn trước những thay đổi nhỏ của r.

## **BÀI TẬP TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP THAM KHẢO**

### **Bài số 1**

Doanh nghiệp X dự định đầu tư 1.000 triệu đồng vào một phân xưởng sản xuất mới; trong đó, đầu tư về TSCĐ là 800 triệu đồng và đầu tư về vốn lưu động thường xuyên là 200 triệu đồng. Công suất theo thiết kế của phân xưởng là 5.500 sản phẩm/năm. Chi phí cố định kinh doanh chưa kể chi phí khấu hao là 100 triệu đồng/năm. Chi phí biến đổi cho một sản phẩm là 50.000 đồng, giá bán một sản phẩm (chưa có thuế giá trị gia tăng) là 100.000 đồng.

1. Hãy cho biết doanh nghiệp có hoà vốn không nếu doanh nghiệp sử dụng hoàn toàn vốn chủ sở hữu để đầu tư?.

2. Nếu doanh nghiệp đầu tư 50%, hoặc đầu tư hoàn toàn bằng vốn vay với lãi suất 10%/năm. Khi đó doanh nghiệp có hoà vốn không?

***Biết rằng:*** doanh nghiệp áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng; thời gian sử dụng hữu ích của TSCĐ là 8 năm và nộp thuế giá trị gia tăng theo phương pháp khấu trừ.

### **Bài số 2**

Công ty X chuyên sản xuất linh kiện điện tử có tài liệu sau:

#### **I. Tài liệu năm báo cáo:**

1. Sản lượng tiêu thụ trong năm là 50.000 linh kiện với giá bán chưa có thuế giá trị gia tăng là 120.000 đồng/ linh kiện.

2. Chi phí sản xuất kinh doanh:

- Tổng chi phí cố định: 200 triệu đồng.
- Chi phí biến đổi: 115.000 đồng/ linh kiện.

#### **II. Tài liệu năm kế hoạch**

1. Đầu năm, doanh nghiệp dự kiến đổi mới dây chuyền công nghệ nâng cấp tài sản cố định và do vậy phải đầu tư tăng thêm 350 triệu đồng (Giả định thời gian thực hiện công việc này là không đáng kể).

2. Việc thực hiện việc đổi mới này có thể giảm bớt được chi phí biến đổi là 1.000 đồng/ linh kiện, đồng thời có thể tăng thêm sản lượng sản xuất và tiêu thụ lên mức 60.000 linh kiện với giá bán như năm trước.

***Yêu cầu:***

a) Hãy xem xét sản lượng hoà vốn trước lãi vay năm kế hoạch có sự thay đổi nào không so với năm báo cáo?

b) Lợi nhuận trước lãi vay và thuế năm kế hoạch thay đổi như thế nào so với năm báo cáo?

c) Theo tính toán của một nhà quản lý công ty, nếu năm kế hoạch công ty thực hiện đổi mới công nghệ như đã nêu đồng thời giảm bớt giá bán đi 1.000 đồng/linh kiện thì có thể tăng thêm được lượng tiêu thụ là 10.000 linh kiện. Hãy cho biết công ty có nên thực hiện như vậy không?

***Biết rằng:*** Tỷ lệ khấu hao tài sản cố định bình quân là 10%/năm.

**Bài số 3**

Công ty chế biến lâm sản B mua một thiết bị sấy gỗ của Nhật Bản theo giá FOB tại cảng Osaka là 150.000 USD bằng vốn vay của Vietcombank với lãi suất 5%/năm. Trọng lượng của thiết bị (kể cả bao bì) là 100 tấn. Chi phí vận chuyển thiết bị từ cảng Osaka về cảng Hải Phòng là 50 USD/tấn. Phí bảo hiểm thiết bị trên đường vận chuyển là 2%. Chi phí vận chuyển, bốc dỡ thiết bị về tới công ty là 30 triệu đồng. Chi phí lắp đặt, chạy thử và các chi phí khác là 28 triệu đồng. Thời gian kể từ khi mở L/C cho tới khi đưa thiết bị vào làm việc là 12 tháng (thời hạn vay vốn theo hợp đồng tín dụng là 12 tháng và trả lãi 1 lần cùng vốn gốc). Thiết bị này khi nhập khẩu về phải chịu thuế nhập khẩu với thuế suất 20% và chịu thuế giá trị gia tăng với thuế suất 5%.

Tỷ giá ngoại tệ là 20.000 đ/USD tại thời điểm vay, tỷ giá này có sự biến động không đáng kể.

Dựa theo hồ sơ thiết kế và đặc điểm kỹ thuật của thiết bị, công ty xác định thời gian sử dụng hữu ích của thiết bị là 5 năm

***Biết rằng:*** Công ty nộp thuế giá trị gia tăng theo phương pháp khấu trừ.

***Yêu cầu:***

1. Xác định nguyên giá của thiết bị sấy gỗ nhập khẩu?
2. Tính mức khấu hao hàng năm theo phương pháp đường thẳng?
3. Tính mức khấu hao hàng năm theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh?

### **Bài số 4**

Công ty X chuyên sản xuất sản phẩm A có tài liệu sau:

#### **A. Tài liệu năm báo cáo:**

1. Tổng nguyên giá tài sản cố định có liên quan đến hoạt động sản xuất kinh doanh ở đầu năm: 1.500 triệu đồng, trong đó nguyên giá TSCĐ phải khấu hao: 1.400 triệu đồng. Giá trị hao mòn lũy kế ở đầu năm: 400 triệu đồng
2. Sản lượng tiêu thụ trong năm là 50.000 sản phẩm với giá bán chưa có thuế giá trị gia tăng là 150.000 đồng/sản phẩm.
3. Chi phí sản xuất kinh doanh trong năm:
  - a) Tổng chi phí cố định (chưa kể chi phí khấu hao TSCĐ): 80 triệu đồng
  - b) Chi phí khấu hao TSCĐ: 140 triệu đồng
  - c) Chi phí biến đổi: 140.000 đồng /sản phẩm
4. Trong năm không có sự biến động tăng giảm nào về tài sản cố định.
5. Vốn lưu động bình quân trong năm là: 500 triệu đồng

#### **B. Tài liệu năm kế hoạch**

1. Tháng 1 doanh nghiệp dự kiến đầu tư nâng cấp dây chuyền công nghệ và phải đầu tư thêm 600 triệu đồng (thời gian nâng cấp không đáng kể).
2. Việc thực hiện đổi mới này có thể giảm bớt được chi phí biến đổi là 2.000 đồng/sản phẩm, đồng thời có thể tăng thêm sản lượng sản xuất và tiêu thụ lên mức 60.000 sản phẩm.
3. Tổng chi phí cố định kinh doanh chưa kể chi phí khấu hao TSCĐ và giá bán vẫn như năm trước.
4. Vốn lưu động dự kiến chu chuyển tăng thêm được 1 vòng so với năm báo cáo.

#### ***Yêu cầu:***

- a) Hãy xem xét sản lượng hoà vốn năm kế hoạch có sự thay đổi nào không so với năm báo cáo?
- b) Lợi nhuận trước lãi vay và thuế năm kế hoạch thay đổi như thế nào so với năm báo cáo?
- c) Hãy xác định tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên vốn kinh doanh của năm báo cáo và năm kế hoạch?

***Biết rằng:*** Tỷ lệ khấu hao bình quân các loại TSCĐ của doanh nghiệp là 10%/năm.

### **Bài số 5**

Một công ty cổ phần chuyên sản xuất kinh doanh loại sản phẩm A có tình hình sau:

1. Tổng số vốn kinh doanh ở cuối năm N là 5000 triệu đồng; trong đó: số vốn vay là 2000 triệu đồng, lãi suất vay vốn bình quân là 10%/năm.

2. Công ty dự kiến trong năm tới (năm N+1) sẽ sản xuất và tiêu thụ 50.000 sản phẩm với giá bán chưa có thuế GTGT là 200.000 đồng/sản phẩm. Chi phí sản xuất kinh doanh trong năm như sau:

- Chi phí biến đổi cho một đơn vị sản phẩm là 150.000 đồng/sản phẩm.
- Tổng chi phí cố định kinh doanh là 200 triệu đồng.

3. Công ty hiện đang xem xét dự án đầu tư nâng cấp dây truyền thiết bị sản xuất với số vốn đầu tư vào TSCĐ là 300 triệu đồng (không cần bổ sung VLD). Thời gian nâng cấp thiết bị coi như không đáng kể. Toàn bộ chi phí đầu tư nâng cấp này sẽ khấu hao trong 3 năm theo phương pháp đường thẳng.

4. Nếu thực hiện việc đầu tư trên, số sản phẩm tiêu thụ và giá bán sản phẩm trong năm tới vẫn như dự kiến, nhưng chi phí biến đổi/đơn vị sản phẩm sẽ giảm 10% so với trước khi đầu tư.

#### ***Yêu cầu:***

1. Tính tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) trước khi thực hiện đầu tư và sau khi thực hiện đầu tư?

2. Nếu công ty quyết định vay vốn ngân hàng với lãi suất 10%/năm để thực hiện dự án đầu tư này thì tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) là bao nhiêu?

Biết rằng: Công ty phải nộp thuế thu nhập với thuế suất 25%.

#### **Bài số 6**

Công ty X cần mua một xe ô tô tải loại 3 tấn, đang cân nhắc lựa chọn phương thức thanh toán do bên bán đưa ra như sau:

- Phương thức 1: phải trả số tiền là 300 triệu đồng nếu trả toàn bộ tiền hàng một lần vào thời điểm nhận xe.

- Phương thức 2: phải trả số tiền là 400 triệu đồng nếu trả làm 4 lần, mỗi lần trả 100 triệu đồng. Kỳ trả tiền theo thỏa thuận lần lượt là 1 năm, 2 năm, 3 năm và 4 năm kể từ lúc nhận xe.

Theo bạn, công ty X nên mua xe theo phương thức thanh toán nào, biết rằng lãi suất ngân hàng ổn định là 15%/năm theo phương thức tính lãi kép và công ty có khả năng thanh toán ngay toàn bộ tiền hàng.

### **Bài số 7**

Công ty cổ phần Thanh Bình có nhu cầu huy động 50 tỷ đồng để tài trợ cho một dự án đầu tư mới và công ty muốn phát hành trái phiếu để huy động vốn tài trợ cho dự án này. Trái phiếu có kỳ hạn 20 năm và công ty đang đánh giá 2 phương án phát hành như sau:

- *Phương án 1:* Phát hành trái phiếu trả lãi định kỳ có lãi suất danh nghĩa bằng 6%/năm, trả lãi 6 tháng 1 lần.

- *Phương án 2:* Phát hành trái phiếu không trả lãi định kỳ.

Cả hai loại trái phiếu đều có mệnh giá là 100.000 đồng/trái phiếu. Tỷ suất sinh lời yêu cầu đối với đợt phát hành trái phiếu này là 7%/năm.

a. Để có thể huy động 50 tỷ đồng, nếu chọn phương án 1, công ty phải phát hành bao nhiêu trái phiếu? Nếu chọn phương án 2, công ty phải phát hành bao nhiêu trái phiếu? (Giả sử không có chi phí phát hành).

b. Vào thời điểm đáo hạn trái phiếu, số tiền chi trả cho các trái chủ là bao nhiêu nếu công ty phát hành trái phiếu trả lãi định kỳ? Số tiền chi trả bao nhiêu nếu công ty phát hành trái phiếu không trả lãi định kỳ?

### **Bài số 8**

Công ty cổ phần Thăng Long có doanh thu năm 2022 là 400 tỷ VNĐ. Bảng cân đối kế toán của công ty vào cuối năm 2022 như sau (đơn vị: tỷ VNĐ):

| <b>Tài sản</b>      | <b>Số tiền</b> | <b>Nguồn vốn</b>      | <b>Số tiền</b> |
|---------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| Tiền                | 20             | Khoản phải trả        | 40             |
| Khoản phải thu      | 60             | Khoản phải nộp        | 20             |
| Hàng tồn kho        | 50             | Vay dài hạn ngân hàng | 90             |
| Tài sản dài hạn     | 220            | Vốn chủ sở hữu        | 200            |
| <b>Tổng tài sản</b> | <b>350</b>     | <b>Tổng nguồn vốn</b> | <b>350</b>     |

Công ty đưa ra hai phương án để ước lượng nhu cầu tài chính cho năm tới. Trong phương án thứ nhất, công ty không đầu tư thêm vào tài sản cố định và công ty ước tính rằng lượng tài sản ngắn hạn sẽ tăng 10% so với năm 2022. Ngoài ra, khoản phải trả và khoản phải nộp của công ty sẽ tăng một lượng lần lượt bằng 15% và 5% so với năm 2022. Trong phương án thứ hai, công ty quyết định sẽ đầu tư 10 tỷ vào tài sản cố định, công ty không cần tăng tài sản ngắn hạn để tài trợ cho lượng tăng của doanh thu. Tuy nhiên, khoản phải trả và khoản phải nộp của công ty trong năm 2023 lần lượt tăng một lượng bằng 10% và 5% so với năm 2022.

a. Hãy tính nhu cầu vốn đầu tư tại năm 2023 của công ty theo hai phương án trên. Dựa vào kết quả tính được, hãy nhận xét?

b. Giả sử công ty lựa chọn phương án 2 và công ty trong năm 2022 có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu là 2%. Công ty dự định sẽ dùng toàn bộ lợi nhuận sau thuế để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm. Nếu lợi nhuận sau thuế này không đủ, công ty sẽ đi vay dài hạn ngân hàng. Ngược lại, nếu lợi nhuận sau thuế này đủ để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm thì công ty sẽ trả cổ tức phần dư ra từ lợi nhuận sau thuế cho cổ đông. Hỏi lợi nhuận sau thuế có đủ để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm không? Công ty cần đi vay dài hạn bao nhiêu và công ty sẽ có tỷ lệ chi trả cổ tức là bao nhiêu?

c. Kết quả tại câu b sẽ thay đổi như thế nào nếu như công ty lựa chọn phương án thứ nhất. Nhận xét kết quả có được.

### **Bài số 9**

Theo dự đoán của các nhà đầu tư thì tỷ suất sinh lời của 2 loại cổ phiếu A và B vào năm 202N sẽ thay đổi theo phân bố xác suất sau:

| <b>Cổ phiếu A</b> |                         | <b>Cổ phiếu B</b> |                         |
|-------------------|-------------------------|-------------------|-------------------------|
| <b>Xác suất</b>   | <b>Tỷ suất sinh lời</b> | <b>Xác suất</b>   | <b>Tỷ suất sinh lời</b> |
| 0,25              | 20%                     | 0,25              | 20%                     |
| 0,5               | 30%                     | 0,5               | 25%                     |
| 0,25              | 40%                     | 0,25              | 30%                     |

#### **Yêu cầu:**

- Xác định tỷ suất sinh lời kỳ vọng của mỗi loại cổ phiếu?
- Đầu tư vào cổ phiếu nào sẽ có nhiều rủi ro hơn? Vì sao?
- Giả định có một nhà đầu tư quyết định đầu tư 60% vào cổ phiếu A và 40% vào cổ phiếu B. Hãy xác định rủi ro của danh mục đầu tư trên?

### **Bài số 10**

Ông A đang xem xét đầu tư vào hai loại cổ phiếu: X và Y. Sau khi liên hệ với công ty chứng khoán Kim Long, ông có được thông tin về tỷ suất sinh lời kỳ vọng và độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lời kỳ vọng của hai cổ phiếu trên như sau:

| <b>Chỉ tiêu</b>              | <b>Cổ phiếu X</b> | <b>Cổ phiếu Y</b> |
|------------------------------|-------------------|-------------------|
| Tỷ suất sinh lời kỳ vọng (%) | 13,8              | 21,2              |
| Độ lệch chuẩn (%)            | 3,6               | 9,5               |

Để hạn chế rủi ro, ông A quyết định đầu tư vào một danh mục trị giá 120 triệu đồng gồm 58% cổ phiếu X và 42% cổ phiếu Y. Với tư cách là nhà tư vấn tài chính, bạn hãy giúp ông A xác định:

- Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục đầu tư trên?

b) Rủi ro của danh mục đầu tư tăng hay giảm so với đầu tư vào một trong hai cổ phiếu cá biệt? Biết rằng hệ số tương quan tỷ suất sinh lời giữa hai cổ phiếu X và Y là 0,3.

### **Bài số 11**

Doanh nghiệp A có một dự án đầu tư xây dựng thêm 1 phân xưởng và có tài liệu như sau:

1. Dự toán vốn đầu tư:
  - Đầu tư vào TSCĐ là 200 triệu đồng
  - Nhu cầu vốn lưu động thường xuyên cần thiết dự tính bằng 15% doanh thu thuần. Toàn bộ vốn đầu tư bỏ ngay 1 lần.
2. Thời gian hoạt động của dự án là 4 năm.
3. Doanh thu thuần do phân xưởng đưa lại dự kiến hàng năm là 400 triệu đồng
4. Chi phí hoạt động kinh doanh hàng năm của phân xưởng
  - Chi phí biến đổi bằng 60% doanh thu thuần
  - Chi phí cố định (chưa kể khấu hao TSCĐ) là 60 triệu đồng/năm.
5. Dự kiến các TSCĐ sử dụng với thời gian trung bình là 4 năm và được khấu hao theo phương pháp đường thẳng. Giá trị thanh lý là không đáng kể.
6. Số VLD ứng ra dự tính thu hồi toàn bộ vào cuối năm thứ 4
7. Doanh nghiệp phải nộp thuế thu nhập với thuế suất 25%.

#### ***Yêu cầu:***

- a) Xác định giá trị hiện tại thuần của dự án?
- b) Xác định tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án? Dựa trên tiêu chuẩn này cho biết có nên lựa chọn dự án không?

***Biết rằng:*** Chi phí sử dụng vốn của dự án là 12%/năm

### **Bài số 12**

Một công ty đang xem xét khả năng đầu tư một trong hai dự án sau:

- Dự án A có vốn đầu tư ban đầu là 3.600 triệu đồng, thời gian hoạt động là 10 năm và tạo ra thu nhập ròng mỗi năm là 800 triệu đồng.
- Dự án B có vốn đầu tư ban đầu là 1.500 triệu đồng và tạo ra thu nhập ròng mỗi năm là 370 triệu đồng trong 10 năm.

#### ***Yêu cầu:***

- a) Công ty nên lựa chọn dự án nào nếu xét theo tiêu chuẩn NPV? tiêu chuẩn IRR?

b) Hãy xác định tỷ suất chiết khấu làm cân bằng NPV của hai dự án trên và xác định giá trị NPV tại điểm cân bằng?

**Biết rằng:** Chi phí sử dụng vốn của công ty là 12%. Cả 2 dự án đều thực hiện bỏ vốn đầu tư toàn bộ một lần.

### **Bài số 13**

Công ty cổ phần A đang xem xét một dự án đầu tư xây dựng một phân xưởng mới sản xuất sản phẩm H. Thời gian hoạt động của dự án là 4 năm. Tài liệu liên quan đến dự án như sau:

1. Dự toán vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ là 1200 triệu đồng (bỏ vốn ngay một lần), vốn lưu động thường xuyên bằng 20% doanh thu thuần.

2. Dự kiến sản lượng sản xuất và tiêu thụ của dự án như sau:

| Chỉ tiêu  | Năm 1 | Năm 2 | Năm 3 | Năm 4 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Sản lượng | 1500  | 1550  | 2000  | 2000  |

3. Giá bán đơn vị sản phẩm chưa có thuế gián thu là 900.000 đồng/sản phẩm

4. Dự kiến chi phí sản xuất kinh doanh hàng năm:

- Tổng chi phí cố định kinh doanh (chưa kể khấu hao TSCĐ): 100 triệu đồng

- Chi phí biến đổi bằng 50% doanh thu thuần

5. TSCĐ đầu tư ban đầu dự kiến khấu hao trong 4 năm theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh (2 năm cuối khấu hao theo phương pháp đường thẳng). Giá trị thu hồi thanh lý là không đáng kể.

6. Số vốn lưu động dự kiến thu hồi toàn bộ một lần vào cuối năm thứ 4.

#### ***Yêu cầu:***

Theo tiêu chuẩn NPV hãy cho biết công ty có nên thực hiện dự án đầu tư không? Giải thích ý nghĩa của kết quả vừa tính được?

#### ***Biết rằng:***

- Chi phí sử dụng vốn của dự án là 10%/năm,

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%.

### **Bài số 14**

Công ty H đang xem xét một dự án đầu tư có vòng đời của dự án là 5 năm, các tài liệu liên quan như sau:

1. Dự toán vốn đầu tư ban đầu vào TSCĐ là 1.000 triệu đồng, đầu tư về vốn lưu động thường xuyên là 200 triệu đồng.

2. Cuối năm thứ 2 sẽ đầu tư nâng cấp dây chuyền sản xuất chi phí nâng cấp 300 triệu đồng. Theo đó vốn lưu động thường xuyên bổ sung thêm là 50 triệu đồng.

3. Dự kiến số lượng sản phẩm sản xuất, tiêu thụ trong các năm khi thực hiện dự án như sau:

Năm 1: 8.000 sản phẩm

Năm 2: 8.000 sản phẩm

Năm 3: 10.000 sản phẩm

Năm 4: 10.500 sản phẩm

Năm 5: 10.500 sản phẩm

Giá bán đơn vị sản phẩm chưa có thuế GTGT là: 100.000 đồng/sản phẩm

4. Dự kiến chi phí sản xuất kinh doanh hàng năm:

- Tổng chi phí cố định(chưa kể khấu hao TSCĐ): 50 triệu

- Chi phí biến đổi trên một đơn vị sản phẩm bằng 50% giá bán chưa có thuế.

5. TSCĐ đầu tư ban đầu dự kiến khấu hao theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh (hai năm cuối áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng), hệ số điều chỉnh bằng 2,0. Số vốn đầu tư nâng cấp dây chuyền được thu hồi đều nhau trong 3 năm cuối mỗi năm là 100 triệu đồng. Giá trị thanh lý TSCĐ ước tính ở năm cuối cùng khi thực hiện dự án là 30 triệu đồng.

6. Số vốn lưu động dự kiến sẽ thu hồi vào cuối năm cuối cùng khi thực hiện dự án.

### ***Yêu cầu:***

Theo tiêu chuẩn giá trị hiện tại thuần, hãy cho biết dự án có được chấp thuận đầu tư không?

### ***Biết rằng:***

- Chi phí sử dụng vốn của dự án là 12%

- Thuế suất thuế TNDN là 25%.

### **Bài số 15**

Công ty Ezzell có kết cấu nguồn vốn được coi là tối ưu như sau:

- Vốn vay (vay dài hạn) : 45%

- Vốn chủ sở hữu : 55% (không kể cổ phần ưu đãi)

**Tổng cộng : 100%**

Công ty dự kiến, trong năm tới đạt được lợi nhuận sau thuế là 2,5 triệu USD. Thời gian vừa qua, Công ty thực hiện chính sách chi trả cổ tức với hệ số

chi trả là 0,6 của lợi nhuận và công ty tiếp tục duy trì hệ số này. Ngân hàng thoả thuận với Công ty được vay theo mức vay và lãi suất như sau:

| <b>Khoản vay</b>        | <b>Lãi suất</b> |
|-------------------------|-----------------|
| Từ 0\$- 500.000\$       | 9%              |
| Từ 500.001\$ -900.000\$ | 11%             |
| Từ 900.001\$ trở lên    | 13%             |

Thuế suất thuế thu nhập là 40%; giá thị trường hiện hành của 1 cổ phần là 22\$; lợi tức 1 cổ phần năm trước là 2,20\$ và tỉ lệ tăng cổ tức mong đợi là 5%/năm. Chi phí phát hành cổ phiếu mới là 10%. Trong năm tới, Công ty có các cơ hội đầu tư như sau:

| <b>DA</b> | <b>VĐT<br/>(USD)</b> | <b>Dòng tiền thuần<br/>hàng năm (USD)</b> | <b>Vòng đời của DA<br/>(năm)</b> | <b>IRR<br/>(%)</b> |
|-----------|----------------------|-------------------------------------------|----------------------------------|--------------------|
| 1         | 675.000              | 155.401                                   | 8                                | ...                |
| 2         | 900.000              | 268.484                                   | 5                                | 15%                |
| 3         | 375.000              | 161.524                                   | 3                                | ...                |
| 4         | 562.500              | 185.194                                   | 4                                | 12%                |
| 5         | 750.000              | 127.351                                   | 10                               | 11%                |

***Yêu cầu:***

Xác định những dự án nào được chấp nhận. Để xem xét, hãy phân tích bằng cách trả lời các câu hỏi sau:

1. Có bao nhiêu điểm gãy của đường chi phí cận biên. Tại quy mô vốn nào thì điểm gãy xuất hiện ? Nguyên nhân?
2. Xác định chi phí bình quân sử dụng vốn trong mỗi khoảng gãy?
3. Tính IRR của dự án 1 và 3?
4. Dự án nào là dự án được chấp nhận?

**Bài số 16:** Công ty cổ phần Hoàn Kiếm đang định thực hiện một dự án đầu tư với số vốn đầu tư là 5.000 triệu đồng. Số lượng sản phẩm tiêu thụ 50.000 sản phẩm/năm. Giá bán sản phẩm chưa bao gồm thuế GTGT là: 100.000 đồng/sản phẩm. Chi phí biến đổi cho một sản phẩm: 60% giá bán sản phẩm. Chi phí cố định kinh doanh: 1.000 triệu đồng/năm. Công ty hiện đang cân nhắc 2 phương án huy động vốn cho dự án:

- Phương án 1: Công ty phát hành 200.000 cổ phần thường với giá phát hành là 25.000 đồng/cổ phần.
- Phương án 2: Phát hành 100.000 cổ phần thường với giá phát hành là 25.000 đồng/cổ phần. Số vốn còn lại sẽ vay ngân hàng với lãi suất ngân hàng là 10%/năm.

Công ty phải nộp thuế TNDN với thuế suất là 20%. Chi phí phát hành cổ phần là không đáng kể.

**Yêu cầu:**

1. Hãy xác định DOL, DFL và DTL đối với từng phương án huy động vốn? Qua kết quả vừa tính được, hãy cho biết thu nhập một cổ phần của mỗi phương án huy động vốn sẽ là bao nhiêu nếu công ty tăng thêm 10% sản lượng tiêu thụ?

2. Hãy xác định điểm cân bằng EPS của hai phương án huy động vốn và nêu ý nghĩa của kết quả tính ra?

**Bài số 17:** Ngày 01/01/N, công ty cổ phần Thịnh Phát có tổng số cổ phần thường đang lưu hành là 100.000 cổ phần với mệnh giá là 10.000 đồng/cổ phần và giá thị trường hiện hành là 22.000 đồng/cổ phần. Công ty hiện có số trái phiếu là 200.000 với mệnh giá là 10.000 đồng/trái phiếu, lãi suất của trái phiếu là 12%/năm (trả lãi cuối mỗi năm), giá thị trường của một trái phiếu hiện là 11.000 đồng. Cơ cấu nguồn vốn theo giá trị thị trường như trên được coi là tối ưu.

Trong năm N, công ty dự kiến như sau: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ là 200.000 sản phẩm, giá bán chưa bao gồm thuế GTGT là 50.000 đồng/sản phẩm. Tổng chi phí cố định kinh doanh là 3.000 triệu đồng. Chi phí biến đổi chiếm 60% doanh thu thuần. Năm nay, công ty dự kiến chi trả cổ tức là 2.200 đồng/cổ phần. Công ty đang theo đuổi chính sách cổ tức ổn định với tỷ lệ tăng trưởng cổ tức hàng năm là 5%/năm.

Công ty hiện đang xem xét đầu tư vào một số dự án đầu tư mới, nếu thực hiện dự án đầu tư, ngoài số lợi nhuận tái đầu tư, công ty có thể huy động vốn từ các nguồn vốn sau:

+ Vay vốn bằng phát hành trái phiếu có mệnh giá là 10.000 đồng/trái phiếu với lãi suất của trái phiếu là 12%/năm, trả lãi vào cuối mỗi năm. Thời hạn của trái phiếu là 5 năm. Giá phát hành dự kiến bằng giá thị trường hiện hành. Giả thiết chi phí phát hành trái phiếu là không đáng kể.

+ Phát hành thêm cổ phiếu thường mới với giá phát hành dự kiến bằng giá thị trường hiện hành. Nếu huy động vốn đến 300 triệu đồng thì tỷ lệ chi phí phát hành dự kiến là 10%. Nếu huy động vốn trên 300 triệu đồng thì tỷ lệ chi phí phát hành là 20%.

**Yêu cầu:**

1. Hãy xác định cơ cấu nguồn vốn theo giá trị thị trường của công ty tại thời điểm hiện hành?

2. Xét trường hợp trước khi đầu tư, hãy xác định thu nhập một cổ phần thường (EPS) công ty?

3. Hãy xác định điểm gãy và chi phí sử dụng vốn cận biên của công ty trong trường hợp huy động thêm vốn cho dự án đầu tư?

**Bài số 18:** Công ty cổ phần Thiên Hòa An hiện đang xem xét để đầu tư một nhà máy sản xuất bình đựng nước đa năng dành cho trẻ em, thời gian hoạt động nhà máy dự tính là 5 năm. Nhà máy sản xuất dự kiến sẽ được xây dựng trên một khu đất mà công ty hiện đang cho đơn vị khác thuê với giá cho thuê trước thuế là 1,4 tỷ đồng/năm.

Tuy nhiên, tính đến thời điểm này, công ty đã chi ra 100 triệu đồng để điều tra nghiên cứu thị trường đối với nhu cầu sản phẩm và cho thấy nhu cầu của thị trường đối với sản phẩm là khá cao.

Theo dự tính, số lượng tài sản cố định cần phải đầu tư lúc ban đầu bao gồm:

- Tài sản cố định là nhà xưởng có nguyên giá là 2.000 triệu đồng. Công ty xác định thời gian sử dụng hữu ích của tài sản này 8 năm và áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng. Sau khi kết thúc dự án, công ty có thể bán lại với giá 500 triệu đồng.

- Tài sản cố định là máy móc thiết bị được nhập từ Hàn Quốc, có giá về đến cửa khẩu là 3.200 triệu đồng. Thuế suất thuế nhập khẩu là 10%, thuế suất thuế giá trị gia tăng là 10%. Chi phí vận chuyển máy về đến công ty là 40 triệu đồng. Thời gian sử dụng hữu ích của máy móc thiết bị là 8 năm. Công ty áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng. Sau khi kết thúc dự án, công ty có thể bán lại với giá 1.300 triệu đồng.

Toàn bộ vốn đầu tư vào TSCĐ giả thiết bỏ ngay một lần và thời gian đầu tư thi công, lắp đặt TSCĐ là không đáng kể.

Theo ước tính, số lượng sản phẩm sản xuất và tiêu thụ trong 5 năm như sau :

| Chỉ tiêu                     | Năm 1  | Năm 2   | Năm 3   | Năm 4   | Năm 5   |
|------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Số lượng sản phẩm (sản phẩm) | 90.000 | 100.000 | 120.000 | 140.000 | 100.000 |

Giá bán chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng là 100.000 đồng/sản phẩm. Chi phí sản xuất kinh doanh phát sinh bằng tiền (chưa gồm khấu hao tài sản cố định) là 70.000 đồng/sản phẩm. Vốn lưu động thường xuyên dự tính quay được 10 vòng/năm.

Biết rằng công ty là đối tượng nộp thuế giá trị gia tăng tính thuế theo phương pháp khấu trừ và nộp thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất 20%. Chi phí sử dụng vốn bình quân của dự án là 12%/năm.

***Yêu cầu :***

1. Hãy xác định dòng tiền thuần của dự án đầu tư?
2. Hãy xác định tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án và cho biết công ty nên chấp nhận hay loại bỏ dự án ?

## HƯỚNG DẪN GIẢI BÀI TẬP THAM KHẢO

### **Bài số 1**

**Yêu cầu:** Nắm chắc công thức xác định sản lượng hoà vốn kinh tế, sản lượng hoà vốn tài chính, nội dung chi phí cố định, chi phí biến đổi.

**Đáp số:**

1.  $Q_{HV} = 4000 \text{ sp} \Rightarrow$  hoà vốn

2. Nếu đầu tư 50% vay nợ:  $Q_{HV} = 5000 \text{ sp} \Rightarrow$  hoà vốn

Nếu đầu tư hoà toàn vốn vay:  $Q_{HV} = 6000 \text{ sp} \Rightarrow$  không hoà vốn

### **Bài số 2**

**Yêu cầu:** Nắm chắc cách xác định sản lượng hoà vốn, lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT).

**Đáp số:**

a)  $Q_{HV0} = 40.000 \text{ sản phẩm}$

$Q_{HV1} = 39.166 \text{ sản phẩm}$

b)  $EBIT_1$  tăng 75 triệu đồng

c) Xác định  $EBIT_1$  trên cơ sở đó đưa ra kết luận.

### **Bài số 3**

**Yêu cầu:** Nắm chắc cách xác định nguyên giá TSCĐ và số tiền khấu hao TSCĐ theo phương pháp số dư giảm dần có điều chỉnh.

**Đáp số**

1. Nguyên giá thiết bị: = 4.000 triệu đồng

2. Tự xác định số tiền trích khấu hao hàng năm theo phương pháp số dư giảm dần.

### **Bài số 4**

**Yêu cầu:**

- Nắm chắc cách xác định sản lượng hoà vốn, lợi nhuận trước lãi vay và thuế

- Nắm chắc cách xác định tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên vốn kinh doanh.

**Đáp số:**

a)  $Q_0 = 22.000$  sản phẩm

$Q_1 = 23.333$  sản phẩm

b) EBIT năm kế hoạch tăng 160 triệu đồng so với năm báo cáo.

c) Tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên VKD:

$T_{so} = 18,3 \%$

$T_{s1} = 25,54 \%$

### **Bài số 5**

**Yêu cầu:** Nắm chắc cách xác định Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP); tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE).

**Đáp số:**

1. Trước khi đầu tư: BEP = 46%

Sau khi đầu tư: BEP = 56%

2. Nếu đầu tư bằng vốn vay: ROE = 62%

### **Bài số 6**

**Yêu cầu:** Nắm chắc cách xác định giá trị hiện tại của khoản tiền, một chuỗi tiền tệ đồng nhất.

**Đáp số:**

$PV_1 = 300$  triệu đồng

$PV_2 = 285,33$  triệu đồng.--> Lựa chọn cách 2.

### **Bài số 7**

a. Để có thể huy động 50 tỷ đồng, nếu chọn phương án 1, công ty phải phát hành bao nhiêu trái phiếu? Nếu chọn phương án 2, công ty phải phát hành bao nhiêu trái phiếu?

- Phương án 1:

Lãi suất yêu cầu 6 tháng =  $7\%/2 = 3,5\%$

Tiền lãi phải trả định kỳ 6 tháng theo lãi suất coupon:  $I = 3.000$  đồng

Giá trái phiếu =  $PV(\text{Lãi}) + PV(\text{Mệnh giá}) = 64.065 + 25.257 = 89.322,5$  đồng

Số lượng trái phiếu cần phát hành:  $50 \text{ tỷ đồng} / 89.322,5 = 559,770$  trái phiếu

- Phương án 2:

Giá trái phiếu:  $100 / (1 + 3,5\%)^{40} = 25.257$  đồng

Số lượng trái phiếu cần phát hành:  $50 \text{ tỷ đồng} / 25.257đ = 1.979.630$  trái phiếu

b. Vào thời điểm đáo hạn trái phiếu, số tiền chi trả cho trái phiếu là bao nhiêu nếu công ty phát hành trái phiếu trả lãi định kỳ? Số tiền chi trả bao nhiêu nếu công ty phát hành trái phiếu không trả lãi?

- Phương án 1:

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| Tiền gốc              | 55,976,960,168 |
| Tiền lãi kỳ cuối cùng | 1,679,308,805  |
| Tổng tiền thanh toán  | 57,656,268,973 |

- Phương án 2:

Số tiền phải trả =  $1.979,63 * 100.000 = 197.962.986.059$  đồng

### **Bài số 8**

a. Hãy tính nhu cầu vốn đầu tư tại năm 2023 của công ty theo hai phương án trên. Dựa vào kết quả tính được, hãy nhận xét?

Tính nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm cho phương án 1

Tài sản ngắn hạn tăng thêm =  $(20+60+50)*0.1 = 13$  tỷ

Khoản phải nộp, phải trả tăng thêm =  $40*0.15 + 20*0.05 = 7$  tỷ

Nhu cầu đầu tư vốn tăng thêm =  $13 - 7 = 6$  tỷ

Tính nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm cho phương án 2

Tài sản ngắn hạn không đổi.

Tài sản cố định tăng thêm = 10 tỷ VND

Khoản phải trả, phải nộp tăng thêm =  $40*0.1 + 20*0.05 = 5$  tỷ VND

Nhu cầu đầu tư vốn tăng thêm =  $10 - 5 = 5$  tỷ VND

NX: Phương án 2 phải tài trợ nhu cầu vốn ít hơn phương án 1

b. Giả sử công ty lựa chọn phương án 2 và công ty trong năm 2022 có tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu là 2%. Công ty dự định sẽ dùng toàn bộ lợi nhuận sau thuế để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm...

Lợi nhuận sau thuế của công ty năm 2022:  $400 * 0,02 = 8,0$  tỷ VND.

Tính xem lợi nhuận sau thuế có đủ để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm không?

Do nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm của phương án 2 là 5 tỷ nên công ty hoàn toàn có thể dùng lợi nhuận sau thuế để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm.

Tính tỷ lệ chi trả cổ tức

Phần lợi nhuận sau thuế còn dư ra sau khi tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư =  $8 - 5 = 3$  tỷ

Tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty là  $3/8 * 100\% = 37,5\%$

c. *Kết quả tại câu b sẽ thay đổi như thế nào nếu như công ty lựa chọn phương án thứ nhất. Nhận xét kết quả có được.*

Lợi nhuận sau thuế của công ty năm 2022 là 8 tỷ VND.

Tuy nhiên, do nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm của phương án 2 là 6 tỷ VND, nên lượng lợi nhuận giữ lại có được từ toàn bộ lợi nhuận sau thuế trong năm 2022 vẫn đủ để tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư tăng thêm. Như vậy, công ty không phải đi vay và vẫn có thể trả cổ tức = 2 tỷ.

Tỷ lệ chi trả cổ tức mới =  $2/8 = 25\%$ .

Nhận xét: Khi vốn đầu tư tăng thêm thì tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ ít đi.

### **Bài số 9**

***Yêu cầu:*** Nắm vững cách xác định phương sai và độ lệch chuẩn của một danh mục đầu tư. Căn cứ đánh giá mức độ rủi ro của khoản mục đầu tư.

#### ***Cách giải:***

a) Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu A:

$$0,25 \times 20\% + 0,5 \times 30\% + 0,25 \times 40\% = 30\%$$

Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu B:

$$0,25 \times 20\% + 0,5 \times 25\% + 0,25 \times 30\% = 25\%$$

b) Phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của cổ phiếu A:

| Tỷ suất sinh lời (%) | Độ lệch so với tỷ suất sinh lời kỳ vọng | Bình phương độ lệch | Xác suất xảy ra | Xác suất x bình phương độ lệch |
|----------------------|-----------------------------------------|---------------------|-----------------|--------------------------------|
| 20                   | -10                                     | 100                 | 0,25            | 25                             |
| 30                   | 0                                       | 0                   | 0,5             | 0                              |
| 40                   | 10                                      | 100                 | 0,25            | 25                             |
|                      |                                         | Phương sai =        |                 | 50                             |
|                      |                                         | Độ lệch chuẩn =     |                 | 7,071                          |

Phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của cổ phiếu B:

| Tỷ suất sinh | Độ lệch so với tỷ | Bình | Xác suất | Xác suất x |
|--------------|-------------------|------|----------|------------|
|--------------|-------------------|------|----------|------------|

| lãi (%) | suất sinh lời kỳ vọng | phương độ lệch  | xảy ra | bình phương độ lệch |
|---------|-----------------------|-----------------|--------|---------------------|
| 20      | -5                    | 25              | 0,25   | 6,25                |
| 25      | 0                     | 0               | 0,5    | 0                   |
| 30      | 5                     | 25              | 0,25   | 6,25                |
|         |                       | Phương sai =    |        | 12,5                |
|         |                       | Độ lệch chuẩn = |        | 3,536               |

Vì hai cổ phiếu này có tỷ suất sinh lời kỳ vọng khác nhau, nên để so sánh mức độ rủi ro, ta phải sử dụng hệ số phương sai:

$$CV_A = \frac{7,071}{30} = 0,2357$$

$$CV_B = \frac{3,536}{25} = 0,1414$$

Vì  $CV_A > CV_B \Rightarrow$  Cổ phiếu A có mức độ rủi ro cao hơn cổ phiếu B

$$c. COV(A,B) = 0,25 \times (-10) \times (-5) + 0,5 \times 0 \times 0 + 0,25 \times 10 \times 5 = 25$$

$$\text{Phương sai của danh mục: } (0,6)^2 \times 50 + (0,4)^2 \times 12,5 + 2 \times 0,6 \times 0,4 \times 25 = 32$$

Độ lệch chuẩn: 5,66%

### **Bài số 10**

**Yêu cầu:** Năm vững cách xác định TSSL kỳ vọng, phương sai và độ lệch chuẩn của một chứng khoán và danh mục đầu tư. Căn cứ đánh giá mức độ rủi ro của danh mục đầu tư.

**Đáp số :**

a) Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục = 16,91%

b) Phương sai của danh mục = 25,2785

Độ lệch chuẩn danh mục: 5,03%

Hệ số phương sai của cổ phiếu X = 0,261

Hệ số phương sai của cổ phiếu Y = 0,4481

Hệ số phương sai của danh mục = 0,2975

Rủi ro của danh mục tăng lên so với chỉ đầu tư vào cổ phiếu X và giảm đi so với chỉ đầu tư vào cổ phiếu Y

### **Bài số 11**

***Yêu cầu:*** Nắm vững cách xác định dòng tiền của dự án đầu tư; giá trị hiện tại thuần và tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án đầu tư.

#### ***Cách giải:***

#### **1. NPV của dự án?**

- VLD = 400tr x 15% = 60 triệu đồng
- Tổng chi phí biến đổi hàng năm = 400 x 60% = 240 triệu đồng
- Khấu hao TSCĐ = 200:4 = 50 triệu đồng
- Báo cáo kết quả kinh doanh và dòng tiền thuần hoạt động hàng năm

| TT | Chỉ tiêu                                         | Năm 1       | Năm 2       | Năm 3       | Năm 4       |
|----|--------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1  | Doanh thu                                        | 400         | 400         | 400         | 400         |
| 2  | Chi phí hoạt động                                | 350         | 350         | 350         | 350         |
| a  | <i>Chi phí cố định (chưa kể khấu hao)</i>        | 60          | 60          | 60          | 60          |
| b  | <i>Chi phí biến đổi</i>                          | 240         | 240         | 240         | 240         |
| c  | <i>Khấu hao TSCĐ</i>                             | 50          | 50          | 50          | 50          |
| 3  | Lợi nhuận trước thuế                             | 50          | 50          | 50          | 50          |
| 4  | Thuế TNDN                                        | 12,5        | 12,5        | 12,5        | 12,5        |
| 5  | Lợi nhuận sau thuế                               | 37,5        | 37,5        | 37,5        | 37,5        |
| 6  | <b><i>Dòng tiền thuần hoạt động hàng năm</i></b> | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> |

- Báo cáo dòng tiền của dự án :

| TT | Nội dung     | Năm 0 | Năm 1 | Năm 2 | Năm 3 | Năm 4 |
|----|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| I  | Dòng tiền ra | -260  |       |       |       |       |

|            |                                    |             |             |             |             |              |
|------------|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 1          | Đầu tư vào TSCĐ                    | -200        |             |             |             |              |
| 2          | Đầu tư vào VLD thường xuyên        | -60         |             |             |             |              |
| <b>II</b>  | <b>Dòng tiền vào</b>               |             | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> | <b>147,5</b> |
| 1          | Dòng tiền thuần hoạt động hàng năm |             | 87,5        | 87,5        | 87,5        | 87,5         |
| a          | Khấu hao TSCĐ                      |             | 50          | 50          | 50          | 50           |
| b          | Lợi nhuận sau thuế                 |             | 37,5        | 37,5        | 37,5        | 37,5         |
| 2          | Thu hồi VLD                        |             |             |             |             | 60           |
| 3          | Thu thuần thanh lý TSCĐ            |             |             |             |             | 0            |
| <b>III</b> | <b>Dòng tiền thuần của dự án</b>   | <b>-260</b> | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> | <b>87,5</b> | <b>147,5</b> |
| VI         | NPV của dự án                      | +43,9       |             |             |             |              |

## 2. Xác định IRR của dự án?

$IRR \approx 19,15\% > r = 12\% \Rightarrow$  chọn dự án

### Bài số 12

**Yêu cầu:** Nắm vững cách xác định giá trị hiện tại thuần và tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án đầu tư; điểm cân bằng (bằng quang) NPV của 2 dự án:

**Đáp số:**

a) NPV a = 920 Trđ; NPV b = 590,574 Tr đ

$\Rightarrow IRR_A = 17,97\%, IRR_B = 21,25\%$

- Theo tiêu chuẩn NPV  $\Rightarrow$  Chọn A, loại B

- Theo tiêu chuẩn IRR  $\Rightarrow$  Chọn B, loại A

b) Tỷ lệ chiết khấu cân bằng  $r_c$

$$800 \times \frac{1 - (1 + r_c)^{-10}}{r_c} - 3.600 = 370 \times \frac{1 - (1 + r_c)^{-10}}{r_c} - 1.500$$

$\Rightarrow r_c = 15,73\%$

$NPV_A = NPV_B = 306,976 \text{ Trđ.}$

### Bài số 13

**Yêu cầu:** Nắm vững cách xác định dòng tiền của dự án đầu tư; giá trị hiện tại thuần và tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án đầu tư.

**Đáp số:**  $NPV = 568,18 \text{ tr} > 0$ . Nên thực hiện dự án

**Bài số 14:** Tương tự bài 13.

**Đáp số:**  $NPV = 31,08 \text{ triệu}$

**Bài số 15**

**Yêu cầu:** Nắm vững cách xác định điểm gãy, chi phí sử dụng vốn của từng nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn bình quân.

**Cách giải:**

### 1. Điểm gãy và quy mô vốn xuất hiện điểm gãy

- Điểm gãy sử dụng lợi nhuận tái đầu tư.

$$= \frac{2,5 (1 - 0,6)}{55\%} = 1,818.182 \text{ tr}$$

- Điểm gãy sử dụng vốn vay với lãi suất 9%.

$$= \frac{0,5 \text{ tr}}{45\%} = 1,111111 \text{ tr}$$

- Điểm gãy sử dụng vốn vay với lãi suất 11%

$$= 1,111111 + \frac{0,4}{45} = 2 \text{ tr}$$

Hoặc

$$= \frac{0,5 + 0,4}{45\%} = 2,0 \text{ tr}$$

Như vậy có 3 điểm gãy và ở các điểm tương ứng với quy mô vốn: 1,111111 tr; 1,818182 tr và 2 tr

### 2. Chi phí bình quân của mỗi khoảng vốn

+ Chi phí sử dụng lợi nhuận để  $\frac{2,2 \times (1 + 5\%)}{1} = 15,5\%$

|                                |                   |        |
|--------------------------------|-------------------|--------|
| lại                            | 0,05)             |        |
|                                | 22                |        |
|                                | $2,2 \times (1 +$ |        |
| + Chi phí sử dụng cổ phiếu mới | 0,05)             | + 5% = |
|                                | $22 (1 - 10\%)$   | 16,67% |

+ Chi phí sử dụng vốn vay với lãi suất 9% :  $9\% \times (1 - 40\%) = 5,4\%$

+ Chi phí sử dụng vốn vay với lãi suất 11% :  $11\% \times (1 - 40\%) = 6,6\%$

+ Chi phí sử dụng vốn vay với lãi suất 13% :  $13\% \times (1 - 40\%) = 7,8\%$

- Chi phí bình quân SDV trong khoảng từ 1 đến 1,111111tr:

$$WACC_1 = (45\% \times 5,4\%) + (55\% \times 15,5\%) = 10,96\%$$

Từ 1,111112 tr đến 1,818182 tr:  $WACC_2 = (45\% \times 6,6\%) + (55\% \times 15,5\%) = 11,5\%$

Từ 1,818183 tr đến 2,0tr:  $WACC_3 = (45\% \times 6,6\%) + (55\% \times 16,67\%) = 12,14\%$

Trên 2,0 tr:  $WACC_4 = (45\% \times 7,8\%) + (55\% \times 16,67\%) = 12,68\%$

$$3. IRR_{DA1} = 16,0962\%$$

$$IRR_{DA3} = 14,068\% (= 14,07\%)$$

4. Đối chiếu nhu cầu vốn, IRR của các dự án và số lượng vốn, chi phí sử dụng vốn của các nguồn vốn có thể rút ra: Các dự án được chấp thuận: Dự án 1, Dự án 2, Dự án 3.

### Bài số 16

1. Hãy xác định DOL, DFL và DTL đối với từng phương án huy động vốn? Qua kết quả vừa tính được, hãy cho biết thu nhập một cổ phần của mỗi phương án huy động vốn sẽ là bao nhiêu nếu công ty tăng thêm 10% sản lượng tiêu thụ?

| Chỉ tiêu                | Phương án 1 | Phương án 2 |
|-------------------------|-------------|-------------|
| DOL                     | 2.0         | 2.0         |
| DFL                     | 1.00        | 1.33        |
| DTL                     | 2.00        | 2.67        |
| NI                      | 800,000,000 | 600,000,000 |
| EPS trước thay đổi      | 4000        | 6000        |
| Khi tăng 10% Q thì EPS= | 4800        | 7600        |

2. Hãy xác định điểm cân bằng EPS của hai phương án huy động vốn, vẽ đồ thị minh họa và nêu ý nghĩa của kết quả tính ra?

$$(EBIT - 0)/200000 = (EBIT - 250000000)/100000$$

$$EBIT = 500,000,000$$

**Ý nghĩa:** Nếu EBIT kỳ vọng của công ty lớn hơn 500.000.000 thì nên chọn phương án 2, và ngược lại

### Bài số 17:

1. Hãy xác định cơ cấu nguồn vốn theo giá trị thị trường của công ty

|               |     |
|---------------|-----|
| Hệ số nợ      | 50% |
| Hệ số vốn chủ | 50% |

2. Xét trường hợp trước khi đầu tư, hãy xác định thu nhập một cổ phần thường (EPS)

|                 |                |
|-----------------|----------------|
| Doanh thu thuần | 10,000,000,000 |
| Định phí        | 3,000,000,000  |
| Biến phí        | 6,000,000,000  |
| EBIT            | 1,000,000,000  |
| I               | 240,000,000    |
| EBT             | 760,000,000    |
| Thuế            | 152,000,000    |
| NI              | 608,000,000    |
| EPS             | 6,080          |

3. Hãy xác định điểm gãy và chi phí sử dụng vốn cận biên của công ty trong trường hợp huy động thêm vốn cho dự án đầu tư?

|                            |               |
|----------------------------|---------------|
| Chi phí vốn vay trước thuế | 9.4%          |
| Chi phí vốn vay sau thuế   | 7.5%          |
| Chi phí LN tái đầu tư      | 15.0%         |
| Chi phí CPT mức 1          | 16.1%         |
| Chi phí CPT mức 2          | 17.5%         |
| Lợi nhuận tái đầu tư       | 388,000,000   |
| Điểm gãy 1                 | 776,000,000   |
| Điểm gãy 2                 | 1,376,000,000 |
| WACC 1                     | 11.3%         |
| WACC2                      | 11.8%         |
| WACC3                      | 12.5%         |

### Bài số 18:

1. Hãy xác định dòng tiền thuần dự án

- Xác định dòng tiền vốn lưu động của dự án đầu tư

| Chỉ tiêu               | 0    | 1    | 2     | 3     | 4     | 5     |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu              |      | 9000 | 10000 | 12000 | 14000 | 10000 |
| Nhu cầu vốn lưu động   |      | 900  | 1000  | 1200  | 1400  | 1000  |
| Chênh lệch nhu cầu VLD |      | 900  | 100   | 200   | 200   | -400  |
| Dòng tiền vốn lưu động | -900 | -100 | -200  | -200  | 400   | 1000  |

- Xác định dòng tiền thuần từ thanh lý tài sản cố định của dự án

|                                 |                  |            |            |            |            |            |
|---------------------------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Nguyên giá máy móc              | 3200+3200*0,1+40 |            | =3560      |            |            |            |
|                                 |                  |            |            |            |            |            |
| <b>Khấu hao tài sản cố định</b> | 0                | 1          | 2          | 3          | 4          | 5          |
| Nhà xưởng                       |                  | 250        | 250        | 250        | 250        | 250        |
| Máy móc thiết bị                |                  | 445        | 445        | 445        | 445        | 445        |
| <b>Tổng khấu hao</b>            |                  | <b>695</b> | <b>695</b> | <b>695</b> | <b>695</b> | <b>695</b> |

- Thu thanh lý tài sản cố định

|                           |             |
|---------------------------|-------------|
| Nhà xưởng                 |             |
| Giá bán                   | 500         |
| Giá trị còn lại           | 750         |
| Thuế TNDN                 | -50         |
| <i>Thu thuần thanh lý</i> | <i>550</i>  |
| Máy móc thiết bị          |             |
| Giá bán                   | 1300        |
| Giá trị còn lại           | 1335        |
| Thuế TNDN                 | -7          |
| <i>Thu thuần thanh lý</i> | <i>1307</i> |

- Hãy lập báo cáo kết quả kinh doanh hàng năm và dòng tiền thuần hoạt động hàng năm của dự án

| Chỉ tiêu                 | 0 | 1     | 2      | 3      | 4      | 5      |
|--------------------------|---|-------|--------|--------|--------|--------|
| Sản lượng                |   | 90000 | 100000 | 120000 | 140000 | 100000 |
| Giá bán                  |   | 0,1   | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    |
| Doanh thu                |   | 9000  | 10000  | 12000  | 14000  | 10000  |
| Chi phí đơn vị           |   | 0,07  | 0,07   | 0,07   | 0,07   | 0,07   |
| Chi phí sản xuất         |   | 6300  | 7000   | 8400   | 9800   | 7000   |
| Khấu hao tài sản cố định |   | 695   | 695    | 695    | 695    | 695    |
| Lợi nhuận trước thuế     |   | 2005  | 2305   | 2905   | 3505   | 2305   |
| Lợi nhuận sau thuế       |   | 1604  | 1844   | 2324   | 2804   | 1844   |
| OCF                      |   | 2299  | 2539   | 3019   | 3499   | 2539   |

- Xác định dòng tiền thuần dự án

| <b>Dòng tiền dự án đầu tư</b>  | <b>0</b>     | <b>1</b>    | <b>2</b>    | <b>3</b>    | <b>4</b>    | <b>5</b>    |
|--------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>I. Dòng tiền ra</b>         | <b>-6460</b> | <b>-100</b> | <b>-200</b> | <b>-200</b> |             |             |
| 1.Nhà xưởng                    | -2000        |             |             |             |             |             |
| 2.Máy móc thiết bị             | -3560        |             |             |             |             |             |
| 3. Dòng tiền VLĐ               | -900         | -100        | -200        | -200        |             |             |
| <b>II. Dòng tiền vào</b>       |              | <b>2299</b> | <b>2539</b> | <b>3019</b> | <b>3899</b> | <b>5396</b> |
| 1. OCF                         |              | 2299        | 2539        | 3019        | 3499        | 2539        |
| 2. Thu hồi vốn lưu động        |              |             |             |             | 400         | 1000        |
| 3.Thu thanh lý TSCĐ            |              |             |             |             |             | 1857        |
| 4.Chi phí cơ hội               |              | -1120       | -1120       | -1120       | -1120       | -1120       |
| <b>III. Dòng tiền thuần DA</b> | <b>-6460</b> | <b>1079</b> | <b>1219</b> | <b>1699</b> | <b>2779</b> | <b>4276</b> |

2. Hãy xác định tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án và cho biết công ty nên chấp nhận hay loại bỏ dự án:

$$IRR = 16,18\%$$

So sánh với chi phí sử dụng vốn là 12% => nên thực hiện đầu tư

#### **BẢNG THUẬT NGỮ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐƯƠNG NHAU**

|                                                                |                                                  |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Vốn lưu động                                                   | Vốn luân chuyển                                  |
| Lãi suất của trái phiếu;<br>lãi suất danh nghĩa của trái phiếu | Lãi suất coupon                                  |
| Cơ cấu nguồn vốn                                               | Cơ cấu tài chính                                 |
| Tỷ suất doanh lợi nội bộ                                       | Tỷ suất sinh lời nội bộ, Tỷ suất hoàn vốn nội bộ |
| Vòng quay vốn kinh doanh                                       | Hiệu suất sử dụng tài sản                        |
| Chi phí sử dụng vốn                                            | Chi phí vốn                                      |
| Tỷ suất sinh lời                                               | Lợi suất; sức sinh lợi                           |
| Đòn bẩy kinh doanh                                             | Đòn bẩy hoạt động                                |
| Điểm cân bằng EBIT                                             | Điểm bàng quan                                   |
| Hàm lượng VLĐ                                                  | Mức đảm nhiệm VLĐ                                |
| Hiệu suất sử dụng VCD                                          | Vòng quay VCD                                    |
| Chi phí sản xuất kinh doanh                                    | Chi phí hoạt động                                |
| Dòng tiền thuần vận hành của dự                                | Dòng tiền thuần hoạt động của dự án              |

|                                                                                              |                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| án                                                                                           |                                                                                                                                                    |
| Hệ số                                                                                        | Tỷ số                                                                                                                                              |
| Nguồn vốn lưu động thường xuyên                                                              | Vốn lưu động thuần                                                                                                                                 |
| Mức độ ảnh hưởng của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tổng hợp (DOL, DFL, DTL) | Độ nghiêng của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tổng hợp.<br>Hoặc độ lớn của đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, đòn bẩy tổng hợp |
| Hệ số khả năng thanh toán hiện thời                                                          | Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn                                                                                                              |

## **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

### **I. Đối với doanh nghiệp**

1. Luật doanh nghiệp năm 2020.
2. Thông tư 45/2013/TT-BTC ngày 25/04/2013 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về hướng dẫn chế độ quản lý, sử dụng và trích khấu hao TSCĐ; Thông tư 147/2016/ TT-BTC ngày 13/10/2016 sửa đổi thông tư số 45/2013/TT-BTC; Thông tư 28/2017/TT-BTC ngày 12/04/2017 sửa đổi thông tư số 45/2013/TT-BTC và thông tư 147/2016/TT-BTC.
3. Thông tư số 48/2019/TT-BTC ngày 08/08/2019 của Bộ Tài chính hướng dẫn việc trích lập và xử lý các khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho, tổn thất các khoản đầu tư, nợ phải thu khó đòi và bảo hành sản phẩm, hàng hóa, dịch vụ, công trình xây dựng tại doanh nghiệp.
4. Thông tư số 118/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 của Bộ Tài chính hướng dẫn một số nội dung về chào bán, phát hành chứng khoán, chào mua công khai, mua lại cổ phiếu, đăng ký công ty đại chúng và hủy tư cách công ty đại chúng
5. Luật chứng khoán năm 2019

### **II. Đối với doanh nghiệp nhà nước**

1. Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp ngày 26 tháng 11 năm 2014;
2. Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13/10/2015 về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp.
3. Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08/03/2018 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13 tháng 10 năm 2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp.
4. Nghị định số 121/2020/ NĐ-CP ngày 09/10/2020 về việc sửa đổi, bổ sung nghị định sửa đổi, bổ sung khoản 2 Điều 12 Nghị định số 91/2015/NĐ-CP ngày 13 tháng 10 năm 2015 của Chính phủ về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp, đã được sửa đổi, bổ sung tại khoản 5 Điều 1 Nghị định số 32/2018/NĐ-CP ngày 08 tháng 3 năm 2018 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 91/2015/NĐ-CP .

6. Thông tư số 36/2021/TT-BTC ngày 26/5/2021 hướng dẫn một số nội dung về đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý, sử dụng vốn, tài sản tại doanh nghiệp

### **III. Chuyển đổi sở hữu công ty nhà nước**

1. Nghị định 126/2017/NĐ-CP Về chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do doanh nghiệp nhà nước đầu tư 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần

2. Thông tư 46/2021/TT-BTC ngày 23/06/2021 của Bộ Tài chính về hướng dẫn một số nội dung về xử lý tài chính và xác định giá trị doanh nghiệp khi chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do doanh nghiệp nhà nước đầu tư 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần.