

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
ĐẠI HỌC KINH TẾ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

ĐỀ TÀI NCKH:

ỨNG DỤNG MÔ HÌNH TOÁN TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY

MS: B2003 – 22 – 43 - TD

CHỦ NHIỆM ĐỀ TÀI: TS. NGUYỄN MINH KIỀU

NHÓM NGHIÊN CỨU: TS. NGUYỄN MINH KIỀU

ThS. NGUYỄN THỊ THU HIỀN

CN. VŨ THỊ LỆ GIANG

2003 – 2004

MỤC LỤC

	Trang
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU	1
1.1 TÍNH CẤP THIẾT CỦA VIỆC NGHIÊN CỨU ĐỀ TÀI	1
1.2 XÁC ĐỊNH VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU	2
1.3 CÂU HỎI VÀ MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU	3
1.4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	4
1.5 NỘI DUNG NGHIÊN CỨU	5
1.6 Ý NGHĨA VÀ ỨNG DỤNG CỦA ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU	6
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VÀ NHỮNG QUYẾT ĐỊNH TRONG TÀI CHÍNH CÔNG TY	7
2.1 TỔNG QUAN VỀ NHỮNG QUYẾT ĐỊNH TRONG TÀI CHÍNH CÔNG TY.....	7
2.1.1 Quyết định đầu tư.....	7
2.1.2 Quyết định nguồn vốn	8
2.1.3 Quyết định phân phối lợi nhuận hay chính sách cổ tức	9
2.1.4 Một số quyết định khác trong tài chính công ty	9
2.2 TỔNG QUAN VỀ NHỮNG MÔ HÌNH TRONG NGHIÊN CỨU TÀI CHÍNH.....	10
2.2.1 Khái niệm về mô hình	10
2.2.2 Phân loại mô hình	11
2.2.3 Những yếu tố căn bản của mô hình.....	13
2.2.4 Phương pháp xây dựng và ứng dụng mô hình trong quyết định tài chính công ty.....	14
2.3 NHỮNG NỀN TẢNG LÝ THUYẾT CỦA MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	17
2.3.1 Thời giá tiền tệ	18
2.3.2 Quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro	29
CHƯƠNG 3: HỆ THỐNG HOÁ CÁC MÔ HÌNH SỬ DỤNG TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY	39
3.1 CÁC MÔ HÌNH SỬ DỤNG TRONG QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ	39
3.1.1 Các mô hình trong quyết định đầu tư tài sản lưu động	39
<i>Mô hình quyết định tồn quỹ tiền mặt.....</i>	<i>39</i>
<i>Mô hình quyết định đầu tư tài chính ngắn hạn.....</i>	<i>46</i>
<i>Mô hình quyết định khoản phải thu hay chính sách bán chịu hàng hoá</i>	<i>48</i>
<i>Mô hình quyết định tồn kho</i>	<i>60</i>
3.1.2 Các mô hình trong quyết định đầu tư tài sản cố định	62
<i>Mô hình quyết định mua sắm tài sản cố định mới.....</i>	<i>62</i>
<i>Mô hình quyết định thay thế tài sản cố định cũ.....</i>	<i>63</i>
<i>Mô hình quyết định đầu tư dự án.....</i>	<i>64</i>
3.1.3 Mô hình quyết định đầu tư tài chính dài hạn	65
<i>Mô hình định giá trái phiếu.....</i>	<i>65</i>
<i>Mô hình định giá cổ phiếu.....</i>	<i>71</i>
<i>Mô hình định giá quyền chọn.....</i>	<i>74</i>

3.1.4	Các mô hình trong quyết định quan hệ giữa chi phí biến đổi và chi phí cố định.....	77
	<i>Phân tích hoà vốn.....</i>	79
	<i>Phân tích độ bất hoạt động.....</i>	80
3.2	Các mô hình trong quyết định nguồn vốn.....	82
	<i>Mô hình quyết định chi phí sử dụng nợ.....</i>	83
	<i>Mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi.....</i>	83
	<i>Mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần phổ thông.....</i>	84
	<i>Mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn trung bình.....</i>	85
3.3	MỘT SỐ MÔ HÌNH QUYẾT ĐỊNH KHÁC TRONG TÀI CHÍNH CÔNG TY....	86
3.3.1	Mô hình quyết định tiền lương hiệu quả.....	86
3.3.2	Mô hình quyết định hình thức chuyển tiền.....	87
3.4	KẾT LUẬN.....	89
	CHƯƠNG 4: KHẢO SÁT THỰC TRẠNG SỬ DỤNG MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY	90
4.1	KHẢO SÁT THỰC TRẠNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP NĂM 2000	90
4.1.1	Mô tả cuộc khảo sát.....	90
4.1.2	Kết quả khảo sát.....	93
	<i>Thực hành quản trị tiền mặt.....</i>	93
	<i>Thực hành quản trị khoản phải thu</i>	95
	<i>Thực hành quản trị tồn kho</i>	97
4.1.3	Nhận xét và kết luận	98
4.2	KHẢO SÁT THỰC TRẠNG SỬ DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY NĂM 2004	100
4.2.1	Mô tả cuộc khảo sát.....	100
4.2.2	Kết quả khảo sát.....	101
	<i>Tình hình huy động vốn kinh doanh.....</i>	101
	<i>Tình hình đào tạo, hiểu biết và sử dụng các mô hình tài chính</i>	102
	<i>Khả năng sinh lợi và thực tiễn ra quyết định đầu tư.....</i>	102
	<i>Cơ sở của việc ra quyết định sử dụng tài sản.....</i>	104
	<i>Hiểu biết, ứng dụng các mô hình tài chính.....</i>	104
	<i>Kết luận về nhu cầu ứng dụng các mô hình tài chính</i>	105
	<i>Đánh giá nhu cầu dịch vụ tư vấn quản lý tài chính.....</i>	105
4.2.3	Nhận xét và kết luận	106
4.3	NHẬN ĐỊNH CHUNG VỀ THỰC TRẠNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CÔNG TY HIỆN NAY	107
	CHƯƠNG 5: HƯỚNG DẪN ỨNG DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY	108
5.1	ĐỀ XUẤT CHUNG VỀ ỨNG DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY Ở VIỆT NAM	108
5.1.1	Tạo nhận thức về các mô hình tài chính	108
5.1.2	Giải quyết mâu thuẫn lợi ích khi ra quyết định.....	110

5.1.3	Thay đổi hành vi ra quyết định.....	111
5.1.4	Kích thích nhu cầu sử dụng các mô hình tài chính.....	112
5.1.5	Giải quyết sự bất tương thích giữa mô hình và môi trường tài chính	112
5.1.6	Xây dựng hệ thống thu thập thông tin	113
5.1.7	Ứng dụng các mô hình tài chính phục vụ việc ra quyết định.....	114
5.1.8	Kiểm nghiệm và hoàn thiện mô hình.....	114
5.2	HƯỚNG DẪN ỨNG DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY	115
5.2.1	Hướng dẫn ứng dụng các mô hình quyết định đầu tư	115
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình Baumol</i>	<i>115</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình Miller-Orr.....</i>	<i>119</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng các mô hình quản lý khoản phải thu.....</i>	<i>120</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình EOQ</i>	<i>127</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình DCF</i>	<i>128</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình CAPM</i>	<i>132</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình định giá trái phiếu</i>	<i>134</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình Gordon.....</i>	<i>135</i>
5.2.2	Hướng dẫn ứng dụng các mô hình trong quyết định quan hệ giữa chi phí biến đổi và chi phí cố định	137
5.2.3	Hướng dẫn ứng dụng các mô hình quyết định nguồn vốn	139
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình quyết định nguồn tài trợ ngắn hạn</i>	<i>139</i>
	<i>Hướng dẫn ứng dụng mô hình quyết định nguồn tài trợ dài hạn</i>	<i>141</i>
5.3	ĐỀ XUẤT CÁC CÔNG TY ỨNG DỤNG THỬ NGHIỆM CÁC MÔ HÌNH TÀI CHÍNH ĐÃ ĐƯỢC HỆ THỐNG HOÁ VÀ HƯỚNG DẪN SỬ DỤNG.....	148

DANH MỤC CÁC BẢNG

	Trang
Bảng 2.1: Phân loại mô hình	12
Bảng 2.2: Cách tính lợi nhuận kỳ vọng và phương sai	31
Bảng 3.1: Chi phí cơ hội	42
Bảng 3.2: Chi phí giao dịch	42
Bảng 3.3: Tổng chi phí	43
Bảng 3.4: Dự báo mức tăng doanh thu và tỷ lệ nợ khó đòi	57
Bảng 3.5: Phân tích lợi ích và chi phí theo từng chính sách bán chịu	59
Bảng 3.6: Mô tả ngân lưu khi đầu tư tài sản cố định mới	63
Bảng 3.7: Mô tả ngân lưu khi thay thế tài sản cố định	64
Bảng 3.8: Mô tả ngân lưu khi đầu tư vào một dự án	65
Bảng 3.9: Ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động lên lợi nhuận	78
Bảng 4.1: Cơ cấu các doanh nghiệp được khảo sát theo ngành và hình thức sở hữu	91
Bảng 4.2: Phân phối của mẫu theo hình thức sở hữu trong cùng ngành	92
Bảng 4.3: Đặc điểm của các doanh nghiệp tham gia khảo sát	92
Bảng 4.4: Thực hành lập kế hoạch tiền mặt	93
Bảng 4.5: Thực hành quyết định tồn quỹ tiền mặt	94
Bảng 4.6: Tình hình thiếu hụt hoặc thặng dư tiền mặt	95
Bảng 4.7: Doanh thu và chính sách bán chịu hàng hóa-dịch vụ	96
Bảng 4.8: Mức độ thường xuyên xem xét khoản phải thu và nợ quá hạn	96
Bảng 4.9: Tỷ lệ nợ quá hạn so với doanh thu	97
Bảng 4.10: Mức độ thường xuyên lập kế hoạch và xem xét tồn kho	97
Bảng 4.11: Cơ sở cho việc quyết định mức tồn kho và việc sử dụng mô hình EOQ	98
Bảng 5.1: Bảng tính EPS theo 3 phương án tài trợ	143

DANH MỤC CÁC HÌNH

	Trang
Hình 1.1: Mô tả vấn đề nghiên cứu	3
Hình 2.1: Quan hệ giữa các biến trong mô hình.....	14
Hình 2.2: Mô tả dòng tiền	21
Hình 2.3: Mô tả dòng niên kim.....	22
Hình 2.4: Kết hợp hai chứng khoán A và B để cắt giảm rủi ro.....	36
Hình 2.5: Rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống	38
Hình 3.1: Tổng chi phí giữ tiền mặt.....	40
Hình 3.2: Tình hình tồn quỹ tiền mặt của công ty K.....	41
Hình 3.3: Mô hình Miller-Orr	44
Hình 3.4: Mô hình quyết định nơi lỏng chính sách bán chịu	50
Hình 3.5: Mô hình quyết định thắt chặt chính sách bán chịu	51
Hình 3.6: Mô hình quyết định mở rộng thời hạn bán chịu.....	53
Hình 3.7: Mô hình quyết định rút ngắn thời hạn bán chịu	54
Hình 3.8: Mô hình quyết định tăng tỷ lệ chiết khấu	55
Hình 3.9: Mô hình quyết định giảm tỷ lệ chiết khấu.....	57
Hình 3.10: Mô hình quyết định thay đổi chính sách bán chịu khi có rủi ro	58
Hình 3.11: Mô hình quyết định bán chịu hàng hoá.....	59
Hình 3.12: Tình hình tồn kho theo thời gian	61
Hình 3.13: Phân tích hoà vốn	79
Hình 4.1: Cơ cấu doanh nghiệp theo ngành.....	91
Hình 4.2: Cơ cấu doanh nghiệp theo hình thức sở hữu	91
Hình 5.1: Mô tả các đề xuất về ứng dụng mô hình tài chính	109
Hình 5.2: Mô hình quyết định nơi lỏng chính sách bán chịu	121
Hình 5.3: Mô hình quyết định thắt chặt chính sách bán chịu	122
Hình 5.4: Mô hình quyết định mở rộng thời hạn bán chịu.....	124
Hình 5.5: Mô hình quyết định rút ngắn thời hạn bán chịu	125
Hình 5.6: Mô hình quyết định tăng tỷ lệ chiết khấu	126
Hình 5.7: Mô hình quyết định giảm tỷ lệ chiết khấu.....	126
Hình 5.8: Mô tả mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF).....	129
Hình 5.9: Các bước tiến hành khi ứng dụng mô hình DCF	130
Hình 5.10: Phân tích hòa vốn	138
Hình 5.11: Các quyết định lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn	139
Hình 5.12: Đồ thị xác định điểm bàng quan theo ba phương án tài trợ.....	145

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

Từ tắt	Tiếng Anh	Tiếng Việt
CAPM	= Capital Asset Pricing Model	Mô hình định giá tài sản vốn
DCF	= Discounted Cash Flows	Mô hình chiết khấu dòng tiền
DOL	= Degree of Operating Leverage	Độ bẩy hoạt động
EBIT	= Earnings Before Interest and Tax	Lợi nhuận trước thuế và lãi
EOQ	= Economic Order Quantity	Mô hình lượng đặt hàng kinh tế
EPS	= Earnings per Share	Lợi nhuận trên mỗi cổ phần
IRR	= Internal Rate of Return	Suất sinh lợi nội bộ
M/T	= Mail Transfer	Chuyển tiền bằng thư
NPV	= Net Present Value	Hiện giá thuần
SWIFT	= Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications	Chuyển tiền qua mạng của hiệp hội viễn thông tài chính liên ngân hàng toàn cầu
T/T	= Telegraphic Transfer	Chuyển tiền bằng điện
YTC	= Yield To Call	Lợi suất trái phiếu lúc thu hồi
YTM	= Yield To Maturity	Lợi suất trái phiếu lúc đáo hạn
WACC	= Weighted Average Cost of Capital	Chi phí sử dụng vốn trung bình

Chương 1:

GIỚI THIỆU CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU

1.1 TÍNH CẤP THIẾT CỦA VIỆC NGHIÊN CỨU ĐỀ TÀI

Trong thực tiễn hoạt động, ban giám đốc công ty nói chung và giám đốc tài chính nói riêng thường xuyên đứng trước những quyết định kinh doanh có liên quan chặt chẽ đến các vấn đề tài chính của công ty. Chẳng hạn công ty có nên đầu tư một dự án mở rộng sản xuất kinh doanh hay không? Công ty có nên ký kết một hợp đồng xuất hoặc nhập khẩu trong điều kiện tỷ giá hối đoái biến động hay không? Công ty nên tính toán quyết định tồn quỹ tiền mặt tại công ty và tiền gửi ngân hàng như thế nào cho tối ưu? Và còn rất nhiều vấn đề khác nữa giám đốc công ty cần ra quyết định. Những quyết định này thường đóng vai trò quan trọng, đôi khi trực tiếp ảnh hưởng đến sự thành bại của công ty. Để ra quyết định trước những tình huống trên, một số giám đốc công ty hoặc là quyết định theo cảm tính của mình, dựa vào những kinh nghiệm cá nhân, hoặc là quyết định một cách ngẫu nhiên, dựa trên cơ sở phó thác cho sự may rủi. Hẳn nhiên những quyết định như vậy rất dễ dẫn đến sai lầm và gây tổn thất cho công ty, đặc biệt là tổn thất cho cổ đông là chủ sở hữu công ty nhưng không trực tiếp điều hành công ty. Điều này vẫn thường xuyên xảy ra do các nhà quản lý thiếu công cụ quản trị khoa học và thiếu năng lực ứng dụng các công cụ đó vào thực tiễn.

Kết quả khảo sát thực tiễn quản trị tài chính của 150 doanh nghiệp vừa và nhỏ đóng trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh năm 2000¹ cho thấy phần lớn các doanh nghiệp chưa chú trọng lắm đến quản trị tài chính mà chỉ tập trung vào công tác kế toán, nhằm lập ra các báo cáo tài chính theo qui định của Bộ Tài Chính. Ngoài ra, hầu hết các nhà quản lý chủ chốt bao gồm chủ doanh nghiệp, giám đốc và kế toán trưởng đều rất ít hiểu biết và sử dụng các mô hình trong việc

¹ Nguyễn Ninh Kiều (2000), Thực hành quản trị vốn lưu động trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ, Tạp chí Phát Triển Kinh Tế

ra quyết định quản lý. Kết quả là, hiệu quả quản lý doanh nghiệp nói chung và quản lý tài chính nói riêng không cao và phụ thuộc vào kinh nghiệm và ý chí chủ quan do đa số các quyết định tài chính đều được thực hiện dựa vào kinh nghiệm, thiếu cơ sở lý thuyết, thiếu sự hỗ trợ của các mô hình ra quyết định.

Từ các quan sát thực tiễn quản lý tài chính công ty, thông qua các cuộc trao đổi với một số giám đốc công ty tại Việt Nam và qua quá trình nghiên cứu kinh nghiệm quản lý ở các nước cho thấy rằng nhu cầu thực hiện nghiên cứu nhằm đưa ra những mô hình ra quyết định có thể ứng dụng trong thực tiễn ra quyết định tài chính của doanh nghiệp vừa mang tính chất khoa học, định lượng vừa phù hợp với môi trường quản lý của Việt Nam đã trở thành một nhu cầu cấp thiết. Kết quả nghiên cứu đề tài này có ý nghĩa rất quan trọng đối với thực tiễn quản trị tài chính công ty. Nó cung cấp cho những nhà quản trị thực hành công cụ phân tích và ra quyết định tài chính mang tính khoa học, có cơ sở và có tính định lượng.

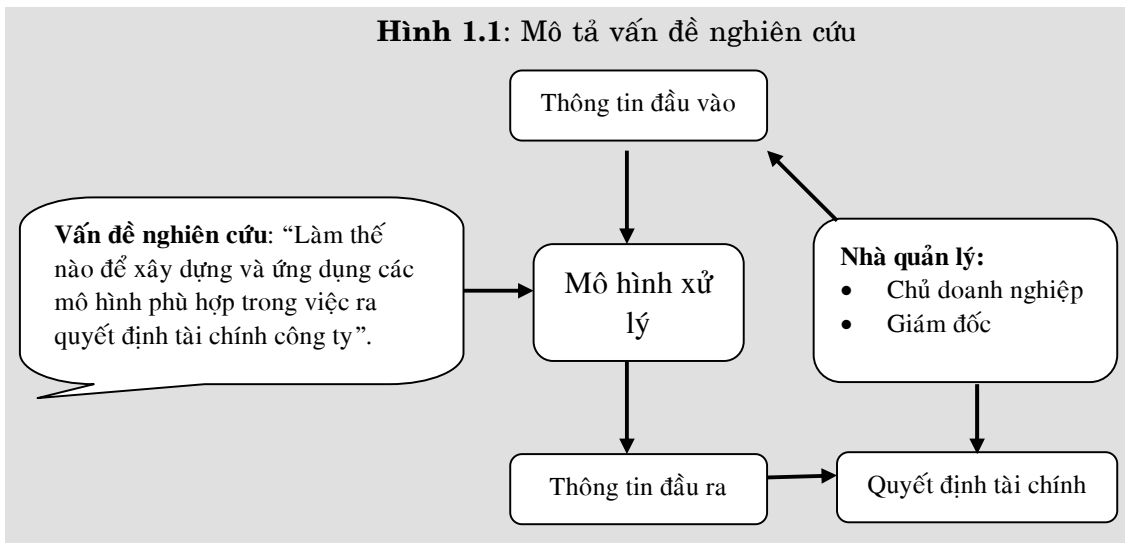
1.2 XÁC ĐỊNH VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Như được trình bày ở trên, nhu cầu cấp thiết của thực tiễn quản trị tài chính công ty Việt Nam là làm sao có được các mô hình ra quyết định có tính khoa học, có tính ứng dụng cao. Vấn đề của thực tiễn quản lý, cũng chính là vấn đề thử thách dành cho các nhà nghiên cứu khoa học, là làm sao chọn lựa từ lý thuyết tài chính các mô hình ra quyết định hữu ích, từ đó hiệu chỉnh cho phù hợp, và hướng dẫn sử dụng, qua đó có thể đưa các công cụ lý thuyết vào thực tiễn, đem lại các giá trị thực sự cho thực tiễn quản lý tài chính của các công ty Việt Nam. Như vậy, vấn đề đặt ra cho đề tài nghiên cứu này là ***xây dựng những mô hình ra quyết định tài chính thích hợp có thể ứng dụng trong thực tiễn quản lý nhằm hỗ trợ cho các nhà quản lý trong việc ra quyết định tài chính công ty.***

Đây là vấn đề nghiên cứu vừa mới mẻ vừa có tính hữu ích cao ở Việt Nam hiện nay. Nó mới mẻ vì mặc dù lý thuyết tài chính công ty đã phát triển ở một mức độ cao, nhưng việc ứng dụng các mô hình lý thuyết này vào thực tiễn quản lý công ty Việt Nam chưa thực sự được thực hiện trong một nghiên cứu nào trước

đây. Vấn đề nghiên cứu này có tính hữu ích cao vì kết quả nghiên cứu sẽ là một cẩm nang ứng dụng các mô hình ra quyết định có tính khoa học vào thực tiễn quản lý tài chính của công ty Việt Nam trong môi trường hiện nay.

Hình 1.1 dưới đây mô tả quá trình xử lý thông tin và ra quyết định tài chính trong công ty.



1.3 CÂU HỎI VÀ MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU

Để có thể giải quyết được vấn đề cần nghiên cứu trên đây, nhiệm vụ quan trọng đầu tiên của đề tài nghiên cứu này là đánh giá nhu cầu của công ty Việt Nam đối với việc sử dụng các mô hình ra quyết định tài chính. Các câu hỏi cho phần này như sau:

- Trong thực tiễn hoạt động công ty, các nhà quản lý thường xuyên đối mặt với những loại quyết định tài chính nào? Câu hỏi này sẽ được trả lời trong chương 2.
- Các nhà quản lý thực hiện việc ra quyết định tài chính như thế nào? Câu hỏi này sẽ được trả lời trong chương 4.

- Nhu cầu và khả năng ứng dụng những mô hình trong quyết định tài chính ở Việt Nam hiện nay ra sao, xét về cả hai phương diện lý luận và thực tiễn? Câu hỏi này sẽ được trả lời trong chương 4.
- Mô hình tài chính có ý nghĩa quan trọng như thế nào đối với các nhà quản lý và làm thế nào ứng dụng mô hình trong việc ra quyết định tài chính công ty? Câu hỏi này sẽ được kết hợp trả lời trong chương 3 và chương 5.

Nhiệm vụ quan trọng tiếp theo là chọn lựa từ lý thuyết quản trị tài chính công ty các mô hình ra quyết định hữu ích, hiệu chỉnh cho phù hợp thực tiễn quản lý tài chính Việt Nam, và hướng dẫn ứng dụng các mô hình vào thực tiễn quản lý tài chính công ty Việt Nam. Các mục tiêu cụ thể cho nhiệm vụ này như sau:

- Hệ thống hoá và lượng hoá những quyết định tài chính mà công ty thường xuyên phải đối phó.
- Hệ thống hoá các mô hình phù hợp với từng loại quyết định trong hoạt động tài chính công ty.
- Nghiên cứu cách thức ứng dụng các mô hình tài chính để giải quyết vấn đề và tìm ra phương án tối ưu cho từng loại quyết định.
- Hướng dẫn cho nhà quản lý ứng dụng các mô hình vào thực tiễn ra quyết định tài chính công ty.

1.4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Đây là đề tài nghiên cứu ứng dụng lý thuyết vào thực tiễn quản lý ở Việt Nam hiện nay. Như đã đề cập trong phần mục tiêu nghiên cứu, trước hết công trình nghiên cứu này sẽ khảo sát thực tiễn quản trị tài chính doanh nghiệp để đánh giá thực trạng và mô tả động thái của nhà quản lý trong việc ra các quyết định tài chính. Kế đến sẽ xem xét những điều kiện và xây dựng những mô hình phù hợp có thể sử dụng như là công cụ phục vụ việc ra quyết định tài chính. Cuối cùng, những mô hình sau khi đã được xây dựng sẽ được kiểm định để đánh giá khả năng ứng

dụng vào thực tiễn. Do vậy đề tài này sử dụng kết hợp nhiều phương pháp nghiên cứu khác nhau nhằm tận dụng tính chất hợp lý và ưu việt của từng loại phương pháp nghiên cứu khoa học.

Phương pháp nghiên cứu dữ liệu thứ cấp được sử dụng để nghiên cứu cơ sở lý luận nhằm đặt nền tảng cho việc xây dựng mô hình trong quyết định tài chính công ty. Phương pháp này được sử dụng để xem xét, tìm tòi, hệ thống hoá và tóm tắt tất cả những kết quả nghiên cứu có liên quan đến đề tài này đã được tiến hành trong và ngoài nước. Trên cơ sở đó, hiểu được các nhà nghiên cứu đi trước đã có những công trình nghiên cứu nào, kết quả ra sao để có thể sử dụng hoặc nghiên cứu bổ sung trong công trình nghiên cứu này.

Phương pháp nghiên cứu dữ liệu sơ cấp cũng được sử dụng nhằm thu thập và phân tích thông tin liên quan đến thực trạng và nhu cầu ứng dụng mô hình trong thực tiễn quản lý ở Việt Nam. Để thu thập dữ liệu sơ cấp phục vụ cho việc nghiên cứu đề tài này, một cuộc khảo sát về thực hành quản trị tài chính ở 150 doanh nghiệp vừa và nhỏ đóng trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh đã được tiến hành năm 2000. Ngoài ra, còn có 10 cuộc phỏng vấn trực tiếp giám đốc và kế toán trưởng đã được tiến hành trong năm 2002 và một cuộc khảo sát nữa đã được tiến hành vào cuối năm 2003 và đầu 2004 đối với 27 công ty. Danh sách các công ty tham gia trả lời phỏng vấn được liệt kê ở phụ lục số 1. Dựa vào kết quả các cuộc khảo sát nêu trên có thể mô tả và rút ra kết luận về thực trạng quản lý tài chính doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay, như được trình bày trong chương 4.

Trong quá trình nghiên cứu xây dựng mô hình các *phương pháp phân tích định lượng trong quản lý* đã được sử dụng để đưa ra những mô hình phù hợp cho từng tình huống quản trị. Cuối cùng một số công ty được lựa chọn để tham gia sử dụng thử nghiệm nhằm kiểm định một số mô hình được xây dựng.

1.5 NỘI DUNG NGHIÊN CỨU

Đề tài nghiên cứu này được trình bày thành 5 chương. Chương 1 giới thiệu đề tài và trình bày những vấn đề liên quan đến phương pháp luận trong nghiên cứu. Vấn

đề cơ sở lý luận liên quan đến đề tài sẽ được trình bày trong chương 2 và 3. Chương 2 giới thiệu chi tiết về các loại quyết định trong tài chính công ty, đồng thời giới thiệu khái niệm cũng như cơ sở lý luận của các mô hình trong tài chính công ty. Chương 3 hệ thống hoá tất cả những mô hình thường được sử dụng trong quyết định tài chính công ty. Chương 4 nêu lên kết quả khảo sát thực tiễn về thực hành quản trị tài chính, nhu cầu và khả năng ứng dụng mô hình trong quyết định tài chính công ty. Chương 5, là chương quan trọng nhất, trình bày cách thức xây dựng mô hình tương ứng với từng tình huống quản lý cụ thể và chỉ rõ cách thức ứng dụng mô hình trong thực tiễn quản lý đối với từng loại hình doanh nghiệp.

1.6 Ý NGHĨA VÀ ỨNG DỤNG CỦA ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Việc nghiên cứu đề tài này có ý nghĩa rất quan trọng về mặt khoa học cũng như thực tiễn. Về mặt khoa học, đề tài này góp phần chất lọc và hoàn thiện những mô hình lý thuyết phù hợp với điều kiện và trình độ quản lý của Việt Nam. Những mô hình mang tính chất lý thuyết đã được trình bày rất nhiều trong sách giáo khoa và các công trình nghiên cứu tài chính công ty, nhưng vấn đề được giải quyết trong đề tài này là làm thế nào để chất lọc và ứng dụng được những mô hình này trong điều kiện của Việt Nam? Công trình nghiên cứu này sẽ giúp hoàn thiện và mở rộng việc ứng dụng mô hình vào quản lý tài chính công ty trong điều kiện Việt Nam.

Về mặt thực tiễn, đề tài này cung cấp cho các nhà quản lý công cụ hữu hiệu trong việc phân tích và ra quyết định tài chính một cách có cơ sở khoa học, chính xác dựa trên nền tảng định lượng và ứng dụng mô hình toán học. Việc nghiên cứu thành công và ứng dụng phổ biến kết quả nghiên cứu đề tài này sẽ góp phần nâng cao hiệu quả quản lý tài chính công ty tại Việt Nam, đồng thời chấm dứt thời kỳ nhà quản lý thực hiện việc ra quyết định mang nặng cảm tính chủ quan, do thiếu công cụ phân tích định lượng hữu hiệu.

Chương 2:

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VÀ NHỮNG QUYẾT ĐỊNH TRONG TÀI CHÍNH CÔNG TY

2.1 TỔNG QUAN VỀ NHỮNG QUYẾT ĐỊNH TRONG TÀI CHÍNH CÔNG TY

Những quyết định trong tài chính công ty được bàn nhiều nhất trong quản trị tài chính và tài chính công ty. Theo Van Horne và Wachowicz (2001) quản trị tài chính quan tâm đến mua sắm, tài trợ và quản lý tài sản công ty theo mục tiêu chung được đề ra. Cũng quan niệm tương tự như vậy nhưng McMahon (1993) chi tiết thêm rằng quản trị tài chính quan tâm đến tìm nguồn vốn cần thiết cho mua sắm tài sản và hoạt động của công ty, phân bổ các nguồn vốn có giới hạn cho những mục đích sử dụng khác nhau, bảo đảm cho các nguồn vốn được sử dụng một cách hữu hiệu và hiệu quả để đạt mục tiêu đề ra.

Các tác giả khác như Brealey và Myers (1996), Ross và nhóm tác giả (2002) đều thống nhất cho rằng tài chính công ty quan tâm đến việc đầu tư, mua sắm, tài trợ và quản lý tài sản doanh nghiệp nhằm đạt mục tiêu đề ra. Qua những định nghĩa nêu trên có thể thấy tài chính công ty liên quan đến ba loại quyết định chính: quyết định đầu tư, quyết định huy động nguồn vốn, và quyết định quản lý tài sản. Ngoài ra còn có rất nhiều loại quyết định khác liên quan đến hoạt động của công ty nhưng trong phạm vi nghiên cứu, đề tài chỉ xem xét những loại quyết định nào có thể lượng hóa và sử dụng mô hình để ra quyết định chứ không xem xét tất cả các loại quyết định. Dưới đây chúng tôi sẽ trình bày chi tiết hơn về từng loại quyết định chủ yếu trong tài chính công ty.

2.1.1 Quyết định đầu tư

Quyết định đầu tư là những quyết định liên quan đến: (1) tổng giá trị tài sản và giá trị từng bộ phận tài sản (tài sản lưu động và tài sản cố định) cần có và (2) mối quan hệ cân đối giữa các bộ phận tài sản trong doanh nghiệp. Trong kế toán chúng ta đã quen với hình ảnh bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp. Quyết định đầu tư gắn liền với phía bên trái bảng cân đối tài sản. Cụ thể có thể liệt kê một số quyết định về đầu tư như sau:

- Quyết định đầu tư tài sản lưu động, bao gồm:
 - Quyết định tồn quỹ tiền mặt

- Quyết định tồn kho
 - Quyết định chính sách bán chịu hàng hóa
 - Quyết định đầu tư tài chính ngắn hạn.
- Quyết định đầu tư tài sản cố định, bao gồm:
 - Quyết định mua sắm tài sản cố định mới
 - Quyết định thay thế tài sản cố định cũ
 - Quyết định đầu tư dự án
 - Quyết định đầu tư tài chính dài hạn.
 - Quyết định quan hệ cơ cấu giữa đầu tư tài sản lưu động và đầu tư tài sản cố định, bao gồm:
 - Quyết định sử dụng đòn bẩy hoạt động
 - Quyết định điểm hòa vốn.

Quyết định đầu tư được xem là quyết định quan trọng nhất trong các quyết định tài chính công ty vì nó tạo ra giá trị cho doanh nghiệp (Hawawini & Viallet, 2002). Một quyết định đầu tư đúng sẽ góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, qua đó, gia tăng tài sản cho chủ sở hữu. Ngược lại, một quyết định đầu tư sai sẽ làm tổn thất giá trị công ty, do đó, làm thiệt hại tài sản cho chủ sở hữu công ty.

2.1.2 Quyết định nguồn vốn

Nếu như quyết định đầu tư liên quan đến bên trái thì quyết định nguồn vốn lại liên quan đến bên phải của bảng cân đối tài sản. Nó gắn liền với việc quyết định nên lựa chọn loại nguồn vốn nào cung cấp cho việc mua sắm tài sản, nên sử dụng vốn chủ sở hữu hay vốn vay, nên dùng vốn ngắn hạn hay vốn dài hạn. Ngoài ra, quyết định nguồn vốn còn xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận để lại tái đầu tư và lợi nhuận được phân chia cho cổ đông dưới hình thức cổ tức. Một khi sự lựa chọn giữa nguồn vốn vay hay nguồn vốn của doanh nghiệp, sử dụng nguồn vốn vay ngắn hạn hay vốn vay dài hạn, hoặc lựa chọn giữa lợi nhuận để lại và lợi nhuận phân chia đã được quyết định, thì bước tiếp theo nhà quản lý còn phải quyết định làm thế nào để huy động được các nguồn vốn đó. Cụ thể có thể liệt kê một số quyết định về nguồn vốn như sau:

- Quyết định huy động nguồn vốn ngắn hạn, bao gồm:
 - Quyết định vay ngắn hạn hay là sử dụng tín dụng thương mại
 - Quyết định vay ngắn hạn ngân hàng hay là phát hành tín phiếu công ty
- Quyết định huy động nguồn vốn dài hạn, bao gồm:
 - Quyết định nợ dài hạn: vay ngân hàng hay phát hành trái phiếu công ty
 - Quyết định sử dụng vốn cổ phần phổ thông hay là sử dụng nợ dài hạn
 - Quyết định sử dụng vốn cổ phần phổ thông hay là vốn cổ phần ưu đãi
- Quyết định quan hệ cơ cấu giữa nợ và vốn chủ sở hữu (đòn bẩy tài chính)
- Quyết định vay để mua hay thuê tài sản.

Trên đây là những quyết định liên quan đến quyết định nguồn vốn trong hoạt động của công ty. Để có được một quyết định đúng đắn là một thách thức không nhỏ đối với những người phải ra quyết định, nếu như thiếu hiểu biết về việc sử dụng các công cụ phân tích trước khi ra quyết định.

2.1.3 Quyết định phân phối lợi nhuận hay chính sách cổ tức

Loại quyết định thứ ba trong tài chính công ty là quyết định về phân phối lợi nhuận hay chính sách cổ tức của công ty. Trong loại quyết định này giám đốc tài chính sẽ phải lựa chọn giữa việc sử dụng lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức hay là giữ lại để tái đầu tư. Ngoài ra giám đốc tài chính còn phải quyết định xem công ty nên theo đuổi một chính sách cổ tức như thế nào và liệu chính sách cổ tức có tác động gì đến giá trị công ty hay giá cổ phiếu trên thị trường hay không.

2.1.4 Một số quyết định khác trong tài chính công ty

Ngoài ba loại quyết định chủ yếu trong tài chính công ty như vừa nêu, còn có rất nhiều loại quyết định khác liên quan đến hoạt động kinh doanh của công ty. Tuy nhiên, trong phạm vi nghiên cứu ở đây chỉ xem xét những loại quyết định có nào có thể ứng dụng mô hình để xem xét ra quyết định. Những loại quyết định khác, chưa kể trong ba loại quyết định chủ yếu trên đây, có thể liệt kê ra như là quyết định hình thức chuyển tiền, quyết

định phòng ngừa rủi ro tỷ giá trong hoạt động kinh doanh đối ngoại, quyết định tiền lương hiệu quả, quyết định tiền thưởng bằng quyền chọn.

Những loại quyết định vừa được trình bày trong phần 2.1 đóng vai trò quyết định trong việc nâng cao hiệu quả quản lý tài chính công ty. Tuy nhiên, thực tế cho thấy rằng trong thực tiễn, các nhà quản lý thường gặp không ít khó khăn khi phải đối mặt trước những quyết định này. Để giúp cho các nhà quản lý có công cụ phân tích và ra quyết định một cách dễ dàng, nhanh chóng và khoa học, các nhà nghiên cứu tài chính công ty thường phát triển những mô hình dựa trên cơ sở khảo sát, mô tả thực tiễn kết hợp với xây dựng nền tảng lý thuyết vững chắc. Phần tiếp theo sẽ xem xét tổng quan về mô hình tài chính, trước khi đi sâu vào xem xét những nền tảng lý thuyết của chúng.

2.2 TỔNG QUAN VỀ NHỮNG MÔ HÌNH TRONG NGHIÊN CỨU TÀI CHÍNH

2.2.1 Khái niệm về mô hình

Đã từ rất lâu, các công cụ toán học đã được sử dụng rộng rãi nhằm giải quyết nhiều vấn đề thực tiễn. Tuy nhiên, chỉ bắt đầu từ thế kỷ 20, việc nghiên cứu và ứng dụng một cách có hệ thống các công cụ định lượng, các mô hình ra quyết định nhằm hỗ trợ quá trình ra quyết định trong thực tiễn mới được tiến hành. Việc vận dụng các mô hình ra quyết định đã được ứng dụng thành công trong nhiều bài toán ra quyết định phức tạp có liên quan đến doanh nghiệp, các tổ chức y tế, giáo dục và nhiều lĩnh vực khác.

Mô hình là một cách diễn tả đơn giản về một vấn đề thực tiễn. Mô hình được xây dựng nhằm mục đích đơn giản hóa vấn đề thực tiễn, giúp giải quyết vấn đề thực tiễn một cách nhanh chóng, tiết kiệm nỗ lực của người ra quyết định. Để làm được điều này, một cách lý tưởng, mô hình phải gỡ bỏ được sự phức tạp của thực tế làm lúng túng cho người ra quyết định, và lập lại các ứng xử của thực tế phức tạp đó bằng một vài biến đơn giản có mối quan hệ với nhau. Để có thể ứng dụng vào thực tiễn nhằm hỗ trợ quá trình ra quyết định của các nhà quản lý, mô hình phải đảm bảo các tính chất *đơn giản, dễ hiểu, giải quyết được vấn đề một cách nhanh chóng với nỗ lực vừa phải*, hơn nữa, mô hình nên *linh động cho phép điều chỉnh nhanh chóng và hiệu quả* để có thể phù hợp với hoàn cảnh ra quyết định đặc thù. Mô hình đơn giản có những ưu điểm sau:

- Tiết kiệm thời gian và trí lực
- Các nhà quản lý có thể hiểu và vận dụng một cách dễ dàng khi ra quyết định

- Có thể điều chỉnh và bổ sung một cách nhanh chóng và hữu hiệu.

Mục tiêu khi xây dựng mô hình không nhất thiết là phải xây dựng mô hình sát với mọi khía cạnh của thực tiễn vì mô hình như vậy đòi hỏi tốn nhiều thời gian, công sức và đôi khi nằm ngoài khả năng nhận thức của chúng ta. Đối với những nhà hoạch định chính sách hay những người sẽ trực tiếp ra quyết định, một mô hình càng có ý nghĩa khi nó thỏa mãn hai yêu cầu:

- Phản ánh và dự đoán được kết quả một cách hợp lý
- Đơn giản, dễ sử dụng và phù hợp với điều kiện cho phép.

2.2.2 Phân loại mô hình

Có nhiều rất nhiều loại mô hình khác nhau. Để có thể hiểu và xây dựng được mô hình, trước tiên chúng ta cần nhận thức và biết cách phân loại mô hình, dựa theo những tiêu thức khác nhau. Tùy theo tính chất của mô hình, có thể chia ra làm ba loại mô hình¹: (1) *mô hình vật lý* là mô hình thu gọn của một thực thể; (2) *mô hình khái niệm* diễn tả các mối liên hệ giữa các bộ phận trong một hệ thống; (3) *mô hình toán học* là một tập hợp các biểu thức toán học dùng để diễn tả bản chất của hệ thống. Tùy theo mức độ phức tạp của vấn đề, mô hình có thể có ba nhóm²:

- Nhóm mô hình giải quyết các vấn đề đơn giản: Các mô hình giải quyết các vấn đề đơn giản gồm (1) *Mô hình tình huống* (Case hoặc Scenario Models) là mô hình nhằm phân tích vấn đề bằng cách kiểm tra tác động của các tình huống khác nhau chứa đựng các giả thiết khác nhau liên quan đến vấn đề đang xem xét. Mô hình không được xây dựng nhằm tìm ra giải pháp tối ưu đối với vấn đề mà chỉ dừng ở mức độ thử nghiệm các tác động đối với vấn đề đang xem xét. Mô hình tình huống được sử dụng để giải quyết các vấn đề trong môi trường chắc chắn; (2) *Mô hình phân tích quyết định* (Decision analysis) sử dụng kết hợp xác suất khi

¹ Nguyễn Thống, Cao Hào Thi, *Phương pháp định lượng trong quản lý*, Nhà xuất bản thống kê, 1998.

² Bonini, Hausman, Bierman, *Quantitative Analysis for Management*, Irwin, 1997.

cân nhắc các quyết định, được dùng trong môi trường ra quyết định trong điều kiện không chắc chắn.

- Nhóm mô hình giải quyết các vấn đề phức tạp, bao gồm (1) *Mô hình qui hoạch tuyến tính* (Linear and interger programming) được sử dụng phổ biến nhằm giải quyết các bài toán lớn phức tạp trong các ràng buộc sẵn có nhằm mục tiêu tối đa hoặc tối thiểu hóa một giá trị đặt ra; (2) *Mô hình mô phỏng* (Simulation) nhằm giải quyết các vấn đề phát sinh trong các hệ thống lớn phức tạp dưới điều kiện không chắc chắn. Mô hình được xây dựng sao cho có thể thực hiện sao chép các ứng xử của hệ thống.
- Nhóm mô hình giải quyết các vấn đề năng động, cho phép thực hiện các quyết định tác động lẫn nhau ở những thời điểm khác nhau. Trong số các mô hình thuộc loại này có mô hình quản lý tồn kho – giúp xác định mức tồn kho tối ưu và thời điểm đặt hàng; mô hình duyệt và đánh giá dự án PERT, hoặc mô hình đường công tác chính (critical path model – CPM) để lên kế hoạch thực hiện dự án; mô hình sắp hàng (Queing) giúp giải quyết sự ứ đọng.

Dựa theo tính chất năng động của mô hình, có thể phân loại mô hình thành³: (1) *Mô hình xác định* trong đó giá trị các tham số và biến số là các giá trị xác định, không mang tính ngẫu nhiên, (2) *Mô hình xác suất* chứa đựng các tham số và biến có thể nhận nhiều giá trị với một xác suất nào đó.

Tóm lại, mô hình có thể chia thành nhiều loại khác nhau căn cứ vào nhiều loại tiêu thức khác nhau. Bảng 2.1 dưới đây tóm tắt các loại mô hình được phân loại theo Bonini, Hausman và Bierman (1997):

Bảng 2.1: Phân loại mô hình		
Vấn đề quyết định có tính:	Các biến chính trong vấn đề quyết định có tính:	
	<i>Chắc chắn</i>	<i>Không chắc chắn</i>
Đơn giản	Mô hình tình huống	Mô hình quyết định
Phức tạp	Mô hình tình huống	Mô hình mô phỏng
	Mô hình quy hoạch tuyến tính	
Năng động	Mô hình tồn kho	Mô hình mô phỏng
	Mô hình PERT	Mô hình tồn kho
		Mô hình sắp hàng
Nguồn: Ứng dụng từ Bonini, Hausman và Bierman		

³ Huỳnh Trung Lương, Trương Tôn Hiền Đức, *Phương pháp định lượng trong quản lý và vận hành*, Nhà xuất bản khoa học và kỹ thuật, 2002.

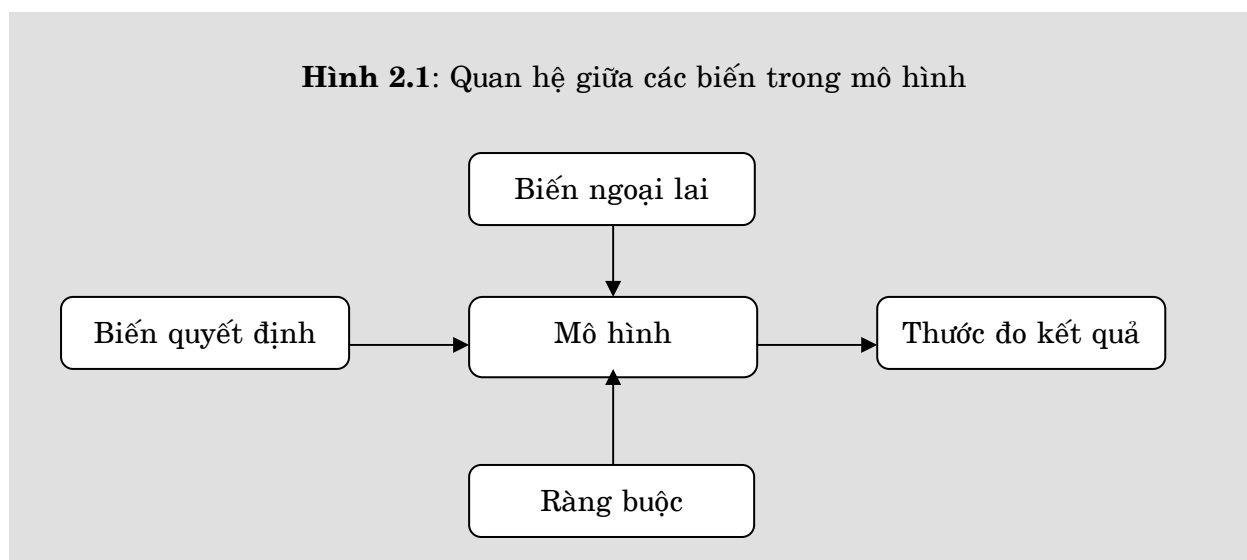
2.2.3 Những yếu tố căn bản của mô hình

Mô hình là một sự đơn giản hóa của vấn đề quyết định trong kinh doanh. Vì thế nó chỉ nên bao gồm các thành phần quan trọng và không nên chứa đựng các yếu tố không quan trọng hoặc không liên quan đến vấn đề cần quyết định. Mô hình càng đơn giản thì khả năng ứng dụng của nó càng cao. Các thành phần cơ bản của mô hình bao gồm:

- **Các biến quyết định:** là các biến mà người ra quyết định có thể tác động và kiểm soát được. Các biến quyết định thể hiện các chọn lựa có thể thực hiện được của người ra quyết định. Trong thực tiễn có nhiều quyết định nhỏ kém quan trọng đi kèm với các quyết định lớn quan trọng. Mô hình hiệu quả chỉ tập trung vào thể hiện các quyết định quan trọng. Biến quyết định có thể là công suất nhà máy đối với quyết định đầu tư tài sản, hoặc có thể là tỷ lệ phần trăm nợ trong tổng nguồn vốn trong quyết định cấu trúc nguồn vốn công ty...
- **Các biến ngoại lai:** là các biến không thuộc phạm vi kiểm soát của người ra quyết định. Thông thường nó là các biến phụ thuộc vào môi trường ra quyết định như điều kiện kinh tế, tỷ lệ lạm phát, lãi suất, các hành động của đối thủ cạnh tranh, giá các nhập liệu sản xuất...
- **Các chính sách hoặc ràng buộc:** Thông thường người ra quyết định phải đối mặt với các ràng buộc của môi trường ra quyết định như chính sách của công ty, công suất tối đa của nhà máy, các qui định của luật pháp, thuế... Các ràng buộc này phải được tôn trọng trong quá trình ra quyết định. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, các ràng buộc có thể được nới lỏng (ví dụ công suất nhà máy trong dài hạn), do đó có thể gây nên sự nhầm lẫn giữa biến quyết định và ràng buộc.
- **Các thước đo kết quả của quyết định:** Trong quá trình ra quyết định, người ra quyết định có mục tiêu cụ thể, mục tiêu này là kim chỉ nam cho việc chọn lựa các giải pháp phù hợp. Thông thường các mục tiêu được lượng hóa thành các thước đo kết quả, và được dùng như thước đo tính hiệu quả của các quyết định. Thước đo kết quả của các quyết định tài chính công ty thường là lợi nhuận đạt được, luân chuyển tiền mặt ổn định, giá trị cổ đông, hoặc qui mô chi phí...
- **Các biến trung gian:** là các biến chỉ mối liên hệ giữa biến độc lập và biến ngoại lai với thước đo kết quả. Khái niệm trung gian dùng để chỉ mối liên hệ trung gian

này. Doanh thu có thể là một biến trung gian trong một thị trường cạnh tranh hoàn hảo khi mà giá cân bằng (biến ngoại lai) do cung cầu thị trường xác định và sản phẩm bán ra của công ty (biến quyết định) là kết quả của các quyết định bán hàng của công ty.

Mô hình là sự diễn tả tổng hợp mối quan hệ của các biến (biến quyết định, biến ngoại lai, biến trung gian) và các ràng buộc trong quá trình ra quyết định sao cho khi sử dụng mô hình, các mục tiêu cụ thể (thước đo kết quả) có thể được đo lường, tính toán, tối đa hoặc tối thiểu hóa. Hình 2.1 dưới đây mô tả mối quan hệ giữa các biến, điều kiện ràng buộc và thước đo kết quả trong một mô hình.



2.2.4 Phương pháp xây dựng và ứng dụng mô hình trong quyết định tài chính công ty

Tùy theo tính chất đơn giản hay phức tạp của vấn đề cần xem xét trong thực tiễn và mục tiêu ra quyết định của nhà quản lý, việc xây dựng mô hình có thể đơn giản hoặc phức tạp, thậm chí rất phức tạp. Thông thường xây dựng một mô hình cần trải qua các bước sau:

- Bước 1: Xác định mục tiêu hay tính chất của quyết định
- Bước 2: Xác định các biến số ảnh hưởng đến quyết định
- Bước 3: Xác lập mối quan hệ giữa các biến số với nhau và với mục tiêu của quyết định (xây dựng mô hình)
- Bước 4: Nhập dữ liệu của các biến số vào mô hình, kiểm tra kết quả

- Bước 5: Thử thay đổi các dữ liệu của các biến số và kiểm tra sự tác động của việc thay đổi này lên kết quả (kiểm chứng mô hình)

Để minh họa cho các bước trên chúng ta có thể xem xét ví dụ sau đây. Giám đốc Công ty Saigonimex muốn quyết định xem nên lựa chọn hình thức chuyển tiền nào trong các hình thức chuyển tiền sau đây:

- Chuyển tiền bằng điện
- Chuyển tiền qua hệ thống SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications)
- Chuyển tiền bằng thư?

Bước 1: Trong bước này chúng ta phải mô tả được mục tiêu và tính chất của quyết định. Trong ví dụ này, lợi ích kinh tế được xem là cơ sở thực hiện quyết định. Trong ba hình thức chuyển tiền trên, nhìn chung chuyển tiền bằng điện và bằng SWIFT có đặc điểm chung là nhanh nhưng phí chuyển tiền cao. Ngược lại, chuyển tiền bằng thư có đặc điểm là chậm nhưng phí chuyển tiền thấp. Vấn đề đặt ra là giám đốc Saigonimex nên chọn hình thức nào: nhanh mà đắt hay chậm mà rẻ? Để trả lời câu hỏi này chúng ta cần biết lợi ích kinh tế của chuyển tiền nhanh so với chênh lệch phí chuyển tiền. Đây chính là mục tiêu của bài toán quyết định.

Bước 2: Xác định các biến số ảnh hưởng đến bài toán quyết định. Trong tình huống này các biến số liên quan bao gồm:

- Trị giá số tiền cần chuyển: a
- Thời gian chuyển tiền bằng điện: t_1
- Thời gian chuyển tiền bằng thư: t_2
- Chi phí chuyển tiền bằng điện: f_1
- Chi phí chuyển tiền bằng thư: f_2
- Chi phí cơ hội sử dụng số tiền được chuyển: i .

Bước 3: Xác lập quan hệ giữa các biến. Trong tình huống này chúng ta cần xem xét xem lợi ích của việc thu tiền nhanh có đủ bù đắp chênh lệch chi phí giữa chuyển tiền bằng điện và bằng thư hay không.

Lợi ích của chuyển tiền nhanh thể hiện ở chỗ cơ hội sử dụng số tiền vào mục đích sinh lợi. Lợi ích này chính là số tiền lãi phát sinh do thu tiền bằng điện nhanh hơn thu tiền bằng thư mang lại, thể hiện bởi biểu thức:

$$\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} \quad (2.1)$$

Tuy nhiên, thu tiền nhanh tốn chi phí hơn thu tiền chậm là: $(f_1 - f_2)$. Do đó, để có thể quyết định được hình thức chuyển tiền, chúng ta cần xem xét lợi ích thể hiện qua biểu thức (1) có lớn hơn chi phí $(f_1 - f_2)$ hay không?

Như vậy bài toán ra quyết định ở đây có thể được giải quyết bằng cách vận dụng mô hình so sánh lợi ích và chi phí của việc chuyển từ hình thức chuyển tiền bằng thư sang chuyển tiền bằng điện như sau:

- Nếu $\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} > f_1 - f_2$: Chọn hình thức chuyển tiền bằng điện vì khi ấy lợi ích của việc thu tiền nhanh cao hơn chênh lệch chi phí do thu tiền nhanh
- Nếu $\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} = f_1 - f_2$: Chọn hình thức chuyển tiền bằng điện vì khi ấy lợi ích của việc thu tiền nhanh đủ bù đắp chênh lệch chi phí do thu tiền nhanh
- Nếu $\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} < f_1 - f_2$: Chọn hình thức chuyển tiền bằng thư vì khi ấy lợi ích của việc thu tiền nhanh không đủ bù đắp chênh lệch chi phí do thu tiền nhanh

Bước 4: Nhập dữ liệu vào mô hình để ra quyết định. Ở bước này người ra quyết định phải tổ chức thu thập các thông tin các biến đầu vào, chẳng hạn như trị giá hợp đồng a , thời gian thu tiền bằng điện t_1 , thời gian chuyển tiền bằng thư t_2 , chi phí chuyển tiền bằng điện f_1 , chi phí chuyển tiền bằng thư f_2 , và chi phí cơ hội sử dụng số tiền được chuyển i là bao nhiêu để nạp vào mô hình tính toán.

Bước 5: Kiểm chứng mô hình. Dùng các bộ dữ liệu khác nhau cho vào mô hình để kiểm tra ý nghĩa của các kết quả cũng như kiểm tra độ nhạy của mô hình trong việc phản ánh các thay đổi dữ liệu này. Trong trường hợp mô hình cho kết quả quá nhạy cảm với những thay đổi nhỏ của dữ liệu, hoặc các kết quả không phù hợp với thực tiễn, hoặc kết quả không nhạy cảm với sự thay đổi dữ liệu, khi ấy mô hình cần được chỉnh sửa.

Ví dụ trên đây chỉ là một tình huống đơn giản nhằm minh họa phương pháp xây dựng và ứng dụng mô hình toán trong quyết định tài chính công ty. Tuy nhiên, vấn đề trọng tâm của công trình nghiên cứu này không phải là xây dựng mô hình mà tập trung vào việc ứng dụng các mô hình, nghiên cứu cách thức vận dụng các mô hình tài chính đã được xây dựng trên nền tảng lý thuyết tài chính công ty vào thực tiễn quản trị tài chính công ty. Cho nên, vấn đề làm thế nào để đưa các mô hình, kể cả mô hình đã được xây dựng lẫn các mô hình sẽ được xây dựng, vào ứng dụng trong quyết định tài chính công ty mới là vấn đề quan trọng.

Phần 2.2 trên đây đã trình bày tổng quan về mô hình và phương thức xây dựng cũng như cách thức ứng dụng mô hình trong quyết định tài chính công ty. Phần 2.3 tiếp theo sẽ trình bày những nền tảng lý thuyết trong việc xây dựng và ứng dụng các mô hình khi ra các quyết định tài chính công ty.

2.3 NHỮNG NỀN TẢNG LÝ THUYẾT CỦA CÁC MÔ HÌNH TÀI CHÍNH

Hầu hết các nhà nghiên cứu lý thuyết tài chính công ty khi xây dựng và phát triển các mô hình quyết định tài chính công ty đều dựa trên một nền tảng chung là so sánh giữa lợi ích thu về và chi phí bỏ ra để từ đó quyết định lựa chọn phương án tốt nhất. Tuy nhiên, do thực tiễn rất đa dạng và phong phú nên các mô hình quyết định cũng tùy theo từng hoàn cảnh và từng tình huống mà xây dựng sao cho phù hợp. Chẳng hạn, thông thường lợi ích và chi phí phải được quy về đơn vị tiền tệ để đo lường chính xác, nhưng lợi ích và chi phí bằng tiền thường xảy ra ở những thời điểm khác nhau, và do tiền tệ có giá trị thay đổi theo thời gian nên giá trị của cùng một số tiền nhưng ở những thời điểm khác nhau là khác nhau. Do vậy, phải đòi hỏi có nền tảng lý thuyết để quy đổi chúng về cùng một giá trị tương đương trước khi so sánh với nhau.

Ngoài ra, việc so sánh giữa lợi ích và chi phí không chỉ ảnh hưởng bởi yếu tố thời giá tiền tệ mà còn chịu ảnh hưởng bởi yếu tố rủi ro vì khi xem xét hai lợi ích hoặc chi phí bằng tiền như nhau nhưng mức độ rủi ro khác nhau sẽ rất khác nhau. Do vậy, trong

phân tích và phát triển mô hình tài chính chúng ta còn cần có cơ sở điều chỉnh lợi ích hoặc chi phí về cùng một mức độ rủi ro hoặc xem xét lợi ích và chi phí trong quan hệ gắn bó với mức độ rủi ro.

Sau đây chúng ta sẽ xem xét hai nền tảng lý thuyết cơ bản của mô hình tài chính là thời giá tiền tệ và quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro.

2.3.1 Thời giá tiền tệ

Có thể nói khái niệm thời giá tiền tệ là xương sống của lý luận về tài chính công ty, đặc biệt là trong các mô hình tài chính sẽ được xem xét trong những phần tiếp theo. Thời giá tiền tệ chính là giá trị của đồng tiền theo thời gian. Khái niệm này được xây dựng dựa trên nền tảng chi phí cơ hội của tiền tệ với một mức lãi suất nào đó cũng như các phương pháp tính lãi khác nhau.

Lãi chính là số tiền thu được (đối với người cho vay) hoặc chi ra (đối với người đi vay) do việc sử dụng vốn vay. *Lãi đơn* là số tiền lãi chỉ tính trên số tiền gốc mà không tính trên số tiền lãi do số tiền gốc sinh ra. Công thức tính lãi đơn như sau:

$$SI = P_0(i)(n) \quad (2.2)$$

Trong đó SI là lãi đơn, P_0 là số tiền gốc, i là lãi suất kỳ hạn và n là số kỳ hạn tính lãi. Ví dụ một người ký gửi \$1000 vào tài khoản định kỳ tính lãi đơn với lãi suất là 8%/năm. Sau 10 năm số tiền gốc và lãi người ấy thu về là: $\$1000 + 1000(0,08)(10) = \1800 .

Lãi kép là số tiền lãi không chỉ tính trên số tiền gốc mà còn tính trên số tiền lãi do số tiền gốc sinh ra. Nó chính là lãi tính trên lãi, hay còn gọi là lãi kép (compounding). Khái niệm lãi kép rất quan trọng vì nó có thể ứng dụng để giải quyết rất nhiều vấn đề trong tài chính. *Lãi kép liên tục* là lãi kép khi số lần ghép lãi trong một thời kỳ (năm) tiến đến vô cùng. Nếu trong một năm ghép lãi một lần thì chúng ta có lãi hàng năm (annually), nếu ghép lãi hai lần thì chúng ta có lãi bán niên (semiannually), bốn lần có lãi theo quý (quarterly), mười hai lần có lãi theo tháng (monthly), ba trăm sáu mươi lần có lãi theo ngày (daily), ... Khi số lần ghép lãi lớn đến vô cùng thì việc ghép lãi diễn ra liên tục. Khi ấy chúng ta có lãi liên tục (continuously).

Hai khái niệm cơ bản và quan trọng của thời giá tiền tệ là giá trị tương lai và giá trị hiện tại hay hiện giá của một số tiền hoặc của một dòng tiền. *Giá trị tương lai* của

một số tiền hiện tại nào đó chính là giá trị của số tiền này ở thời điểm hiện tại cộng với số tiền lãi mà nó sinh ra trong khoảng thời gian từ hiện tại cho đến một thời điểm trong tương lai. Để xác định giá trị tương lai, chúng ta đặt:

P_0 = giá trị của một số tiền ở thời điểm hiện tại

i = lãi suất của kỳ hạn tính lãi

n = là số kỳ hạn lãi

FV_n = giá trị tương lai của số tiền P_0 ở thời điểm n kỳ hạn lãi

$$FV_1 = P_0 + P_0i = P_0(1+i)$$

$$FV_2 = FV_1 + FV_1i = FV_1(1+i) = P_0(1+i)(1+i) = P_0(1+i)^2$$

.....

$$FV_n = P_0(1+i)^n = P_0(FVIF_{i,n}) \quad (2.3)$$

Trong đó $FVIF_{i,n}=(1+i)^n$ là thừa số giá trị tương lai ở mức lãi suất $i\%$ với n kỳ hạn tính lãi. Ví dụ chúng ta có một số tiền 1000\$ gửi ngân hàng 10 năm với lãi suất là 8%/năm tính lãi kép hàng năm. Sau 10 năm số tiền chúng ta thu về cả gốc và lãi là:

$$FV_{10} = 1000(1+0,08)^{10} = 1000(FVIF_{8,10}) = 1000(2,159) = 2159\$$$

Chúng ta không chỉ quan tâm đến giá trị tương lai của một số tiền mà ngược lại đôi khi chúng ta còn muốn biết để có số tiền trong tương lai đó thì phải bỏ ra bao nhiêu ở thời điểm hiện tại. Đây chính là *giá trị hiện tại của một số tiền tương lai*. Công thức tính giá trị hiện tại hay gọi tắt là *hiện giá* được suy ra từ (2.3) như sau:

$$PV_0 = P_0 = FV_n/(1+i)^n = FV_n(1+i)^{-n} = FV_n(PVIF_{i,n}) \quad (2.4)$$

Trong đó $PVIF_{i,n} = (1+i)^{-n}$ là thừa số giá trị hiện tại ở mức lãi suất $i\%$ với n kỳ hạn tính lãi. Ví dụ chúng ta muốn có một số tiền 1000\$ trong 3 năm tới, biết rằng ngân hàng trả lãi suất là 8%/năm và tính lãi kép hàng năm. Hỏi bây giờ chúng ta phải gửi ngân hàng bao nhiêu để sau 3 năm số tiền chúng ta thu về cả gốc và lãi là 1000\$?

$$PV_0 = 1000(1+0,08)^{-3} = 1000(PVIF_{8,3}) = 1000(0,794) = 794\$$$

Đôi khi chúng ta đứng trước tình huống đã biết giá trị tương lai, hiện giá và số kỳ hạn lãi nhưng chưa biết lãi suất. Khi ấy chúng ta cần biết lãi kép (i) ngấm hiểu trong tình huống như vậy là bao nhiêu. Ví dụ bây giờ chúng ta bỏ ra 1000\$ để mua một công cụ nợ có thời hạn 8 năm. Sau 8 năm chúng ta sẽ nhận được 3000\$. Như vậy lãi suất của công cụ nợ này là bao nhiêu? Sử dụng công thức (2.3), chúng ta có:

$$\begin{aligned} FV_3 &= 1000(1+i)^8 = 1000(FVIF_{i,8}) = 3000 \\ \Rightarrow (FVIF_{i,8}) &= 3000/1000 = 3 \end{aligned}$$

Sử dụng bảng để suy ra lãi suất i nằm giữa 14 và 15% (= 14,72%). Cách khác để xác định chính xác hơn lãi suất i như sau:

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

Đôi khi chúng ta đứng trước tình huống đã biết giá trị tương lai, hiện giá và lãi suất nhưng chưa biết số kỳ hạn lãi. Khi ấy chúng ta cần biết số kỳ hạn tính lãi, để từ đó suy ra thời gian cần thiết để một số tiền P_0 trở thành FV . Ví dụ bây giờ chúng ta bỏ ra 1000\$ để mua một công cụ nợ được trả lãi kép hàng năm là 10%. Sau một khoảng thời gian bao lâu chúng ta sẽ nhận được cả gốc và lãi là 5000\$. Sử dụng công thức (2.3), chúng ta có:

$$\begin{aligned} FV_5 &= 1000(1+0,1)^n = 1000(FVIF_{10,n}) = 5000 \\ \Rightarrow (FVIF_{10,n}) &= 5000/1000 = 5 \end{aligned}$$

Sử dụng bảng để suy ra n khoảng 17 năm. Tuy nhiên kết quả này không hoàn toàn chính xác do có sai số khi tra bảng. Để có kết quả chính xác chúng ta có thể thực hiện như sau:

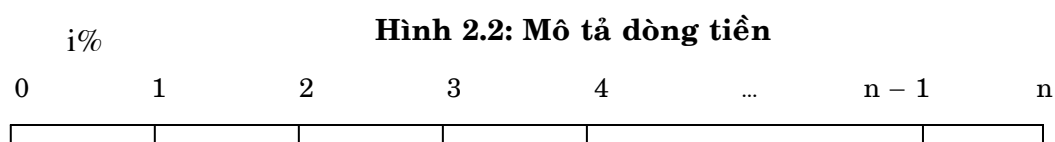
$$(1+0,1)^n = 5000/1000 = 5$$

$$1,1^n = 5$$

$$n \cdot \ln(1,1) = \ln(5) \Rightarrow n = \ln(5)/\ln(1,1) = 1,6094/0,0953 = 16,89 \text{ năm}$$

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

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



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

- Dòng niên kim (annuity) – dòng tiền tệ bao gồm các khoản bằng nhau xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Dòng niên kim còn được phân chia thành: (1) dòng niên kim thông thường (ordinary annuity) – xảy ra ở cuối kỳ, (2) dòng niên kim đầu kỳ (annuity due) – xảy ra ở đầu kỳ và (3) dòng niên kim vĩnh cửu (perpetuity) – xảy ra cuối kỳ và không bao giờ chấm dứt. Ví dụ ông A cho thuê xe hơi trong vòng 5 năm với giá tiền thuê là 2400\$ một năm, thanh toán vào 31/12 của năm đó. Thu nhập từ cho thuê xe là một dòng niên kim thông thường bao gồm 5 khoản tiền bằng nhau trong vòng 5 năm. Bây giờ thay vì tiền thuê thanh toán vào cuối năm, ông A yêu cầu người thuê xe thanh toán vào đầu năm, tức là vào ngày 1/1 của năm đó. Thu nhập của ông A bây giờ là một dòng niên kim đầu kỳ. Thay vì bỏ tiền ra mua xe hơi cho thuê, ông A dùng số tiền đó mua cổ phiếu ưu đãi của một công ty cổ phần và hàng năm hưởng cổ tức cố định là 2000\$. Giả định rằng hoạt động công ty tồn tại mãi mãi, khi đó thu nhập của A được xem như là một dòng niên kim vĩnh cửu.

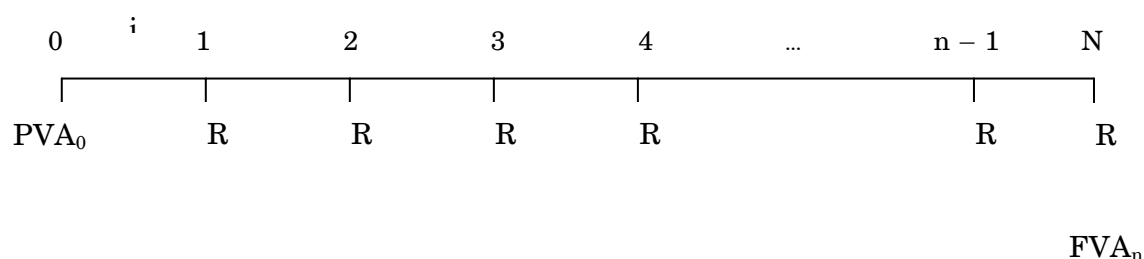
- Dòng tiền tệ hỗn tạp (Uneven or mixed cash flows) – dòng tiền tệ không bằng nhau xảy ra qua một số thời kỳ nhất định. Cũng là ví dụ cho thuê xe trên đây nhưng thu nhập thực tế của ông A không phải là 2400\$ mỗi năm vì phải bỏ ra một số chi phí sửa chữa nhỏ và số chi phí này khác nhau qua các năm. Khi ấy thu nhập ròng của ông A sau khi trừ đi chi phí sửa chữa nhỏ sẽ hình thành một dòng tiền tệ không đều nhau qua các năm. Dòng tiền tệ ấy chính là dòng tiền tệ hỗn tạp vì nó bao gồm các khoản tiền không giống nhau.

Sau khi chúng ta đã hiểu và phân biệt được từng loại dòng tiền tệ khác nhau. Bây giờ chúng ta sẽ xem xét cách xác định thời giá của từng loại dòng tiền tệ.

Thời giá của dòng niên kim

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

Hình 2.3: Mô tả dòng niên kim



Trong đó PVA₀ là hiện giá của dòng niên kim, FVA_n là giá trị tương lai của dòng niên kim và R là khoản thu nhập hoặc chi trả xảy ra qua mỗi thời kỳ. Tập hợp các khoản tiền R qua các thời kỳ hình thành nên dòng niên kim.

Giá trị tương lai của dòng niên kim

Giá trị tương lai của dòng niên kim chính là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền R xảy ra ở từng thời điểm khác nhau. Công thức (2.3) cho biết giá trị tương lai của khoản tiền R chính là $R(1+i)^n$. Để dễ hình dung, kết quả xác định giá trị tương lai của khoản tiền R ở mỗi thời điểm được tóm tắt ở bảng dưới đây:

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

Gọi FVA_n là giá trị tương lai của dòng niên kim, chúng ta có:

$$\begin{aligned}
 FVA_n &= R(1+i)^{n-1} + R(1+i)^{n-2} + \dots + R(1+i)^1 + R(1+i)^0 \\
 &= R[FVIF_{i,n-1} + FVIF_{i,n-2} + \dots + FVIF_{i,1} + FVIF_{i,0}] \\
 &= R(FVIFA_{i,n})
 \end{aligned} \tag{2.5}$$

trong đó $FVIFA_{i,n}$ là thừa số giá trị tương lai của dòng niên kim ở mức lãi suất $i\%$ và n số kỳ hạn lãi. Ví dụ chúng ta cho thuê nhà với giá là 6000\$ một năm thanh toán vào 31/12 hàng năm trong thời hạn 5 năm. Toàn bộ tiền cho thuê được ký gửi vào ngân hàng với lãi suất 6%/năm trả lãi kép hàng năm. Sau 5 năm số tiền chúng ta có được cả gốc và lãi là:

$$FVA_5 = 6000(FVIFA_{6,5}) = 6000(5,637) = 33.822\$$$

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

$$FVAD_n = R(FVIFA_{i,n})(1+i) \tag{2.6}$$

Trong ví dụ tiền thuê nhà trên đây nếu tiền thanh toán vào đầu kỳ, chúng ta sẽ có giá trị tương lai của dòng niên kim này là: $FVAD_5 = 6000(FVIFA_{i,n})(1+0,06) = 6000(5,637)(1+0,06) = 35.851,32\$$.

Giá trị hiện tại của dòng niên kim

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

Hiện giá của dòng niên kim bằng tổng hiện giá của từng khoản tiền ở từng thời điểm khác nhau. Hình 2.3 biểu diễn dòng niên kim, dựa vào hình này chúng ta thấy hiện giá của dòng niên kim qua các năm có thể xác định như sau:

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị hiện tại
R	T = 1	$PV_0 = R/(1+i)^1$
R	T = 2	$PV_0 = R/(1+i)^2$
R	T = 3	$PV_0 = R/(1+i)^3$
R	...	...
R	T = n - 1	$PV_0 = R/(1+i)^{n-1}$
R	T = n	$PV_0 = R/(1+i)^n$

Gọi PVA_n là hiện giá của dòng niên kim, chúng ta có:

$$PVA_n = R/(1+i)^1 + R/(1+i)^2 + R/(1+i)^3 + \dots + R/(1+i)^{n-1} + R/(1+i)^n \quad (2.7)$$

$$= R(PVIFA_{i,n})$$

trong đó $PVIFA_{i,n}$ là thừa số hiện giá của dòng niên kim ở mức lãi suất $i\%$ với n kỳ hạn lãi. $PVIFA_{i,n}$ được xác định bằng cách tra bảng hoặc sử dụng Excel. Trong ví dụ vừa nêu trên, chúng ta có hiện giá của dòng niên kim thu nhập cho thuê nhà là:

$$PVA_5 = 6000/(1+0,06)^1 + 6000/(1+0,06)^2 + \dots + 6000/(1+0,06)^4 + 6000/(1+0,06)^5$$

$$= 6000(PVIFA_{6,5}) = 6000(4,212) = 25272\$$$

Trong trường hợp dòng niên kim đầu kỳ, hiện giá được xác định bởi công thức:

$$PVAD_n = R(PVIFA_{i,n})(1+i) \quad (2.8)$$

Giá trị hiện tại của dòng niên kim vĩnh cửu

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

$$PVA_n = R/(1+i)^1 + R/(1+i)^2 + R/(1+i)^3 + \dots + R/(1+i)^{n-1} + R/(1+i)^n \quad (2.9)$$

Nhân hai vế của (2.9) với $(1+i)$ sau đó lấy hai vế của đẳng thức thu được trừ đi hai vế của (2.9) và thực hiện vài biến đổi đại số chúng ta được:

$$PVA_n = R \left[\frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^n} \right] \quad (2.10)$$

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

$$PVA_\infty = \frac{R}{i} \quad (2.11)$$

Xác định yếu tố lãi suất

Trong trường hợp đã biết giá trị tương lai hoặc hiện giá của dòng niên kim và số kỳ hạn tính lãi, chúng ta có thể giải phương trình (2.5) hoặc (2.7) để biết yếu tố lãi suất i .

Ví dụ ông A muốn có một số tiền là 32 triệu đồng cho con ông ta học đại học trong 5 năm tới. Ông dùng thu nhập từ tiền cho thuê nhà hàng năm là 5 triệu đồng để gửi vào tài khoản tiền gửi được trả lãi kép hàng năm. Hỏi ông A mong muốn ngân hàng trả lãi bao nhiêu để sau 5 năm ông có được số tiền như hoạch định? Từ công thức (2.5), chúng ta có: $FVA_5 = 5(FVIFA_{i,5}) = 32 \Rightarrow FVIFA_{i,5} = 32/5 = 6,4$. Tra bảng chúng ta tìm được lãi suất i khoảng 12%. Nếu dùng máy tính tài chính hoặc Excel chúng ta có thể xác định chính xác hơn lãi suất là 12,37%.

Xác định yếu tố kỳ hạn

Trong trường hợp đã biết giá trị tương lai hoặc hiện giá của dòng niên kim và lãi suất i , chúng ta có thể giải phương trình (2.5) hoặc (2.7) để biết yếu tố kỳ hạn tính lãi n . Ví dụ ông B muốn có một số tiền là 32 triệu đồng cho con ông ta học đại học. Ông dùng thu nhập từ tiền cho thuê nhà hàng năm là 5 triệu đồng để gửi vào tài khoản tiền gửi được trả lãi kép hàng năm. Hỏi ông B phải gửi bao nhiêu năm để có được số tiền như hoạch định biết rằng ngân hàng trả lãi 12%/năm? Từ công thức (2.5), chúng ta có: $FVA_5 = 5(FVIFA_{12,n}) = 32 \Rightarrow FVIFA_{12,n} = 32/5 = 6,4$. Tra bảng chúng ta có được n khoảng 5 năm. Nếu sử dụng máy tính tài chính hoặc Excel chúng ta biết chính xác n là 5,03 năm.

Thời giá tiền tệ của dòng tiền tệ hỗn tạp

Trong tài chính không phải lúc nào chúng ta cũng gặp tình huống trong đó dòng tiền tệ bao gồm các khoản thu nhập hoặc chi trả giống hệt nhau qua từng thời kỳ. Chẳng hạn doanh thu và chi phí qua các năm thường rất khác nhau. Kết quả là dòng tiền tệ thu nhập ròng của công ty là một dòng tiền tệ hỗn tạp, bao gồm các khoản thu nhập khác nhau, chứ không phải là một dòng niên kim. Do vậy, các công thức (2.5) và (2.7) không thể sử dụng để xác định giá trị tương lai và hiện giá của dòng tiền tệ trong trường hợp này. Sau đây sẽ trình bày cách xác định giá trị tương lai và hiện giá của dòng tiền tệ hỗn tạp.

Giá trị tương lai của dòng tiền tệ hỗn tạp

Giá trị tương lai của dòng tiền tệ hỗn tạp chính là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền $R_1, R_2, \dots, R_n$ xảy ra ở từng thời điểm $T_1, T_2, \dots, T_n$ khác nhau. Công thức (2.3) cho biết giá trị tương lai của khoản tiền R chính là $R(1+i)^n$. Vận dụng công thức này chúng ta có:

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị tương lai ở thời điểm n
R_1	$T_1 = 1$	$FV_1 = R_1 (1+i)^{n-1}$
R_2	$T_2 = 2$	$FV_2 = R_2 (1+i)^{n-2}$
R_3	$T_3 = 3$	$FV_3 = R_3 (1+i)^{n-3}$
...		...
R_{n-1}	$T_{n-1} = n - 1$	$FV_{n-1} = R_{n-1} (1+i)^{n-(n-1)} = R_{n-1} (1+i)^1$
R_n	$T_n = n$	$FV_{n-n} = R_n (1+i)^{n-n} = R_n ((1+i)^0) = R_n$

Giá trị tương lai của dòng tiền tệ hỗn tạp FVM_n là tổng giá trị tương lai của từng khoản tiền R_i với $i=1, 2, \dots, n$ ứng với từng thời điểm T_i với $i=1, 2, \dots, n$. Nghĩa là:

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

Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ hỗn tạp

Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ hỗn tạp chính là tổng giá trị hiện tại của từng khoản tiền $R_1, R_2, \dots, R_n$ xảy ra ở từng thời điểm $T_1, T_2, \dots, T_n$ khác nhau. Công thức (2.4) cho biết giá trị hiện tại của khoản tiền R chính là $R/(1+i)^n$.

Số tiền	Ở thời điểm T	Giá trị hiện tại
R_1	$T_1 = 1$	$PV_0 = R_1/(1+i)^1$
R_2	$T_2 = 2$	$PV_0 = R_2/(1+i)^2$
R_3	$T_3 = 3$	$PV_0 = R_3/(1+i)^3$
...		...
R_{n-1}	$T_{n-1} = n - 1$	$PV_0 = R_{n-1}/(1+i)^{n-1}$
R_n	$T_n = n$	$PV_0 = R_n/(1+i)^n$

Giá trị hiện tại của dòng tiền tệ hỗn tạp PVM_n là tổng giá trị hiện tại của từng khoản tiền R_i với $i=1, 2, \dots, n$ ứng với từng thời điểm T_i với $i=1, 2, \dots, n$. Nghĩa là:

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

Cách xác định giá trị tương lai và hiện giá của dòng tiền tệ hỗn tạp như vừa trình bày trên đây sẽ không khó khăn khi thực hiện nếu như số lượng kỳ hạn tính lãi n tương đối nhỏ (dưới 10). Trong trường hợp n khá lớn thì công việc tính toán trở nên nặng nề hơn. Khi ấy chúng ta sẽ sử dụng Excel để tính toán.

Thời giá tiền tệ khi ghép lãi nhiều lần trong năm

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

Giả sử chúng ta đặt m là số lần ghép lãi hay số kỳ hạn lãi trong năm với lãi suất là i . Khi ấy, lãi suất của mỗi kỳ hạn là i/m . Công thức xác định giá trị tương lai trong trường hợp này suy ra từ (2.3) sẽ như sau:

$$FV_n = P_0[1+(i/m)]^{mn} \quad (2.12)$$

$$\text{Hiện giá trong trường hợp này sẽ là } P_0 = FV_n/[1+(i/m)]^{mn} \quad (2.13)$$

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

$$FV_n = \lim_{m \rightarrow \infty} P_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn}$$

Đặt $i/m = 1/x$, ta có $m = i.x$ và m tiến đến vô cùng tương đương với x tiến đến vô cùng. Như vậy:

$$FV_n = \lim_{m \rightarrow \infty} P_0 \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{mn} = \lim_{x \rightarrow \infty} P_0 \left(1 + \frac{1}{x}\right)^{i.x.n} = P_0 e^{i.n}$$

và giá trị hiện tại sẽ là: $P_0 = FV_n/(e)^{i.n}$, với e là hằng số Nê-pe có giá trị là 2,7182.

Ví dụ chúng ta ký gửi 1000\$ vào một tài khoản ở ngân hàng với lãi suất 6%/năm trong thời gian 3 năm. Hỏi số tiền chúng ta có được sau 3 năm ký gửi là bao nhiêu nếu ngân hàng tính lãi kép (a) bán niên, (b) theo quý, (c) theo tháng và (d) liên tục? Áp dụng công thức (2.12) chúng ta có:

- (a) $FV_3 = 1000[1+(0,06/2)]^{2 \times 3} = 1194,05\$$
- (b) $FV_3 = 1000[1+(0,06/4)]^{4 \times 3} = 1126,49\$$
- (c) $FV_3 = 1000[1+(0,06/12)]^{12 \times 3} = 1127,16\$$
- (d) $FV_3 = 1000(e)^{0,06 \times 3} = 1197,22\$$

Qua ví dụ trên chúng ta thấy rằng khi tốc độ ghép lãi càng nhanh thì lãi sinh ra càng nhiều, hay nói khác đi, cùng một mức lãi suất được công bố nhưng nếu số lần tính lãi

trong năm càng lớn thì lãi sinh ra càng nhiều. Điều này làm cho lãi suất thực tế được hưởng khác với lãi suất danh nghĩa được công bố.

Lãi suất danh nghĩa và lãi suất hiệu dụng

Lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate) là lãi suất được công bố hoặc niêm yết. Thông thường lãi suất này tính theo % một năm. Còn *lãi suất hiệu dụng* (effective interest rate) chính là lãi suất thực tế có được sau khi đã điều chỉnh lãi suất danh nghĩa theo số lần ghép lãi trong năm. Chúng ta biết lãi suất chính là phần trăm chênh lệch giữa giá trị tương lai và hiện giá của một số tiền. Do đó, lãi suất hiệu dụng r_e có thể được xác định như sau:

$$r_e = \frac{FV_n - P_0}{P_0} = \frac{P_0 [1 + (i/m)]^{mn} - P_0}{P_0} = [1 + (i/m)]^{mn} - 1$$

Sau khi đã xem xét thời giá tiền tệ như là một nền tảng lý thuyết có liên quan đến mô hình tài chính, bây giờ chúng ta xem xét tiếp một nền tảng lý thuyết khác cũng rất quan trọng khi nghiên cứu mô hình tài chính. Đó là quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro.

2.3.2 Quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro

Lợi nhuận (return) là thu nhập có được từ một khoản đầu tư, thường được biểu thị bằng tỷ lệ phần trăm⁴ giữa thu nhập và giá trị khoản đầu tư bỏ ra. Ví dụ chúng ta bỏ ra 100\$ để mua một cổ phiếu, được hưởng cổ tức là 7\$ một năm và sau một năm giá thị trường của cổ phiếu đó là 106\$. Lợi nhuận chúng ta có được khi đầu tư cổ phiếu này là: $(7\$ + 6)/100 = 13\%$. Như vậy lợi nhuận đầu tư của chúng ta có được từ hai nguồn: cổ tức được hưởng từ cổ phiếu và lợi vốn - tức là lợi tức có được do chứng khoán tăng giá. Tổng quát:

$$R = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}, \text{ trong đó } R \text{ là lợi nhuận thực (hoặc kỳ vọng), } D_t \text{ là cổ tức, } P_t \text{ là giá cổ}$$

phiếu ở thời điểm t , và P_{t-1} là giá cổ phiếu ở thời điểm $(t - 1)$. Nếu lấy cổ tức và giá cổ

⁴ Trên thực tế người ta thường dùng thuật ngữ rút gọn "lợi nhuận" thay vì "tỷ suất lợi nhuận".

phiếu theo giá trị thực tế thì chúng ta có lợi nhuận thực, nếu lấy cổ tức và giá cổ phiếu theo số liệu kỳ vọng thì chúng ta có lợi nhuận kỳ vọng.

Rủi ro được định nghĩa là sự sai biệt của lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng. Giả sử chúng ta mua trái phiếu kho bạc để có được lợi nhuận là 8%. Nếu chúng ta giữ trái phiếu này đến cuối năm chúng ta sẽ được lợi nhuận là 8% trên khoản đầu tư của mình. Nếu chúng ta không mua trái phiếu mà dùng số tiền đó để mua cổ phiếu và giữ đến hết năm, chúng ta có thể có hoặc có thể không có được cổ tức như kỳ vọng. Hơn nữa, cuối năm giá cổ phiếu có thể lên và chúng ta được lời cũng có thể xuống khiến chúng ta bị lỗ. Kết quả là lợi nhuận thực tế chúng ta nhận được có thể khác xa so với lợi nhuận kỳ vọng.

Nếu rủi ro được định nghĩa là sự sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng thì trong trường hợp trên rõ ràng đầu tư vào trái phiếu có thể xem như không có rủi ro trong khi đầu tư vào cổ phiếu rủi ro hơn nhiều, vì xác suất hay khả năng sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng trong trường hợp mua trái phiếu thấp hơn trong trường hợp mua cổ phiếu.

Đo lường rủi ro

Rủi ro như vừa nói là một sự không chắc chắn, một biến cố có khả năng xảy ra và cũng có khả năng không xảy ra. Để đo lường rủi ro người ta dùng phân phối xác suất với hai tham số đo lường phổ biến là kỳ vọng và độ lệch chuẩn. Lợi nhuận kỳ vọng, ký hiệu là $E(R)$ được định nghĩa như sau:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i)(P_i), \text{ trong đó } R_i \text{ lợi nhuận ứng với biến cố } i, P_i \text{ là xác suất xảy ra biến cố } i$$

và n là số biến cố có thể xảy ra. Như vậy lợi nhuận kỳ vọng chẳng qua là trung bình gia quyền của các lợi nhuận có thể xảy ra với trọng số chính là xác suất xảy ra. Ví dụ bảng 2.2 dưới đây mô tả các lợi nhuận có thể xảy ra và cách tính lợi nhuận kỳ vọng và phương sai:

Bảng 2.2: Cách tính lợi nhuận kỳ vọng và phương sai			
Lợi nhuận (R_i)	Xác suất (P_i)	(R_i)(P_i)	$[R_i - E(R)]^2(P_i)$
- 0,10	0,05	- 0,0050	$(-0,10 - 0,09)^2(0,05)$
- 0,02	0,10	- 0,0020	$(-0,02 - 0,09)^2(0,10)$
0,04	0,20	0,0080	$(0,04 - 0,09)^2(0,20)$
0,09	0,30	0,0270	$(0,09 - 0,09)^2(0,30)$
0,14	0,20	0,0280	$(0,14 - 0,09)^2(0,20)$
0,20	0,10	0,0200	$(0,20 - 0,09)^2(0,10)$
0,28	0,05	0,0140	$(0,28 - 0,09)^2(0,05)$
Tổng = 1,00		Lợi nhuận kỳ vọng $E(R) = 0,090$	Phương sai $\sigma^2 = 0,00703$

Để đo lường độ phân tán hay sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng, người ta dùng độ lệch chuẩn (σ). Độ lệch chuẩn chính là căn bậc 2 của phương sai:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R)]^2 (P_i)} \quad (2.14)$$

Trong ví dụ trên nếu chúng ta lấy căn bậc 2 của phương sai $\sigma^2 = 0,00703$ thì sẽ có được giá trị của độ lệch chuẩn là 0,0838 hay 8,38%. Điều này có ý nghĩa là sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng là 8,38%.

Độ lệch chuẩn đôi khi cho chúng ta những kết luận không chính xác khi so sánh rủi ro của hai dự án nếu như chúng rất khác nhau về quy mô. Ví dụ xem xét hai dự án đầu tư A và B có phân phối xác suất như sau:

	Dự án A	Dự án B
Lợi nhuận kỳ vọng, $E(R)$	0,08	0,24
Độ lệch chuẩn, σ	0,06	0,08
Hệ số biến đổi, CV	0,75	0,33

Nếu nhìn vào độ lệch chuẩn chúng ta thấy rằng độ lệch chuẩn của B lớn hơn A. Liệu có thể kết luận rằng dự án B rủi ro hơn A hay không? Nếu chỉ đơn thuần nhìn vào độ lệch chuẩn có thể kết luận như vậy, nhưng vấn đề ở đây là cần so sánh xem quy mô lợi nhuận kỳ vọng của hai dự án này như thế nào. Dự án B có độ lệch chuẩn là 8% trong khi dự án A chỉ có 6% nhưng lệch 8% của quy mô lợi nhuận kỳ vọng là 1000\$ sẽ rất nhỏ so với lệch 6% của quy mô lợi nhuận kỳ vọng 1 triệu \$. Để khắc phục tình trạng này chúng ta dùng chỉ tiêu hệ số biến đổi CV (coefficient of variation):

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)} \quad (2.15)$$

Trong ví dụ trên, dự án A có $CV = 0,75$ trong khi dự án B có $CV = 0,33$. Có thể nói dự án A rủi ro hơn dự án B.

Tóm lại, rủi ro là sự không chắc chắn, nó chính là sai biệt giữa giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng. Nếu chúng ta quan sát lợi nhuận, thì rủi ro ở đây chính là sai biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng. Để đo lường được rủi ro trước hết chúng ta phải xác định được lợi nhuận kỳ vọng, kế đến xác định độ lệch chuẩn của lợi nhuận so với lợi nhuận kỳ vọng. Ngoài ra, cần lưu ý loại trừ sự ảnh hưởng của yếu tố quy mô bằng cách sử dụng hệ số biến đổi CV để so sánh mức độ rủi ro khác nhau khi quy mô lợi nhuận kỳ vọng khác nhau đáng kể. Mặt khác, rủi ro thường khác nhau tùy thuộc vào thái độ của mỗi người. Sau đây chúng ta sẽ xem xét thái độ đối với rủi ro và sự ảnh hưởng của nó đối với việc ra quyết định.

Thái độ đối với rủi ro

Để minh họa và phân biệt thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro, chúng ta xem xét trò chơi có tên Let's Make a Deal do Monty Hall điều khiển chương trình như sau : Monty Hall giải thích rằng chúng ta được phép giữ lấy bất cứ thứ gì chúng ta tìm thấy khi mở cửa số 1 hoặc số 2. Đằng sau một trong hai cửa này là 10.000\$ trong khi cửa còn lại là một đồng vỏ xe đã sử dụng có giá trị thị trường là 0. Hall cũng cho biết thêm rằng chúng ta có quyền được mở một trong hai cửa và có thể trúng giải thưởng 10.000\$ nếu mở đúng cửa, hoặc nhận đồng vỏ xe vứt đi nếu mở sai cửa. Ngoài ra, Hall có thể cho chúng ta một số tiền nếu như chúng ta từ bỏ quyền được mở cửa của chúng ta, cũng đồng nghĩa với từ bỏ lợi nhuận kỳ vọng để nhận lấy một số tiền chắc chắn.

Cửa số 1 ?

Cửa số 2 ?

Nói tóm lại các lựa chọn của chúng ta có thể là mở cửa hoặc không mở cửa. Nếu mở cửa chúng ta có khả năng trúng giải và nhận 10.000\$ cũng có khả năng không trúng giải và nhận 0\$. Nếu chúng ta chọn không mở cửa chúng ta sẽ được một số tiền chắc chắn. Rõ ràng việc chọn lựa của chúng ta tùy thuộc vào số tiền mà Hall sẽ trả cho chúng ta để chúng ta hủy bỏ cái quyền được mở cửa của mình. Giả sử rằng nếu Hall trả chúng ta 2.999\$ hay ít hơn số này thì chúng ta sẽ chọn phương án mở cửa và kỳ vọng sẽ trúng giải. Nếu Hall trả cho chúng ta 3.000\$ chúng ta không thể quyết định được nên chọn phương án nào: mở cửa hay lấy tiền. Nhưng nếu Hall trả chúng ta 3.001\$ hay cao hơn nữa chúng ta sẽ chọn phương án lấy tiền và từ bỏ việc mở cửa.

Với phương án mở cửa chúng ta có cơ hội 50/50 sẽ nhận 10.000\$ hoặc 0\$. Số tiền kỳ vọng của chúng ta do đó là: $(10.000 \times 0,5) + (0 \times 0,5) = 5.000\$$. Nhưng khi Hall trả chúng ta 3.000\$ chúng ta không quyết định được nên chọn phương án nào. Điều này chứng tỏ rằng chúng ta bàng quan khi đứng trước 2 phương án: (1) có được 5.000\$ với rủi ro kèm theo và (2) có được 3.000\$ không có rủi ro kèm theo. Số tiền 3.000\$ ở đây làm cho chúng ta cảm thấy không có sự khác biệt giữa việc lựa chọn lấy 3.000\$ với sự chắc chắn hoặc lấy 5.000\$ với rủi ro kèm theo. Số tiền này được gọi là số tiền chắc chắn tương đương (certainty equivalent – CE) với số tiền lớn hơn nhưng rủi ro hơn. Dựa vào số tiền chắc chắn tương đương này, người ta đưa ra định nghĩa thái độ đối với rủi ro như sau :

- $CE < \text{giá trị kỳ vọng} \Rightarrow \text{risk aversion (ngại rủi ro)}$
- $CE = \text{giá trị kỳ vọng} \Rightarrow \text{risk indifference (bàng quan với rủi ro)}$
- $CE > \text{giá trị kỳ vọng} \Rightarrow \text{risk preference (thích rủi ro)}$

Đối với những người ngại rủi ro, chênh lệch giữa giá trị kỳ vọng và CE chính là phần giá trị tăng thêm để bù đắp rủi ro (risk premium). Trong phạm vi nghiên cứu ở đây, chúng ta xem các nhà đầu tư như là những người ngại rủi ro. Do đó, phải có giá trị tăng thêm trong trường hợp dự án đầu tư rủi ro hơn. Tuy nhiên, nhà đầu tư không chỉ có các khoản đầu tư riêng biệt mà còn thường xuyên có nhiều khoản đầu tư khác nhau hình thành nên một danh mục đầu tư. Do có sự tác động qua lại giữa các khoản đầu tư riêng biệt trong danh mục đầu tư khiến cho lợi nhuận và rủi ro của danh mục đầu tư trở nên phức tạp hơn. Khi ấy, việc phân tích quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro để ra quyết định cần quan

tâm đến lợi nhuận và rủi ro của một danh mục đầu tư chứ không phải của một khoản đầu tư cá biệt.

Lợi nhuận và rủi ro của một danh mục đầu tư

Từ đầu mục đến giờ chúng ta xét lợi nhuận và rủi ro của những khoản đầu tư riêng biệt. Thực tế nhà đầu tư ít khi nào dồn hết toàn bộ tài sản của mình vào một khoản đầu tư duy nhất. Do vậy, cần bàn thêm về danh mục đầu tư và rủi ro của danh mục đầu tư. Danh mục đầu tư (portfolio) là sự kết hợp của hai hay nhiều chứng khoán hoặc tài sản trong đầu tư.

Lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư đơn giản chỉ là trung bình có trọng số của các lợi nhuận kỳ vọng của từng chứng khoán trong danh mục đầu tư. Trọng số ở đây chính là tỷ trọng của từng loại chứng khoán trong danh mục đầu tư. Công thức tính lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư $E_p(R)$ như sau:

$$E_p(R) = \sum_{j=1}^m W_j E_j(R), \text{ trong đó } W_j \text{ là tỷ trọng của chứng khoán } j, E_j(R) \text{ là lợi nhuận kỳ}$$

vọng của chứng khoán j , và m là tổng số chứng khoán có trong danh mục đầu tư. Ví dụ xem xét danh mục đầu tư được mô tả như sau:

	Chứng khoán A	Chứng khoán B
Lợi nhuận kỳ vọng	14,0%	11,5%
Độ lệch chuẩn	10,7	1,5

Nếu trị giá của hai chứng khoán này bằng nhau trong danh mục đầu tư thì lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư sẽ là:

$$(0,5)14,0 + (0,5)11,5 = 12,75\%$$

Rủi ro của danh mục đầu tư được đo lường bởi độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư. Không giống lợi nhuận, việc xác định độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư rất phức tạp do ảnh hưởng của yếu tố đồng phương sai (covariance), tức là mức độ quan hệ giữa rủi ro của các chứng khoán trong danh mục đầu tư. Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư được xác định bởi công thức:

$$\sigma_P = \sqrt{\sum_{j=1}^m \sum_{k=1}^m W_j W_k \sigma_{j,k}} \quad \text{trong đó } m \text{ là tổng số chứng khoán có trong danh mục đầu tư, } W_j$$

là tỷ trọng của chứng khoán j trong danh mục, W_k là tỷ trọng của chứng khoán k trong danh mục, và $\sigma_{j,k}$ là đồng phương sai giữa lợi nhuận của chứng khoán j và k .

Đồng phương sai lợi nhuận của hai chứng khoán là chỉ tiêu đo lường mức độ quan hệ tuyến tính giữa hai chứng khoán. Đồng phương sai được xác định bởi công thức: $\sigma_{j,k} = r_{j,k} \sigma_j \sigma_k$ trong đó $r_{j,k}$ (đôi khi ký hiệu $\rho_{j,k}$) là hệ số tương quan kỳ vọng giữa lợi nhuận của chứng khoán j và chứng khoán k , σ_j là độ lệch chuẩn lợi nhuận của chứng khoán j , và σ_k là độ lệch chuẩn lợi nhuận của chứng khoán k . Khi $j = k$ thì hệ số tương quan $r_{j,k} = 1$ và $r_{j,k} \sigma_j \sigma_k = \sigma_j^2$.

Ví dụ chúng ta có hai cổ phiếu 1 và 2 trong một danh mục đầu tư. Cổ phiếu 1 có lợi nhuận kỳ vọng hàng năm là 16% với độ lệch chuẩn 15%. Cổ phiếu 2 có lợi nhuận kỳ vọng là 14% với độ lệch chuẩn là 12%. Hệ số tương quan giữa hai cổ phiếu này là 0,4. Nếu nhà đầu tư bỏ tiền bằng nhau vào hai cổ phiếu này thì:

- Lợi nhuận kỳ vọng của danh mục đầu tư sẽ là: $E_p(R) = (0,5)16 + (0,5)14 = 15\%$
- Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư sẽ là:

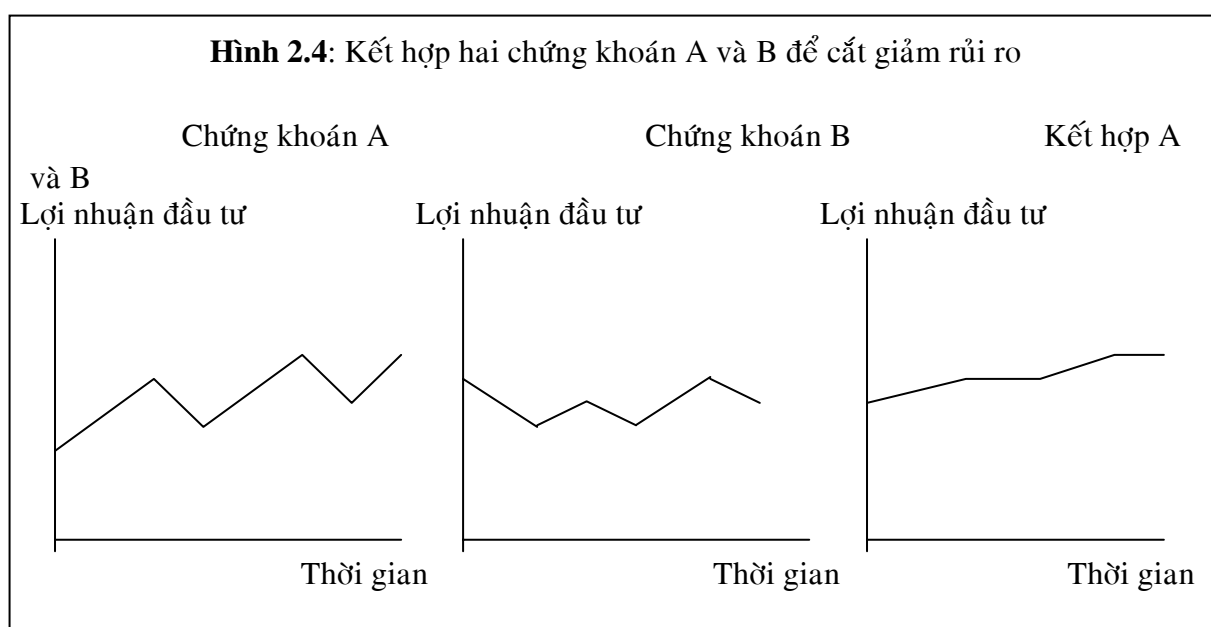
	Cổ phiếu 1	Cổ phiếu 2
Cổ phiếu 1	$W_1 W_1 \sigma_{1,1} = W_1 W_1 r_{1,1} \sigma_1 \sigma_1$	$W_1 W_2 \sigma_{1,2} = W_1 W_2 r_{1,2} \sigma_1 \sigma_2$
Cổ phiếu 2	$W_2 W_1 \sigma_{2,1} = W_2 W_1 r_{2,1} \sigma_2 \sigma_1$	$W_2 W_2 \sigma_{2,2} = W_2 W_2 r_{2,2} \sigma_2 \sigma_2$
	Cổ phiếu 1	Cổ phiếu 2
Cổ phiếu 1	$(0,5)(0,5)(1)(0,15)(0,15)$	$(0,5)(0,5)(0,4)(0,15)(0,12)$
Cổ phiếu 2	$(0,5)(0,5)(0,4)(0,12)(0,15)$	$(0,5)(0,5)(1)(0,12)(0,12)$

$$\sigma_P = [(0,5)(0,5)(1)(0,15)(0,15)] + [(0,5)(0,5)(0,4)(0,15)(0,12)] + [(0,5)(0,5)(0,4)(0,12)(0,15)] + [(0,5)(0,5)(1)(0,12)(0,12)] = 11,3\%$$

Đa dạng hoá danh mục đầu tư nhằm giảm rủi ro

Trong phần này chúng ta xem xét chiến lược đầu tư đa dạng hoá nhằm giảm rủi ro. Phương châm ở đây dựa vào câu phương ngôn “Đừng bỏ tất cả các quả trứng của chúng ta vào cùng một giỏ” (Don’t put all your eggs in one basket). Đa dạng hoá danh mục đầu tư nhằm cắt giảm rủi ro ở đây có nghĩa là kết hợp đầu tư vào nhiều loại chứng khoán mà

các chứng khoán này không có tương quan cùng chiều với nhau một cách hoàn hảo, nhờ vậy biến động giảm lợi nhuận của chứng khoán này có thể được bù đắp bằng biến động tăng lợi nhuận của chứng khoán khác. Ngoài ra người ta còn đa dạng hoá nhằm cắt giảm rủi ro bằng cách đầu tư vào thị trường chứng khoán quốc tế thay vì chỉ tập trung đầu tư vào thị trường chứng khoán của một quốc gia nào đó. Hình vẽ 2.4 dưới đây minh họa sự cắt giảm rủi ro nhờ kết hợp đầu tư đa dạng vào hai chứng khoán A và B thay vì chỉ đầu tư vào một loại chứng khoán duy nhất. Hai chứng khoán này có hệ số tương quan nghịch nên khi kết hợp hai chứng khoán này lại trong một danh mục đầu tư thì rủi ro sẽ được loại trừ.



Cụ thể hơn, giả sử chúng ta đang xem xét đầu tư vào một đảo quốc, ở đó có hai mùa mưa và nắng, và có hai công ty hoạt động: một công ty chuyên sản xuất và kinh doanh áo đi mưa và một công ty chuyên sản xuất và kinh doanh kem chống nắng. Hệ số tương quan lợi nhuận của hai công ty này là $r_{1,2} = -1$, vì sáu tháng mùa nắng công ty sản xuất kem chống nắng thu được lợi nhuận cao trong khi công ty sản xuất áo đi mưa không có lợi nhuận. Ngược lại, sáu tháng mùa mưa, công ty sản xuất áo đi mưa thu được lợi nhuận cao trong khi công ty sản xuất kem chống nắng không có lợi nhuận.

Là nhà đầu tư khôn ngoan, thay vì dồn toàn bộ vốn đầu tư vào một trong hai công ty, chúng ta nên đầu tư vào một danh mục gồm 50% cổ phiếu công ty sản xuất kem chống nắng và 50% cổ phiếu công ty sản xuất áo đi mưa. Như vậy, quanh năm dù mùa mưa hay mùa nắng chúng ta đều có cơ hội kiếm được lợi nhuận từ danh mục đầu tư trên.

Như đã nói, sự kết hợp các chứng khoán không có quan hệ tương quan cùng chiều hoàn hảo (+1) sẽ giảm được rủi ro biến động lợi nhuận đầu tư chứng khoán. Để thấy rủi ro được giảm như thế nào, chúng ta chia rủi ro của danh mục đầu tư ra làm hai loại:

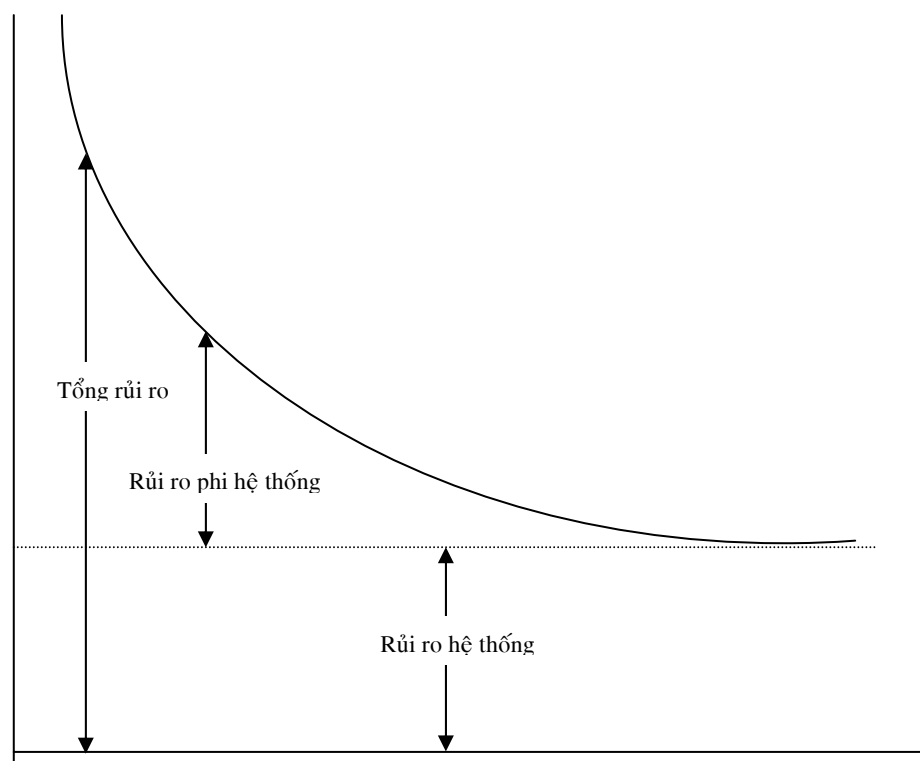
- **Rủi ro hệ thống** (systematic risk) – rủi ro do sự biến động lợi nhuận của chứng khoán hay của danh mục đầu tư do sự thay đổi lợi nhuận trên thị trường nói chung, bị gây ra bởi các yếu tố như tình hình nền kinh tế, cải tổ chính sách thuế, thay đổi tình hình năng lượng thế giới... Nó chính là phần rủi ro chung cho tất cả các loại chứng khoán và do đó không thể giảm được bằng việc đa dạng hoá danh mục đầu tư. Loại rủi ro này còn được gọi là rủi ro thị trường (market risk) và được đo lường bằng hệ số bê-ta.
- **Rủi ro phi hệ thống** (unsystematic risk) – rủi ro xảy ra đối với một công ty hay một ngành kinh doanh nào đó, nó độc lập với các yếu tố như tình hình kinh tế, chính trị hay những yếu tố mang tính chất hệ thống nhưng ảnh hưởng đến toàn bộ các chứng khoán có trên thị trường.

$$\begin{array}{ccccc} \text{Tổng rủi} & & \text{Rủi ro} & & \text{Rủi ro} \\ \text{ro} & = & \text{hệ thống} & + & \text{phi hệ thống} \end{array}$$

Rủi ro phi hệ thống chỉ ảnh hưởng đến một công ty hay một ngành nào đó. Chẳng hạn một cuộc đình công hay một đối thủ cạnh tranh phát triển sản phẩm mới hay một phát minh ra công nghệ tiên tiến của công ty nào đó làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của một công ty hay một ngành chứ không thể ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường nói chung. Loại rủi ro phi hệ thống có thể giảm được bằng chiến lược đầu tư đa dạng hoá. Hình 2.5 dưới đây biểu diễn sự kết hợp hai loại rủi ro và mối quan hệ giữa rủi ro và số lượng chứng khoán trong danh mục đầu tư, theo đó khi số lượng chứng khoán trong danh mục đầu tư tăng lên thì rủi ro nói chung giảm xuống.

Hình 2.5: Rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống

Độ lệch chuẩn của danh mục đầu tư



Số lượng chứng khoán trong danh mục

Chương 2 trên đây trình bày chi tiết các quyết định trong tài chính công ty đồng thời giới thiệu chung về mô hình và cơ sở lý thuyết của các mô hình tài chính phục vụ cho việc ra quyết định trong tài chính công ty. Đi sâu vào chi tiết của từng loại mô hình và cách thức sử dụng mô hình trong từng loại quyết định tài chính sẽ được trình bày ở chương 3. Ở chương này tất cả các mô hình thường sử dụng trong tài chính công ty sẽ được hệ thống hoá gắn liền với từng loại quyết định như đã nêu ra trong chương 2 nhằm phục vụ cho việc hướng dẫn cách thức sử dụng mô hình trong quyết định tài chính công ty, sẽ được trình bày trong chương 5.

Chương 3:

HỆ THỐNG HÓA CÁC MÔ HÌNH SỬ DỤNG TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY

3.1 CÁC MÔ HÌNH SỬ DỤNG TRONG QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ

Như đã trình bày trong chương 2, các quyết định đầu tư liên quan đến việc lựa chọn nên đầu tư vào tài sản nào và đầu tư bao nhiêu, cũng như mối quan hệ cơ cấu giữa các loại tài sản trong công ty. Phần này sẽ hệ thống hoá các mô hình tài chính thường được sử dụng như là những công cụ phân tích và ra quyết định đầu tư.

3.1.1 Các mô hình trong quyết định đầu tư tài sản lưu động

Tài sản lưu động trong công ty có nhiều loại khác nhau. Thông thường nhìn vào bảng cân đối tài sản của công ty theo trật tự tính thanh khoản giảm dần chúng ta có thể nhận thấy tài sản lưu động của công ty bao gồm: tiền mặt, tiền gửi ngân hàng, chứng khoán đầu tư ngắn hạn, khoản phải thu, hàng tồn kho và những tài sản lưu động khác. Việc đầu tư vào tài sản lưu động là cần thiết cho hoạt động của bất kỳ công ty nào. Tuy nhiên, đầu tư tài sản lưu động bao giờ cũng kèm theo chi phí, ít ra là chi phí cơ hội do kẹt vốn vào tài sản lưu động. Do vậy, việc quyết định nên đầu tư và đầu tư bao nhiêu vào loại tài sản nào là rất quan trọng. Các nhà nghiên cứu tài chính đã bỏ không ít công sức để nghiên cứu phát triển nên những mô hình quyết định đầu tư tài sản lưu động. Sau đây chúng ta sẽ xem xét một cách có hệ thống những mô hình này.

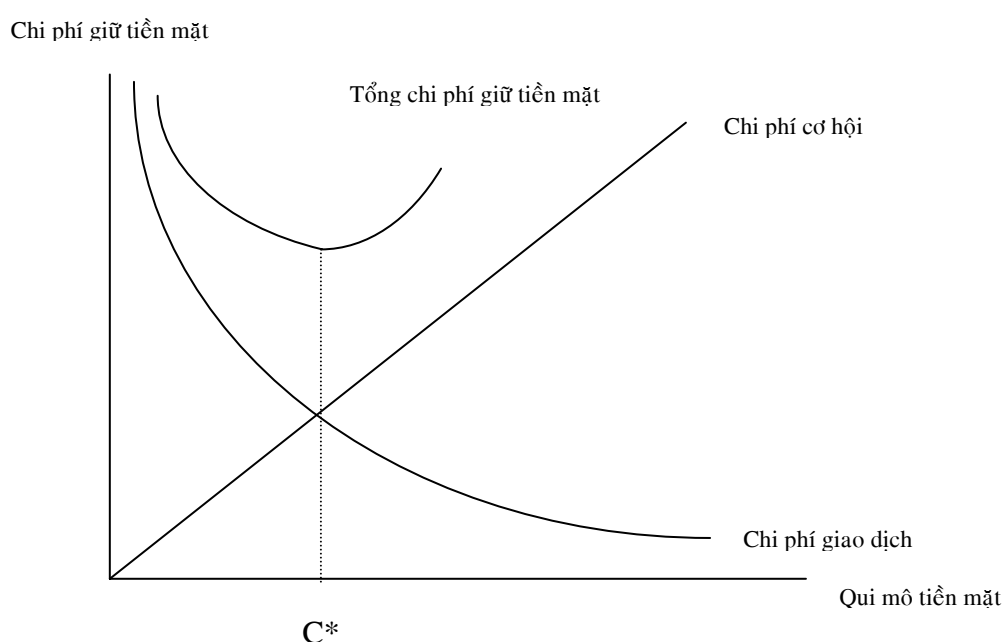
a. Mô hình quyết định tồn quỹ tiền mặt

Tồn quỹ tiền mặt mục tiêu là tồn quỹ mà công ty hoạch định lưu giữ dưới hình thức tiền mặt. Quyết định tồn quỹ tiền mặt mục tiêu liên quan đến việc đánh đổi giữa chi phí cơ hội do giữ quá nhiều tiền mặt và chi phí giao dịch do giữ quá ít tiền mặt. Chi phí cơ hội là chi phí mất đi do giữ tiền mặt, khiến cho tiền không được đầu tư vào mục đích sinh lợi. Chi phí giao dịch là chi phí liên quan đến chuyển đổi từ tài sản đầu tư thành tiền mặt sẵn sàng cho chi tiêu. Nếu công ty giữ quá nhiều tiền mặt thì chi phí giao dịch sẽ nhỏ nhưng ngược lại chi phí cơ hội sẽ lớn. Nếu công ty giữ quá ít tiền mặt thì chi phí cơ

hội sẽ nhỏ, nhưng ngược lại chi phí giao dịch sẽ lớn. Như vậy, chi phí cơ hội tỷ lệ thuận, còn chi phí giao dịch thì tỷ lệ nghịch với tồn quỹ tiền mặt.

Vấn đề đặt ra và giám đốc tài chính phải quyết định là làm thế nào để xác định mức tồn quỹ tiền mặt tối ưu, tức là tồn quỹ tiền mặt ở đó tổng chi phí, bao gồm chi phí cơ hội và chi phí giao dịch, nhỏ nhất. Hình 3.1 dưới đây mô tả tổng chi phí giữ tiền mặt bao gồm chi phí cơ hội và chi phí giao dịch, trong đó đường biểu diễn chi phí cơ hội dốc lên thể hiện quan hệ tỷ lệ thuận với tồn quỹ tiền mặt. Ngược lại, đường chi phí giao dịch dốc xuống thể hiện quan hệ tỷ lệ nghịch với tồn quỹ tiền mặt.

Hình 3.1: Tổng chi phí giữ tiền mặt



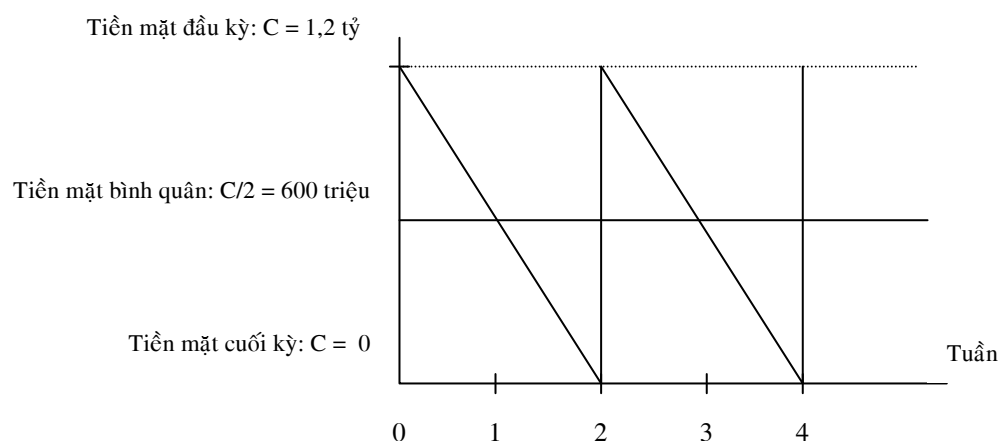
Trên hình vẽ 3.1 tổng chi phí giữ tiền mặt nhỏ nhất tại điểm C^* , cho nên C^* là điểm ở đó tồn quỹ tiền mặt tối ưu. Đây chính là tồn quỹ tiền mặt mục tiêu mà công ty cần hoạch định. Vấn đề là làm thế nào để quyết định tồn quỹ tiền mặt tối ưu? Về lý thuyết có hai mô hình đã được phát triển nhằm hỗ trợ cho giám đốc tài chính giải quyết công việc này. Phần tiếp theo sẽ giới thiệu chi tiết hơn về hai mô hình xác định tồn quỹ tiền mặt này.

a1. Mô hình Baumol

William Baumol là người đầu tiên đưa ra mô hình quyết định tồn quỹ tiền mặt kết hợp giữa chi phí cơ hội và chi phí giao dịch. Mô hình này được ứng dụng nhằm thiết lập tồn quỹ tiền mặt mục tiêu. Để minh họa mô hình Baumol vận hành như thế nào, chúng ta xem ví dụ sau: *Giả sử công ty K bắt đầu tuần lễ 0 với tồn quỹ tiền mặt là $C = 1,2$ tỷ đồng*

và số chỉ vượt quá số thu 600 triệu đồng một tuần. Như vậy tồn quỹ tiền mặt của công ty sẽ bằng 0 sau hai tuần lễ và tồn quỹ tiền mặt trung bình trong thời gian hai tuần lễ sẽ là $1,2 \text{ tỷ} / 2 = 600 \text{ triệu đồng}$. Cuối tuần lễ thứ 2 công ty K phải bù đắp số tiền mặt đã chi tiêu bằng cách bán chứng khoán đầu tư ngắn hạn hoặc vay ngân hàng.

Hình 3.2: Tình hình tồn quỹ tiền mặt của công ty K



Hình 3.2 mô tả tình hình tiền mặt của công ty K. Nếu công ty thiết lập tồn quỹ tiền mặt cao (chẳng hạn 2,4 tỷ) thì tiền mặt sẽ hết sau bốn tuần, trước khi công ty cần bán chứng khoán ngắn hạn, nhưng tồn quỹ tiền mặt bình quân sẽ tăng từ 600 triệu lên 1,2 tỷ. Ngược lại, nếu công ty thiết lập tồn quỹ tiền mặt thấp (chẳng hạn 600 triệu) thì tiền mặt sẽ hết sau một tuần lễ, khi ấy công ty cần bán chứng khoán ngắn hạn để bù đắp với tốc độ nhanh hơn và tồn quỹ tiền mặt bình quân giảm từ 600 triệu xuống còn 300 triệu.

Do có chi phí giao dịch (chẳng hạn phí môi giới) phát sinh khi bán chứng khoán ngắn hạn nên việc thiết lập tồn quỹ tiền mặt lớn sẽ giúp công ty tiết kiệm được chi phí giao dịch. Tuy nhiên, khi ấy chi phí cơ hội sẽ gia tăng. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để thiết lập tồn quỹ tiền mặt tối ưu. Để giải quyết vấn đề này, công ty cần lưu ý ba yếu tố:

- F = Chi phí cố định phát sinh khi bán chứng khoán ngắn hạn
- T = Tổng số tiền mặt mới cần thiết cho mục đích giao dịch trong thời kỳ hoạch định là 1 năm
- K = Chi phí cơ hội do giữ tiền mặt.

Chi phí cơ hội

Tổng chi phí cơ hội bằng tồn quỹ tiền mặt trung bình nhân với lãi suất ngắn hạn (K):
 Chi phí cơ hội = $(C/2)K$. Sử dụng công thức này chúng ta có thể tính được chi phí cơ hội tương ứng với một số tình huống nêu ra ở bảng 3.1 như sau:

Bảng 3.1 : Chi phí cơ hội		
Tồn quỹ tiền mặt ban đầu C	Tồn quỹ tiền mặt trung bình C/2	Chi phí cơ hội (K=0,1) (C/2)K
4.800.000.000	2.400.000.000	240.000.000
2.400.000.000	1.200.000.000	120.000.000
1.200.000.000	600.000.000	60.000.000
600.000.000	300.000.000	30.000.000
300.000.000	150.000.000	15.000.000

Chi phí giao dịch

Tổng chi phí giao dịch được xác định bằng cách tính số lần công ty phải bán chứng khoán trong năm. Tổng số tiền mặt công ty cần bù đắp trong năm là 600 triệu x 52 tuần = 31,2 tỷ đồng. Nếu công ty K thiết lập tồn quỹ tiền mặt ban đầu là 1,2 tỷ thì số lần công ty phải bán chứng khoán ngắn hạn là $31,2 / 1,2 = 26$ lần.

Chi phí giao dịch = Số lần bán chứng khoán x Phí giao dịch cố định = $(T/C)F$. Dựa vào công thức này, chúng ta có thể thiết lập bảng tính chi phí giao dịch ứng với một số tình huống thiết lập tồn quỹ tiền mặt ban đầu như được trình bày trong bảng 3.2.

Bảng 3.2: Chi phí giao dịch		
Tổng số tiền mặt cần bù đắp (T)	Tồn quỹ tiền mặt thiết lập ban đầu (C)	Chi phí giao dịch (T/C)F (F=1 triệu)
31.200.000.000	4.800.000.000	6.500.000
31.200.000.000	2.400.000.000	13.000.000
31.200.000.000	1.200.000.000	26.000.000
31.200.000.000	600.000.000	52.000.000
31.200.000.000	300.000.000	104.000.000

Tổng chi phí

Tổng chi phí liên quan đến tồn quỹ tiền mặt bằng chi phí cơ hội cộng với chi phí giao dịch: Tổng chi phí = $[(C/2)K] + [(T/C)F]$. Dựa vào công thức này chúng ta lập bảng tính tổng chi phí như sau (bảng 3.3):

Bảng 3.3: Tổng chi phí			
Tồn quỹ tiền mặt	Tổng chi phí	Chi phí cơ hội	Chi phí giao dịch
4.800.000.000	246.500.000	240.000.000	6.500.000
2.400.000.000	133.000.000	120.000.000	13.000.000
1.200.000.000	86.000.000	60.000.000	26.000.000
600.000.000	82.000.000	30.000.000	52.000.000
300.000.000	119.000.000	15.000.000	104.000.000

Nhìn vào bảng 3.3 chúng ta thấy tổng chi phí sẽ nhỏ nhất ở mức tồn quỹ tiền mặt thiết lập ban đầu là 600 triệu. Tuy nhiên, nếu mức ban đầu không phải là 600 triệu mà là 700 triệu hay một con số bất kỳ nào đó thì làm sao biết được tồn quỹ nào là tối ưu? Để giải quyết vấn đề này chúng ta thực hiện như sau:

Tổng chi phí: $TC = (C/2)K + (T/C)F$. Lấy đạo hàm TC theo C ta có:

$$\frac{dTC}{dC} = \frac{K}{2} - \frac{TF}{C^2}. \text{ Tồn quỹ tiền mặt tối ưu khi tổng chi phí nhỏ nhất. Tổng chi phí nhỏ nhất khi: } \frac{dTC}{dC} = \frac{K}{2} - \frac{TF}{C^2} = 0. \text{ Giải phương trình này chúng ta có được } C = \sqrt{\frac{2TF}{K}} \quad (3.1)$$

Trong ví dụ trên, chúng ta có chi phí mỗi lần giao dịch là $F = 1.000.000$ đồng, tổng số tiền cần bù đắp trong năm là $T = 31.200.000.000$ đồng và chi phí cơ hội $K = 10\%$. Vậy, tồn quỹ tiền mặt tối ưu sẽ là:

$$C = \sqrt{\frac{2TF}{K}} = \sqrt{\frac{2(31.200.000.000)(1.000.000)}{0,10}} = 789.936.706 \text{ đồng}$$

Cũng như nhiều mô hình khác, mô hình Baumol được xây dựng dựa trên những giả định. Những giả định này bao gồm:

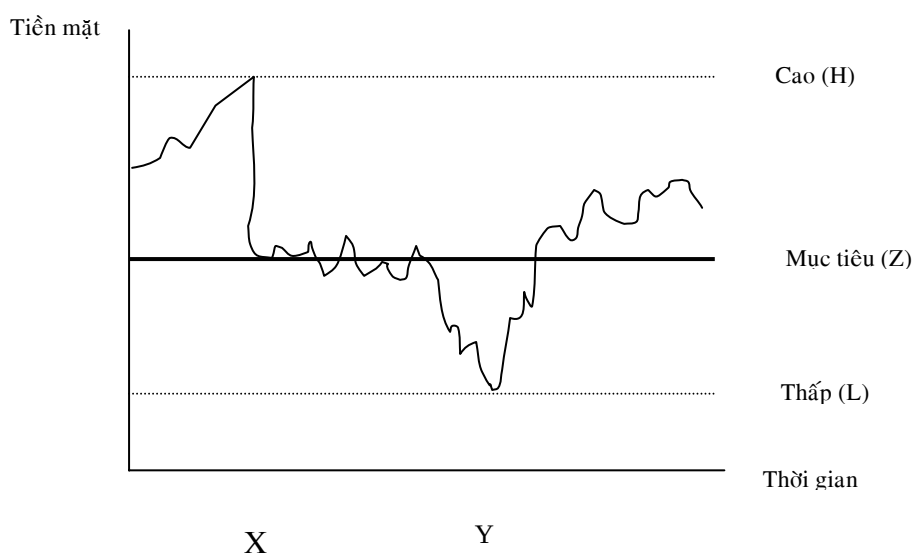
- Công ty áp dụng tỷ lệ bù đắp tiền mặt không đổi
- Không có số thu tiền mặt trong kỳ hoạch định
- Không có dự trữ tiền mặt cho mục đích an toàn
- Dòng tiền tệ rời rạc chứ không phải liên tục.

Những giả định này không đúng trên thực tế nên làm hạn chế mô hình Baumol, nhưng dù sao mô hình này cũng có sự đóng góp quan trọng trong lý thuyết quản trị tiền mặt. Phần tiếp theo sẽ xem xét mô hình Miller-Orr, trong mô hình này một số hạn chế của mô hình Baumol sẽ được khắc phục.

a2. Mô hình Miller-Orr

Khác với Baumol, Merton Miller và Daniel Orr phát triển mô hình tồn quỹ tiền mặt với dòng tiền thu và chi biến động ngẫu nhiên hàng ngày. Mô hình Miller-Orr liên quan đến cả dòng tiền thu (inflows) và dòng tiền chi (outflows) và giả định dòng tiền mặt ròng (dòng tiền thu trừ dòng tiền chi) có phân phối chuẩn. Dòng tiền ròng hàng ngày có thể ở mức kỳ vọng, ở mức cao nhất hoặc ở mức thấp nhất. Tuy nhiên chúng ta giả định dòng tiền mặt ròng bằng 0, tức là dòng tiền thu đủ bù đắp dòng tiền chi. Hình 3.3 mô tả hoạt động của mô hình Miller-Orr.

Hình 3.3: Mô hình Miller-Orr



Có ba khái niệm cần chú ý trong mô hình này: giới hạn trên (H), giới hạn dưới (L) và tồn quỹ tiền mặt mục tiêu (Z). Ban quản lý công ty thiết lập H căn cứ vào chi phí cơ hội giữ tiền và L căn cứ vào mức độ rủi ro do thiếu tiền mặt. Công ty cho phép tồn quỹ tiền mặt biến động ngẫu nhiên trong phạm vi giới hạn và nếu như tồn quỹ tiền mặt vẫn nằm trong mức giữa giới hạn trên và giới hạn dưới thì công ty không cần thiết thực hiện giao dịch mua hay bán chứng khoán ngắn hạn. Khi tồn quỹ tiền mặt đụng giới hạn trên (tại điểm X) thì công ty sẽ mua $(H - Z)$ đồng chứng khoán ngắn hạn để giảm tồn quỹ tiền mặt trở về Z. Ngược lại, khi tồn quỹ tiền mặt giảm đụng giới hạn dưới (tại điểm Y) thì công ty sẽ bán $(Z - L)$ đồng chứng khoán ngắn hạn để gia tăng tồn quỹ tiền mặt lên đến Z.

Giống như mô hình Baumol, mô hình Miller-Orr phụ thuộc vào chi phí giao dịch và chi phí cơ hội. Chi phí giao dịch liên quan đến việc mua bán chứng khoán ngắn hạn

là F , cố định. Chi phí cơ hội do giữ tiền mặt là K , bằng lãi suất ngắn hạn. Khác với mô hình Baumol, trong mô hình Miller-Orr, số lần giao dịch của mỗi thời kỳ là số ngẫu nhiên thay đổi tùy thuộc vào sự biến động của dòng thu và dòng chi tiền mặt. Kết quả là chi phí giao dịch phụ thuộc vào số lần giao dịch chứng khoán ngắn hạn kỳ vọng còn chi phí cơ hội phụ thuộc vào tồn quỹ tiền mặt kỳ vọng.

Với tồn quỹ tiền mặt thấp nhất L đã cho, theo mô hình Miller-Orr chúng ta tìm được tồn quỹ tiền mặt mục tiêu (Z) và giới hạn trên (H). Giá trị của Z và H làm cho tổng chi phí tối thiểu được quyết định theo mô hình Miller-Orr là:

$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3F\sigma^2}{4K}} + L \quad (3.2)$$

$$H^* = 3Z^* - 2L \quad (3.3)$$

trong đó dấu $*$ chỉ giá trị tối ưu và σ^2 là phương sai của dòng tiền mặt ròng hàng ngày. Tồn quỹ tiền mặt trung bình theo mô hình Miller-Orr là:

$$C_{\text{average}} = \frac{4Z - L}{3} \quad (3.4)$$

Để minh họa việc sử dụng mô hình Miller-Orr quyết định tồn quỹ tiền mặt tối ưu, chúng ta lấy ví dụ sau đây:

Giả sử chi phí giao dịch chứng khoán ngắn hạn $F = 1.000\$$, lãi suất danh nghĩa là $10\%/năm$, độ lệch chuẩn của dòng tiền tệ ròng hàng ngày là $2.000\$$. Chi phí giao dịch hàng ngày:

$$(1+K)^{365} - 1,0 = 0,10$$

$1 + K = \sqrt[365]{1,10} = 1,000261 \Rightarrow K = 0,000261$. Phương sai của dòng tiền tệ ròng hàng ngày là $\sigma^2 = (2000)^2 = 4.000.000$. Giả sử công ty thiết lập mức giới hạn dưới là 0, tồn quỹ tiền mặt và giới hạn trên tối ưu sẽ là:

$$Z^* = \sqrt[3]{(3)(1000)(4.000.000)/(4)(0,000261)} + 0 = \sqrt[3]{11.493.900.000.000} = 22.568\$$$

$$H^* = 3 \times 22.568 = 67.704\$$$

$$C_{\text{average}} = \frac{4Z - L}{3} = \frac{4 \times 22.568}{3} = 30.091\$$$

Mô hình Miller-Orr có thể ứng dụng để thiết lập tồn quỹ tiền mặt tối ưu. Tuy nhiên, để sử dụng mô hình này giám đốc tài chính cần làm bốn việc:

- Thiết lập giới hạn dưới cho tồn quỹ tiền mặt. Giới hạn này liên quan đến mức độ an toàn chi tiêu do ban quản lý quyết định.
- Ước lượng độ lệch chuẩn của dòng tiền mặt thu chi hàng ngày.
- Quyết định mức lãi suất để xác định chi phí giao dịch hàng ngày.
- Ước lượng chi phí giao dịch liên quan đến việc mua bán chứng khoán ngắn hạn.

a3. Những yếu tố ảnh hưởng đến tồn quỹ tiền mặt mục tiêu

Trong những ví dụ trước, chúng ta ngầm giả định rằng để bù đắp lại số tiền mặt đã chi tiêu công ty bán chứng khoán ngắn hạn. Thực ra công ty có thể sử dụng cách khác, đó là vay ngân hàng. Khi đó ban quản lý cần lưu ý:

- Vay ngân hàng thường hơi đắt hơn là bán chứng khoán vì lãi suất vay thường cao hơn chi phí giao dịch.
- Nhu cầu vay phụ thuộc vào ý muốn giữ tiền mặt ở mức thấp của ban quản lý.
- Đối với các công ty lớn chi phí giao dịch liên quan đến việc mua và bán chứng khoán ngắn hạn thường thấp hơn chi phí cơ hội khi giữ tiền mặt.

b. Mô hình quyết định đầu tư tài chính ngắn hạn

Đầu tư tài chính ngắn hạn tức là đầu tư vào các công cụ giao dịch trên thị trường tiền tệ, chẳng hạn như tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi (CDs), tín phiếu công ty (commercial papers), chấp nhận của ngân hàng (bank acceptance), ... Phần a trên đây đã chỉ ra rằng khi công ty tạm thời thặng dư tiền, công ty nên đầu tư vào các công cụ ngắn hạn trên thị trường tiền tệ nhằm mục tiêu sinh lợi. Ngược lại, khi công ty tạm thời thiếu hụt tiền thì bán các công cụ ngắn hạn, đã đầu tư trước đó, nhằm mục tiêu duy trì thanh

khoản. Việc quyết định mua hay bán các công cụ này đòi hỏi phải có một công cụ phân tích và định giá phù hợp. Mặc dù có nhiều công cụ ngắn hạn khác nhau trên thị trường tiền tệ nhưng ở các nước cũng như ở Việt Nam loại công cụ đầu tư phổ biến nhất vẫn là tín phiếu kho bạc. Do đó, trong phần này chỉ tập trung xem xét mô hình định giá tín phiếu kho bạc. Vả lại, việc định giá các loại công cụ khác có thể vận dụng tương tự.

Tín phiếu kho bạc là loại giấy nợ do chính phủ phát hành có kỳ hạn dưới một năm để bù đắp thiếu hụt tạm thời của Ngân sách nhà nước và là một trong những công cụ quan trọng để Ngân hàng Trung ương điều hành chính sách tiền tệ. (Tại Việt Nam, tín phiếu kho bạc do Bộ Tài chính phát hành). Tín phiếu kho bạc thường có kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng hay 9 tháng với một hay nhiều mức mệnh giá. Tín phiếu kho bạc thường được coi là không có rủi ro tín dụng (rủi ro phá sản). Nói chung mô hình định giá tín phiếu kho bạc là một dạng ứng dụng cụ thể của mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF). Mô hình định giá tài sản theo phương pháp chiết khấu có thể mô tả tóm tắt như sau: *Một tài sản tài chính có kỳ hạn là n năm, tạo ra ngân lưu từ năm thứ nhất đến năm thứ $n-1$ lần lượt là $C_1, C_2, \dots, C_{n-1}$; riêng ngân lưu năm thứ n là $C_n + F$ (trong đó F là vốn gốc hay mệnh giá). Giá của tài sản được tính theo công thức sau:*

$$P = \frac{C_1}{1+i} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n} \quad (3.5)$$

trong đó, i là tỷ suất lợi nhuận trên thị trường mà nhà đầu tư yêu cầu, $i = r_f + i_p + r_p$
 r_f là lãi suất phi rủi ro, i_p là phần bù cho lạm phát, r_p là phần bù cho các loại rủi ro (rủi ro tín dụng, kỳ hạn, thanh khoản, hối đoái,...).

Khi quyết định đầu tư vào tín phiếu kho bạc công ty có thể đầu tư bằng cách mua tín phiếu thông qua đấu giá trên thị trường sơ cấp (nếu qui định pháp luật cho phép) hoặc mua lại tín phiếu trên thị trường thứ cấp. Trên thị trường sơ cấp, mô hình định giá tín phiếu sử dụng suất chiết khấu bằng với lãi suất đấu thầu. Tín phiếu kho bạc là loại tín phiếu chiết khấu, có nghĩa là, tín phiếu được bán thấp hơn mệnh giá và thanh toán theo mệnh giá khi đáo hạn, chứ không trả lãi theo định kỳ. Do vậy, giá tín phiếu bán ra khi phát hành được tính theo công thức sau:

$$P = \frac{F}{1 + \frac{rT}{365}} \quad (3.6)$$

trong đó, P là giá tín phiếu kho bạc bán ra, F là mệnh giá tín phiếu kho bạc, r là lãi suất tín phiếu kho bạc trúng thầu (%/năm), T số ngày trong kỳ hạn của tín phiếu 365 là số ngày trong năm. Ví dụ định giá tín phiếu kho bạc khi phát hành, có mệnh giá là $F = 1.000.000đ$, kỳ hạn $t = 91$ ngày (3 tháng), lãi suất trúng thầu $r = 4,95\%/năm$.

$$P = \frac{F}{1 + \frac{rT}{365}} = \frac{1.000.000}{1 + \frac{0,0495 * 91}{365}} \approx 987.809 đ$$

Khi mua bán tín phiếu trên thị trường thứ cấp, về cơ bản công thức 3.6 vẫn được áp dụng, nhưng lúc này ta phải chiết khấu bằng lãi suất không rủi ro hiện hành trên thị trường là i %/năm. Giá tín phiếu kho bạc mua bán lại trên thị trường thứ cấp được tính theo công thức sau:

$$P = \frac{F}{1 + \frac{it}{365}} \quad (3.7)$$

trong đó, P là giá tín phiếu kho bạc, F là mệnh giá tín phiếu kho bạc, i là lãi suất không rủi ro hiện hành trên thị trường (%/năm), t số ngày từ thời điểm tính toán đến khi tín phiếu đáo hạn, 365 là số ngày trong năm.

Trong mô hình định giá tín phiếu trên đây chúng ta thấy rằng với một chi phí bỏ ra bằng giá mua tín phiếu, công ty có thể thu về được một lợi ích thể hiện bằng tỷ suất sinh lợi yêu cầu là r hoặc i. Sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí trong mô hình này giúp cho giám đốc tài chính có thể dễ dàng ra quyết định mua hay không mua tín phiếu.

c. Mô hình quyết định khoản phải thu hay chính sách bán chịu hàng hóa

Khoản phải thu (accounts receivable or receivables) là số tiền khách hàng nợ công ty do mua chịu hàng hoá hoặc dịch vụ. Có thể nói hầu hết các công ty đều phát sinh các khoản phải thu nhưng với mức độ khác nhau, từ mức không đáng kể cho đến mức không thể kiểm soát nổi. Kiểm soát khoản phải thu liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro. Nếu không bán chịu hàng hoá thì sẽ mất đi cơ hội bán hàng, do đó, mất đi lợi nhuận. Nếu bán chịu hàng hoá quá nhiều thì chi phí cho khoản phải thu tăng và nguy cơ phát sinh các khoản nợ khó đòi, do đó, rủi ro không thu hồi được nợ cũng gia tăng. Vì vậy, công ty cần có chính sách bán chịu phù hợp.

Khoản phải thu của công ty phát sinh nhiều hay ít phụ thuộc vào các yếu tố như tình hình nền kinh tế, giá cả sản phẩm, chất lượng sản phẩm, và chính sách bán chịu của công ty. Trong các yếu tố này, chính sách bán chịu ảnh hưởng mạnh nhất đến khoản phải thu và sự kiểm soát của giám đốc tài chính. Giám đốc tài chính có thể thay đổi mức độ bán chịu để kiểm soát khoản phải thu sao cho phù hợp với sự đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro. Hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu có thể kích thích được nhu cầu dẫn tới gia tăng doanh thu và lợi nhuận, nhưng vì bán chịu sẽ làm phát sinh khoản phải thu, và do bao giờ cũng có chi phí đi kèm theo khoản phải thu nên giám đốc tài chính cần xem xét cẩn thận sự đánh đổi này. Liên quan đến chính sách bán chịu, chúng ta sẽ lần lượt xem xét các vấn đề như tiêu chuẩn bán chịu (credit standards), điều khoản bán chịu (credit terms), rủi ro bán chịu (credit risk), và chính sách và quy trình thu nợ (collection policy and procedures).

c.1 *Tiêu chuẩn bán chịu (credit standards)*

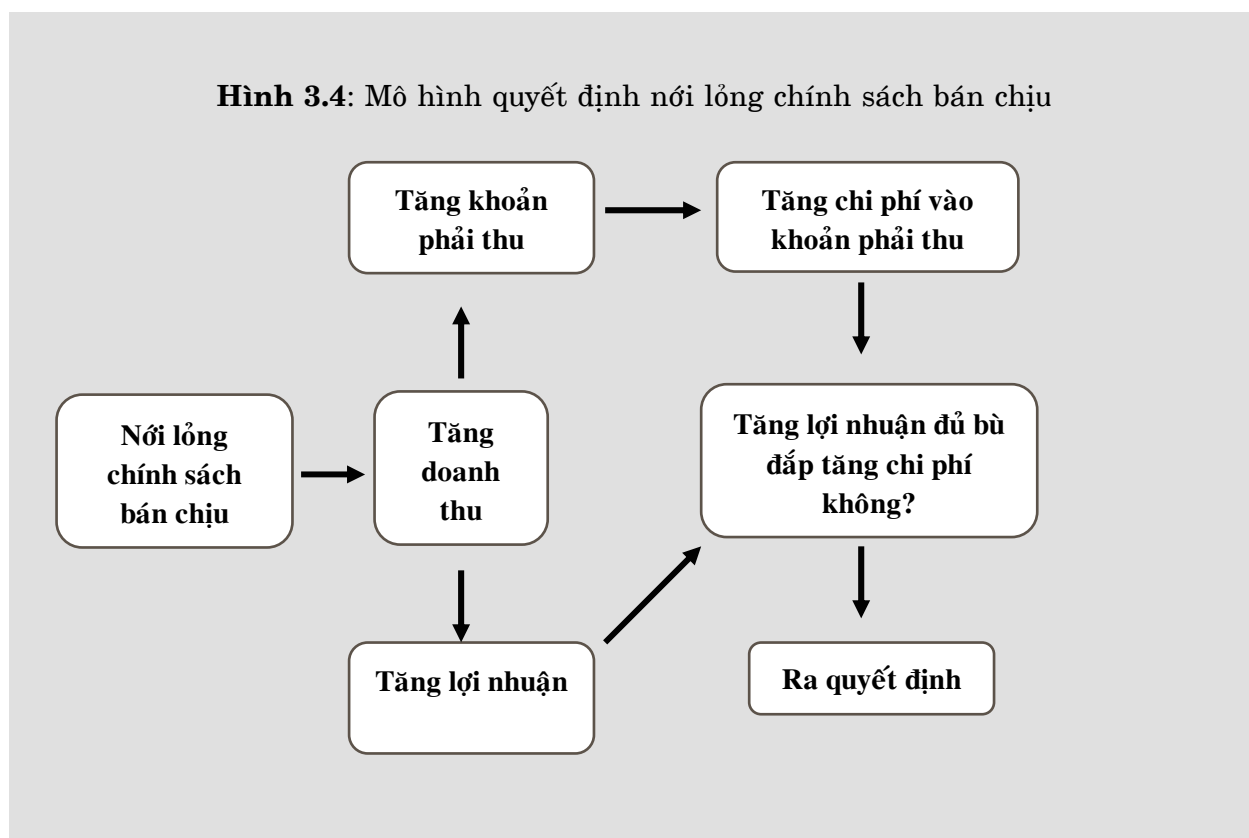
Tiêu chuẩn bán chịu là tiêu chuẩn tối thiểu về mặt uy tín tín dụng của khách hàng để được công ty chấp nhận bán chịu hàng hoá hoặc dịch vụ. Tiêu chuẩn bán chịu là một bộ phận cấu thành chính sách bán chịu của công ty và mỗi công ty đều thiết lập tiêu chuẩn bán chịu của mình chính thức hoặc không chính thức.

Tiêu chuẩn bán chịu nói riêng và chính sách bán chịu nói chung có ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu của công ty. Nếu đối thủ cạnh tranh mở rộng chính sách bán chịu, trong khi chúng ta không phản ứng lại điều này, thì nỗ lực tiếp thị sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng, bởi vì bán chịu là yếu tố ảnh hưởng rất lớn và có tác dụng kích thích nhu cầu. Về mặt lý thuyết, công ty nên hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu đến mức có thể chấp nhận được, sao cho lợi nhuận tạo ra do gia tăng doanh thu, như là kết quả của chính sách bán chịu, vượt quá mức chi phí phát sinh do bán chịu. Ở đây có sự đánh đổi giữa lợi nhuận tăng thêm và chi phí liên quan đến khoản phải thu tăng thêm, do hạ thấp tiêu chuẩn bán chịu. Vấn đề đặt ra là khi nào công ty nên nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu và khi nào công ty không nên nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu? Sau đây sẽ lấy ví dụ minh hoạ cho việc giải quyết vấn đề này.

Giả sử rằng giá bán sản phẩm của công ty ABC Ltd. là 10\$/ đơn vị, trong đó chi phí khả biến trước thuế là 8\$. Hiện tại công ty hoạt động chưa hết công suất nên sự gia tăng doanh thu không đòi hỏi phải gia tăng chi phí cố định. Doanh thu hàng năm của

công ty hiện tại là 2,4 triệu \$. Nếu nói lỏng chính sách bán chịu, doanh thu kỳ vọng tăng 25%. Giả sử rằng đơn giá hàng bán không thay đổi và chi phí cơ hội thực hiện khoản phải thu tăng thêm là 20%. Phân tích xem công ty ABC có nên nói lỏng tiêu chuẩn bán chịu sản phẩm hay không? Biết rằng kỳ thu tiền bình quân của khách hàng mới tăng thêm là 2 tháng.

Để trả lời được câu hỏi đặt ra chúng ta cần phân tích và so sánh xem lợi nhuận mà công ty thu được có vượt quá chi phí phát sinh do nói lỏng tiêu chuẩn bán chịu hay không. Mô hình phân tích và ra quyết định được mô tả trên hình 3.4.



Dựa theo mô hình phân tích ở hình vẽ 3.4, chúng ta xem xét kết quả của nói lỏng chính sách bán chịu đưa đến:

Doanh thu tăng 25%, tức là tăng 2,4 triệu \$ x 0,25 = 0,6 triệu \$ = 600.000\$

Số lượng hàng bán tăng thêm: [600.000\$/đv]/10\$ = 60.000 đơn vị sản phẩm

Giá bán sản phẩm là 10\$, chi phí khả biến là 8\$ => Lãi gộp = 10 – 8 = 2\$

Lợi nhuận tăng thêm = Lãi gộp x Số lượng sản phẩm tiêu thụ tăng thêm

$$= 2 \times 60.000 = 120.000\$$$

Kỳ thu tiền bình quân của khách hàng mới là 2 tháng, như vậy vòng quay khoản phải thu hàng năm sẽ là $12/2 = 6$ vòng. Doanh thu tăng thêm là 600.000\$ mà vòng quay khoản phải thu là 6 vòng, như vậy, khoản phải thu tăng thêm là $600.000/6 = 100.000\$$.

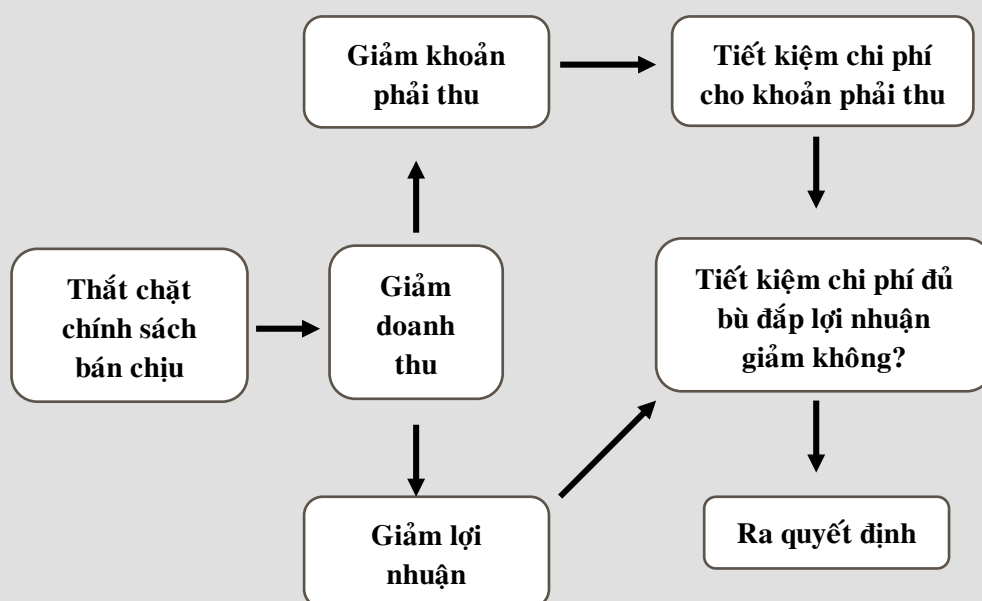
Khoản phải thu hàng năm tăng thêm 100.000\$ đòi hỏi một khoản đầu tư tương ứng = (Chi phí khả biến đơn vị / Giá bán đơn vị) x Khoản phải thu tăng thêm = $(8/10) \times 100.000 = 80.000\$$

Phí tổn đầu tư khoản phải thu = Tiền đầu tư khoản phải thu x Chi phí cơ hội
 $= 80.000\$ \times 20\% = 16.000\$$

Qua phân tích và tính toán trên đây chúng ta thấy rằng nếu nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu, doanh thu của công ty sẽ gia tăng tạo ra lợi nhuận gia tăng là 120.000\$, đồng thời khoản phải thu cũng gia tăng tạo ra phí tổn là 16.000\$. Vì lợi nhuận tăng thêm lớn hơn nhiều so với phí tổn tăng thêm, công ty nên áp dụng chính sách nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu.

Tương tự chúng ta có mô hình thất chặt chính sách bán chịu như mô tả trên hình 3.5 dưới đây.

Hình 3.5: Mô hình quyết định thất chặt chính sách bán chịu



c.2 Điều khoản bán chịu (credit terms)

Điều khoản bán chịu là điều khoản xác định độ dài thời gian hay thời hạn bán chịu và tỷ lệ chiết khấu áp dụng nếu khách hàng trả sớm hơn thời gian bán chịu cho phép. Ví dụ điều khoản bán chịu “2/10 net 30” có nghĩa là khách hàng được hưởng 2% chiết khấu nếu thanh toán trong thời hạn 10 ngày kể từ ngày hoá đơn được phát hành và nếu khách hàng không lấy chiết khấu thì khách hàng được trả chậm trong thời gian 30 ngày kể từ ngày phát hành hoá đơn.

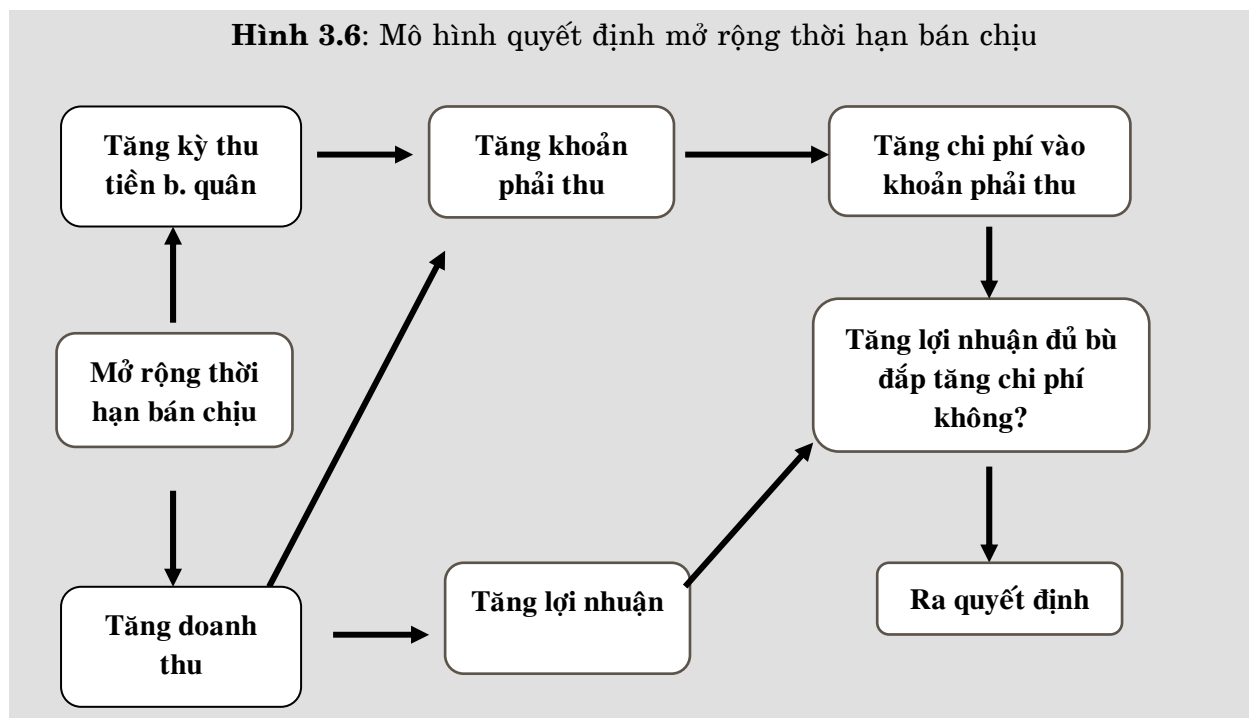
Chính sách bán chịu không chỉ liên quan đến tiêu chuẩn bán chịu như vừa xem xét mà còn liên quan đến điều khoản bán chịu. Thay đổi điều khoản bán chịu lại liên quan đến hai thứ: (1) thay đổi thời hạn bán chịu, và (2) thay đổi tỷ lệ chiết khấu.

Thay đổi thời hạn bán chịu

Giả sử rằng giá bán sản phẩm của công ty ABC Ltd. là 10\$/ đơn vị, trong đó chi phí khả biến trước thuế là 8\$. Hiện tại công ty hoạt động chưa hết công suất nên sự gia tăng doanh thu không đòi hỏi phải gia tăng chi phí cố định. Doanh thu hàng năm của công ty hiện tại là 2,4 triệu \$. Giả sử công ty thay đổi thời hạn bán chịu từ “net 30” thành “net 60” – tức là gia tăng thời hạn bán chịu từ 30 ngày lên thành 60 ngày. Sự thay đổi này đưa đến kết quả là kỳ thu tiền bình quân tăng từ 1 tháng lên thành 2 tháng và doanh thu bán hàng tăng thêm 360.000\$. Chúng ta phân tích xem sự thay đổi này ảnh hưởng như thế nào và công ty có nên thay đổi thời hạn bán chịu hay không?

Để trả lời câu hỏi này, công ty nên phân tích xem thay đổi thời hạn bán chịu ảnh hưởng như thế nào về mặt lợi ích và chi phí. Nói chung thay đổi thời hạn bán chịu có thể là mở rộng hoặc rút ngắn thời hạn bán chịu. Như trong ví dụ trên, việc mở rộng thời hạn bán chịu từ 30 ngày lên 60 ngày đưa đến kỳ thu tiền bình quân tăng. Mặt khác, do tăng thời hạn bán chịu nên một số khách hàng nữa được xem xét cho mua chịu khiến cho doanh thu bán hàng tăng. Kết quả là khoản phải thu tăng do hai nguyên nhân, vừa do tăng kỳ thu tiền bình quân vừa do tăng doanh thu. Mô hình phân tích và ra quyết định trong trường hợp này có thể mô tả trên hình 3.6.

Hình 3.6: Mô hình quyết định mở rộng thời hạn bán chịu



Dựa theo mô hình phân tích như hình vẽ 3.6, chúng ta xem xét kết quả tính toán và phân tích như sau:

Doanh thu tăng 360.000\$ nghĩa là số lượng hàng bán tăng thêm: $[360.000\$/\text{đvị}]/10\$ = 36.000$ đơn vị sản phẩm.

Giá bán sản phẩm là 10\$, chi phí khả biến là 8\$ => Lãi gộp = $10 - 8 = 2\$$

Lợi nhuận tăng thêm = Lãi gộp x Số lượng sản phẩm tiêu thụ tăng thêm
 $= 2 \times 36.000 = 72.000\$$

Kỳ thu tiền bình quân của khách hàng bây giờ là 2 tháng, như vậy vòng quay khoản phải thu hàng năm sẽ là $12/2 = 6$ vòng. Doanh thu tăng thêm là 360.000\$ mà vòng quay khoản phải thu là 6 vòng, như vậy, khoản phải thu tăng thêm do tăng doanh thu là $360.000/6 = 60.000\$$.

Khoản phải thu hàng năm tăng thêm 60.000\$ đòi hỏi một khoản đầu tư tương ứng =
 (Chi phí khả biến đơn vị / Giá bán đơn vị) x Khoản phải thu tăng thêm = $(8/10) \times 60.000 = 48.000\$$

Kỳ thu tiền bình quân lúc đầu là 1 tháng nên số vòng quay khoản phải thu là 12 vòng một năm và doanh thu cũ 2,4 triệu tạo ra khoản phải thu là $2.400.000/12 = 200.000\$$. Bây giờ do kỳ thu tiền bình quân tăng lên đến 2 tháng nên vòng quay khoản phải thu giảm còn 6 vòng và doanh thu 2,4 triệu \$ sẽ tạo ra khoản phải thu là $2.400.000/6 = 400.000\$$. Như vậy, sự thay đổi thời hạn bán chịu khiến khoản phải thu gia tăng so với lúc trước là $400.000 - 200.000 = 200.000\$$.

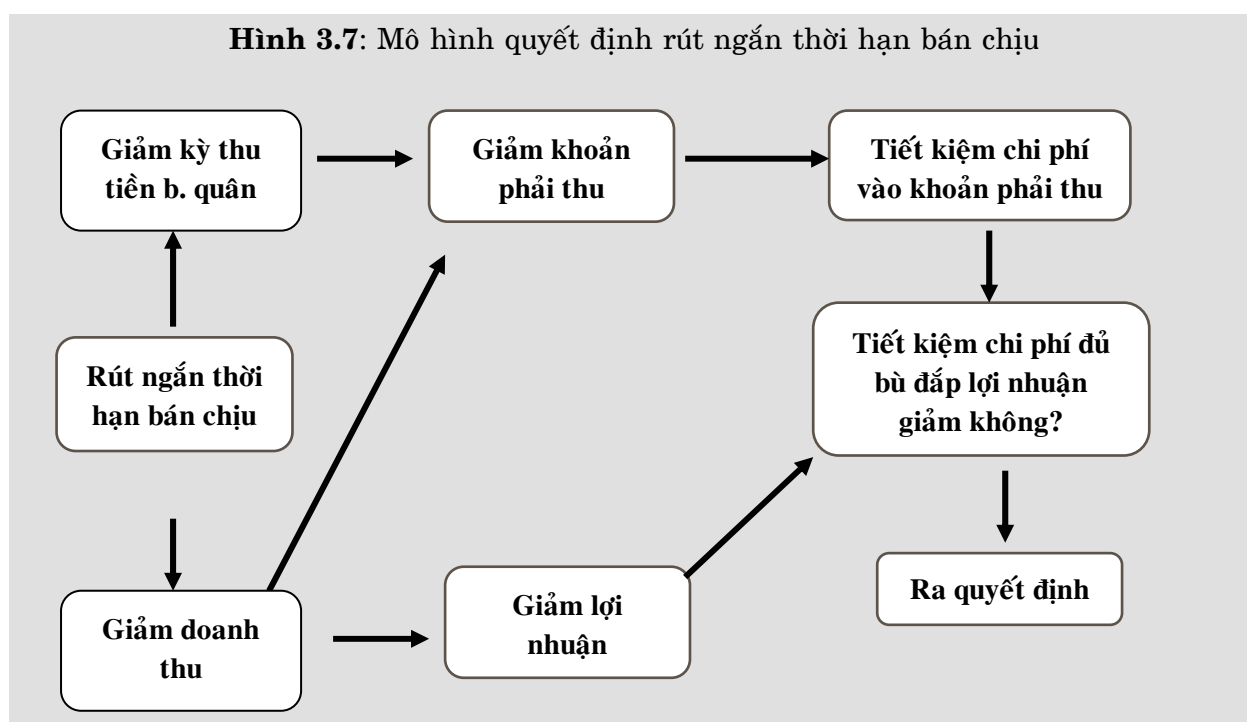
Khoản phải thu tăng thêm này đòi hỏi vốn đầu tư tương ứng là $(8/10) \times 200.000 = 160.000\$$.

Tổng vốn đầu tư do khoản phải thu tăng thêm là $48.000\$ + 160.000 = 208.000\$$

Phí tổn đầu tư khoản phải thu = Tiền đầu tư khoản phải thu x Chi phí cơ hội
 $= 208.000\$ \times 20\% = 41.600\$$

Qua phân tích và tính toán trên đây chúng ta thấy rằng nếu mở rộng thời hạn bán chịu, doanh thu của công ty sẽ gia tăng tạo ra lợi nhuận gia tăng là 72.000\$ đồng thời khoản phải thu cũng gia tăng tạo ra phí tổn là 41.000\$. Vì lợi nhuận tăng thêm lớn hơn nhiều so với phí tổn tăng thêm, công ty nên áp dụng chính sách mở rộng thời hạn bán chịu.

Ngược lại, nếu công ty muốn quyết định xem có nên chuyển từ chính sách mở rộng thời hạn bán chịu sang chính sách rút ngắn thời hạn bán chịu thì có thể phân tích theo mô hình như mô tả trên hình 3.7 dưới đây.

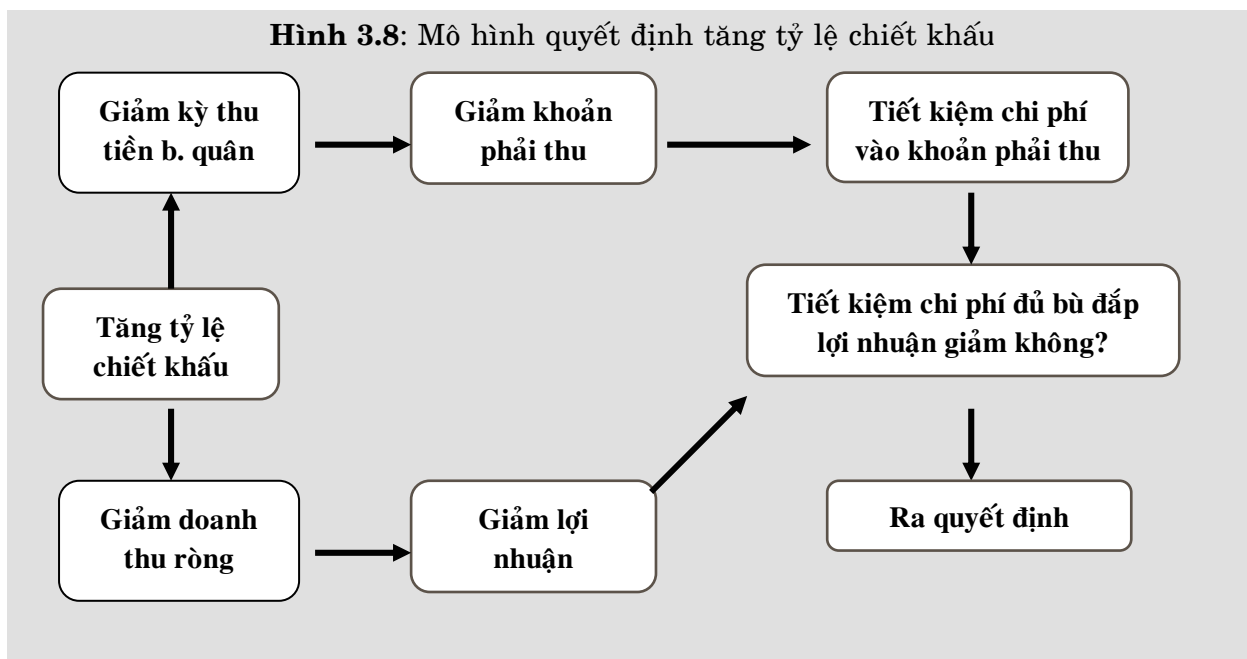


Thay đổi tỷ lệ chiết khấu

Điều khoản chiết khấu liên quan đến hai vấn đề: thời hạn chiết khấu và tỷ lệ chiết khấu. Thời hạn chiết khấu là khoảng thời gian mà nếu người mua thanh toán trước hoặc trong thời hạn đó thì người mua sẽ được nhận tỷ lệ chiết khấu. Tỷ lệ chiết khấu là tỷ lệ phần trăm của doanh thu hoặc giá bán được khấu trừ nếu người mua trả tiền trong thời hạn chiết khấu. Thay đổi tỷ lệ chiết khấu ảnh hưởng đến tốc độ thu tiền đối với các khoản phải thu. Tăng tỷ lệ chiết khấu sẽ kích thích người mua trả tiền sớm hơn để lấy chiết khấu, do đó, giảm được kỳ thu tiền bình quân. Kết quả là giảm chi phí đầu tư khoản phải thu. Nhưng tăng tỷ lệ chiết khấu sẽ làm giảm doanh thu ròng, do đó, giảm lợi nhuận. Liệu giảm chi phí đầu tư khoản phải thu có đủ bù đắp thiệt hại do giảm lợi nhuận hay không. Sau đây sẽ lấy ví dụ minh họa xem công ty có nên thay đổi tỷ lệ chiết khấu hay không.

Giả sử rằng công ty ABC Ltd. có doanh thu hàng năm là 3 triệu \$ và kỳ thu tiền bình quân là 2 tháng. Công ty hiện đang áp dụng điều khoản bán chịu là “net 45”. Nếu công ty thay đổi điều khoản bán chịu thành “2/10 net 45” thì kỳ thu tiền bình quân kỳ vọng giảm còn 1 tháng và ước tính có khoảng 60 phần trăm khách hàng (tương ứng 60% doanh thu) sẽ lấy chiết khấu. Với những thông tin đã cho, phân tích xem công ty có nên thay đổi tỷ lệ chiết khấu hay không? Biết rằng chi phí cơ hội của khoản phải thu vẫn ở mức 20%. Để trả lời câu hỏi này, công ty nên phân tích xem thay đổi tỷ lệ chiết khấu ảnh hưởng như thế nào về mặt lợi ích và chi phí. Mô hình phân tích và ra quyết định trong trường hợp này có thể mô tả trên hình 3.8.

Hình 3.8: Mô hình quyết định tăng tỷ lệ chiết khấu



Dựa vào mô hình phân tích như mô tả trên hình 3.8 công ty phân tích như sau: Việc thay đổi tỷ lệ chiết khấu từ 0% lên 2% sẽ kích thích khách hàng trả tiền sớm để được 2% chiết khấu. Điều này sẽ dẫn đến khoản phải thu sẽ giảm và, do đó, tiết kiệm được chi phí đầu tư cho khoản phải thu. Tuy nhiên, khi khách hàng lấy 2% chiết khấu thì lợi nhuận của công ty sẽ giảm. Chúng ta cần tính toán và phân tích xem khoản tiết kiệm do giảm chi phí đầu tư khoản phải thu có đủ bù đắp khoản lợi nhuận sụt giảm do khách hàng lấy chiết khấu hay không.

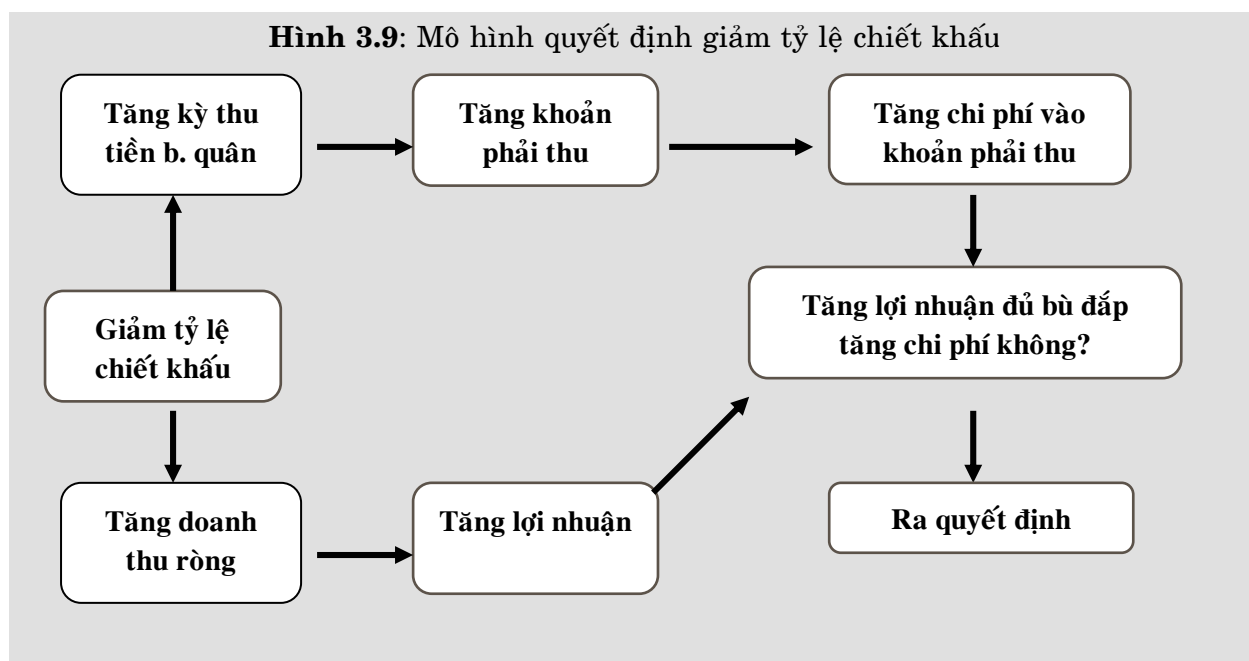
Khoản phải thu trước khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu = (Doanh thu hàng năm) / (Vòng quay khoản phải thu) = $3.000.000 / 6 = 500.000\$$.

Khoản phải thu sau khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu = (Doanh thu hàng năm) / (Vòng quay khoản phải thu) = $3.000.000 / 12 = 250.000\$$.

Khoản phải thu cắt giảm = $500.000 - 250.000 = 250.000\$$. Điều này giúp tiết kiệm chi phí cơ hội do đầu tư khoản phải thu: $250.000\$ \times 20\% = 50.000\$$. Trong khi đó, 60 phần trăm khách hàng lấy tỷ lệ chiết khấu khiến lợi nhuận công ty giảm: $3.000.000 \times 0,6 \times 0,02 = 36.000\$$.

Qua phân tích và tính toán trên đây chúng ta thấy rằng nếu công ty tăng tỷ lệ chiết khấu lên đến 2% thì khách hàng sẽ trả tiền sớm hơn để lấy chiết khấu. Điều này giúp công ty tiết kiệm được chi phí đầu tư khoản phải thu là 50.000\$. Nhưng do khách hàng lấy chiết khấu nên lợi nhuận công ty giảm đi 36.000\$. Vì chi phí tiết kiệm được lớn hơn lợi nhuận giảm đi do thay đổi tỷ lệ chiết khấu, công ty nên áp dụng chính sách thay đổi tỷ lệ chiết khấu.

Cần lưu ý rằng chính sách tăng tỷ lệ chiết khấu hay bất kỳ chính sách bán chịu nào cũng cần được xem xét thường xuyên xem có phù hợp với tình hình thực tiễn hay không. Sau khi thực hiện chính sách tăng tỷ lệ chiết khấu, do tình hình thay đổi, nếu tiết kiệm chi phí không còn đủ bù đắp cho lợi nhuận giảm, khi ấy công ty cần thay đổi chính sách chiết khấu. Nếu công ty muốn xem xét có nên quyết định giảm tỷ lệ chiết khấu lại hay không thì tiến hành phân tích theo mô hình như mô tả trên hình 3.9 dưới đây.



c3. Ảnh hưởng của rủi ro bán chịu (credit risk)

Trong các ví dụ như đã phân tích từ đầu mục c đến đây, chúng ta đều ngầm giả định rằng không có tổn thất do nợ không thể thu hồi (bad-debt losses). Thật ra chính sách bán chịu không chỉ liên quan đến tăng hoặc giảm khoản phải thu mà còn liên quan đến khả năng thu hồi khoản phải thu. Trong phần này chúng ta sẽ phân tích xem rủi ro bán chịu ảnh hưởng như thế nào qua xem xét ví dụ sau đây.

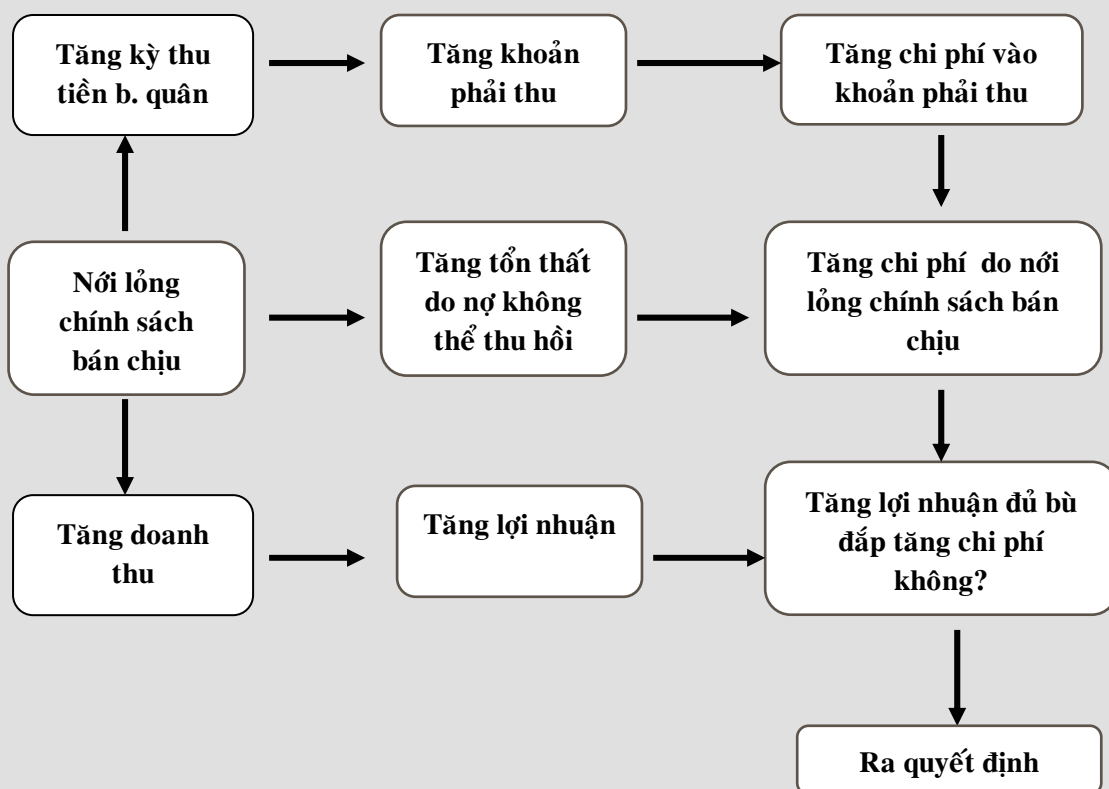
Giả sử công ty đang xem xét chính sách tiêu chuẩn bán chịu hiện tại, tạo cho công ty doanh thu hàng năm là 2,4 triệu \$, và hai chính sách tiêu chuẩn bán chịu khác là A và B. Công ty kỳ vọng các chính sách này đưa đến kết quả như được trình bày trong bảng 3.4 dưới đây.

Bảng 3.4: Dự báo mức tăng doanh thu và tỷ lệ nợ khó đòi			
Chính sách	Hiện tại	A	B
Nhu cầu, doanh thu bán chịu	2.400.000\$	3.000.000\$	3.300.000\$
Doanh thu tăng thêm		600.000	300.000
Tổn thất do nợ không thể thu hồi			
• Doanh thu gốc	2%		
• Doanh thu tăng thêm		10%	18%
Kỳ thu tiền bình quân			
• Doanh thu gốc	1 tháng		
• Doanh thu tăng thêm		2 tháng	3 tháng

Dựa vào những thông tin đã cho, phân tích xem công ty nên áp dụng chính sách A hay chính sách B? Biết rằng lãi gộp và chi phí cơ hội đầu tư khoản phải thu vẫn ở mức 20%.

Để có thể ra được quyết định trong trường hợp này, giám đốc tài chính có thể thực hiện phân tích theo mô hình được mô tả trên hình 3.10.

Hình 3.10: Mô hình quyết định thay đổi chính sách bán chịu khi có rủi ro bán chịu

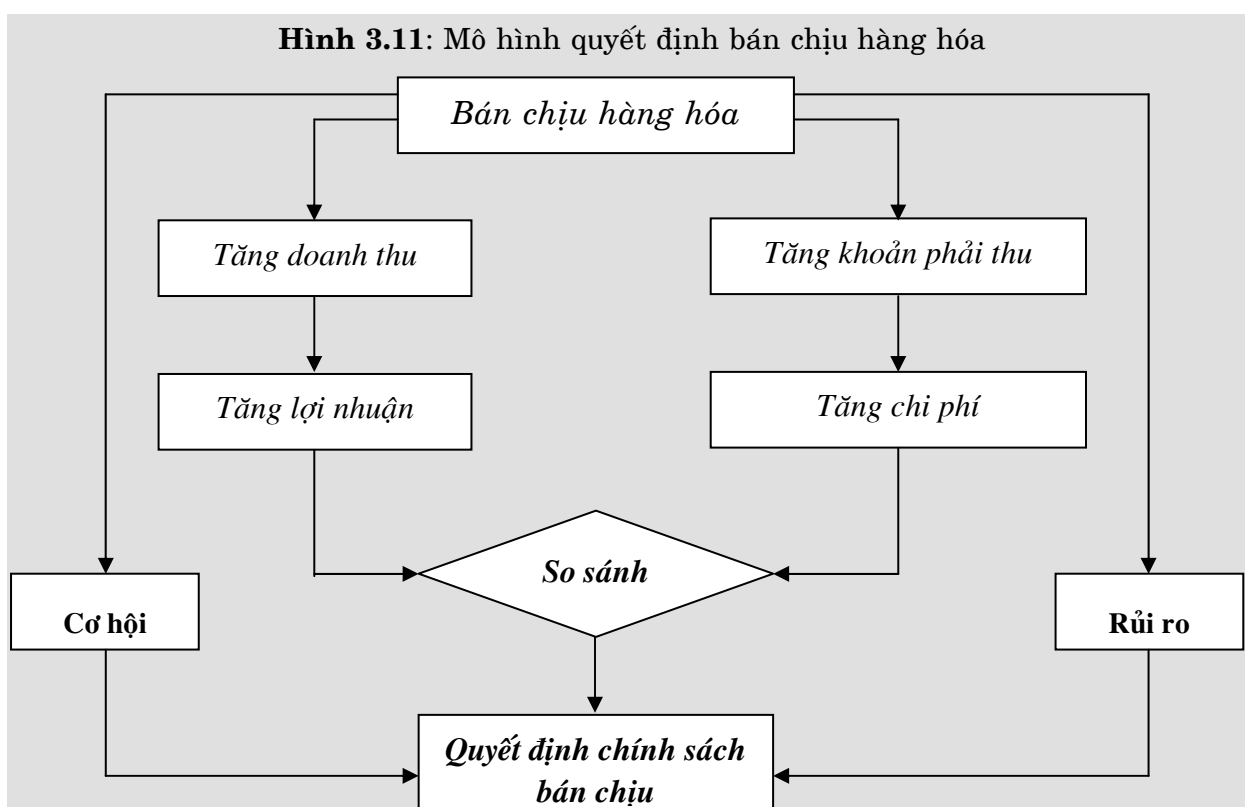


Dựa vào mô hình như mô tả trên đây công ty có thể phân tích rằng cả hai chính sách tiêu chuẩn bán chịu mới A và B đều đưa đến kết quả là doanh thu gia tăng, do đó, lợi nhuận cũng tăng theo. Tuy nhiên, cả hai chính sách này còn kéo theo hậu quả là tổn thất do nợ không thể thu hồi tăng lên và kỳ thu tiền bình quân cũng tăng lên. Kỳ thu tiền bình quân tăng làm cho chi phí cơ hội đầu tư khoản phải thu tăng. Vấn đề ở đây là liệu lợi nhuận gia tăng có đủ bù đắp tổn thất do nợ không thể thu hồi và chi phí đầu tư khoản phải thu hay không. Bảng 3.5 tính toán dưới đây sẽ giúp chúng ta trả lời câu hỏi này:

Bảng 3.5: Phân tích lợi ích và chi phí theo từng chính sách bán chịu		
Chỉ tiêu	Chính sách A	Chính sách B
1. Doanh thu tăng thêm	600.000\$	300.000\$
2. Lợi nhuận tăng thêm do tăng doanh thu (Doanh thu tăng thêm x lãi gộp)	$600.000 \times 0,2 = 120.000\$$	$300.000 \times 0,2 = 60.000\$$
3. Khoản phải thu tăng thêm (Doanh thu tăng thêm/Vòng quay khoản phải thu mới)	$600.000/12/2 = 100.000\$$	$300.000/12/3 = 75.000\$$
4. Đầu tư khoản phải thu tăng thêm (Khoản phải thu tăng thêm x giá vốn)	$100.000 \times 0,8 = 80.000\$$	$75.000 \times 0,8 = 60.000\$$
5. Chi phí cơ hội do đầu tư thêm vào khoản phải thu (20%)	$80.000 \times 0,2 = 16.000\$$	$60.000 \times 0,2 = 12.000\$$
6. Tổn thất do nợ không thể thu hồi (Doanh thu tăng thêm x tỷ lệ nợ không thể thu hồi)	$600.000 \times 0,1 = 60.000\$$	$300.000 \times 0,18 = 54.000\$$
7. Tổng thiệt hại (dòng 5 + 6)	76.000\$	66.000\$
8. Lợi nhuận tăng thêm sau khi trừ thiệt hại: (2) – (7)	44.000\$	(6.000\$)

Bảng phân tích trên cho thấy chính sách A tốt hơn chính sách B. Công ty nên dừng lại ở việc áp dụng chính sách A thay vì tiếp tục mở rộng đến chính sách B.

Trên đây đã phân tích một số tình huống giúp giám đốc tài chính có cơ sở quyết định chính sách khoản phải thu. Tuy nhiên, do quản trị khoản phải thu phải đối mặt với nhiều tình huống phức tạp và khó mô hình hoá bằng mô hình toán nên nhìn chung mô hình quyết định trong quản lý khoản phải thu có thể mô tả tóm tắt như hình vẽ 3.11 dưới đây:



d. Mô hình quyết định tồn kho

Tồn kho hình thành mối liên hệ giữa sản xuất và tiêu thụ sản phẩm. Một công ty sản xuất phải duy trì tồn kho dưới những hình thức như nguyên vật liệu, sản phẩm dở dang và thành phẩm. Tác động tích cực của việc duy trì tồn kho là giúp cho công ty chủ động hơn trong sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.

- Tồn kho nguyên liệu giúp công ty chủ động trong sản xuất và năng động trong việc mua nguyên liệu dự trữ.
- Tồn kho sản phẩm dở dang giúp cho quá trình sản xuất của công ty được linh hoạt và liên tục, giai đoạn sản xuất sau không phải chờ đợi giai đoạn sản xuất trước.
- Tồn kho thành phẩm giúp chủ động trong việc hoạch định sản xuất, tiếp thị và tiêu thụ sản phẩm nhằm khai thác và thoả mãn tối đa nhu cầu thị trường.

Tuy nhiên, duy trì tồn kho cũng có mặt trái của nó là làm phát sinh chi phí liên quan đến tồn kho bao gồm chi phí kho bãi, bảo quản và cả chi phí cơ hội do vốn kẹt đầu tư vào tồn kho. Quản trị tồn kho cần lưu ý xem xét sự đánh đổi giữa lợi ích và phí tổn của việc duy trì tồn kho. Mô hình đáng chú ý trong quản lý tồn kho là *Mô hình quyết định lượng đặt hàng kinh tế (EOQ)*.

Lượng đặt hàng kinh tế (economic order quantity) là một phạm trù quan trọng trong việc quản lý và mua sắm vật tư hàng hóa cho sản xuất kinh doanh. Nó chính là lượng đặt hàng tối ưu sao cho chi phí tồn kho thấp nhất. Trong mô hình phân tích, chúng ta sẽ quyết định lượng đặt hàng tối ưu cho một loại tồn kho nào đó dựa trên cơ sở ước lượng mức sử dụng, chi phí đặt hàng, và chi phí duy trì tồn kho.

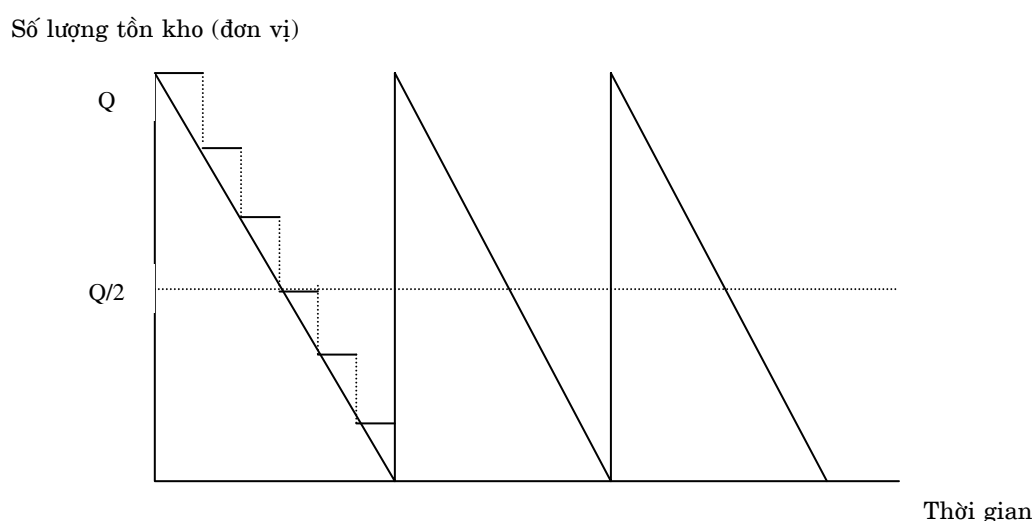
- Mức sử dụng (S) là số lượng đơn vị cần dùng trong một thời kỳ nhất định.
- Chi phí đặt hàng (O) là chi phí phát sinh liên quan đến việc đặt hàng như chi phí thủ tục giấy tờ, kiểm nhận hàng hoá. Chi phí này cố định bất chấp qui mô đặt hàng nhiều hay ít và chi phí đặt hàng cho một thời kỳ nào đó bằng chi phí mỗi lần đặt hàng nhân với số lần đặt hàng.
- Chi phí duy trì tồn kho đơn vị (C) là chi phí phát sinh như lưu kho, bảo hiểm, và chi phí cơ hội để duy trì tồn kho. Giả sử chi phí duy trì tồn kho đơn vị cố định

trong một thời kỳ nào đó, do đó, tổng chi phí duy trì tồn kho trong kỳ bằng chi phí duy trì tồn kho đơn vị nhân với số lượng tồn kho bình quân trong kỳ đó.

Ngoài ra, giả định rằng nhu cầu tồn kho là chắc chắn và tất cả các đơn đặt hàng đều có thể đáp ứng ngay lập tức, do đó, không cần duy trì mức tồn kho an toàn. Khi ấy, lượng tồn kho bình quân sẽ là:

Tồn kho bình quân = $Q/2$, trong đó Q là số lượng đặt hàng cố định trong kỳ hoạch định. Tình hình tồn kho đầu kỳ, cuối kỳ và bình quân trong kỳ được diễn tả trên hình vẽ 3.12.

Hình 3.12: Tình hình tồn kho theo thời gian



Hình 3.12 cho thấy rằng số lượng tồn kho Q tồn tại trong khoảng thời gian nào đó, sau đó tồn kho sẽ giảm do được đưa vào sử dụng cho nên số lượng tồn kho là hàm bậc thang. Nếu mức độ sử dụng tồn kho thường xuyên hơn thì có thể xấp xỉ đường bậc thang này như là đường thẳng. Do vậy, để đơn giản cho việc phân tích, chúng ta giả sử đường bậc thang như trên hình vẽ 3.12 có thể xấp xỉ như là đường thẳng. Khi số lượng tồn kho xuống đến mức 0 thì số lượng đặt hàng mới sẽ đến và số lượng tồn kho sẽ tăng trở lại mức Q . Dễ thấy rằng mức tồn kho bình quân sẽ là $Q/2$.

Chi phí duy trì tồn kho bình quân bằng chi phí duy trì tồn kho đơn vị nhân với số lượng tồn kho bình quân, tức là $C(Q/2)$. Tổng số đơn đặt hàng bằng số lượng tồn kho cần dùng (S) chia cho số lượng đặt hàng (Q). Kết quả là, chi phí đặt hàng bằng $O(S/Q)$. Tổng chi phí tồn kho (T) bằng chi phí duy trì tồn kho cộng với chi phí đặt hàng, tức là:

$$T = C(Q/2) + O(S/Q) \quad (3.8)$$

Nhìn vào công thức (3.8), chúng ta thấy rằng nếu số lượng đặt hàng Q càng lớn thì chi phí duy trì tồn kho càng lớn nhưng chi phí đặt hàng lại nhỏ. Nếu số lượng đặt hàng Q càng nhỏ thì chi phí duy trì tồn kho nhỏ nhưng chi phí đặt hàng sẽ lớn. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định số lượng đặt hàng tối ưu, tức là số lượng đặt hàng mà làm cho tổng chi phí nhỏ nhất. Để xác định số lượng đặt hàng tối ưu, chúng ta lấy đạo hàm dT/dQ và cho đạo hàm bằng không, sau đó giải phương trình tìm Q tối ưu.

$$\frac{dT}{dQ} = \frac{C}{2} - \frac{OS}{Q^2} = 0, \text{ từ phương trình này suy ra : } Q^* = Q = \sqrt{\frac{2OS}{C}} \quad (3.9)$$

Để minh họa việc sử dụng công thức 3.9 chúng ta lấy ví dụ rằng mức tồn kho cần dùng là 2000 đơn vị trong thời kỳ hoạch định là 100 ngày. Chi phí đặt hàng là 10 triệu đồng cho mỗi đơn đặt hàng và chi phí duy trì tồn kho là 1 triệu đồng cho mỗi đơn vị hàng tồn kho trong thời kỳ 100 ngày. Số lượng đặt hàng tối ưu sẽ là :

$$Q^* = \sqrt{\frac{2OS}{C}} = \sqrt{\frac{2(10)(2000)}{1}} = 200 \text{ đơn vị}$$

3.1.2 Các mô hình trong quyết định đầu tư tài sản cố định

Không riêng gì đầu tư ngắn hạn, trong quyết định đầu tư dài hạn mô hình chiết khấu dòng tiền (discounted cash flow model) cũng được sử dụng để định giá tài sản, từ đó giám đốc tài chính có thể ra quyết định đầu tư hay không đầu tư. Điểm khác biệt ở đây là trong đầu tư dài hạn ngân lưu xảy ra qua nhiều thời đoạn phức tạp hơn và rủi ro hơn. Ngoài ra suất chiết khấu trong trường hợp này cũng rủi ro hơn nhiều so với đầu tư ngắn hạn, do đó cần được điều chỉnh phù hợp để phản ánh mọi rủi ro có liên quan.

a. Mô hình quyết định mua sắm tài sản cố định mới

Trong thực tiễn hoạt động, công ty thường xuyên đứng trước việc quyết định có nên hay không nên mua sắm một tài sản cố định mới. Quyết định này trước tiên tùy thuộc vào việc tài sản đó được sử dụng như thế nào trong công ty. Nếu tài sản cố định đó, chẳng hạn một loại máy móc hay thiết bị, là một phận không thể thiếu được trong dây chuyền

sản xuất thì việc quyết định mua sắm trở nên quá rõ ràng. Nếu tài sản đó được sử dụng cùng với những tài sản khác để góp phần tạo ra lợi ích bằng việc gia tăng số lượng sản phẩm làm ra, tiết kiệm chi phí hoặc nâng cao chất lượng sản phẩm thì việc đánh giá và ra quyết định có mua sắm tài sản đó hay không phải gắn với việc đánh giá cả dự án (sẽ xem xét trong phần c).

Trong phần này chỉ xem xét việc mua sắm những tài sản cố định mới mà việc sử dụng chúng có thể tạo ra được lợi ích riêng lẽ không nhờ vào sự hỗ trợ của những loại tài sản cố định khác. Chẳng hạn việc đầu tư mua một xe vận tải mới có thể xem như chi phí và lợi ích đầu tư hoàn toàn độc lập với chi phí và lợi ích đầu tư của những loại tài sản khác. Khi ấy, mô hình quyết định nói chung là so sánh chi phí bỏ ra và lợi ích thu về sau khi đã điều chỉnh ngân lưu theo thời giá tiền tệ với suất chiết khấu phản ánh đầy đủ rủi ro của việc đầu tư. Mô hình chiết khấu dòng tiền có thể ứng dụng trong trường hợp này. Bảng 3.6 dưới đây mô tả ngân lưu có liên quan để đầu tư tài sản cố định mới.

Bảng 3.6: Mô tả ngân lưu khi đầu tư tài sản cố định mới					
Năm hoạt động của tài sản	0	1	2	.....	n
1. Chi phí mua sắm tài sản	- CF ₀				
2. Thu nhập ròng từ sử dụng tài sản		S ₁	S ₂	.....	S _n
3. Chi phí phát sinh khi sử dụng tài sản		C ₁	C ₂	.....	C _n
4. Khấu hao tài sản		D ₁	D ₂	.....	D _n
5. Lợi nhuận ròng (2 - 3 - 4)		R ₁	R ₂	.....	R _n
6. Ngân lưu ròng từ tài sản (5 + 4)	- CF ₀	CF ₁	CF ₂	.....	CF _n
7. Hiện giá thuần (NPV), trong đó k là suất chiết khấu đòi hỏi khi đầu tư tài sản đó.	$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$				

Tín hiệu giúp giám đốc tài chính có thể dễ dàng ra quyết định là đầu tư tài sản cố định đang xem xét nếu NPV>0, vì khi ấy lợi ích bằng tiền thu về lớn hơn chi phí bằng tiền bỏ ra. Ngược lại, nếu NPV<0 thì quyết định không đầu tư vào tài sản cố định đang xem xét.

b. Mô hình quyết định thay thế tài sản cố định cũ

Thay thế tài sản cố định cũ bằng một tài sản cố định mới là một quyết định giám đốc tài chính thường gặp trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Nếu việc thay thế tài sản cố định là bắt buộc để có thể duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh thì vấn đề quyết định đã rõ. Trong trường hợp không nhất thiết phải thay thế tài sản cố định cũ bằng tài sản cố định mới để duy trì hoạt động mà sự thay thế chỉ là một sự lựa chọn nhằm nâng cao năng suất lao động hoặc tiết kiệm chi phí, khi đó giám đốc cần có quyết định nhằm

lựa chọn phương án tối ưu. Nói chung trong trường hợp này, giám đốc tài chính phải cân nhắc giữa chi phí bỏ ra và lợi ích thu về. Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) thích hợp sử dụng trong tình huống quyết định này.

Bảng 3.7: Mô tả ngân lưu khi thay thế tài sản cố định					
Năm hoạt động của tài sản	0	1	2	.....	n
1. Chi phí mua sắm tài sản	- CF ₀				
2. Lợi ích ròng từ sử dụng tài sản (tiết kiệm chi phí, hoặc tăng năng suất)		S ₁	S ₂	.....	S _n
3. Chi phí ròng phát sinh khi sử dụng tài sản		C ₁	C ₂	.....	C _n
4. Khấu hao tài sản		D ₁	D ₂	.....	D _n
5. Lợi nhuận ròng (2 - 3 - 4)		R ₁	R ₂	.....	R _n
6. Ngân lưu ròng từ việc thay thế tài sản (5 + 4)	- CF ₀	CF ₁	CF ₂	.....	CF _n
7. Hiện giá thuần (NPV), trong đó k là suất chiết khấu đòi hỏi khi đầu tư tài sản đó.	$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$				

Tín hiệu giúp giám đốc tài chính có thể dễ dàng ra quyết định là đầu tư tài sản cố định đang xem xét nếu NPV>0, vì khi ấy lợi ích bằng tiền thu về lớn hơn chi phí bằng tiền bỏ ra. Ngược lại, nếu NPV<0 thì quyết định không đầu tư vào tài sản.

c. Mô hình quyết định đầu tư dự án

Ngoài việc quyết định mua sắm hay thay thế những tài sản cố định có tính riêng lẻ như vừa xem xét trong phần a và b, giám đốc tài chính đôi khi còn đứng trước những quyết định đầu tư vào một dự án, ở đó có nhiều loại tài sản cố định và nhiều loại chi phí phát sinh. Dự án liên quan đến quyết định đầu tư vốn rất lớn, do đó, việc quyết định có đầu tư hay không đầu tư vào một dự án nào đó là một việc hết sức quan trọng. Mặc dù có phức tạp hơn nhiều so với quyết định mua sắm và thay thế tài sản cố định nhưng quyết định đầu tư vào một dự án cũng dựa trên cơ sở so sánh giữa chi phí bỏ ra cho dự án và lợi ích thu về từ dự án. Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) vẫn thích hợp trong việc phân tích và ra quyết định trong trường hợp này.

Tín hiệu giúp giám đốc tài chính có thể ra quyết định đầu tư là NPV>0 hoặc IRR lớn hơn tỷ suất lợi nhuận ngưỡng được thiết lập dựa trên cơ sở chi phí sử dụng vốn, vì khi ấy lợi ích thu về từ dự án lớn hơn chi phí bỏ ra cho dự án, sau khi đã điều chỉnh giá trị theo thời giá tiền tệ.

Bảng 3.8: Mô tả ngân lưu khi đầu tư vào một dự án lớn					
Năm hoạt động của dự án	0	1	2	.....	n
1. Chi phí đầu tư	- CF ₀				
2. Lợi ích ròng thu được từ dự án		S ₁	S ₂	.....	S _n
3. Chi phí chi ra trong quá trình hoạt động của dự án		C ₁	C ₂	.....	C _n
4. Khấu hao tài sản		D ₁	D ₂	.....	D _n
5. Lợi nhuận ròng (2 - 3 - 4)		R ₁	R ₂	.....	R _n
6. Ngân lưu ròng từ dự án (5 + 4)	- CF ₀	CF ₁	CF ₂	.....	CF _n
7. Hiện giá thuần (NPV), trong đó k là suất chiết khấu đòi hỏi khi đầu tư vào dự án	$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$				
8. Suất sinh lợi nội bộ của dự án (IRR) – Tỷ suất sinh lợi ở đó NPV = 0	$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0$, Giải phương trình này tìm ra IRR				

3.1.3 Mô hình quyết định đầu tư tài chính dài hạn

Bên cạnh hoạt động đầu tư vào tài sản hữu hình như vừa xem xét trong mục 2.1.1 và 2.1.2, công ty còn đầu tư vào các loại tài sản tài chính. Tài sản tài chính là những loại tài sản vô hình mà giá trị của nó thể hiện ở trái quyền sẽ nhận được trong tương lai. Các loại tài sản tài chính công ty có thể tham gia đầu tư thông qua việc mua bán trên thị trường chứng khoán bao gồm: cổ phiếu, trái phiếu, và các công cụ phái sinh như hợp đồng giao sau, hợp đồng quyền chọn.

a. Mô hình định giá trái phiếu

Mô hình định giá trái phiếu là một công cụ phân tích giúp cho giám đốc tài chính ra quyết định có nên mua hay không mua một trái phiếu nào đó. *Trái phiếu* (bond) là công cụ nợ dài hạn do chính phủ hoặc công ty phát hành nhằm huy động vốn dài hạn. Trái phiếu do chính phủ phát hành gọi là trái phiếu chính phủ (government bond) hay trái phiếu kho bạc (treasury bond). Trái phiếu do công ty phát hành gọi là trái phiếu công ty (corporate bond). Trên trái phiếu bao giờ cũng có ghi một số tiền nhất định, gọi là mệnh giá của trái phiếu. Mệnh giá (face or par value) tức là giá trị được công bố của tài sản, trong trường hợp trái phiếu, mệnh giá thường được công bố là 1000\$. Ngoài việc công bố mệnh giá, người ta còn công bố lãi suất của trái phiếu. Lãi suất của trái phiếu (coupon rate) tức là lãi suất mà người mua trái phiếu được hưởng, nó bằng lãi được hưởng chia cho mệnh giá của trái phiếu.

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

Định giá trái phiếu vĩnh cửu

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

- I là lãi cố định được hưởng mãi mãi
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư

Giá của trái phiếu vĩnh cửu chính là tổng hiện giá của toàn bộ lãi thu được từ trái phiếu. Trong chương 2 chúng ta đã biết cách xác định hiện giá của dòng niên kim vĩnh cửu. Vận dụng công thức xác định hiện giá chúng ta có thể định giá trái phiếu vĩnh cửu như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^{\infty}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+k_d)^t} = I \left[\frac{1}{k_d} - \frac{1}{k_d(1+k_d)^{\infty}} \right] = \frac{I}{k_d} \quad (3.10)$$

Giả sử công ty mua một trái phiếu được hưởng lãi 50\$ một năm trong khoảng thời gian vô hạn và đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận đầu tư là 12%. Hiện giá của trái phiếu này sẽ là: $V = I/k_d = 50/0,12 = 416,67\$$.

Định giá trái phiếu có kỳ hạn được hưởng lãi định kỳ

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

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu
- V là giá của trái phiếu
- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi đáo hạn

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

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{MV}{(1+k_d)^n} = I(PVIFA_{k_d,n}) + MV(PVIF_{k_d,n}) \quad (3.11)$$

Giả sử bạn cần quyết định giá của một trái phiếu có mệnh giá là 1000\$, được hưởng lãi suất 10% trong thời hạn 9 năm trong khi nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 12%/năm. Giá của trái phiếu này xác định như sau:

$$V = \frac{100}{(1+0,12)^1} + \frac{100}{(1+0,12)^2} + \dots + \frac{100}{(1+0,12)^9} + \frac{1000}{(1+0,12)^9} = 100(PVIFA_{12,9}) + 1000(PVIF_{12,9})$$

Sử dụng bảng tra hiện giá hoặc Excel chúng ta có thể xác định được $PVIF_{12,9} = 0,361$ và $PVIFA_{12,9} = 5,328$. Từ đó xác định $V = 100(5,328) + 1000(0,361) = 893,80\$$.

Định giá trái phiếu có kỳ hạn không hưởng lãi định kỳ

Trái phiếu kỳ hạn không hưởng lãi định kỳ (zero-coupon bond) là loại trái phiếu không có trả lãi định kỳ mà được bán với giá thấp hơn nhiều so với mệnh giá. Tại sao nhà đầu tư lại mua trái phiếu không được hưởng lãi định kỳ? Lý do là khi mua loại trái phiếu này họ vẫn nhận được lợi tức, chính là phần chênh lệch giữa giá mua gốc của trái phiếu với mệnh giá của nó.

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

$$V = \frac{MV}{(1 + k_d)^n} = MV(PVIF_{k_d, n}) \quad (3.12)$$

Giả sử Ngân hàng Đầu Tư và Phát Triển Việt Nam phát hành trái phiếu không trả lãi định kỳ có thời hạn 10 năm và mệnh giá là 1000\$. Nếu tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư là 12%, giá bán của trái phiếu này sẽ là:

$$V = \frac{1000}{(1 + 0,12)^{10}} = 1000(PVIF_{12,10}) = 1000(0,322) = 322\$$$

Nhà đầu tư bỏ ra 322\$ để mua trái phiếu này và không được hưởng lãi định kỳ trong suốt 10 năm nhưng bù lại khi đáo hạn nhà đầu tư thu về được 1000\$.

Định giá trái phiếu trả lãi bán niên

Thông thường trái phiếu được trả lãi hàng năm một lần nhưng đôi khi cũng có loại trái phiếu trả lãi bán niên, tức là trả lãi mỗi năm hai lần. Kết quả là mô hình định giá trái phiếu thông thường phải có một số thay đổi thích hợp để định giá trong trường hợp này.

$$V = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1 + k_d/2)^t} + \frac{MV}{(1 + k_d/2)^{2n}} = (I/2)(PVIFA_{k_d/2, 2n}) + MV(PVIF_{k_d/2, 2n}) \quad (3.13)$$

Để minh họa mô hình định giá trái phiếu trả lãi bán niên, chúng ta xem ví dụ trái phiếu được công ty U.S Blivet Corporation phát hành có mệnh giá 1000\$, kỳ hạn 12 năm, trả lãi bán niên với lãi suất 10% và nhà đầu tư mong có tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua trái phiếu này. Áp dụng mô hình định giá vừa nêu trên, chúng ta có giá bán loại trái phiếu này là:

$$V = (100/2)(PVIFA_{14/2, 24}) + 1000(PVIF_{14/2, 24}) = 50(11,469) + 1000(0,197) = 770,45\$$$

Phân tích sự biến động giá trái phiếu

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

- I là lãi cố định được hưởng từ trái phiếu

- k_d là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu của nhà đầu tư
- MV là mệnh giá trái phiếu
- n là số năm cho đến khi trái phiếu đáo hạn

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

Giả sử REE phát hành trái phiếu mệnh giá 1000\$ thời hạn 15 năm với mức lãi suất hàng năm là 10%. Tỷ suất lợi nhuận nhà đầu tư đòi hỏi trên thị trường lúc phát hành là 10%, bằng với lãi suất của trái phiếu. Khi ấy giá bán trái phiếu sẽ là:

$$V = I(PVIFA_{10,15}) + MV(PVIF_{10,15}) = 100(7,6061) + 1000(0,2394) = 1000\$$$

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

$$V = 100(PVIFA_{8,15}) + 1000(PVIF_{8,15}) = 100(8,5595) + 1000(0,3152) = 1171,15\$$$

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

$$V = 100(PVIFA_{12,15}) + 1000(PVIF_{12,15}) = 100(6,8109) + 1000(0,1827) = 863,79\$$$

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

- Khi lãi suất trên thị trường bằng lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu bằng mệnh giá của nó.

- Khi lãi suất trên thị trường thấp hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ cao hơn mệnh giá của nó.
- Khi lãi suất trên thị trường cao hơn lãi suất trái phiếu thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá của nó.
- Lãi suất gia tăng làm cho giá trái phiếu giảm trong khi lãi suất giảm sẽ làm cho giá trái phiếu gia tăng.
- Thị giá trái phiếu tiến dần đến mệnh giá của nó khi thời gian tiến dần đến ngày đáo hạn.

Lợi suất đầu tư trái phiếu

Trong các phần trước chúng ta đã biết cách định giá trái phiếu dựa trên cơ sở biết trước lãi được trả hàng năm và tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi dựa trên lãi suất thị trường, mệnh giá và thời hạn của trái phiếu. Ngược lại, nếu biết trước giá trái phiếu và các yếu tố khác như lãi hàng năm được hưởng, mệnh giá hoặc giá thu hồi trái phiếu trước hạn và thời hạn của trái phiếu chúng ta có thể xác định được tỷ suất lợi nhuận hay *lợi suất đầu tư trái phiếu*.

• Lợi suất đầu tư lúc trái phiếu đáo hạn (Yield to maturity)

Giả sử bạn mua một trái phiếu có mệnh giá 1000\$, thời hạn 14 năm và được hưởng lãi suất hàng năm là 15% với giá là 1368,31\$. Bạn giữ trái phiếu này cho đến khi đáo hạn, lợi suất đầu tư trái phiếu này là bao nhiêu? Để xác định lợi suất đầu tư khi trái phiếu đáo hạn, chúng ta có thể giải phương trình sau:

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

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

• Lợi suất đầu tư lúc trái phiếu được thu hồi (Yield to call)

Đôi khi công ty phát hành trái phiếu có kèm theo điều khoản thu hồi (mua lại) trái phiếu trước hạn. Điều này thường xảy ra nếu như công ty dự báo lãi suất sẽ giảm sau khi phát hành trái phiếu. Khi ấy công ty sẽ thu hồi lại trái phiếu đã phát hành với lãi suất

cao và phát hành trái phiếu mới có lãi suất thấp hơn để thay thế và nhà đầu tư sẽ nhận được lợi suất cho đến khi trái phiếu được thu hồi (YTC) thay vì nhận lợi suất cho đến khi trái phiếu đáo hạn (YTM). Công thức tính lợi suất trái phiếu lúc thu hồi như sau:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{P_c}{(1+k_d)^n} = I(PVIFA_{k_d,n}) + P_c(PVIF_{k_d,n}) \quad (3.14)$$

Trong đó n là số năm cho đến khi trái phiếu được thu hồi, P_c là giá thu hồi trái phiếu và k_d là lợi suất khi trái phiếu được thu hồi. Nếu biết giá của trái phiếu (V) và giá khi thu hồi trái phiếu (P_c) và lãi suất hàng năm (I) chúng ta có thể giải phương trình trên để tìm lãi suất khi trái phiếu được thu hồi ($k_d = YTC$).

b. Mô hình định giá cổ phiếu

Cổ phiếu là giấy chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Căn cứ vào thứ tự ưu tiên khi phân chia lợi nhuận hay giá trị tài sản, cổ phiếu có thể chia thành hai loại: cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường hay cổ phiếu phổ thông.

Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không có tuyên bố ngày đáo hạn. Rõ ràng loại cổ phiếu này có những tính chất giống như trái phiếu vĩnh cửu. Do đó, mô hình định giá trái phiếu vĩnh cửu có thể áp dụng để định giá cổ phiếu ưu đãi. Giá cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau: $V = D_p/k_p$ (3.15), trong đó D_p là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi và k_p là tỷ suất chiết khấu thích hợp. Giả sử REE phát hành cổ phiếu ưu đãi mệnh giá 100\$ trả cổ tức 9% và nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua cổ phiếu này, giá cổ phiếu này sẽ là: $V = \$9/0,14 = 64,29\$$.

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

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

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \quad (3.16)$$

trong đó D_t là cổ tức được chia ở thời kỳ t và k_e là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư. Tuy nhiên mô hình này chỉ phù hợp với tình huống nhà đầu tư mua cổ phiếu và giữ mãi mãi để hưởng cổ tức. Do đó, mô hình này thường có tên gọi là mô hình chiết khấu cổ tức. Mô hình chiết khấu cổ tức được thiết kế để tính giá trị lý thuyết (intrinsic value) của cổ phiếu thường. Mô hình này được Merrill Lynch, CS First Boston và một số ngân hàng đầu tư khác sử dụng với giả định: (1) biết được động thái tăng trưởng của cổ tức, và (2) biết trước tỷ suất chiết khấu. Liên quan đến động thái tăng trưởng cổ tức, chúng ta xem xét các trường hợp sau:

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi

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

$$V = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (3.17)$$

trong đó D_0 là cổ tức hiện tại của cổ phiếu và g là tốc độ tăng trưởng cổ tức. Cổ tức kỳ vọng ở cuối kỳ n bằng cổ tức hiện tại nhân với thừa số $(1+g)^n$. Giả sử rằng $k_e > g$, chúng ta nhân hai vế của (3.17) với $(1+k_e)/(1+g)$, sau đó trừ vế với vế cho (3.17) chúng ta được:

$$\frac{V(1+k_e)}{(1+g)} - V = D_0 - \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (3.18). \text{ Bởi vì chúng ta giả định } k_e > g \text{ nên:}$$

$$\frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \text{ tiến đến zero. Kết quả là:}$$

$$V \left[\frac{(1+k_e)}{(1+g)} - 1 \right] = D_0 \text{ hay } V \left[\frac{(1+k_e) - (1+g)}{(1+g)} \right] = D_0$$

Suy ra $V(k_e - g) = D_0(1+g) = D_1$. Từ đây suy ra: $V = D_1 / (k_e - g)$ (3.19). Công thức (3.19) còn được gọi là Mô hình Gordon bởi vì nó do Myron J. Gordon phát triển từ công trình nghiên cứu của người đi trước là John Williams.

Từ (3.19) chúng ta có thể sắp xếp lại để có được công thức tính lợi suất đòi hỏi của nhà đầu tư:

$$k_e = (D_1/V) + g \quad (3.20)$$

Để minh hoạ công thức (3.19) chúng ta lấy ví dụ cổ tức kỳ vọng của cổ phiếu công ty LKN ở thời kỳ $t = 1$ là 4\$. Cổ tức này được kỳ vọng tăng 6% trong tương lai. Hỏi giá cổ phiếu là bao nhiêu nếu nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là 14%?

$$V = D_1 / (k_e - g) = 4 / (0,14 - 0,06) = 50\$.$$

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không

Đây chỉ là một trường hợp đặc biệt của mô hình tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi khi $g = 0$. Khi đó công thức (3.19) có thể viết thành $V = D_1/k_e$ (3.21). Mặc dù ít khi có cổ phiếu nào có tốc độ tăng trưởng bằng 0 mãi nhưng với những cổ phiếu nào có cổ tức ổn định và duy trì trong một thời gian dài thì (3.21) có thể áp dụng để xác định gần đúng giá cổ phiếu. Cổ phiếu ưu đãi có thể xem như là loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không.

Trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi

Khi tốc độ tăng trưởng cổ tức g thay đổi qua từng giai đoạn thì công thức (3.19) không còn phù hợp, nó cần được bổ sung. Ví dụ một cổ phiếu có tốc độ tăng cổ tức $g = 10\%$ trong 5 năm đầu, sau đó chỉ tăng 6%, công thức (3.19) có thể được viết lại thành:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,06)^{t-5}}{(1+k_e)^t} \quad (3.22)$$

Nếu tách riêng giai đoạn cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng $g = 6\%$, chúng ta thấy nó tương đương và phù hợp với mô hình định giá cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng không đổi với $g =$

6%, D_0 chính là cổ tức ở năm thứ 5 và D_1 chính là cổ tức ở năm thứ 6. Do đó, có thể áp dụng (3.19) cho giai đoạn này như sau:

$$\sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,10)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = PV\left[\frac{D_6}{k_e - g}\right] = \left[\frac{1}{(1+k_e)^5}\right] \left[\frac{D_6}{(k_e - 0,06)}\right] \quad (3.23)$$

Để minh hoạ cho việc áp dụng công thức (3.22) và (3.23), giả sử một cổ phiếu trả cổ tức hiện tại $D_0 = 2\$$, tốc độ tăng trưởng cổ tức trong 5 năm tới là 10% và 6% cho những năm tiếp theo đó, ngoài ra nhà đầu tư đòi hỏi lợi suất đầu tư là 14%. Áp dụng công thức (3.22) và (3.23), giá cổ phiếu này được xác định như sau:

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+0,06)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,1)^t}{(1+k_e)^t} + \left[\frac{1}{(1+k_e)^5}\right] \left[\frac{3,41}{(0,14 - 0,06)}\right]$$

$$V = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,1)^t}{(1+0,14)^t} + \left[\frac{1}{(1+0,14)^5}\right] \left[\frac{3,41}{(0,14 - 0,06)}\right] = 8,99 + 22,13 = 31,12\$$$

Hạn chế của mô hình chiết khấu cổ tức

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

c. Mô hình định giá quyền chọn

Quyền chọn là một tài sản tài chính, do đó, nó cũng có giá trị và cần được định giá trong giao dịch. Nói chung quyền chọn là một tài sản tài chính cho phép người mua nó có quyền, nhưng không bắt buộc, được mua hoặc bán một tài sản khác ở một mức giá cố định biết trước trong một thời gian nhất định. Tài sản khác được mua bán ở đây gọi là tài sản cơ sở (underlying assets).

Công thức định giá quyền chọn trong trường hợp giá tài sản cơ sở biến đổi liên tục được xây dựng bởi Black, Scholes và Merton vào năm 1973. Giá C của một quyền chọn mua kiểu châu Âu được xác định bởi:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-r\tau} N(d_2) \quad (3.24), \text{ với: } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}} \text{ và } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{\tau},$$

trong đó:

- C là giá quyền chọn
- S là giá trị của tài sản cơ sở tại thời điểm xác định giá quyền chọn
- X là giá thực hiện
- r là lãi suất phi rủi ro (tính gộp liên tục trong 1 năm). (Nếu r_f là lãi suất phi rủi ro trong 1 năm, ta có: $\lim_{n \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{r}{n}\right)^n = e^r = 1 + r_f$).
- σ là độ lệch chuẩn của suất sinh lợi của tài sản cơ sở (suất sinh lợi tính gộp liên tục trong 1 năm)
- τ là khoảng thời gian từ thời điểm định giá quyền chọn cho tới khi đáo hạn ($\tau = T - t$).
- $N(d)$ là hàm mật độ lũy tích theo phân phối chuẩn. Nói cách khác, $N(d)$ là xác suất chọn một số ngẫu nhiên từ một phân phối chuẩn có giá trị nhỏ hơn d .
($N(d) = \int_{-\infty}^d f(z)dz$, trong đó $f(z)$ là hàm phân phối chuẩn với trung bình bằng 0 và độ lệch chuẩn bằng 1).
- $\ln$ là hàm lôgarít tự nhiên.

Các giả định

- Tài sản cơ sở không trả cổ tức cho tới khi hợp đồng quyền chọn đáo hạn.
- Lãi suất và phương sai không đổi.
- Giá tài sản cơ sở biến đổi liên tục và giao dịch tài sản cũng diễn ra liên tục.

Ý nghĩa

- $Xe^{r\tau}$ chính là giá trị hiện tại của giá thực hiện $PV(X)$.
- Số hạng $N(d)$ có thể được coi gần như là xác suất hiệu chỉnh theo rủi ro mà quyền chọn mua sẽ đáo hạn trong tình huống có lời.
- Nếu cả hai số hạng $N(d)$ gần bằng 1, thì hầu như chắc chắn là quyền chọn mua sẽ có lời vào khi đáo hạn và sẽ được thực hiện. Điều đó có nghĩa là vào khi đáo hạn,

người giữ quyền sẽ chắc chắn mua tài sản cơ sở với chi phí X . Chi phí này quy về giá trị hiện tại là $PV(X)$. Vậy, người mua bỏ chi phí $PV(X)$ và có được tài sản hiện có giá trị là S . Giá trị ròng của quyền chọn mua là $S - PV(X)$. Thay các giá trị $N(d)$ bằng 1 vào công thức Black-Scholes, ta cũng có giá quyền chọn sẽ bằng $C = S * 1 - X e^{-r\tau} * 1 = S - PV(X)$.

- Ngược lại, nếu cả hai số hạng $N(d)$ gần bằng 0, thì hầu như chắc chắn là quyền chọn mua sẽ không có lời vào khi đáo hạn và sẽ không được thực hiện. Khi đó, giá quyền chọn sẽ bằng 0.
- Với các giá trị của $N(d)$ nằm trong khoảng từ 0 đến 1, thì giá quyền chọn mua có thể được xem như là giá trị hiện tại của khoản tiền có khả năng nhận được từ hợp đồng hiệu chỉnh theo xác suất mà quyền chọn sẽ đáo hạn và có lời.

Đẳng thức giá quyền chọn mua và chọn bán

Công thức trên áp dụng cho việc định giá quyền chọn mua. Giá quyền chọn bán cùng một tài sản cơ sở, cùng giá thực hiện và kỳ hạn như quyền chọn mua được tính từ đẳng thức quyền chọn mua và chọn bán như sau:

$$S + P = C + PV(X) \quad (3.25)$$

với S là giá tài sản cơ sở; P là giá quyền chọn bán; C là giá quyền chọn mua và $PV(X)$ là giá trị hiện tại của giá thực hiện.

Ví dụ Cổ phiếu XYZ hiện có giá $S = 130$. Ta muốn tính giá một quyền chọn mua cổ phiếu XYZ với giá thực hiện $X = 120$ và kỳ hạn là $\tau = 3$ tháng (tương đương 0,25 năm). Độ lệch chuẩn suất sinh lợi của cổ phiếu (tính gộp liên tục trong năm) là 50% và lãi suất phi rủi ro (tính gộp liên tục trong năm) là 12%.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}} = d_1 = \frac{\ln\left(\frac{130}{120}\right) + \left(0.12 + \frac{1}{2}0.5^2\right)0.25}{0.5\sqrt{0.25}} = 0.5652$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{\tau} = 0.5652 - 0.5\sqrt{0.25} = 0.3152$$

Từ bảng phân phối xác suất chuẩn ta có: $N(0.5652) = 0.7140$ và $N(0.3152) = 0.6236$. Giá quyền chọn mua:

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rt} N(d_2) = 130 * 0,7140 - 120 * e^{-0,12*0,25} * 0,6236 = 20,200$$

Gọi P là giá quyền chọn bán cổ phiếu XYZ với giá thực hiện $X = 120$ và kỳ hạn cũng là 3 tháng. Ta có: $P = C + PV(X) - S = 20,2 + 120 * e^{-0,12*0,25} - 130 = 6,653$.

3.1.4 Các mô hình trong quyết định quan hệ giữa chi phí biến đổi và chi phí cố định

Trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đôi khi giám đốc công ty phải đứng trước tình huống lựa chọn giữa việc sử dụng máy móc thiết bị hay sử dụng lao động để giải quyết một công việc hay một công đoạn sản xuất nào đó. Chẳng hạn, công ty có nên đầu tư một thiết bị phân loại tôm hay sử dụng lao động trong dây chuyền sản xuất tôm đông lạnh xuất khẩu. Nếu sử dụng lao động thì chi phí biến đổi sẽ cao, trong khi chi phí cố định thấp. Ngược lại, nếu dùng máy phân loại thì chi phí cố định cao trong khi chi phí biến đổi thấp. Từ ví dụ này mở rộng ra, chúng ta thấy rằng việc quyết định lựa chọn giữa hoạt động trong một ngành hay một loại công nghệ mà kết quả sẽ đưa đến tỷ lệ chi phí cố định cao trong tổng chi phí và hoạt động trong một ngành hay một loại công nghệ tỷ lệ chi phí cố định thấp là một việc giám đốc tài chính cần quyết định. Mô hình phân tích và ra quyết định sử dụng đòn bẩy hoạt động có thể áp dụng trong tình huống này.

Đòn bẩy hoạt động (operating leverage) là mức độ sử dụng chi phí hoạt động cố định của công ty. Ở đây chúng ta chỉ phân tích trong ngắn hạn bởi vì trong dài hạn tất cả các chi phí đều thay đổi.

- Chi phí cố định là chi phí không thay đổi khi số lượng thay đổi. Chi phí cố định có thể kể ra bao gồm các loại chi phí như khấu hao, bảo hiểm, một bộ phận chi phí điện nước và một bộ phận chi phí quản lý.
- Chi phí biến đổi là chi phí thay đổi khi số lượng thay đổi, chẳng hạn chi phí nguyên vật liệu, lao động trực tiếp, một phần chi phí điện nước, hoa hồng bán hàng, một phần chi phí quản lý hành chính.

Trong kinh doanh, chúng ta đầu tư chi phí cố định với hy vọng số lượng tiêu thụ sẽ tạo ra doanh thu đủ lớn để trang trải chi phí cố định và chi phí biến đổi. Giống như chiếc đòn bẩy trong cơ học, sự hiện diện của chi phí hoạt động cố định gây ra sự thay đổi

trong số lượng tiêu thụ để khuếch đại sự thay đổi lợi nhuận (hoặc lỗ). Để minh hoạ điều này chúng ta xem xét ví dụ cho ở bảng 3.9.

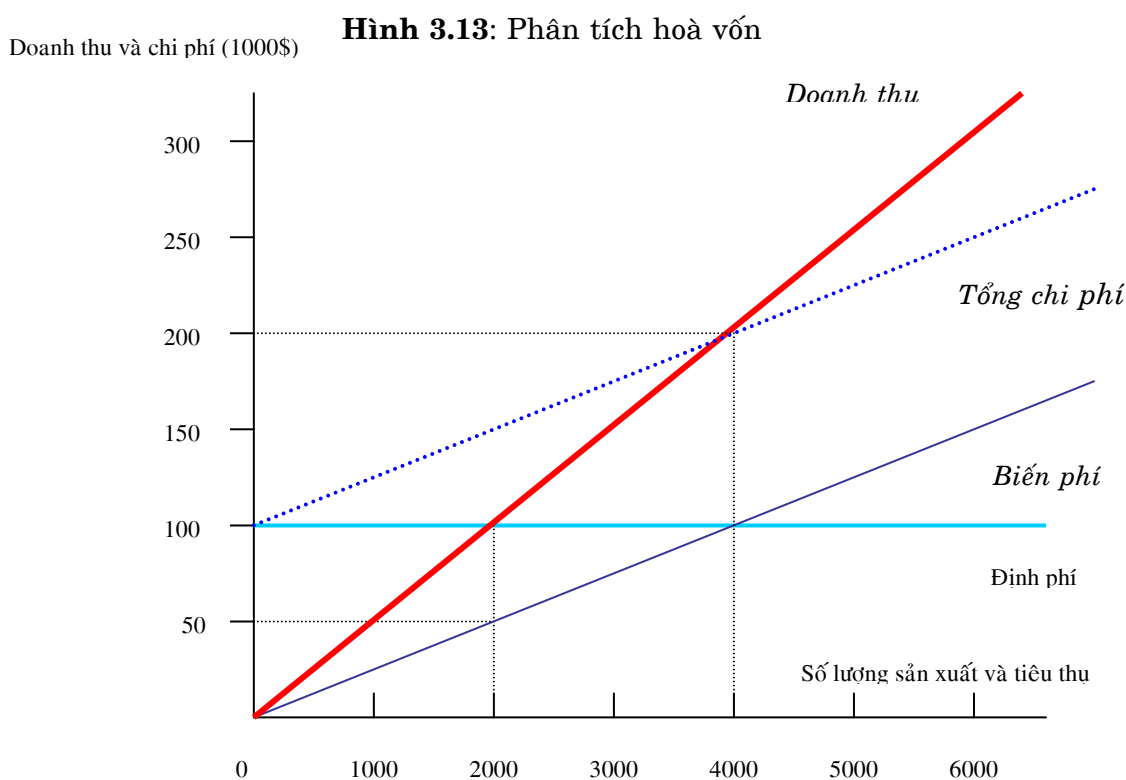
Kết quả phân tích ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động thể hiện ở phần B. Đối với mỗi công ty đều có doanh thu và chi phí biến đổi tăng 50% trong khi chi phí cố định không thay đổi. Tất cả các công ty đều cho thấy có sự ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động thể hiện ở chỗ doanh thu chỉ tăng 50% nhưng lợi nhuận tăng với tốc độ lớn hơn, cụ thể là 400, 100 và 330% lần lượt đối với công ty F, V và công ty 2F.

Bảng 3.9: Ảnh hưởng của đòn bẩy hoạt động lên lợi nhuận			
	Công ty F	Công ty V	Công ty 2F
Phần A: Trước khi thay đổi doanh thu			
Doanh thu	10.000\$	11.000\$	19.500\$
Chi phí hoạt động			
Chi phí cố định	7.000	2.000	14.000
Chi phí biến đổi	2.000	7.000	3.000
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	1.000	2.000	2.500
Tỷ số đòn bẩy hoạt động			
Chi phí cố định/ tổng chi phí	0,78	0,22	0,82
Chi phí cố định/ doanh thu	0,70	0,18	0,72
Phần B: Sau khi doanh thu tăng 50% trong những năm kế tiếp			
Doanh thu	15.000\$	16.500\$	29.250\$
Chi phí hoạt động			
Chi phí cố định	7.000	2.000	14.000
Chi phí biến đổi	3.000	10.500	4.500
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	5.000	4.000	10.750
Phần trăm thay đổi EBIT	400%	100%	330%
$(EBIT_t - EBIT_{t-1}) / EBIT_{t-1}$			

Từ bảng phân tích 3.9 trên đây chúng ta nhận thấy rằng công ty có tỷ lệ chi phí cố định so với tổng chi phí cao có thể gia tăng EBIT ở mức độ cao hơn công ty có tỷ lệ chi phí cố định so với tổng chi phí thấp. Nói cách khác, sử dụng đòn bẩy hoạt động giúp công ty gia tăng được EBIT. Tuy nhiên, không phải lúc nào sử dụng đòn bẩy hoạt động cũng đưa đến gia tăng EBIT. EBIT có gia tăng hay không còn tùy thuộc vào quan hệ giữa tốc độ tăng doanh thu và tốc độ tăng chi phí nói chung và cụ thể là mối quan hệ giữa doanh thu, chi phí cố định, và chi phí biến đổi. Vấn đề đặt ra là làm thế nào giám đốc tài chính có thể quyết định nên hay không nên sử dụng đòn bẩy hoạt động? Phân tích hòa vốn và phân tích độ bẩy hoạt động là những công cụ có thể giúp cho giám đốc tài chính nhận dạng ra điều này.

a. Phân tích hoà vốn

Phân tích hoà vốn là kỹ thuật phân tích mối quan hệ giữa chi phí cố định, chi phí biến đổi, lợi nhuận và số lượng tiêu thụ. Để minh họa kỹ thuật phân tích hoà vốn, chúng ta lấy ví dụ sau đây: Giả sử công ty sản xuất xe đạp có đơn giá bán là 50\$, chi phí cố định hàng năm là 100.000\$ và chi phí biến đổi là 25\$/ đơn vị. Chúng ta sẽ phân tích quan hệ giữa tổng chi phí hoạt động và tổng doanh thu. Hình 3.13 mô tả quan hệ giữa tổng doanh thu, tổng chi phí hoạt động và lợi nhuận tương ứng với từng mức sản lượng và số lượng tiêu thụ. Cần lưu ý, ở đây chúng ta chỉ quan tâm đến chi phí hoạt động nên lợi nhuận ở đây được xác định là lợi nhuận hoạt động trước thuế. Như vậy, lãi nợ vay và cổ tức ưu đãi không liên quan khi phân tích đòn bẩy hoạt động.



Trên hình 3.13, điểm giao nhau giữa hai đường thẳng tổng doanh thu và chi phí là điểm hoà vốn (break-even point) vì ở điểm này doanh thu bằng chi phí và, do đó, lợi nhuận bằng 0. Trên hình vẽ 3.13 điểm hoà vốn chính là điểm có sản lượng là 4000. Về mặt toán học, để tìm điểm hoà vốn chúng ta thực hiện như sau:

Đặt EBIT = lợi nhuận trước thuế và lãi (lợi nhuận hoạt động)

P = đơn giá bán

V = biến phí đơn vị

$(P - V)$ = lãi gộp

Q = số lượng sản xuất và tiêu thụ

F = định phí

Q_{BE} = số lượng hoà vốn

Ở điểm hoà vốn thì doanh thu bằng chi phí và EBIT bằng 0. Do đó:

$$PQ_{BE} = VQ_{BE} + F$$

$$(P - V)Q_{BE} = F$$

$$Q_{BE} = F / (P - V) \quad (3.26)$$

Ở ví dụ trên nếu áp dụng công thức (3.26), chúng ta sẽ có sản lượng hoà vốn $Q_{BE} = 100.000 / (50 - 25) = 4.000$ đơn vị. Nếu số lượng tiêu thụ vượt qua điểm hòa vốn (4000 đơn vị) thì sẽ có lợi nhuận, ngược lại nếu số lượng tiêu thụ dưới mức hoà vốn thì công ty bị lỗ. Hay nói khác đi, nếu sản lượng tiêu thụ vượt qua điểm hoà vốn này thì đòn bẩy hoạt động phát huy tác dụng tạo ra lợi ích. Ngược lại, nếu sản lượng tiêu thụ không vượt qua nổi điểm hoà vốn này thì đòn bẩy hoạt động làm phát sinh tác động tiêu cực.

b. Phân tích độ bẩy hoạt động

Như đã phân tích ở phần a, chúng ta thấy rằng dưới tác động của đòn bẩy hoạt động một sự thay đổi trong số lượng hàng bán đưa đến kết quả lợi nhuận (hoặc lỗ) gia tăng với tốc độ lớn hơn. Để đo lường mức độ tác động của đòn bẩy hoạt động, người ta sử dụng chỉ tiêu *độ bẩy hoạt động* (degree of operating leverage – DOL). Độ bẩy hoạt động (DOL) được định nghĩa như là phần trăm thay đổi của lợi nhuận hoạt động so với phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu). Do đó:

$$\begin{aligned} \text{Độ bẩy hoạt động} \\ (\text{DOL}) \text{ ở mức sản} \\ \text{lượng } Q \text{ (doanh thu } S) \end{aligned} = \frac{\text{Phần trăm thay đổi lợi} \\ \text{nhuận hoạt động}}{\text{Phần trăm thay đổi} \\ \text{sản lượng (hoặc} \\ \text{doanh thu)}} \quad (3.27)$$

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

Cần lưu ý rằng độ bẩy có thể khác nhau ở những mức sản lượng (hoặc doanh thu) khác nhau. Do đó, khi nói đến độ bẩy chúng ta nên chỉ rõ độ bẩy ở mức sản lượng Q nào đó.

Công thức (3.27) trên đây rất cần thiết để định nghĩa và hiểu được độ bẩy hoạt động nhưng rất khó tính toán trên thực tế do khó thu thập được số liệu EBIT. Để dễ dàng tính toán DOL, chúng ta thực hiện một số biến đổi. Biết rằng lãi gộp bằng doanh thu trừ chi phí, ta có:

$$EBIT = PQ - (VQ + F) = PQ - VQ - F = Q(P - V) - F$$

Bởi vì đơn giá bán P và định phí F là cố định nên $\Delta EBIT = \Delta Q(P - V)$. Như vậy:

$$\frac{\Delta EBIT}{EBIT} = \frac{\Delta Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

$$DOL_Q = \frac{\frac{\Delta Q(P - V)}{Q(P - V) - F}}{\frac{\Delta Q}{Q}} = \left(\frac{\Delta Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \right) \left(\frac{Q}{\Delta Q} \right) = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

Thay vào công thức (3.27), ta được:

$$DOL_Q = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \quad (3.28)$$

Chia tử và mẫu của (3.28) cho $(P - V)$, công thức (3.28) có thể viết lại thành:

$$DOL_Q = \frac{\frac{Q(P - V)}{(P - V)}}{\frac{Q(P - V) - F}{(P - V)}} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} \quad (3.29)$$

Công thức (3.28) và (3.29) dùng để tính độ bẩy hoạt động theo sản lượng Q . Hai công thức này chỉ thích hợp đối với những công ty nào mà sản phẩm có tính đơn chiếc, chẳng hạn như xe hơi hay máy tính. Đối với công ty mà sản phẩm đa dạng và không thể tính

thành đơn vị, chúng ta sử dụng chỉ tiêu độ bẩy theo doanh thu. Công thức tính độ bẩy theo doanh thu như dưới đây, trong đó S là doanh thu và V là tổng chi phí biến đổi.

$$DOL_s = \frac{S - V}{S - V - F} = \frac{EBIT + F}{EBIT} \quad (3.30)$$

Vận dụng công thức (3.29) vào ví dụ chúng ta đã xem xét từ đầu bài đến giờ, chúng ta có:

$$DOL_{5000} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} = \frac{5000}{5000 - 4000} = 5 \quad DOL_{6000} = \frac{Q}{Q - Q_{BE}} = \frac{6000}{6000 - 4000} = 3$$

Như vậy độ bẩy hoạt động ở mức sản lượng $Q = 5000$ bằng 5. Điều này có nghĩa là gì? Nó có nghĩa là từ mức sản lượng tiêu thụ là 5000 đơn vị, cứ mỗi phần trăm thay đổi sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận hoạt động sẽ thay đổi 5 phần trăm. Ngoài ra cần lưu ý rằng, khi sản lượng tăng từ 5000 lên 6000 đơn vị thì độ bẩy hoạt động giảm từ 5 xuống 3, nghĩa là từ mức sản lượng là 6000 đơn vị, cứ mỗi phần trăm thay đổi sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận hoạt động thay đổi 3 phần trăm. Do đó, kể từ điểm hoà vốn nếu sản lượng càng tăng thì độ bẩy càng giảm.

Phần 3.1 trên đây đã trình bày các mô hình tài chính mà giám đốc có thể sử dụng để phân tích và ra các quyết định liên quan đến đầu tư, bao gồm đầu tư tài sản lưu động và đầu tư tài sản cố định. Phần tiếp theo sẽ xem xét những mô hình có thể sử dụng trong quyết định nguồn vốn.

3.2 CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH NGUỒN VỐN

Quyết định nguồn vốn là quyết định lựa chọn nguồn tài trợ từ nợ hay từ vốn chủ sở hữu. Chi tiết hơn, quyết định tài trợ còn bao hàm cả việc lựa chọn các loại tài trợ khác nhau từ nợ và các loại tài trợ khác nhau từ vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, quyết định nguồn tài trợ còn kể cả quyết định chi phí sử dụng từng loại nguồn vốn dài hạn bao gồm quyết định chi phí sử dụng nợ, quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi, quyết định chi phí sử dụng lợi nhuận để lại, quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần mới phát hành và cuối cùng là quyết định chi phí sử dụng vốn trung bình.

Trong phần này chúng ta chỉ hệ thống hoá các mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn trong khi mô hình quyết định lựa chọn các loại nguồn vốn sẽ được xây dựng và hướng dẫn sử dụng trong chương 5.

3.2.1 Mô hình quyết định chi phí sử dụng nợ

Công ty có thể huy động nợ dưới hình thức vay của các tổ chức tài chính trung gian hay phát hành trái phiếu. Chi phí trả lãi vay được tính trừ vào lợi nhuận trước khi tính thuế. Vì vậy chi phí sử dụng nợ của công ty chính là chi phí sử dụng nợ đã điều chỉnh thuế. Ví dụ công ty vay nợ với lãi suất 10%, nếu công ty vay \$100, số tiền lãi phải trả là \$10, công ty sẽ được giảm thuế \$3 (nếu thuế suất thuế thu nhập công ty là 30%), như vậy thực chất công ty chỉ phải tốn \$7 chi phí khi vay nợ \$100, điều này cho thấy chi phí sử dụng nợ của một công ty chính là chi phí sử dụng nợ sau thuế.

Tổng quát, nếu lãi suất huy động nợ là R_D , T_C là thuế suất thuế thu nhập công ty thì chi phí sử dụng nợ của công ty là: $R_D (1-T_C)$.

Nếu công ty huy động nợ bằng trái phiếu, lãi suất huy động nợ chính là lãi suất trái phiếu khi đáo hạn (YTM), được xác định dựa vào công thức:

$$P_{net} = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+R_D)^t} + \frac{M}{(1+R_D)^n} \quad (3.35)$$

trong đó P_{net} là tiền thu do bán trái phiếu, bằng giá bán trái phiếu trừ các chi phí phát hành. Phương pháp này được áp dụng nếu công ty đang phát hành nợ hay gần đây đã phát hành nợ. Trong những tình huống khác, công ty có thể sử dụng lãi suất đáo hạn của trái phiếu đang lưu hành (dựa trên giá thị trường hiện hành của trái phiếu). Nếu công ty hiện đang không có trái phiếu lưu hành, hoặc trái phiếu ít được mua bán trên thị trường, ta có thể sử dụng chi phí sử dụng nợ trước thuế của những công ty khác có rủi ro tương tự. Ví dụ một công ty phát hành trái phiếu mệnh giá \$100, lãi suất trái phiếu: 9%, kỳ hạn 3 năm, trái phiếu được bán trên thị trường với giá \$96, chi phí phát hành tính bình quân \$1 trên mỗi cổ phiếu. Lãi suất công ty phải trả khi huy động trái phiếu R_D được xác định dựa vào công thức sau:

$$95 = \sum_{t=1}^3 \frac{100 * 9\%}{(1+R_D)^t} + \frac{100}{(1+R_D)^3} \Rightarrow R_D = 11,05\%$$

3.2.2 Mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi

Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi chính là chi phí mà công ty phải trả cho việc huy động vốn cổ phần ưu đãi. Do cổ tức trả cho cổ phiếu ưu đãi cố định vĩnh viễn, dựa vào công thức định giá cổ phiếu ta có: $P_0 = D_p / R_p$, trong đó P_0 là giá cổ phiếu, D_p là cổ tức và R_p là suất sinh lợi yêu cầu của nhà đầu tư.

Khi huy động vốn, công ty phải tốn chi phí phát hành, vì vậy thu nhập của công ty khi phát hành chứng khoán là giá bán chứng khoán trừ chi phí phát hành – gọi là P_{net} . Chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi được tính dựa vào công thức:

$$P_{\text{net}} = D_p / R_p \Rightarrow R_p = D_p / P_{\text{net}} \quad (3.36)$$

Cổ tức ưu đãi không được khấu trừ thuế khi tính thu nhập chịu thuế. Vì vậy chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi không được điều chỉnh thuế. Điều này đã làm cho chi phí sử dụng vốn cổ phần ưu đãi cao hơn chi phí sử dụng nợ và các công ty thích sử dụng đòn bẩy tài chính bằng nợ hơn cổ phần ưu đãi.

3.2.3 Mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần phổ thông

Để ước lượng chi phí vốn cổ phần thường (bao gồm cả lợi nhuận giữ lại và vốn cổ phần tăng thêm), hay nói cách khác là để xác định suất sinh lời yêu cầu của chủ sở hữu, ta có hai cách tiếp cận: (1) dùng mô hình tăng trưởng cổ tức, (2) dùng mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).

Mô hình tăng trưởng cổ tức

Một cách đơn giản nhất để ước lượng chi phí vốn của chủ sở hữu là dùng mô hình tăng trưởng cổ tức. Giả định công ty có tỉ lệ tăng trưởng cổ tức cố định g , giá bán một cổ phiếu là P_0 ; cổ tức vừa trả là D_0 ; suất sinh lời yêu cầu của chủ sở hữu là R_E . Ta có thể xác định R_E dựa vào công thức định giá cổ phiếu như sau:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(R_E - g)} = \frac{D_1}{(R_E - g)} \Rightarrow R_E = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (3.36)$$

Nếu một công ty có chứng khoán mua bán trên thị trường, ta có thể quan sát ngay được D_0 , P_0 , chỉ có g thì phải ước lượng. Có hai cách ước lượng g : (1) sử dụng tỉ lệ tăng trưởng trước đây, hoặc (2) sử dụng tốc độ tăng trưởng dự báo của các nhà phân tích. Ưu điểm của phương pháp quyết định chi phí sử dụng vốn cổ phần phổ thông dựa vào mô hình tăng trưởng cổ tức là đơn giản, dễ hiểu và dễ áp dụng. Tuy nhiên, nhược điểm của phương pháp này là không thể áp dụng được đối với những công ty không chia cổ tức, cũng không phù hợp khi phải giả định một tỉ lệ tăng trưởng cổ tức cố định. Mặt khác phương pháp này không thể hiện một cách rõ ràng mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro

cũng như mức độ điều chỉnh rủi ro đối với suất sinh lời yêu cầu của từng dự án của công ty.

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

Mô hình định giá tài sản vốn cho rằng suất sinh lời kỳ vọng của một khoản đầu tư phụ thuộc vào những yếu tố sau đây:

- Lãi suất phi rủi ro, R_f
- Lãi suất đền bù rủi ro thị trường (risk premium), $(R_M - R_f)$
- Rủi ro hệ thống của tài sản đầu tư so với rủi ro bình quân của thị trường, được gọi là hệ số beta.

Suất sinh lời yêu cầu của nhà đầu tư vào một tài sản (tài sản ở đây có thể là một công ty, một dự án..) là R_E với hệ số beta tương ứng β_E , được xác định theo mô hình CAPM như sau:

$$R_E = R_f + (R_M - R_f)\beta_E \quad (3.37)$$

Để vận dụng mô hình này, chúng ta phải biết được các yếu tố: lãi suất phi rủi ro, lãi suất đền bù rủi ro thị trường và ước lượng một hệ số beta tương đương. Nếu dự án có rủi ro tương đương rủi ro công ty thì dùng beta của công ty, nếu dự án có rủi ro cao hơn rủi ro của công ty thì phải tăng hệ số beta và ngược lại.

Mô hình này cho ta thấy sự điều chỉnh trực tiếp lợi nhuận và rủi ro của tài sản, nó được sử dụng rộng rãi hơn mô hình tăng trưởng cổ tức. Tuy nhiên để ước lượng hệ số beta, ta cũng phải dựa vào dữ liệu quá khứ để xác định.

3.2.4 Mô hình quyết định chi phí sử dụng vốn trung bình

Chi phí sử dụng vốn chung của một công ty chính là suất sinh lời yêu cầu trên tài sản của công ty. Nếu một công ty có vay nợ, cơ cấu vốn của công ty bao gồm một phần là nợ và một phần là vốn chủ sở hữu, thì chi phí sử dụng vốn của công ty sẽ được xác định theo công thức sau:

$$WACC = \frac{D}{V}(1 - T_c)R_D + \frac{E}{V}(R_E) \quad (3.38)$$

trong đó E là giá thị trường của vốn chủ sở hữu, được tính bằng giá thị trường mỗi cổ phiếu nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành, V (= E + D) là giá thị trường của công ty, và D là giá thị trường của nợ, T_c là thuế suất thuế thu nhập công ty, R_D là chi phí sử dụng nợ, và R_E là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Đối với nợ dài hạn, ta có thể tính giá thị trường bằng cách lấy giá thị trường của trái phiếu nhân với số trái phiếu đang lưu hành. Đối với trái phiếu không được mua bán rộng rãi trên thị trường, ta có thể tính giá thị trường của nợ bằng cách căn cứ vào suất sinh lợi của những trái phiếu có rủi ro tương tự để làm suất chiết khấu cho trái phiếu.

3.3 MỘT SỐ MÔ HÌNH QUYẾT ĐỊNH KHÁC TRONG TÀI CHÍNH CÔNG TY

Ngoài những mô hình mà giám đốc tài chính có thể sử dụng trong việc ra các quyết định liên quan đến đầu tư, nguồn vốn và phân phối lợi nhuận – ba quyết định chính trong tài chính công ty – còn có một số mô hình khác giám đốc tài chính có thể sử dụng để quyết định nhằm nâng cao hiệu quả quản lý nói chung. Phần 2.4 này sẽ xem xét một số mô hình có thể giúp ích cho giám đốc tài chính nâng cao hiệu quả quản lý.

3.3.1 Mô hình quyết định tiền lương hiệu quả

Mô hình tiền lương hiệu quả thường được sử dụng nhằm mục đích khắc phục vấn đề mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và người thừa hành, góp phần nâng cao hiệu quả quản lý và mang lại lợi ích cho cổ đông. Vấn đề mâu thuẫn lợi ích thường xảy ra khi có sự tách rời giữa chủ sở hữu (cổ đông) và người thừa hành (giám đốc) theo đó người thừa hành chưa chắc gì hành xử vì lợi ích của cổ đông mà hành xử vì lợi ích của cá nhân mình. Để khắc phục vấn đề này, công ty cổ phần thường sử dụng các chính sách như thưởng bằng quyền chọn mua cổ phiếu thay vì thưởng bằng tiền hoặc trả lương hiệu quả, tiền lương nhằm đảm bảo lợi ích của người thừa hành.

Người thừa hành là người thay mặt cổ đông làm việc trong công ty. Nếu người thừa hành không phải là cổ đông lớn thì lợi ích họ có được chủ yếu là tiền lương công ty trả cho họ, trong khi lợi ích mà các cổ đông của công ty có được là phần lợi nhuận sau thuế. Nếu người thừa hành nỗ lực làm việc tốt thì cũng chỉ nhận được khoản tiền lương

là W mà không được chia lợi nhuận như cổ đông. Ngược lại, nếu không nỗ lực và hành xử vì lợi ích cá nhân thì người thừa hành vẫn nhận được tiền lương là W mà không bị tổn thất gì khác, vì họ không phải là cổ đông. Vấn đề đặt ra là công ty nên trả lương cho người thừa như thế nào để họ luôn hành động vì lợi ích cổ đông?

Chúng ta có thể thấy rằng lương của người thừa hành trước tiên phải cao hơn lương bình quân trên thị trường lao động W_{bp} nếu không họ sẽ không nỗ lực làm việc. Công ty biết rằng nếu người thừa hành hành xử vì lợi ích riêng thì sẽ thu được một khoản lợi là G . Còn người thừa hành biết rằng nếu mình hành xử vì lợi ích riêng sẽ bị đuổi việc và phải đi kiếm việc khác trên thị trường lao động với mức lương là W_{bq} và phí tổn của việc theo đuổi lợi ích riêng là $W - W_{bq}$. Do vậy, để người thừa hành hành xử vì lợi ích cổ đông chứ không phải vì lợi ích riêng thì chính sách tiền lương dành cho họ phải bảo đảm sao cho phí tổn họ mất đi phải lớn hơn lợi ích có được nếu họ hành xử vì lợi ích riêng, tức là: $W - W_{bq} > G$. (3.39)

Mặc dù biết rằng nếu hành xử vì lợi ích riêng người thừa hành sẽ bị mất đi lợi ích là $W - W_{bq}$ nhưng họ có thể vẫn hành xử vì lợi ích cá nhân vì nghĩ rằng có thể công ty không phát hiện được. Do vậy, công ty phải có sự giám sát nhằm phát hiện những hành xử vì lợi ích riêng của người thừa hành. Nếu xác suất phát hiện việc người thừa hành hành xử vì lợi ích riêng là P , công thức 3.39 trên đây có thể viết lại thành:

$$(W - W_{bq})P > G \quad (3.40)$$

Để bất phương trình 3.40 luôn được thoả mãn thì phải có hai điều kiện: (1) $W > W_{bq}$ và (2) xác suất P phải đủ lớn. Từ đây giám đốc có thể quyết định chính sách nhằm giải quyết vấn đề mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và người thừa hành là:

- Đảm bảo tiền lương cho người thừa hành ở mức cao hơn tiền lương bình quân
- Tăng cường giám sát để gia tăng xác suất phát hiện nếu người thừa hành hành xử vì lợi ích riêng của họ.

3.3.2 Mô hình quyết định hình thức chuyển tiền

Trong thanh toán quốc tế, đôi khi giám đốc cần quyết định nên lựa chọn hình thức chuyển tiền nào để có thể đề nghị và thương lượng với đối tác. Thông thường có 3 hình

thức chuyển tiền: (1) chuyển tiền bằng thư (M/T), (2) chuyển tiền bằng điện (T/T), và (3) chuyển tiền qua mạng SWIFT. Đặc điểm của M/T là thời gian chuyển tiền chậm nhưng chi phí chuyển tiền thấp. Ngược lại chuyển tiền bằng T/T và SWIFT thì nhanh nhưng chi phí chuyển tiền đắt. Để có thể lựa chọn hình thức chuyển tiền nào, giám đốc tài chính có thể sử dụng mô hình mô tả dưới đây. Gọi:

- Trị giá số tiền cần chuyển: a
- Thời gian chuyển tiền bằng điện t_1
- Thời gian chuyển tiền bằng thư t_2
- Chi phí chuyển tiền bằng điện f_1
- Chi phí chuyển tiền bằng thư f_2
- Chi phí cơ hội sử dụng số tiền được chuyển: i .

Lợi ích của chuyển tiền nhanh thể hiện ở chỗ cơ hội sử dụng số tiền vào mục đích sinh lợi. Lợi ích này chính là số tiền lãi phát sinh do thu tiền bằng điện nhanh hơn thu tiền bằng thư mang lại, thể hiện bởi biểu thức:

$$\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} \quad (3.41)$$

Tuy nhiên, thu tiền nhanh tốn chi phí hơn thu tiền chậm là: $(f_1 - f_2)$. Do đó, để có thể quyết định được hình thức chuyển tiền, chúng ta cần xem xét xem biểu thức (3.41) có lớn hơn $(f_1 - f_2)$ hay không.

- Nếu $\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} > (f_1 - f_2) \Rightarrow$ Chọn hình thức chuyển tiền bằng điện vì khi ấy lợi ích của việc thu tiền nhanh cao hơn chênh lệch chi phí do thu tiền nhanh.
- Nếu $\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} = (f_1 - f_2) \Rightarrow$ Chọn hình thức chuyển tiền bằng điện vì khi ấy lợi ích của việc thu tiền nhanh đủ bù đắp chênh lệch chi phí do thu tiền nhanh.
- Nếu $\frac{a(t_2 - t_1)i}{360 \times 100} < (f_1 - f_2) \Rightarrow$ Chọn hình thức chuyển tiền bằng thư vì khi ấy lợi ích của việc thu tiền nhanh không đủ bù đắp chênh lệch chi phí do thu tiền nhanh.

3.4 KẾT LUẬN

Chương 3 hệ thống hoá các mô hình thường được sử dụng trong quyết định tài chính công ty. Cách tiếp cận trong việc hệ thống hoá ở đây là dựa vào lý thuyết tài chính công ty và trật tự trình bày dựa vào các quyết định tài chính công ty như quyết định đầu tư, quyết định nguồn vốn, quyết định quản lý tài sản và quyết định phân phối lợi nhuận gắn liền với bảng cân đối tài sản.

Qua chương này phần lớn các mô hình quyết định trong tài chính công ty như mô hình Baumol, mô hình Miller-Orr, mô hình EOQ, mô hình chiết khấu dòng tiền DCF, mô hình Gordon, mô hình CAPM,... đã được trình bày nhằm làm nền tảng lý luận cho việc nghiên ứng dụng trong chương 5, sau khi phần khảo sát và đánh giá thực trạng ứng dụng các mô hình này được trình bày trong chương 4.

Với những mô hình phục vụ cho việc ra quyết định tài chính như đã trình bày trong chương 3, chúng ta có thể nhận thức được rằng ở các nước phát triển người ta đã bỏ không ít công sức để nghiên cứu đúc kết từ thực tiễn và hình thành nên các mô hình tài chính phục vụ như là những công cụ phân tích và ra quyết định tài chính công ty. Nhờ vậy, các quyết định được lập ra dựa trên cơ sở căn cứ khoa học vững chắc giảm bớt được xác suất sai lầm do quyết định dựa vào cảm tính chủ quan. Các mô hình trong quyết định tài chính có rất nhiều. Vấn đề là làm thế nào để nghiên cứu và ứng dụng các mô hình đó vào trong những hoàn cảnh cụ thể, đặc biệt là trong môi trường kinh doanh đặc thù của Việt Nam.

Để giải quyết vấn đề này, chương 4 tiếp theo sẽ trình bày thực trạng ứng dụng các mô hình trong quyết định tài chính của các công ty ở Việt Nam hiện nay. Sau đó, chương 5 sẽ chỉ ra các thức ứng dụng cụ thể của từng mô hình nhằm mục tiêu sau cùng là đưa các mô hình này vào thực tiễn đời sống kinh doanh của Việt Nam.

Chương 4:

KHẢO SÁT THỰC TRẠNG SỬ DỤNG MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY

4.1 KHẢO SÁT THỰC HÀNH QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP NĂM 2000

4.1.1 Mô tả cuộc khảo sát

Để hiểu được thực trạng quản trị tài chính doanh nghiệp, đề tài nghiên cứu này có sử dụng kết quả khảo sát vào năm 2000 về thực hành quản trị tài chính doanh nghiệp vừa và nhỏ đã được tiến hành trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh. Trong cuộc khảo sát này kỹ thuật chọn mẫu theo tỷ lệ được thực hiện với tỷ lệ 1: 90, tức là cứ 90 doanh nghiệp chọn ra 1 để hình thành mẫu cho khảo sát. Dựa trên danh sách các doanh nghiệp do Sở Kế Hoạch Đầu Tư TP. Hồ Chí Minh cung cấp, lúc đó có khoảng 14.424 doanh nghiệp vừa và nhỏ hoạt động trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh, trong đó loại hình sản xuất có 5.170 doanh nghiệp chiếm 35,8%, loại hình thương mại-dịch vụ có 9.254 doanh nghiệp chiếm khoảng 64,2% đã được chọn lựa như là đối tượng khảo sát. Dựa vào đối tượng được chọn lựa này, một mẫu gồm có 400 doanh nghiệp vừa và nhỏ đã được chọn ra ngẫu nhiên để phỏng vấn. Ở cuộc khảo sát này, có 30 phỏng vấn viên – chủ yếu là các sinh viên thuộc Khoa Tài chính Doanh nghiệp và Kinh doanh tiền tệ của trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh – đã tuyển chọn và huấn luyện về cách thức liên hệ và thực hiện phỏng vấn các doanh nghiệp đã được chọn mẫu. Có 160 trong số 400 doanh nghiệp được liên hệ tham gia cuộc phỏng vấn này, chiếm tỷ lệ 40%.

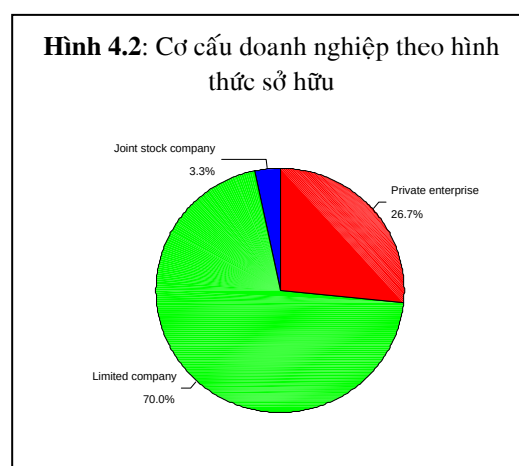
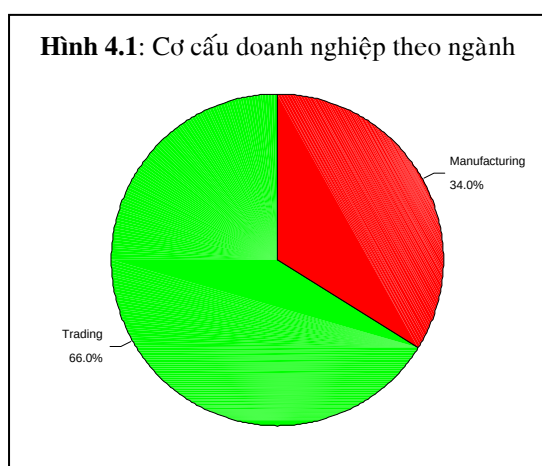
Sau khi hiệu đính lại dữ liệu phỏng vấn, có 10 trường hợp không thể sử dụng được do thiếu thông tin khi phỏng vấn, do đó, bị loại bỏ khỏi dữ liệu phân tích. Kết quả là chỉ còn mẫu 150 doanh nghiệp được đưa vào cơ sở dữ liệu cho phân tích trong cuộc khảo sát năm 2000. Cơ cấu các doanh nghiệp theo ngành và hình thức sở hữu trong dữ liệu phân tích như mô tả ở bảng 4.1 dưới đây:

Bảng 4.1: Cơ cấu các doanh nghiệp được khảo sát theo ngành và hình thức sở hữu

		Số lượng DN	Tỷ trọng
Cơ cấu theo ngành	Thương mại	99	66.0%
	Sản xuất	51	34.0%
	Tổng cộng	150	100.0%
Cơ cấu theo sở hữu	DN tư nhân	40	26.7%
	Công ty TNHH	105	70.0%
	Công ty cổ phần	5	3.3%
	Tổng cộng	150	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

Bảng 4.1 đưa ra phân phối các doanh nghiệp tham gia khảo sát theo ngành và hình thức sở hữu. Sáu mươi sáu phần trăm doanh nghiệp được khảo sát thuộc loại hình thương mại, số còn lại thuộc loại hình sản xuất trong khi các loại hình doanh nghiệp khác chưa có điều kiện khảo sát lần này. Hình 4.1 và 4.2 cung cấp thêm cái nhìn sinh động hơn về cơ cấu doanh nghiệp theo ngành và hình thức sở hữu.



Hình 4.2 trình bày cơ cấu doanh nghiệp theo hình thức sở hữu, theo đó 70 phần trăm doanh nghiệp tham gia khảo sát là công ty trách nhiệm hữu hạn, 26,7% là doanh nghiệp tư nhân và 3,3% là các công ty cổ phần. Tỷ trọng này không khác mấy so với tỷ trọng hoạch định khi chọn mẫu. Do đó, mẫu khảo sát vẫn đảm bảo phản ánh đúng tổng thể đã được xác định dựa trên tiêu chuẩn chọn mẫu theo tỷ trọng.

Bảng 4.2 cho thấy số lượng và tỷ trọng các doanh nghiệp theo hình thức sở hữu nhưng xét trong cùng một ngành. Đối với cả hai ngành sản xuất và thương mại, tỷ trọng của loại hình công ty trách nhiệm hữu hạn cao nhất, lần lượt là 65,7% và 78,4%, trong khi tỷ trọng của loại hình công ty cổ phần là thấp nhất, chiếm lần lượt là 3,0 và 3,9% so với các loại hình khác trong cùng ngành. Tỷ trọng này cũng phù hợp với tỷ trọng doanh nghiệp trong tổng thể được xác định khi chọn mẫu.

Bảng 4.2: Phân phối của mẫu theo hình thức sở hữu trong cùng ngành

Hình thức sở hữu	Loại ngành			
	Thương mại		Sản xuất	
	Số lượng	Tỷ trọng	Số lượng	Tỷ trọng
DN tư nhân	31	31.3%	9	17.6%
Công ty TNHH	65	65.7%	40	78.4%
Công ty cổ phần	3	3.0%	2	3.9%
Tổng cộng	99	100.0%	51	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

Bảng 4.3 cung cấp cho chúng ta một cái nhìn tổng quát về đặc điểm của các doanh nghiệp tham gia khảo sát. Chín mươi sáu phần trăm doanh nghiệp trong cuộc khảo sát có thời gian hoạt động dưới 10 năm, chỉ có 4 phần trăm có trên 10 năm hoạt động. Xét về phương diện qui mô, 92 phần trăm doanh nghiệp có trên 100 lao động và 95 phần trăm có tổng tài sản dưới 10 tỷ VND¹. Ngoài ra, 73,3 phần trăm doanh nghiệp có doanh thu hàng năm dưới 5 tỷ VND, 22 phần trăm có doanh thu hàng năm từ 5 đến 30 tỷ VND, và chưa đến 5 phần trăm có doanh thu hàng năm trên 30 tỷ đồng.

Bảng 4.3: Đặc điểm của các doanh nghiệp tham gia khảo sát

		Số lượng	Tỷ trọng
Tuổi của doanh nghiệp	Dưới 2 năm	47	31.3%
	2 -5 năm	55	36.7%
	6 -10 năm	42	28.0%
	Trên 10 năm	6	4.0%
	Tổng cộng	150	100.0%
Doanh thu	Dưới 5 tỷ đồng	110	73.3%
	5 đến 30 tỷ đồng	33	22.0%
	31 đến 50 tỷ đồng	2	1.3%
	Trên 50 tỷ đồng	5	3.3%
	Tổng cộng	150	100.0%
Tổng tài sản	Dưới 5 tỷ đồng	135	90.0%
	5 đến 10 tỷ đồng	8	5.3%
	Trên 10 tỷ đồng	7	4.7%
	Tổng cộng	150	100.0%
Lao động	1 đến 10 lao động	66	44.6%
	11 đến 30 lao động	52	35.1%
	31 đến 50 lao động	8	5.4%
	51 đến 100 lao động	10	6.8%
	101 đến 250 lao động	10	6.8%
	Trên 250 lao động	2	1.4%
	Tổng cộng	148	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

¹ Tỷ giá lúc khảo sát USD1 = VND14,000

Trên đây là mô tả cuộc khảo sát thực hành quản trị tài chính doanh nghiệp được tiến hành vào năm 2000. Trong cuộc khảo sát này đối tượng chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ hoạt động trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh, với hai loại ngành chính là sản xuất và thương mại trong đó có ba loại hình thức sở hữu là doanh nghiệp tư nhân, công ty trách nhiệm hữu hạn và công ty cổ phần. Sau đây là kết quả khảo sát về thực hành quản trị tài chính doanh nghiệp của các doanh nghiệp tham gia khảo sát vào năm 2000.

4.1.2 Kết quả khảo sát

4.1.2.1 Thực hành quản trị tiền mặt

Khi xem xét về thực hành quản trị tiền mặt, các nhà nghiên cứu ở các nước thường tập trung xem xét các khía cạnh như lập kế hoạch tiền mặt, xác định tồn quỹ tiền mặt và tình hình thặng dư hay thiếu hụt tiền mặt. Phần này trình bày những phát hiện mang tính mô tả về thực hành quản trị tiền mặt của của 99 doanh nghiệp thương mại và 51 doanh nghiệp sản xuất tham gia khảo sát.

Liên quan đến việc soạn thảo kế hoạch tiền mặt, 38 phần trăm trong số các doanh nghiệp được khảo sát nói rằng họ luôn luôn có soạn thảo kế hoạch tiền mặt trong khi chỉ có 5% trả lời rằng họ chưa bao giờ lập kế hoạch tiền mặt (Bảng 4.4). Mặt khác, Bảng 4.4 tiết lộ rằng 76 phần trăm doanh nghiệp có soạn thảo kế hoạch tiền mặt theo định kỳ hàng tháng, 11 phần trăm theo định kỳ hàng tuần và khoảng 5 phần trăm theo định kỳ hàng quý, còn lại là theo định kỳ năm hoặc sáu tháng. Như vậy, định kỳ hàng tháng được nhiều doanh nghiệp lựa chọn nhất khi lập kế hoạch tiền mặt.

Bảng 4.4: Thực hành lập kế hoạch tiền mặt

		Số lượng	Tỷ trọng
Mức độ thường xuyên lập kế hoạch	Chưa bao giờ	8	5.4%
	Ít khi	7	4.7%
	Thỉnh thoảng	17	11.4%
	Thường thường	61	40.9%
	Luôn luôn	56	37.6%
	Tổng cộng	149	100.0%
Lựa chọn định kỳ lập kế hoạch	Chưa bao giờ	9	6.0%
	Hàng tuần	16	10.7%
	Hàng tháng	114	76.0%
	Hàng quý	7	4.7%
	Mỗi sáu tháng	2	1.3%
	Hàng năm	2	1.3%
	Tổng cộng	150	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

Liên quan đến việc quyết định tồn quỹ tiền mặt, bảng 4.5 cho thấy rằng chỉ có 12,6 phần trăm doanh nghiệp thường hoặc luôn luôn, trong khi khoảng 40 phần trăm ít khi hoặc chưa bao giờ xác định tồn quỹ tiền mặt mục tiêu. Như vậy, khuynh hướng chung là các doanh nghiệp ít khi quan tâm đến việc thiết lập chính sách tồn quỹ tiền mặt. Hầu hết các doanh nghiệp quan niệm tồn quỹ tiền mặt chỉ là con số chênh lệch giữa tiền vào và tiền ra của doanh nghiệp mà không có một chính sách quản lý rõ ràng nào cả.

Bảng 4.5: Thực hành quyết định tồn quỹ tiền mặt			
		Số lượng	Tỷ trọng
Quyết định tồn quỹ tiền mặt mục tiêu	Chưa bao giờ	12	8.0%
	Ít khi	46	30.7%
	Thỉnh thoảng	73	48.7%
	Thường thường	14	9.3%
	Luôn luôn	5	3.3%
	Tổng cộng	150	100.0%
Các quyết định tồn quỹ tiền mặt	Dựa vào lý thuyết quản lý tiền mặt	1	.7%
	Dựa vào số liệu lịch sử	21	14.0%
	Dựa vào kinh nghiệm	124	82.7%
	Kiểu khác	2	1.3%
	Không trả lời	2	1.3%
	Tổng cộng	150	100.0%
Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000			

Ngoài ra, bảng 4.5 còn chỉ ra rằng 83 phần trăm doanh nghiệp thiết lập chính sách quản lý và quyết định tồn quỹ tiền mặt dựa trên cơ sở kinh nghiệm của nhà quản lý. Tỷ trọng doanh nghiệp có ứng dụng lý thuyết quản lý tiền mặt để quyết định tồn quỹ tiền mặt không đáng kể. Điều này cho thấy rằng các lý thuyết quản lý tiền mặt chưa được áp dụng phổ biến trong thực tiễn ở Việt Nam và kinh nghiệm của nhà quản lý (chủ doanh nghiệp và giám đốc) vẫn đóng vai trò quan trọng hơn là ứng dụng lý thuyết.

Nghiên cứu về thiếu hụt và thặng dư tiền mặt cho thấy rằng 20 phần trăm doanh nghiệp chưa bao giờ hoặc ít khi thiếu hụt tiền mặt, chỉ có 2,7 phần trăm là thường xuyên và luôn luôn thiếu hụt tiền mặt. Ngược lại, có khoảng 40 phần trăm doanh nghiệp có thặng dư tiền mặt, trong đó 2,7 phần trăm trả lời họ luôn luôn thặng dư tiền mặt (Bảng 4.6). Phát hiện này cũng phù hợp với phát hiện của Kack và Lindgren (1999), và của Vương Quân Hoàng (1998) cho rằng doanh nghiệp Việt Nam thường dự trữ tiền mặt rất nhiều, và do đó, có tỷ số thanh toán hiện thời (current ratios) rất cao khiến cho khả năng sinh lợi bị ảnh hưởng (Bảng 4.6).

Bảng 4.6: Tình hình thiếu hụt hoặc thặng dư tiền mặt

		Số lượng	Tỷ trọng
Thiếu hụt tiền mặt	Chưa bao giờ	12	8.0%
	Ít khi	18	12.0%
	Thỉnh thoảng	116	77.3%
	Thường thường	3	2.0%
	Luôn luôn	1	.7%
	Tổng cộng	150	100.0%
Thặng dư tiền mặt	Chưa bao giờ	7	4.7%
	Ít khi	82	54.7%
	Thỉnh thoảng	51	34.0%
	Thường thường	6	4.0%
	Luôn luôn	4	2.7%
	Tổng cộng	150	100.0%
Đầu tư tiền mặt nhàn rỗi	Ký gửi ngân hàng	28	18.7%
	Mua tín phiếu kho bạc	1	.7%
	Chứng đầu tư	113	75.3%
	Kiểu khác	1	.7%
	Không có thặng dư	7	4.7%
	Tổng cộng	150	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

Bảng 4.6 còn phản ánh kết quả nghiên cứu về đầu tư tiền mặt dư thừa. Đáng ngạc nhiên là có đến 75 phần trăm doanh nghiệp trả lời rằng họ chẳng có đầu tư tiền mặt dư thừa cho mục đích sinh lợi. Chỉ có khoảng 19 phần trăm có ký gửi tiền thặng dư trong tài khoản ngân hàng lấy lãi, và hầu như không có công ty nào sử dụng tiền mặt dư thừa để mua các công cụ của thị trường tiền tệ như tín phiếu kho bạc, tín phiếu công ty (commercial papers) hay các công cụ tương tự (Bảng 4.6). Điều này cho thấy rằng thị trường tiền tệ ở Việt Nam chưa được phát triển, kết quả là các doanh nghiệp chẳng có cơ hội đầu tư tiền mặt tạm thời nhàn rỗi cho mục đích sinh lợi.

4.1.2.2 Thực hành quản trị khoản phải thu

Liên quan đến thực hành quản trị khoản phải thu, những người tham gia khảo sát được hỏi các câu hỏi về chính sách và doanh số bán chịu, việc theo dõi đánh giá mức độ của các khoản phải thu và nợ quá hạn, và tỷ lệ nợ quá hạn so với doanh thu. Dưới đây là những phát hiện nhằm mô tả động thái thực hành quản lý khoản phải thu qua mẫu khảo sát.

Bảng 4.7 chỉ ra rằng 80 phần trăm người tham gia trả lời phỏng vấn nói rằng họ luôn luôn hoặc thường xuyên bán chịu hàng hoá dịch vụ, chỉ có 2 phần trăm là chưa bao

giờ bán chịu. Tuy vậy, chỉ có 63 phần trăm trong số họ có thiết lập chính sách bán chịu đối với khách hàng. Bảy phần trăm chưa bao giờ có chính sách bán chịu đối với khách hàng và họ có khuynh hướng bán chịu cho bất cứ ai muốn mua chịu.

Bảng 4.7: Doanh thu và chính sách bán chịu hàng hoá-dịch vụ

		Số lượng	Tỷ trọng
Bán chịu hàng hoá – dịch vụ	Chưa bao giờ	3	2.0%
	Ít khi	7	4.7%
	Thỉnh thoảng	19	12.7%
	Thường xuyên	78	52.0%
	Luôn luôn	43	28.7%
	Tổng cộng	150	100.0%
Thiết lập chính sách bán chịu đối với khách hàng	Chưa bao giờ	11	7.3%
	Ít khi	15	10.0%
	Thỉnh thoảng	30	20.0%
	Thường xuyên	60	40.0%
	Luôn luôn	34	22.7%
	Tổng cộng	150	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

Về việc xem xét mức độ của khoản phải thu và nợ quá hạn, một tỷ lệ khá cao doanh nghiệp (khoảng 80%) nói rằng họ xem xét khoản phải thu và nợ quá hạn theo định kỳ hàng tháng. Tuy nhiên, cũng có 4,7 phần trăm trả lời rằng họ chưa bao giờ quan tâm đến nợ quá hạn (Bảng 4.8). Như vậy, cũng như thực hành quản lý tiền mặt, định kỳ hàng tháng vẫn được sử dụng phổ biến trong việc xem xét mức độ của khoản phải thu và nợ quá hạn.

Bảng 4.8: Mức độ thường xuyên xem xét khoản phải thu và nợ quá hạn

		Số lượng	Tỷ trọng
Xem xét mức độ của khoản phải thu	Hàng tuần	16	10.7%
	Hàng tháng	124	82.7%
	Hàng quý	8	5.3%
	Hàng năm	1	.7%
	Không có trả lời	1	.7%
	Tổng cộng	150	100.0%
Xem xét mức độ của nợ quá hạn	Chưa bao giờ	7	4.7%
	Hàng tuần	9	6.0%
	Hàng tháng	120	80.0%
	Hàng quý	7	4.7%
	Hàng năm	3	2.0%
	Không có trả lời	3	2.0%
	Tổng cộng	1	.7%
	Hàng tuần	150	100.0%

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000

Liên quan đến câu hỏi về tỷ lệ nợ quá hạn so với doanh thu, 89 phần trăm doanh nghiệp chỉ ra rằng tỷ lệ nợ quá hạn của họ không quá 10 phần trăm doanh thu (Bảng 4.9). Con số này không cao lắm trong hoàn cảnh thiếu hụt nguồn vốn và cho thấy rằng doanh nghiệp quản lý khoản phải thu khá tốt. Thế nhưng, cũng có vài doanh nghiệp trả lời rằng họ chẳng nắm được tỷ lệ nợ quá hạn của họ là bao nhiêu phần trăm.

Bảng 4.9: Tỷ lệ nợ quá hạn so với doanh thu				
		Số lượng	Tỷ trọng	
Tỷ lệ nợ quá hạn so với doanh thu	Dưới 5 % doanh thu	66	44.0%	
	5 -10% doanh thu	67	44.7%	
	10 -20% doanh thu	12	8.0%	
	Trên 20% doanh thu	1	.7%	
	Không biết	2	1.3%	
	Không trả lời	2	1.3%	
	Tổng cộng	150	100.0%	
Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000				

4.1.2.3 Thực hành quản trị tồn kho

Đối với thực hành quản lý tồn kho, những người tham gia cuộc khảo sát được hỏi các câu hỏi về lập và xem xét kế hoạch tồn kho, quyết định mức độ tồn kho và việc sử dụng mô hình Lượng đặt hàng kinh tế (EOQ). Dưới đây là kết quả rút ra được từ khảo sát.

Bảng 4.10 cho thấy rằng một tỷ lệ tương đối cao (86%) doanh nghiệp tham gia khảo sát luôn luôn hoặc thường xuyên có xem xét tồn kho và 80,7 phần trăm thường xuyên có lập kế hoạch tồn kho. Chỉ có 5 phần trăm là chẳng bao giờ lập kế hoạch tồn kho.

Bảng 4.10: Mức độ thường xuyên lập kế hoạch và xem xét tồn kho			
		Số lượng	Tỷ trọng
Xem xét mức độ tồn kho	Chưa bao giờ	2	1.3%
	Ít khi	8	5.3%
	Thỉnh thoảng	11	7.3%
	Thường xuyên	52	34.7%
	Luôn luôn	77	51.3%
	Tổng cộng	150	100.0%
Lập kế hoạch tồn kho	Chưa bao giờ	7	4.7%
	Ít khi	9	6.0%
	Thỉnh thoảng	13	8.7%
	Thường xuyên	52	34.7%
	Luôn luôn	69	46.0%
	Tổng cộng	150	100.0%
Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000			

Khi được hỏi về cách thức quyết định mức tồn kho, 94 phần trăm người được hỏi trả lời rằng họ quyết định mức tồn kho dựa vào kinh nghiệm, chỉ có 2 phần trăm có dựa vào lý thuyết quản lý tồn kho (Bảng 4.11). Mặt khác, doanh nghiệp rất ít khi sử dụng mô hình lượng đặt hàng kinh tế (Economic Order Quantity Model – EOQ) trong công tác quản lý tồn kho. Đáng chú ý là có đến 90 phần trăm tiết lộ rằng họ chưa bao giờ biết mô hình này trong khi có 6 phần trăm nói rằng họ có biết nhưng chưa bao giờ sử dụng, và chỉ có 1,3 phần trăm là thường xuyên sử dụng mô hình EOQ.

Bảng 4.11: Cơ sở cho việc quyết định mức tồn kho và việc sử dụng mô hình EOQ			
		Số lượng	Tỷ trọng
Quyết định mức tồn kho	Dựa vào lý thuyết quản lý tồn kho	3	2.0%
	Dựa vào số liệu lịch sử	3	2.0%
	Dựa vào kinh nghiệm	141	94.0%
	Ý kiến khác	3	2.0%
	Tổng cộng	150	100.0%
Sử dụng mô hình EOQ	Không biết mô hình này	134	89.3%
	Biết nhưng chưa bao giờ dùng	9	6.0%
	Đôi khi có dùng	5	3.3%
	Thường xuyên dùng	2	1.3%
	Tổng cộng	150	100.0%
Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2000			

Qua phân tích kết quả khảo sát trên đây thể hiện ở các bảng 4.10 và 4.11 cho thấy rằng các doanh nghiệp ở Việt Nam rất ít có hiểu biết về lý thuyết quản lý tồn kho. Mặc dù họ thường xuyên có xem xét mức độ tồn kho và lập kế hoạch tồn kho, nhưng khả năng ứng dụng lý thuyết, đặc biệt là các mô hình vào việc quyết định mức tồn kho, rất hạn chế.

4.1.3 Nhận xét và kết luận

Về quản lý tiền mặt, những kết luận sau đây được rút ra từ kết quả điều tra và thảo luận về thực hành quản lý tiền mặt của doanh nghiệp tham gia khảo sát. Trước tiên, có khoảng 80 phần trăm doanh nghiệp luôn luôn hoặc thường xuyên soạn thảo kế hoạch tiền mặt và việc soạn cũng như xem xét kế hoạch tiền mặt thường dựa theo định kỳ hàng tháng. Ý kiến được nhiều nhà nghiên cứu ủng hộ là hầu hết các chủ doanh nghiệp và nhà quản lý doanh nghiệp ít khi được huấn luyện kỹ năng thực hành quản lý tài chính. Tuy nhiên, những phát hiện gần đây cho thấy rằng doanh nghiệp bắt đầu quen với việc sử dụng kế hoạch tiền mặt như là công cụ trong việc hoạch định và kiểm soát

ngân lưu của doanh nghiệp. Mặt khác, khoảng 80 phần trăm doanh nghiệp quyết định tồn quỹ tiền mặt dựa trên cơ sở kinh nghiệm. Điều này cho thấy rằng kinh nghiệm vẫn còn quan trọng hơn là sử dụng lý thuyết trong thực hành quản trị tiền mặt, do các nhà quản lý thiếu công cụ quản trị hữu hiệu.

Ngoài ra, chỉ có 2,7 phần trăm trả lời rằng họ luôn luôn hoặc thường xuyên thiếu hụt tiền mặt cho chi tiêu trong khi có khoảng 40 phần trăm cho rằng họ luôn luôn hoặc thường xuyên dư thừa tiền mặt. Thế nhưng, chỉ có 19 phần trăm doanh nghiệp ký gửi tiền mặt dư thừa vào tài khoản ngân hàng, trong khi có đến 75 phần trăm không biết đầu tư tiền mặt nhàn rỗi vào đâu để sinh lợi. Phát hiện này cho thấy rằng vấn đề của doanh nghiệp là dư thừa tiền mặt tạm thời không biết đầu tư vào đâu chứ không phải là thiếu hụt tiền mặt cho chi tiêu. Một vấn đề nữa là doanh nghiệp giữ quá nhiều tiền mặt nhằm đối phó với môi trường kinh doanh bất ổn, nghe có vẻ hợp lý nhưng như vậy sẽ ảnh hưởng xấu đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp và, do đó, sự đánh đổi giữa mục tiêu thanh khoản và sinh lợi cần phải được xem xét cẩn thận và thoả đáng hơn.

Không như ở các nước phát triển, do Việt Nam chưa có thị trường tiền tệ phát triển nên các doanh nghiệp khó có thể đầu tư tiền tạm thời nhàn rỗi vào các công cụ thị trường tiền tệ như tín phiếu kho bạc, tín phiếu công ty (commercial papers), thuận nhận ngân hàng (bank acceptances), v.v... cho mục tiêu sinh lợi trong ngắn hạn. Thật ra, doanh nghiệp không có cơ hội chứ không phải là không biết đầu tư tiền nhàn rỗi tạm thời cho mục đích sinh lợi. Kết luận này đưa đến nhu cầu phát triển thị trường tiền tệ, cùng với sự phát triển của thị trường vốn thay vì phát triển tách biệt như trong thời gian qua. Bên cạnh việc phát triển thị trường tiền tệ, các nhà hoạch định chính sách cũng cần có một sự kết nối các bộ phận khác của thị trường tài chính như thị trường vốn, thị trường tiền tệ và thị trường hối đoái lại với nhau.

Liên quan đến quản trị khoản phải thu, 80 phần trăm doanh nghiệp luôn luôn hoặc thường xuyên bán chịu sản phẩm và 63 phần trăm luôn luôn hoặc thường xuyên thiết lập chính sách bán chịu đối với khách hàng trong khi có 7 phần trăm có khuynh hướng bán chịu cho bất cứ ai cần mua. Phát hiện này cho thấy rằng bán chịu sản phẩm là một xu hướng phổ biến, đặc biệt là điều kiện thị trường cạnh tranh gay gắt. Kết quả là, việc quản trị khoản phải thu trên thực tế đã trở thành vấn đề cực kỳ quan trọng và việc xem xét mức độ của khoản phải thu và nợ quá hạn cần được tiến hành thường xuyên hơn. Do vậy, không có gì ngạc nhiên khi hầu hết các doanh nghiệp đều xem xét

khoản phải thu và nợ quá hạn theo định kỳ hàng tháng. Kết quả là tỷ lệ nợ quá hạn vẫn nằm trong vòng kiểm soát và ở mức độ hợp lý, hầu hết các doanh nghiệp đều có tỷ lệ nợ quá hạn không quá 10% doanh thu.

Cuối cùng, đối với thực hành quản trị tồn kho, các doanh nghiệp vẫn có rất ít hiểu biết về các lý thuyết quản trị tồn kho. Dù rằng họ có thường xuyên xem xét và soạn thảo kế hoạch tồn kho nhưng khả năng ứng dụng các lý thuyết quản trị tồn kho rất hạn chế. Có trên 90 phần trăm doanh nghiệp quyết định mức tồn kho dựa trên cơ sở kinh nghiệm và khoảng 90 phần trăm không biết gì về mô hình lượng đặt hàng kinh tế (EOQ), một mô hình rất phổ biến trong quản trị tồn kho ở các nước phát triển. Cũng như quản trị tiền mặt, một lần nữa kinh nghiệm của nhà quản lý vẫn đóng vai trò quan trọng hơn là lý thuyết và các công cụ quản lý hiệu quả.

4.2 KHẢO SÁT THỰC TRẠNG SỬ DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY NĂM 2004

Kết quả khảo sát năm 2000 cho thấy hầu hết các công ty ở Việt Nam đều ra quyết định tài chính dựa trên cơ sở kinh nghiệm và hầu như chưa có ý niệm gì về việc sử dụng các mô hình phân tích tài chính trước khi ra quyết định. Tuy nhiên sau bốn năm có thể nhận thức và hành vi của họ có phần nào thay đổi. Để hiểu hơn về thực trạng sử dụng các mô hình trong quyết định tài chính công ty, một cuộc khảo sát nữa được tiến hành vào tháng 3 năm 2004.

4.2.1 Mô tả cuộc khảo sát

Ở cuộc khảo sát lần này, chúng tôi thực hiện thảo luận và phỏng vấn chuyên sâu (depth interview) đối với giám đốc tài chính và kế toán trưởng của 27 công ty đồng ý tham gia cuộc khảo sát và mong muốn được sử dụng thử nghiệm các kết quả nghiên cứu từ công trình này. Các công ty tham gia thảo luận và phỏng vấn chuyên sâu được chia làm ba nhóm. Nhóm 1 gồm có 7 công ty tham gia và cuộc phỏng vấn được tiến hành ở Khách sạn Cửu Long, thành phố Cần Thơ. Nhóm 2 gồm có 10 công ty tham gia và cuộc phỏng vấn được tiến hành ở trụ sở của Hiệp hội chế biến và xuất khẩu thủy sản (VASEP). Cuối cùng, nhóm 3 gồm có 10 công ty tham gia và cuộc phỏng vấn được thực hiện ở Khách sạn

Sài Gòn Tourance, thành phố Đà Nẵng. Đại diện của 27 công ty này đã lần lượt trả lời các câu hỏi phỏng vấn và kết quả trả lời được ghi chép vào trong bảng câu hỏi được cấu trúc sẵn. Trong số các công ty này, 40,7% đã được thành lập trên 10 năm, 50% công ty có giá trị tài sản trên 50 tỷ đồng. Có 18,5% các công ty khảo sát có doanh thu hoạt động dưới 15 tỷ đồng, và 66,7% có doanh thu trên 50 tỷ đồng. Mục 4.2.2 dưới đây trình bày những kết quả thu nhận được từ cuộc khảo sát.

4.2.2 Kết quả khảo sát

4.2.2.1 Tình hình huy động vốn kinh doanh

Kết quả khảo sát tình hình sử dụng nguồn vốn kinh doanh cho thấy nhìn chung các doanh nghiệp kinh doanh tốt (có khả năng sinh lợi) thường có khả năng cao hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay. Cụ thể có 100% doanh nghiệp không sinh lợi có tỷ lệ vốn vay chiếm 30-50% tổng nhu cầu vốn tài trợ cho các dự án đầu tư của mình. Có 30% doanh nghiệp kém sinh lợi sử dụng vốn vay chiếm 30-50% tổng vốn của doanh nghiệp, 20% sử dụng vốn vay từ 50-70% tổng vốn của doanh nghiệp, và có 50% doanh nghiệp loại này sử dụng vốn vay chiếm tỷ lệ trên 70%. Đối với doanh nghiệp sinh lợi cao, có 50% sử dụng vốn vay chiếm tỷ lệ trên 70%; có 30% sử dụng vốn vay chiếm tỷ lệ từ 50-70% tổng vốn và chỉ có 20% sử dụng vốn vay chiếm tỷ lệ dưới 50% tổng vốn.

Điều này cho thấy khả năng sinh lợi của doanh nghiệp là một trong những yếu tố giúp doanh nghiệp có khả năng tiếp cận dễ dàng hơn với các nguồn vốn rẻ, là một điều kiện cần thuận lợi giúp doanh nghiệp tiếp tục nâng cao hiệu quả hoạt động tổng thể của mình.

Về kênh huy động vốn, kết quả phỏng vấn cho thấy rằng kênh huy động vốn ưa thích sử dụng là kênh huy động vốn từ các tổ chức tài chính và trung gian tài chính (48,3%), kế đến là sử dụng tổng hợp nhiều kênh huy động cùng một lúc (34,5%). Kênh huy động tiên tiến là thông qua thị trường chứng khoán lại không được ưa thích (3,4%). Điều này là dễ hiểu trong bối cảnh non trẻ, chưa ổn định, và còn tiềm ẩn nhiều rủi ro của thị trường chứng khoán Việt Nam đối với doanh nghiệp nói chung. Hơn nữa do các công ty cổ phần niêm yết còn hạn chế tham gia cuộc khảo sát này, chỉ có Agifish tham gia với tư cách đại diện cho công ty đã niêm yết.

Cơ sở chọn lựa nguồn vốn của các doanh nghiệp chủ yếu là dựa trên khả năng tiếp cận nguồn vốn (chiếm đến 75%). Đây là một thực tiễn của hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp Việt Nam, khi mà các qui định về an toàn vốn của ngân hàng và các tổ chức tín dụng còn rất chặt, làm hạn chế các chọn lựa về các loại nguồn vốn khác nhau mà doanh nghiệp có thể tiếp cận được. Mô hình cấu trúc vốn tối ưu có thể là một mô hình tốt trong việc chọn lựa một qui mô vốn hiệu quả cho doanh nghiệp, nhưng nó lại khó thực hiện được trong thực tiễn, chỉ có 12,5% ứng dụng mô hình này trong việc chọn lựa nguồn vốn. Điều này cho thấy mặc dù mong muốn của doanh nghiệp trong việc ứng dụng mô hình chọn lựa cấu trúc vốn là có, nhưng thực tiễn không cho phép thực hiện mong muốn này. Có thể kết luận rằng việc nhận thức và ứng dụng mô hình ra quyết định chọn lựa nguồn vốn vào thực tiễn trong điều kiện Việt Nam chưa được quan tâm đúng mức, cả về phía các nhà nghiên cứu lẫn thực hành.

4.2.2.2 Tình hình đào tạo, hiểu biết và sử dụng các mô hình tài chính

Đa phần các đối tượng phỏng vấn chuyên trách công tác quản trị tài chính doanh nghiệp, có đến 46,2% là kế toán trưởng, 50% tổng số người phỏng vấn thì giữ các “chức vụ khác” bao gồm kế toán tổng hợp, phó phòng kế toán. Tỷ lệ 96,2% số người phỏng vấn trực tiếp phụ trách công tác quản trị tài chính đảm bảo các thông tin thu thập được liên quan đến các vấn đề quản trị tài chính không bị sai lệch.

Tình hình tham gia các chương trình đào tạo cập nhật kiến thức quản lý tài chính của đối tượng phỏng vấn không cao. Điều này cho thấy điều kiện để ứng dụng các phương thức quản trị tài chính tiên tiến cũng bị hạn chế. Có 61,5% số người phỏng vấn chỉ tham gia các khoá đào tạo quản lý tài chính từ 1-2 lần, trong số đó 93,8% là những người giữ các chức vụ liên quan đến quản lý tài chính doanh nghiệp. Khoảng 27% số người phỏng vấn tham gia các khoá đào tạo quản lý tài chính từ 3-4 lần, và chỉ có 1 người giữ chức vụ giám đốc tài chính là tham gia khoá đào tạo quản trị tài chính trên 4 lần.

4.2.2.3 Khả năng sinh lợi và thực tiễn ra quyết định đầu tư

Các quyết định đầu tư mà các doanh nghiệp thường thực hiện là đầu tư mở rộng sản xuất (chiếm 34%), đầu tư các dự án mới hoàn toàn (26%), đầu tư thay thế máy móc thiết bị và

dây chuyền công nghệ (chiếm 22%), dự án cải tiến kỹ thuật (12%). Chỉ có 6% các quyết định đầu tư liên quan đến các dự án tiếp thị và tiêu thụ sản phẩm. Điều này cho thấy các quyết định đầu tư của doanh nghiệp còn mang nặng tính kỹ thuật, kém tính thị trường. Điều này cũng có thể giải thích được một phần bằng tỷ lệ ngành kinh doanh của các doanh nghiệp được khảo sát. Có đến 65,6% các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, trong khi chỉ có 18,8% trong lĩnh vực thương mại và dịch vụ.

Cơ sở ra quyết định đầu tư là một vấn đề quan trọng trong khảo sát này. Số trường hợp ra quyết định đầu tư dựa vào kinh nghiệm chiếm 16,3%. Hai tiêu chuẩn ra quyết định đầu tư là NPV và IRR có tỷ lệ xấp xỉ nhau là 20,9% và 25,6%. Điều này khá hợp lý vì hai cơ sở ra quyết định này trực tiếp quan hệ mật thiết với nhau. Mặc dù Thời gian hoàn vốn chỉ là một tiêu chí tham khảo (không phải tiêu chí quyết định) trong mô hình ra quyết định đầu tư, nó lại là cơ sở được các doanh nghiệp ưa thích sử dụng nhất chiếm đến 27,9%.

Nghiên cứu mối quan hệ giữa việc tham gia khoá đào tạo tài chính và việc sử dụng các mô hình ra quyết định đầu tư cho thấy một kết quả khá thú vị. Có sự khác biệt lớn giữa việc đối tượng được phỏng vấn chưa bao giờ tham gia các khoá đào tạo và đối tượng tham gia đào tạo từ 1-4 lần. Các đối tượng tham gia đào tạo từ 1-4 lần sử dụng các mô hình ra quyết định đầu tư như thời gian hoàn vốn, NPV và IRR lần lượt là 100%, 89,9% và 90%. Đối với các đối tượng chưa bao giờ tham gia khoá đào tạo trước đây (2 trường hợp) thì việc ứng dụng mô hình ra quyết định đầu tư rất hạn chế, chủ yếu dựa vào kinh nghiệm chỉ có 1 trường hợp là dựa vào tiêu chuẩn IRR. Điều này cho thấy đào tạo là một điều kiện cần cho việc ứng dụng các mô hình ra quyết định đầu tư tiên tiến trong hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, việc tham gia nhiều khoá đào tạo (trên 4 lần) cũng không đảm bảo việc ứng dụng mô hình tài chính tiên tiến vào quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Chỉ có một trường hợp duy nhất tham gia đào tạo hơn 4 lần, nhưng lại ra quyết định dựa vào kinh nghiệm và dựa vào phương pháp NPV.

Ngoài ra kết quả phân tích cho thấy “kinh nghiệm kinh doanh” là một cơ sở rất quan trọng được các doanh nghiệp sử dụng phổ biến. Đây là một thực tiễn điều hành doanh nghiệp tại Việt Nam nói chung, và cũng là một cơ sở ra quyết định phù hợp với hoàn cảnh thực tế. Vì mặc dù các mô hình ra quyết định là tiên tiến, kinh nghiệm thực

tiền kinh doanh vẫn đem lại cho người ra quyết định những thông tin mà các mô hình không thể bao quát hết được.

4.2.2.4 Cơ sở của việc ra quyết định sử dụng tài sản

Cơ sở của việc ra quyết định tồn quỹ tiền mặt và tồn kho của các doanh nghiệp đa phần là dựa vào kinh nghiệm và cảm giác chủ quan. Có đến 66,7% trả lời là xây dựng tồn quỹ tiền mặt dựa vào kinh nghiệm và cảm giác chủ quan (9,5%); chỉ có 4,8% sử dụng mô hình Baumol và 9,5% sử dụng mô hình Miller-Orr.

Có đến 68% trả lời là quyết định mức tồn kho dựa vào kinh nghiệm và cảm giác chủ quan (4%); đồng thời quyết định vấn đề này không dựa vào cơ sở nào cả cũng là 4%. Chỉ có 12% sử dụng mô hình EOQ, 12% sử dụng các cơ sở khác như JIT và điều kiện đặt hàng thực tế của khách hàng.

Kết quả nghiên cứu này cho thấy việc quản lý vốn lưu động còn dựa nhiều vào kinh nghiệm, việc ứng dụng các mô hình quản lý vốn lưu động còn rất hạn chế. Lý do chủ quan là đa phần các doanh nghiệp chưa có nhận thức, hoặc có nhận thức nhưng việc hiểu biết và ứng dụng các mô hình quản lý tài chính còn rất hạn chế. Ngoài ra, còn do đặc thù của ngành sản xuất là đầu vào nguyên vật liệu có tính ổn định rất thấp, có thể ảnh hưởng đến mong muốn quản lý tồn kho của doanh nghiệp.

4.2.2.5 Hiểu biết, ứng dụng các mô hình tài chính

Nhìn chung mô hình DCF được biết nhiều nhất (31,5%), kế đến là các mô hình quản lý vốn lưu động. Về việc ứng dụng các mô hình vào thực tiễn quản lý thì đến 47,6% các doanh nghiệp sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền trong hoạt động quản lý doanh nghiệp mình. Có 14,3% sử dụng mô hình tiền lương hiệu quả. Mô hình đặt hàng kinh tế EOQ được ứng dụng tại 9,5% các doanh nghiệp tham gia phỏng vấn

Các mô hình được cho rằng không thể ứng dụng được trong thực tiễn gồm mô hình Baumol (50%), Miller-Orr (21,4%), EOQ (14,3%), Chiết khấu cổ tức (14,3%). Như vậy nhìn chung các mô hình quản lý vốn lưu động được đánh giá là kém tính ứng dụng trong thực tiễn. Nguyên nhân được các doanh nghiệp nêu ra là (1) không phù hợp với thực tiễn của doanh nghiệp, (2) chưa phù hợp với điều kiện quản lý hiện tại của doanh

ngành, không đủ số liệu chính xác, (3) vì các điều kiện ràng buộc cụ thể của mô hình không xảy ra trong thực tế (cho rằng thiếu vốn thì vay tín dụng hạn mức thay vì bán chứng khoán khả thi) và (4) vì doanh nghiệp chưa có nhu cầu sử dụng. Tuy nhiên, có 48,1% những người được hỏi chưa biết phải trả lời câu hỏi này như thế nào.

4.2.2.6 Kết luận về nhu cầu ứng dụng các mô hình tài chính trong thực tiễn quản lý

Ngoài ra các lý do khác được nêu ra cho việc không thể ứng dụng các mô hình tài chính tiên tiến vào hoạt động của doanh nghiệp là do điều kiện của công ty chưa phù hợp cho việc ứng dụng, số liệu cần thiết để có thể sử dụng được mô hình không đầy đủ. Mặt khác, doanh nghiệp còn chưa được thuyết phục thực sự về hiệu quả của việc ứng dụng lý thuyết vào thực tiễn, chẳng hạn việc ứng dụng mô hình Miller-Orr có thể khiến cho chi phí quản lý lớn hơn so với việc quản lý bằng kinh nghiệm.

Dù vậy, khi được hỏi doanh nghiệp có mong muốn ứng dụng các mô hình quản lý tài chính hay không, đa số (18 người trả lời, chiếm 66,7%) các doanh nghiệp đều trả lời là có. Ngoài ra có 2 ý kiến cho rằng không muốn thực hiện vì chi phí lớn hơn hiệu quả của ứng dụng mô hình và vì thiếu nguồn lực để có thể ứng dụng mô hình.

4.2.2.7 Đánh giá nhu cầu dịch vụ tư vấn quản lý tài chính của doanh nghiệp

Đa phần các doanh nghiệp trả lời có khi được hỏi có nhu cầu sử dụng dịch vụ tư vấn tài chính hay không. Có 91,7% trả lời có mong muốn sử dụng dịch vụ tư vấn đầu tư và tư vấn huy động vốn. Có 79,2% trả lời có mong muốn sử dụng dịch vụ tư vấn giúp tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Có 14,8% cho rằng không cần sử dụng dịch vụ tư vấn giúp tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vì doanh nghiệp cho rằng chỉ có doanh nghiệp là hiểu mình nhất.

Các yêu cầu của doanh nghiệp đối với dịch vụ tư vấn chủ yếu là (1) giúp doanh nghiệp cập nhật được các quy định, chế độ tài chính kế toán mới của Nhà nước (4 người trả lời – 14,8%); (2) tư vấn ra quyết định đầu tư (11,1%), (3) chi phí tư vấn phải hợp lý, và (4) chuyên gia tư vấn phải thực sự hiểu được tình hình thực tế của doanh nghiệp. Ngoài ra nhìn chung các doanh nghiệp đều có nhu cầu được tư vấn về quản lý vốn lưu

động, quản lý chung nhằm tăng hiệu quả hoạt động, tư vấn huy động nguồn vốn hiệu quả, tư vấn cổ phần hoá doanh nghiệp.

4.2.3 Nhận xét và kết luận

Mặc dù ở cuộc khảo sát lần này số lượng doanh nghiệp tham gia không nhiều, do chúng tôi không chủ trương khảo sát đại trà theo qui mô lớn, nhưng nhờ phỏng vấn chuyên sâu và thảo luận trực tiếp với đại diện các doanh nghiệp nên những đánh giá về thực trạng quản lý tài chính doanh nghiệp, cũng như việc nhận thức và ứng dụng các mô hình trong quyết định tài chính doanh nghiệp dần dần được bộc lộ rõ hơn. Có thể rút ra những điểm nổi bật khi khảo sát thực trạng sử dụng các mô hình trong quyết định tài chính công ty như sau:

- Nhu cầu ứng dụng mô hình tài chính nhằm nâng cao hiệu quả của việc ra quyết định tài chính công ty là một nhu cầu thực sự và bức xúc. Nhu cầu này cao hay thấp tùy thuộc vào nhận thức của nhà quản lý. Các nhà quản lý được tham gia nhiều khoá huấn luyện về quản lý tài chính thì càng có nhu cầu ứng dụng các mô hình vào thực tiễn, trong khi các nhà quản lý chưa có điều kiện tham gia các khoá huấn luyện quản lý tài chính thì việc hiểu biết và vận dụng các mô hình tài chính rất hạn chế.
- Nhìn chung kinh nghiệm vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc ra quyết định hơn là ứng dụng các công cụ quản lý. Giải thích điều này có thể do hai lý do chính. *Một là* do thiếu hiểu biết về các công cụ phân tích phục vụ cho việc ra quyết định. *Hai là* do thiếu khả năng ứng dụng các công cụ này vào thực tiễn, dù rằng có hiểu biết qua về các công cụ này.
- Còn có một khoảng cách khá xa trong việc phối hợp giữa các nhà nghiên cứu, đào tạo lý thuyết với các nhà quản lý thực hành. Các nhà nghiên cứu có điều kiện tiếp cận nhanh chóng với các công cụ và mô hình quản lý tiên tiến nhưng chỉ mới dừng lại ở chỗ tiếp cận chứ chưa thể nghiên cứu triển khai ứng dụng các công cụ và mô hình ấy vào thực tiễn. Nói khác đi chưa biết làm sao để đưa các công cụ và mô hình ấy đi vào cuộc sống quản lý doanh nghiệp. Ngược lại, các nhà quản lý doanh nghiệp bấy lâu nay do làm việc trong điều kiện thiếu thốn công cụ nên dần

dẫn mất đi ý chí và nhu cầu sử dụng công cụ mà thay vào đó là chủ nghĩa kinh nghiệm và cảm giác chủ quan bao trùm trong mọi quyết định.

4.3 NHẬN ĐỊNH CHUNG VỀ THỰC TRẠNG QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CÔNG TY HIỆN NAY

Qua kết quả khảo sát thực hành quản trị tài chính doanh nghiệp tiến hành năm 2000 và kết quả khảo sát thực trạng sử dụng các mô hình trong quyết định tài chính được thực hiện năm 2004, chúng tôi có thể rút ra được một số nhận định nổi bật về thực trạng quản lý tài chính công ty hiện nay như sau:

- Nhìn chung trình độ quản lý tài chính của doanh nghiệp qua hai lần khảo sát có thay đổi nhưng nhận thức và khả năng ứng dụng các mô hình trong việc ra quyết định tài chính công ty vẫn chưa thay đổi rõ nét, chủ yếu vẫn dựa vào kinh nghiệm và cảm nhận chủ quan.
- Môi trường kinh doanh, hệ thống thông tin tài chính và hệ thống tài chính hỗ trợ cho việc ứng dụng các mô hình trong quyết định tài chính công ty vẫn chưa được cải thiện. Điều này khiến doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc ứng dụng, do đó, dẫn đến thiếu nhu cầu hoặc thậm chí vội vàng kết luận là không thể ứng dụng các mô hình và công cụ phân tích phục vụ việc ra quyết định tài chính công ty vào thực tiễn Việt Nam.
- Qua thảo luận và phỏng vấn chuyên sâu giúp cho các nhà quản lý nhận thức được và hiểu biết hơn về việc ứng dụng các mô hình và công cụ phân tích phục vụ cho việc ra quyết định tài chính công ty. Từ đó có thể thấy rằng việc thay đổi hành vi quản lý từ chỗ dựa vào kinh nghiệm sang dựa vào công cụ quản lý hoặc kết hợp giữa kinh nghiệm và sử dụng công cụ là việc làm cần thiết và hoàn toàn có thể thực hiện được.
- Dù rằng việc nghiên cứu và tổ chức ứng dụng các công cụ quản lý vào thực tiễn doanh nghiệp là việc làm tốn chi phí thời gian và tiền bạc, nhưng hiệu quả đem lại từ việc ứng dụng các công cụ này là rất lớn, đủ bù đắp cho các chi phí bỏ ra. Vấn đề không phải là chi phí mà là nhận thức và quan điểm về thay đổi hành vi của một tổ chức cũng như của lãnh đạo tổ chức đó.

Chương 5:

HƯỚNG DẪN ỨNG DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY

Chương 2 đã trình bày các quyết định mà giám đốc tài chính thường xuyên đối mặt khi điều hành công ty và cơ sở lý thuyết của mô hình tài chính phục vụ cho việc ra quyết định. Chương 3 bổ sung cho chương 2 bằng cách hệ thống và chi tiết hoá các loại mô hình tài chính thường được sử dụng trong các loại quyết định như quyết định đầu tư, quyết định nguồn vốn, quyết định quản lý tài sản và các loại quyết định khác. Về lý thuyết, các mô hình này đã được nghiên cứu và phổ biến từ lâu ở các nước phát triển. Thế nhưng ở Việt Nam, như đã trình bày trong chương 4, việc nhận thức và kỹ năng vận dụng các mô hình này vào thực tiễn còn rất hạn chế. Trong chương 5, trước tiên chúng tôi sẽ nghiên cứu đề xuất các giải pháp chung góp phần mở rộng việc ứng dụng các mô hình tài chính trong quyết định quản lý tài chính công ty. Kế đến, sẽ lần lượt hướng dẫn cách thức ứng dụng từng loại mô hình tài chính trong điều kiện công ty Việt Nam.

5.1 ĐỀ XUẤT CHUNG VỀ ỨNG DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY Ở VIỆT NAM

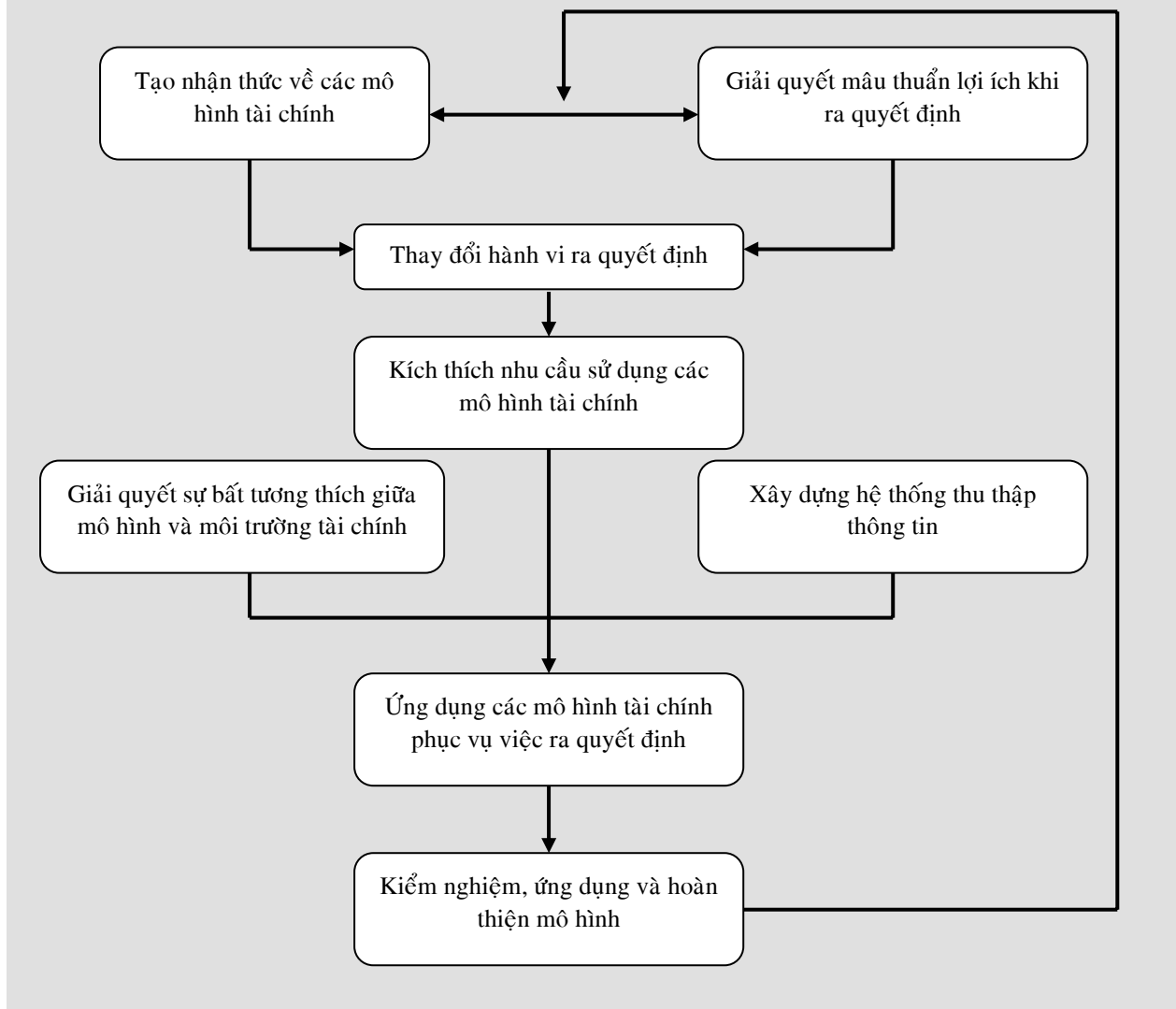
Hầu hết các mô hình tài chính đều được xây dựng bởi các nhà nghiên cứu tài chính công ty ở các nước phát triển như Mỹ, Anh, Úc và Canada. Các loại quyết định này muốn đưa vào ứng dụng ở Việt Nam phải có những bước đi và những chuẩn bị thích hợp. Các đề xuất chung về việc ứng dụng các mô hình trong quyết định tài chính công ty ở Việt Nam có thể mô tả tóm tắt trên hình 5.1 (trang 109). Qua hình vẽ 5.1 có thể hình dung ra những công việc cần chuẩn bị để góp phần mở rộng việc ứng dụng các mô hình trong quyết định tài chính công ty, như được trình bày chi tiết dưới đây.

5.1.1 Tạo nhận thức về các mô hình tài chính

Tạo nhận thức về các mô hình tài chính là việc trước tiên cần làm nhằm đạt mục tiêu triển khai ứng dụng rộng rãi các mô hình tài chính. Qua hai cuộc khảo sát được tiến hành vào năm 2000 và 2004, đại đa số giám đốc tài chính, kế toán trưởng và chủ doanh

nghiệp – những người đóng vai trò chính trong quyết định tài chính – đều rất ít hiểu biết về các mô hình tài chính. Các nhà quản lý ít có điều kiện tham gia các khoá huấn luyện tài chính công ty hầu như chưa có ý niệm gì về các công cụ và mô hình phân tích nhằm phục vụ cho việc ra quyết định. Các nhà quản lý nào thường xuyên tham gia các khoá huấn luyện tài chính công ty thì có hiểu biết hơn, nhưng khả năng ứng dụng các mô hình tài chính vào thực tiễn vẫn còn rất hạn chế.

Hình 5.1: Mô tả các đề xuất về ứng dụng mô hình tài chính



Nhìn chung các nhà quản lý công ty còn rất xa lạ cả về khái niệm lẫn khả năng ứng dụng các mô hình tài chính. Điều này có thể được lý giải bởi ba nguyên do chính. Thứ nhất là hầu hết các nhà quản lý đều in đậm thói quen làm việc trong môi trường mà ở đó kinh nghiệm và cảm nhận chủ quan đóng vai trò quan trọng trong mọi quyết định. Thứ hai là do mâu thuẫn về lợi ích nên các nhà quản lý khi ra quyết định không thực sự dựa trên lợi ích của công ty mà dựa trên lợi ích của cá nhân mình. Điều này khiến họ

thiếu thiện chí và không nỗ lực tìm tòi, học hỏi nhằm cải thiện chất lượng của việc ra quyết định mà chỉ đơn giản là ra quyết định theo những lối mòn có sẵn. Thứ ba là các khoá huấn luyện và các công trình nghiên cứu nhằm nâng cao nhận thức của các nhà quản lý về tài chính công ty từ trước đến nay còn thiếu quan tâm đến các mô hình tài chính và việc ứng dụng các mô hình này vào thực tiễn. Nhìn chung còn một khoảng cách khá xa giữa lý luận và thực tiễn. Các nhà nghiên cứu lý luận chỉ mới dừng lại ở nỗ lực tiếp cận và đưa ra những khái niệm và công cụ mới chứ chưa thực sự quan tâm đến việc triển khai và ứng dụng chúng vào thực tiễn. Ngược lại, các nhà quản lý ít được hướng dẫn cụ thể nên dễ dàng ngộ nhận rằng không thể nào ứng dụng được những công cụ này. Kết quả là lý luận và thực tiễn vẫn chưa tìm được tiếng nói chung và nhận thức của các nhà quản lý vẫn chưa có gì thay đổi.

Từ những phân tích và lý giải trên đây, trong công trình nghiên cứu này chúng tôi cho rằng đề xuất tạo nhận thức cho các nhà quản lý về các mô hình và công cụ phân tích phục vụ việc ra quyết định tài chính công ty là đề xuất quan trọng cần xem xét trước tiên. Việc tạo nhận thức này có thể thực hiện bằng những cách thức sau đây:

- Tổ chức nhiều hơn nữa các khoá huấn luyện về tài chính công ty nhằm nâng cao nhận thức và hiểu biết của các nhà quản lý về các công cụ và mô hình tài chính.
- Tổ chức nhiều hơn các cuộc hội thảo nhằm tăng cường mối quan hệ và hiểu biết lẫn nhau giữa các nhà nghiên cứu lý luận và quản lý thực hành. Điều này có tác dụng kép, vừa giúp các nhà quản lý tiếp cận với những khái niệm, công cụ và mô hình phân tích phục vụ ra quyết định vừa giúp cho các nhà nghiên cứu nỗ lực nghiên cứu cách thức đưa mô hình tài chính vào thực tiễn quản lý.
- Thông qua các nhà xuất bản và tạp chí nghiên cứu, các nhà nghiên cứu lý thuyết cần đưa ra những bài báo, các cẩm nang hoặc các loại sổ tay tài chính trình bày đơn giản, dễ hiểu và thiên về hướng dẫn ứng dụng nhằm kích thích sự tò mò tìm hiểu của các nhà quản lý để từ đó nâng cao hơn nữa nhận thức của họ về các mô hình tài chính.

5.1.2 Giải quyết mâu thuẫn lợi ích khi ra quyết định

Tạo nhận thức cho các nhà quản lý về các mô hình tài chính phục vụ việc ra quyết định mới chỉ là điều kiện cần chứ chưa đủ. Muốn thu hút họ ứng dụng các mô hình này nhằm nâng cao hiệu quả của việc ra quyết định còn phải giải quyết vấn đề mâu thuẫn lợi ích

khi ra quyết định. Một khi các nhà quản lý chưa thấy được lợi ích của họ khi ứng dụng các mô hình này thì dù có mong muốn đến đâu cũng khó lòng thuyết phục họ được. Như đã trình bày trong chương 2 và chương 3, hầu hết các mô hình ra quyết định trong tài chính công ty đều dựa trên nền tảng so sánh giữa lợi ích thu về và chi phí bỏ ra để quyết định. Thế nhưng vấn đề quan hệ giữa lợi ích và chi phí ở đây cần được làm rõ là lợi ích và chi phí của ai? Của cá nhân người ra quyết định, của chủ sở hữu hay của xã hội nói chung? Thông thường người ra quyết định bao giờ cũng dựa trên lợi ích cá nhân, ít khi nào họ nghĩ đến lợi ích chủ sở hữu và càng ít quan tâm hơn đến lợi ích xã hội. Đây là mâu thuẫn căn bản trong tài chính công ty mà người ta đã bỏ không ít công sức để nghiên cứu. Nếu không giải quyết được mâu thuẫn này thì các nhà quản lý không có nhu cầu nâng cao hiệu quả của việc ra quyết định tài chính, vì điều đó chẳng mang lại lợi ích gì cho cá nhân họ, và chẳng có lý do gì để tìm hiểu và ứng dụng các mô hình tài chính trong quyết định quản lý.

Phương châm chung nhất là làm sao cho lợi ích cá nhân của người ra quyết định và lợi ích của công ty trùng hợp với nhau. Điều này có nghĩa là nếu nhà quản lý ra quyết định đúng thì lợi ích cá nhân của họ được nâng cao và ngược lại. Chẳng hạn giám đốc công ty là người thường xuyên ra các quyết định về tài chính. Nếu anh ta đồng thời cũng là cổ đông quan trọng, do vậy lợi ích cá nhân của anh ta gắn liền với lợi ích công ty, thì trước khi ra quyết định anh ta sẽ phải cân nhắc xem quyết định đó có mang lại lợi ích gì cho công ty, cũng chính là lợi ích của cá nhân anh ta, hay không. Chỉ có trong điều kiện như vậy thì việc ứng dụng các mô hình tài chính nhằm nâng cao hiệu quả của các quyết định tài chính mới có ý nghĩa.

5.1.3 Thay đổi hành vi ra quyết định

Một khi tạo ra được nhận thức và giải quyết được mâu thuẫn lợi ích thì các nhà quản lý sẽ thấy được sự cần thiết phải ứng dụng các mô hình tài chính trước khi ra quyết định quản lý. Từ đó giúp họ thay đổi cách tư duy và quan trọng hơn là thay đổi hành vi ra quyết định. Nếu trước đây họ ra quyết định một cách hù họa phó thác cho may rủi hoặc ra quyết định dựa vào kinh nghiệm và cảm nhận chủ quan, thì nay họ ý thức được rằng: (1) có các công cụ và mô hình giúp họ thay thế những cảm nhận chủ quan bằng những phân tích và chứng cứ khoa học trước khi ra quyết định, (2) việc ứng dụng các mô hình này sẽ giúp nâng cao hiệu quả quản lý và mang lại lợi ích cho công ty, cũng chính là lợi

ích của bản thân họ. Làm sao mà họ không thay đổi hành vi ra quyết định khi đã ý thức được rằng việc thay đổi hành vi đó suy cho cùng có lợi cho bản thân họ!

Nhìn chung việc tạo ra nhận thức và giải quyết mâu thuẫn lợi ích có thể thuyết phục các nhà quản lý thay đổi hành vi ra quyết định. Tuy nhiên, thay đổi thái độ và hành vi là một vấn đề phức tạp đòi hỏi phải có các cuộc khảo sát và điều tra chi tiết hơn về hành vi ra quyết định của các nhà quản lý tài chính. Từ đó chúng ta có thể hiểu được những yếu tố nào tác động đến hành vi của họ để có những chính sách điều chỉnh phù hợp nhằm thay đổi hành vi của họ theo mục tiêu chung của công ty.

5.1.4 Kích thích nhu cầu sử dụng các mô hình tài chính

Một khi hành vi ra quyết định của các nhà quản lý được thay đổi, phù hợp với định hướng chung là ra quyết định dựa trên nền tảng lợi ích của chủ sở hữu và dựa trên cơ sở sử dụng các mô hình và công cụ phân tích trước khi ra quyết định, thì nhu cầu sử dụng các mô hình tài chính được hình thành. Khi có nhu cầu tất yếu các nhà quản lý sẽ mong muốn tìm hiểu và có khát vọng ứng dụng hoặc ít ra là thử nghiệm các loại công cụ và mô hình phân tích tài chính như được trình bày một cách có hệ thống trong chương 3.

Tuy nhiên, trong chương 3 các loại mô hình này được trình bày dựa trên những giả định về một môi trường tài chính đã phát triển và hoàn hảo. Ở môi trường “lý tưởng” này việc ứng dụng các mô hình tài chính trở nên dễ dàng và rất thuyết phục. Trong môi trường thực tế, không giống như môi trường lý tưởng, thì việc ứng dụng các mô hình tài chính sẽ ra sao? Làm thế nào để các nhà quản lý có thể thích ứng được trong môi trường thực tiễn mà họ đang làm việc? Đến đây, bước tiếp theo cần giải quyết vấn đề tương thích giữa mô hình và môi trường tài chính mà công ty đang hoạt động.

5.1.5 Giải quyết sự bất tương thích giữa mô hình và môi trường tài chính

Vấn đề bất tương thích giữa môi trường và mô hình tài chính mà công ty đang hoạt động có thể giải quyết được bằng một trong hai giải pháp:

- Thứ nhất là cải thiện môi trường hoạt động của công ty ngày càng phù hợp và gần sát với môi trường tài chính như ở các nước phát triển.
- Thứ hai là nghiên cứu làm cho mô hình tài chính thích ứng với môi trường thực tế mà công ty đang hoạt động.

Giải pháp thứ nhất là giải pháp khiến cho môi trường hoạt động của công ty thay đổi theo hướng gần sát với những giả định trong mô hình lý thuyết để có thể ứng dụng được các mô hình này. Giải pháp này nằm ngoài khả năng của công ty, nó thuộc về những giải pháp có tác động vĩ mô được tiến hành từ phía chính phủ và ngành, đặc biệt là những giải pháp có liên quan đến việc phát triển hệ thống tài chính quốc gia trên cả ba phương diện: (1) phát triển thị trường tài chính, (2) phát triển các tổ chức tài chính, và (3) phát triển các công cụ tài chính.

Giải pháp thứ hai nằm trong khả năng của công ty. Trong giải pháp này, công ty chấp nhận môi trường tài chính hiện tại nhưng nghiên cứu và điều chỉnh các mô hình tài chính thích ứng theo hoàn cảnh. Đây thực sự là thử thách lớn cho các nhà nghiên cứu và ứng dụng các mô hình tài chính vào thực tiễn. Phần 5.2 trong chương này sẽ chỉ ra những định hướng chung cho việc nghiên cứu điều chỉnh mô hình thích ứng với môi trường hoạt động của công ty nhằm làm kim chỉ nam cho việc ứng dụng cụ thể của từng mô hình trong từng hoàn cảnh cụ thể.

Mặc dù ở đây chỉ ra hai giải pháp để giải quyết vấn đề bất tương thích giữa mô hình và môi trường tài chính, nhưng điều này tuyệt nhiên không có nghĩa là tách rời giữa hai giải pháp này. Trái lại, hai giải pháp này cần được phối hợp và có thể thực hiện song song nhau nhằm rút ngắn thời gian và nâng cao hiệu quả tác động của từng giải pháp.

5.1.6 Xây dựng hệ thống thu thập thông tin

Như đã mô tả trong hình 1.1 của chương 1 và mục 2.2 của chương 2, mô hình tài chính phục vụ việc ra quyết định là một hệ thống bao gồm bốn bộ phận chính:

- Bộ phận thu thập thông tin đầu vào
- Bộ phận xử lý thông tin
- Bộ phận mô tả kết quả thông tin đầu ra
- Bộ phận mô tả các quyết định của nhà quản lý.

Trong bốn bộ phận này, bộ phận thu thập thông tin đầu vào được xem như là bộ phận quan trọng trước tiên đóng vai trò như là nguyên liệu cho quá trình sản xuất. Không tổ chức tốt bộ phận này khiến sự vận hành của nó không trơn tru sẽ làm ách tắc cả hệ

thống. Do vậy, trong bước này chúng tôi đề xuất các công ty nên xem xét tổ chức thật tốt hệ thống thu thập và cung cấp thông tin phục vụ cho việc ứng dụng các mô hình tài chính. Nhìn chung thông tin đầu vào có thể chia thành hai nhóm: (1) thông tin tài chính và (2) thông tin phi tài chính.

Thông tin tài chính là những thông tin có thể thu thập được qua các báo cáo kế toán và báo cáo tài chính do bộ phận kế toán lập ra. Ngoài ra, còn có các loại thông tin về các loại lãi suất, tỷ giá hối đoái, chỉ số chứng khoán, giá cả cổ phiếu trên thị trường và nhiều loại thông tin khác có liên quan. Thông tin phi tài chính thường là các thông tin về thị trường, công suất máy móc thiết bị, kế hoạch sản xuất kinh doanh, kế hoạch sử dụng nguyên vật liệu trong kỳ, ... và rất nhiều thông tin khác nữa có liên quan. Tất cả những loại thông tin này, kể cả tài chính lẫn phi tài chính, cần được công ty quan tâm và tổ chức thu thập, ghi nhận, và lưu trữ một cách đầy đủ, kịp thời và chính xác để phục vụ cho việc cung cấp thông tin đầu vào cho các mô hình tài chính.

Vì tầm quan trọng của hệ thống thông tin đầu vào nên chúng tôi đề xuất nên có một công trình nghiên cứu riêng về tổ chức và thu thập thông tin phục vụ việc vận hành các mô hình tài chính ở một nghiên cứu khác nữa, chứ chưa trình bày chi tiết ở công trình nghiên cứu này.

5.1.7 Ứng dụng các mô hình tài chính phục vụ việc ra quyết định

Tuỳ theo từng loại quyết định cụ thể, bước tiếp theo nhà quản lý sẽ lựa chọn loại mô hình tài chính thích hợp để ứng dụng như là một công cụ phân tích tương thích. Về mặt lý thuyết, việc lựa chọn mô hình nào cho thích ứng với từng loại quyết định của nhà quản lý đã được trình bày trong chương 3. Riêng vấn đề làm thế nào để ứng dụng các mô hình này thích ứng với từng hoàn cảnh cụ thể của công ty và môi trường hoạt động sẽ được xem xét, trình bày và hướng dẫn chi tiết trong mục 5.2 dưới đây.

5.1.8 Kiểm nghiệm và hoàn thiện mô hình

Mặc dù mục 5.2 sẽ hướng dẫn chi tiết cách thức ứng dụng từng mô hình tài chính trong từng hoàn cảnh cụ thể nhưng do đặc thù của từng công ty nên khó có thể tìm ra được quy tắc chung có thể áp dụng cho tất cả được. Do vậy, một khi nhà quản lý quyết định lựa chọn loại mô hình nào cũng nên trải qua bước kiểm nghiệm, đánh giá và hoàn thiện mô hình trước khi triển khai ứng dụng rộng rãi.

5.2 HƯỚNG DẪN ỨNG DỤNG CÁC MÔ HÌNH TRONG QUYẾT ĐỊNH TÀI CHÍNH CÔNG TY

Nếu so sánh kết quả khảo sát gần đây với kết quả khảo sát được tiến hành năm 2000 thì nhận thức về việc ứng dụng các mô hình tài chính để ra quyết định đã có thay đổi. Các nhà quản lý thường xuyên tham gia các khoá huấn luyện về tài chính đã dần dần nhận thức được ý nghĩa và công dụng của các mô hình tài chính. Tuy nhiên, hành vi ra quyết định của các nhà quản lý hầu như chưa có thay đổi thể hiện ở chỗ phần lớn các quyết định vẫn còn được lập dựa trên cơ sở kinh nghiệm và cảm nhận chủ quan. Điều này do khả năng ứng dụng các mô hình tài chính còn rất hạn chế nên các nhà quản lý vẫn còn hành động theo kiểu cũ khiến cho hành vi ra quyết định của họ vẫn chưa có gì thay đổi đáng kể.

Trong phần 5.2, công trình nghiên cứu này sẽ nỗ lực chỉ ra những hướng dẫn cần thiết hầu giúp cho các nhà quản lý nâng cao khả năng ứng dụng các lý thuyết và mô hình tài chính vào thực tiễn. Tuy nhiên, ở đây chỉ dừng lại ở mức hướng dẫn chung nhất chứ không phải đi vào hướng dẫn cụ thể cho từng đối tượng doanh nghiệp. Để làm điều này cần triển khai thêm các cuộc nghiên cứu khác dưới góc độ nghiên cứu tình huống cho từng công ty hoặc cho từng ngành cụ thể. Nghiên cứu theo kiểu này rất thích hợp cho các giám đốc tài chính công ty và đặc biệt thích hợp cho các luận văn thạc sĩ.

5.2.1 Hướng dẫn ứng dụng các mô hình quyết định đầu tư

Như đã chỉ ra trong chương 3, lý thuyết tài chính đã nghiên cứu và phát triển được một số mô hình phục vụ cho việc ra quyết định đầu tư của công ty. Các mô hình này đã được hệ thống hoá, về mặt lý thuyết, trong chương 3 bao gồm: Mô hình Baumol, mô hình Miller-Orr, mô hình quản lý các khoản phải thu, mô hình EOQ, mô hình DCF, mô hình CAPM, mô hình Gordon, mô hình Black-Scholes. Phần tiếp theo sẽ hướng dẫn việc ứng dụng các mô hình này vào điều kiện thực tiễn của công ty Việt Nam.

a. Hướng dẫn ứng dụng mô hình Baumol

Mô hình Baumol do William Baumol xây dựng nhằm mục tiêu quyết định tồn quỹ tiền mặt tối ưu dựa trên hai loại chi phí đó là chi phí cơ hội và chi phí giao dịch. Mô hình này dựa trên các giả định sau đây:

- Công ty áp dụng tỷ lệ bù đắp tiền mặt không đổi
- Không có số thu tiền mặt trong kỳ hoạch định
- Không có dự trữ tiền mặt cho mục đích an toàn
- Dòng tiền tệ rời rạc chứ không phải liên tục.

Chính các giả định này làm hạn chế khả năng ứng dụng mô hình Baumol vào thực tiễn vì ít khi nào tình huống thực tiễn phù hợp với các giả định của mô hình. Tuy vậy, mô hình Baumol vẫn có ý nghĩa và có giá trị ứng dụng ở những điểm sau:

Thứ nhất, nó tạo cho các nhà quản lý một sự nhận thức về quyết định tồn quỹ tiền mặt tối ưu, tức là tồn quỹ ở đó chi phí thấp nhất, nhằm trung hoà quan hệ giữa hai mục tiêu của quản lý tài chính đó là vừa đảm bảo khả năng sinh lợi đồng thời vừa đảm bảo khả năng thanh khoản. Từ sự nhận thức này có thể thúc đẩy các nhà nghiên cứu và thực hành có nhu cầu nghiên cứu giải quyết bài toán quyết định tồn quỹ tiền mặt một cách tối ưu. Chính mô hình Baumol tạo nền tảng cho việc phát triển mô hình Miller-Orr sau này.

Thứ hai, có một vài tổ chức hoặc một vài tình huống khiến mô hình này vẫn phù hợp khi áp dụng. Các tổ chức hành chính sự nghiệp sử dụng tiền của ngân sách cấp theo định kỳ cho chi tiêu và hầu như không có các khoản thu nào khác trong kỳ hoạch định có thể xem là phù hợp và thích hợp với việc ứng dụng mô hình Baumol. Đối với các doanh nghiệp nói chung không phù hợp với mô hình Baumol, nhưng nếu doanh nghiệp có một bộ phận chuyên trách thu mua nguyên liệu bằng ngân sách do công ty rót xuống thì việc quyết định tồn quỹ tiền mặt tối ưu cho bộ phận thu mua này có thể ứng dụng theo mô hình Baumol.

Thứ ba, nếu càng chia nhỏ thời kỳ lập kế hoạch tồn quỹ tiền mặt của doanh nghiệp thì có thể xấp xỉ tình huống quyết định tồn quỹ của doanh nghiệp với những giả định của mô hình Baumol. Từ đó có thể ứng dụng mô hình này với một sai số có thể chấp nhận được.

Trên đây đã chỉ ra việc ứng dụng mô hình Baumol vào đâu và những đối tượng nào thích hợp khi ứng dụng. Tiếp theo sẽ hướng dẫn cho các nhà quản lý những việc gì cần làm khi ứng dụng mô hình này.

Như đã chỉ ra trong chương 3 mô hình Baumol sử dụng để quyết định tồn quỹ tiền mặt tối ưu theo công thức:

$C = \sqrt{\frac{2TF}{K}}$ trong đó các biến số đầu vào gồm có F = Chi phí cố định phát sinh mỗi khi bán chứng khoán ngắn hạn, T = Tổng số tiền cần thiết cho mục đích giao dịch trong thời kỳ hoạch định là 1 năm, K = Chi phí cơ hội do giữ tiền và C chính là tồn quỹ tiền mặt tối ưu mà chúng ta cần xác định. Để xác định được C công ty cần tổ chức thu thập các dữ liệu để gán cho các biến số đầu vào. Hướng dẫn chung cho việc thu thập dữ liệu của các biến số này như sau:

Chi phí cố định phát sinh mỗi khi bán chứng khoán ngắn hạn (F) – Trong mô hình Baumol biến này là chi phí cố định phát sinh do việc mua bán chứng khoán ngắn hạn bao gồm chi phí môi giới và những chi phí liên quan khác. Thực tế cho thấy ở Việt Nam hầu như các công ty không hề sử dụng tiền thặng dư để mua chứng khoán ngắn hạn nên F không thể đơn thuần là chi phí phát sinh khi bán chứng khoán ngắn hạn. Trong điều kiện của Việt Nam, nói chung F nên bao gồm các chi phí liên quan đến việc chuyển đổi từ tiền sang tài sản đầu tư và ngược lại. Cụ thể F bao gồm những loại chi phí gì còn tùy thuộc vào chuyện công ty đầu tư tiền thặng dư vào đâu.

- Tình huống đơn giản và phổ biến nhất là khi thặng dư tiền tạm thời công ty sẽ gửi không kỳ hạn ngân hàng để hưởng lãi. Khi cần tiền chi tiêu công ty sẽ đến ngân hàng rút tiền hoặc là ra lệnh chuyển khoản trả thẳng cho nơi mình cần thanh toán. Trong trường hợp này F bao gồm các loại chi phí như phí rút tiền hoặc chuyển tiền ở ngân hàng, phí vận chuyển tiền và kể cả phí bù đắp rủi ro trong các giao dịch tiền mặt.
- Tình huống đơn giản và phổ biến khác là khi thặng dư tiền tạm thời công ty sẽ gửi có kỳ hạn ngân hàng để hưởng lãi. Khi cần tiền chi tiêu công ty sẽ đến ngân hàng rút tiền hoặc là ra lệnh chuyển khoản trả thẳng cho nơi mình cần thanh toán. Trong trường hợp này F bao gồm các loại chi phí như phí rút tiền hoặc chuyển tiền ở ngân hàng, phí vận chuyển tiền, phí bù đắp rủi ro trong các giao dịch tiền mặt và chi phí mất đi do rút tiền gửi trước hạn.
- Tình huống thứ ba là khi thặng dư tiền tạm thời công ty sẽ mua các công cụ sinh lợi trên thị trường tiền tệ như tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi ngân hàng. Khi cần tiền chi tiêu công ty sẽ bán lại những công cụ này để thu tiền. Trong

trường hợp này F bao gồm các loại chi phí như chi phí môi giới, phí chiết khấu của ngân hàng và tổn thất do bán các công cụ đầu tư trong điều kiện thị trường bất lợi.

Thông tin về các loại chi phí như vừa kể theo các tình huống trên đây có thể tìm thấy dễ dàng nếu như công ty có quan hệ giao dịch với ngân hàng cũng như tổ chức thu thập và lưu trữ tốt thông tin.

Tổng số tiền cần thiết cho mục đích giao dịch trong thời kỳ hoạch định là 1 năm (T) – Trong mô hình Baumol T được giả định là tổng số tiền cần thiết cho giao dịch trong thời kỳ hoạch định là 1 năm. Tuy nhiên, thực tế cho thấy rằng nếu lấy T theo định kỳ 1 năm thì không sát thực và khiến cho giả định của mô hình rằng công ty không có thu tiền trong kỳ dễ bị vi phạm. Do vậy, để cho sát thực và phù hợp với giả định của mô hình không nhất thiết lấy T theo định kỳ 1 năm mà có thể chọn T theo định kỳ ngắn hơn theo quý, tháng hoặc thậm chí theo tuần lễ. Để ước lượng chính xác T là bao nhiêu, công ty cần có số liệu quá khứ thống kê về tổng số tiền giao dịch trong những thời kỳ trước. Qua số liệu này có thể tính ra số trung bình, kỳ vọng và cả độ lệch chuẩn của biến T. Dựa vào đó có thể ước lượng ra T ở mức độ tin cậy nhất định.

Chi phí cơ hội do giữ tiền (K) – Trong mô hình Baumol chi phí cơ hội do giữ tiền (K) được xác định là những chi phí mất đi do tiền không được đưa vào sử dụng cho mục đích sinh lợi. Chi phí này được tính bằng tỷ suất sinh lợi của tiền theo đơn vị %/năm. Thực tế khi ước lượng chi phí cơ hội K cần lưu ý mấy điểm sau: Thứ nhất, cần điều chỉnh K sao cho tương thích với định kỳ hoạch định dùng để ước lượng T, nghĩa là nếu T được ước lượng theo năm thì K cũng phải theo năm, T theo quý hoặc tháng thì K cũng theo quý hoặc tháng. Thứ hai, chi phí cơ hội dùng để ước lượng K trước hết phải xuất phát từ chi phí cơ hội tối thiểu, chính bằng lãi suất tiền gửi không kỳ hạn ở ngân hàng. Kế đến tùy theo khả năng sử dụng tiền của công ty mà có thể điều chỉnh K tăng thêm một tỷ lệ thích hợp.

Sau khi ước lượng được tất cả các số liệu dùng để tính các biến số đầu vào bao gồm F, T và K có thể sử dụng Excel để lập ra một bản tính và cài đặt công thức để có được số liệu của F, T, K. Kế đến trên bảng tính này cài công thức tính C theo các biến số

F, T và K, xác định theo công thức của mô hình Baumol. Sau đó lưu bảng tính này để sử dụng cho những kỳ hoạch định kế tiếp.

Tóm lại, mô hình Baumol là mô hình đầu tiên đặt nền móng cho việc thiết lập tồn quỹ tiền mặt tối ưu. Mô hình này đơn giản, dễ ứng dụng nhưng do có nhiều giả định khiến cho mô hình này xa rời thực tế. Tuy nhiên, nó vẫn có thể ứng dụng được trong một vài tình huống cụ thể với những công việc cụ thể cần làm như vừa chỉ ra trên đây. Những hạn chế của mô hình này sẽ được khắc phục trong mô hình Miller-Orr sẽ xem xét tiếp theo.

b. Hướng dẫn ứng dụng mô hình Miller-Orr

Mô hình Miller-Orr cũng được ứng dụng để xác định tồn quỹ mục tiêu nhưng khác với mô hình Baumol ở chỗ nó xem xét tồn quỹ với cả dòng tiền thu vào và chi ra hàng ngày biến động một cách ngẫu nhiên. Trong mô hình này những giả định phi thực tế như trong mô hình Baumol đã bị dỡ bỏ chỉ thêm vào một giả định rằng dòng tiền ròng (dòng tiền thu vào trừ cho dòng tiền chi ra) có phân phối chuẩn.

Khác với mô hình Baumol, mô hình Miller-Orr xác định tồn quỹ tối ưu không phải bằng một giá trị rời rạc cụ thể mà bằng một khoảng gồm có: tồn quỹ mục tiêu (Z) cùng với giới hạn trên (H) và giới hạn dưới (L) của nó. Ban quản lý công ty thiết lập H căn cứ vào chi phí cơ hội giữ tiền và L căn cứ vào mức độ rủi ro do thiếu tiền cho chi tiêu. Công ty cho phép tồn quỹ biến động ngẫu nhiên trong phạm vi giới hạn và nếu như tồn quỹ vẫn nằm trong mức giữa giới hạn trên và giới hạn dưới thì công ty không cần thiết thực hiện giao dịch mua hay bán chứng khoán ngắn hạn. Khi tồn quỹ chạm giới hạn trên (tại điểm X) thì công ty sẽ mua $(H - Z)$ đồng chứng khoán ngắn hạn để giảm tồn quỹ trở về Z. Ngược lại, khi tồn quỹ giảm chạm giới hạn dưới (tại điểm Y) thì công ty sẽ bán $(Z - L)$ đồng chứng khoán ngắn hạn để gia tăng tồn quỹ lên đến Z. Chính việc xác định tồn quỹ như là một khoảng thay vì một con số nhất định đã mở rộng được khả năng ứng dụng mô hình Miller-Orr trong hầu hết các tình huống của công ty.

Với tồn quỹ thấp nhất L đã cho, mô hình Miller-Orr giúp chúng ta tìm được tồn quỹ mục tiêu (Z) và giới hạn trên (H) của nó làm cho tổng chi phí tối thiểu. Do Z và H là những đại lượng ngẫu nhiên nên việc chứng minh các công thức tính của chúng rất phức tạp, các nhà nghiên cứu tài chính thường bỏ qua việc này mà nhờ các nhà toán học giải quyết. Ở đây trong phạm vi ứng dụng mô hình, chúng ta không quan tâm đến việc

chứng minh mà chỉ quan tâm đến việc xác định tồn quỹ tối ưu và giới hạn trên của nó theo công thức dưới đây:

$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3F\sigma^2}{4K}} + L$$

$H^* = 3Z^* - 2L$, trong đó Z^* là tồn quỹ tối ưu và H^* là giới hạn trên tối ưu của tồn quỹ, là hai biến phụ thuộc cần xác định theo mô hình. Các biến độc lập bao gồm chi phí giao dịch F , chi phí cơ hội K , tồn quỹ tối thiểu hay giới hạn dưới của tồn quỹ L , và phương sai của dòng tiền ròng σ^2 . Sau đây sẽ hướng dẫn cách thu thập dữ liệu cho các biến độc lập này.

Tồn quỹ tối thiểu (L) – Tùy theo tình hình sử dụng tiền vào mục tiêu sinh lợi của công ty chúng ta có thể quan niệm tồn quỹ ở đây là tồn quỹ tiền mặt tại quỹ hay tồn quỹ bao gồm tiền mặt tại quỹ và tiền gửi thanh toán ở ngân hàng. Thường ở Việt Nam tồn quỹ nên được xác định bao gồm tiền mặt tại quỹ và tiền gửi thanh toán ở ngân hàng. Biến này xác định dựa vào số liệu thống kê của các kỳ hoạt động trước đó, có thể lấy trung bình của tồn quỹ thấp nhất của nhiều thời kỳ.

Chi phí giao dịch (F) và chi phí cơ hội (K) – Cách thu thập số liệu cho hai biến này tương tự như đã hướng dẫn đối với mô hình Baumol.

Phương sai của dòng tiền ròng (σ^2) – Để xác định biến này, trước hết thu thập số liệu của dòng tiền thu vào và số liệu dòng tiền chi ra hàng ngày qua một số thời kỳ. Kế đến lấy hiệu số của hai dòng tiền này để được dòng tiền ròng. Cuối cùng sử dụng Excel để xác định phương sai của dòng tiền ròng này.

Có thể sử dụng Excel để lập ra bảng tính nhằm xác định các biến độc lập như vừa hướng dẫn trên đây. Sau đó cài công thức tính Z^* và H^* để Excel tính ra tồn quỹ tối ưu và giới hạn trên của nó. Cuối cùng lưu bảng tính này để sử dụng cho các kỳ hoạch định tiếp theo.

c. Hướng dẫn ứng dụng các mô hình quản lý khoản phải thu

Các mô hình quản lý khoản phải thu như đã trình bày trong chương 3 được sử dụng để giúp giám đốc tài chính ra quyết định về chính sách bán chịu hàng hoá của công ty. Chính sách bán chịu của công ty nhìn chung có thể là những chính sách sau đây: (1) Chính sách về tiêu chuẩn bán chịu, (2) Chính sách về thời hạn bán chịu, và (3) Chính sách về tỷ lệ chiết khấu.

Để có thể ra được các quyết định này đòi hỏi giám đốc tài chính cũng phải tiến hành thu thập thông tin đưa vào mô hình xử lý và phân tích nhằm có được thông tin đầu ra trực tiếp phục vụ cho việc ra quyết định. Tuy nhiên, do việc phân tích và ra các quyết định liên quan đến khoản phải thu rất phức tạp nên rất khó và bất tiện khi sử dụng mô hình toán trong trường hợp này. Do vậy, Van Horn và Machowicz (2001) đề xuất ra mô hình phân tích và ra quyết định chính sách dựa trên cơ sở chung là phân tích tác động của chính sách về hai phương diện:

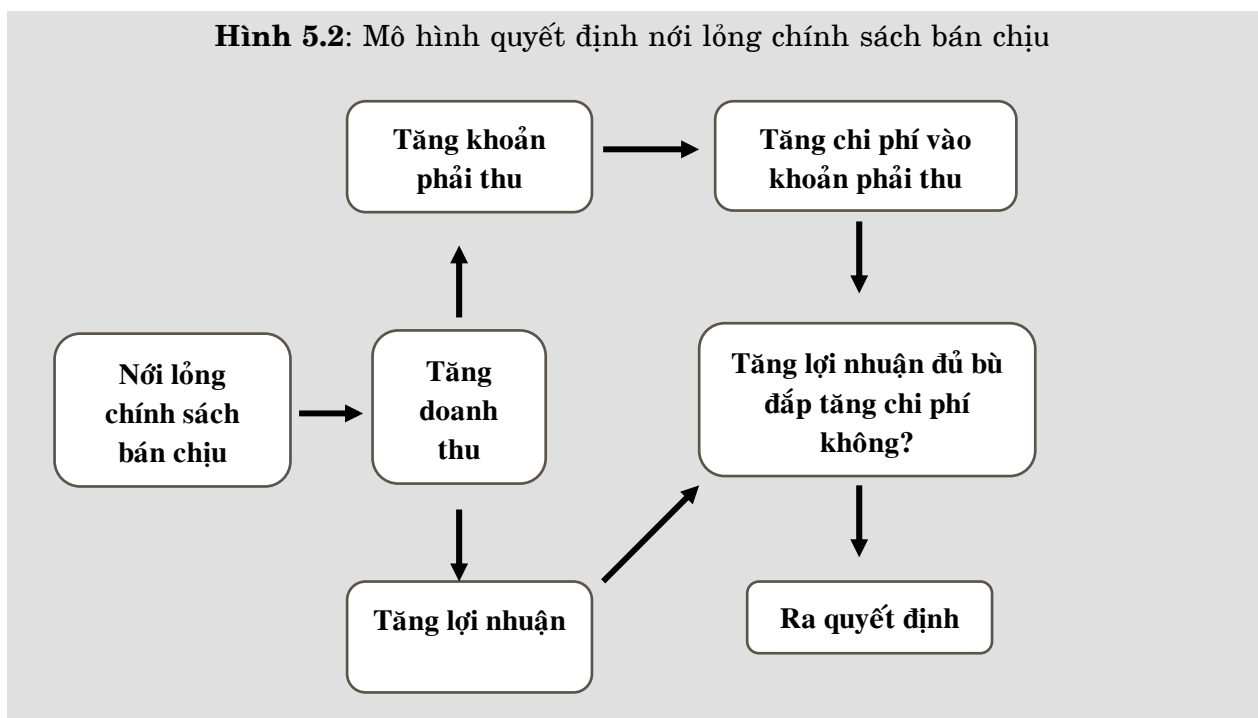
- Nếu mục tiêu của chính sách là nhằm tăng lợi nhuận thì xem xét việc tăng lợi nhuận có đủ bù đắp cho việc tăng chi phí hay không
- Nếu mục tiêu của chính sách là nhằm giảm chi phí thì xem xét việc tiết kiệm chi phí có đủ bù đắp lợi nhuận giảm hay không.

Sau đây sẽ trình bày những hướng dẫn cần thiết khi ứng dụng mô hình phân tích đối với từng mô hình phân tích cụ thể.

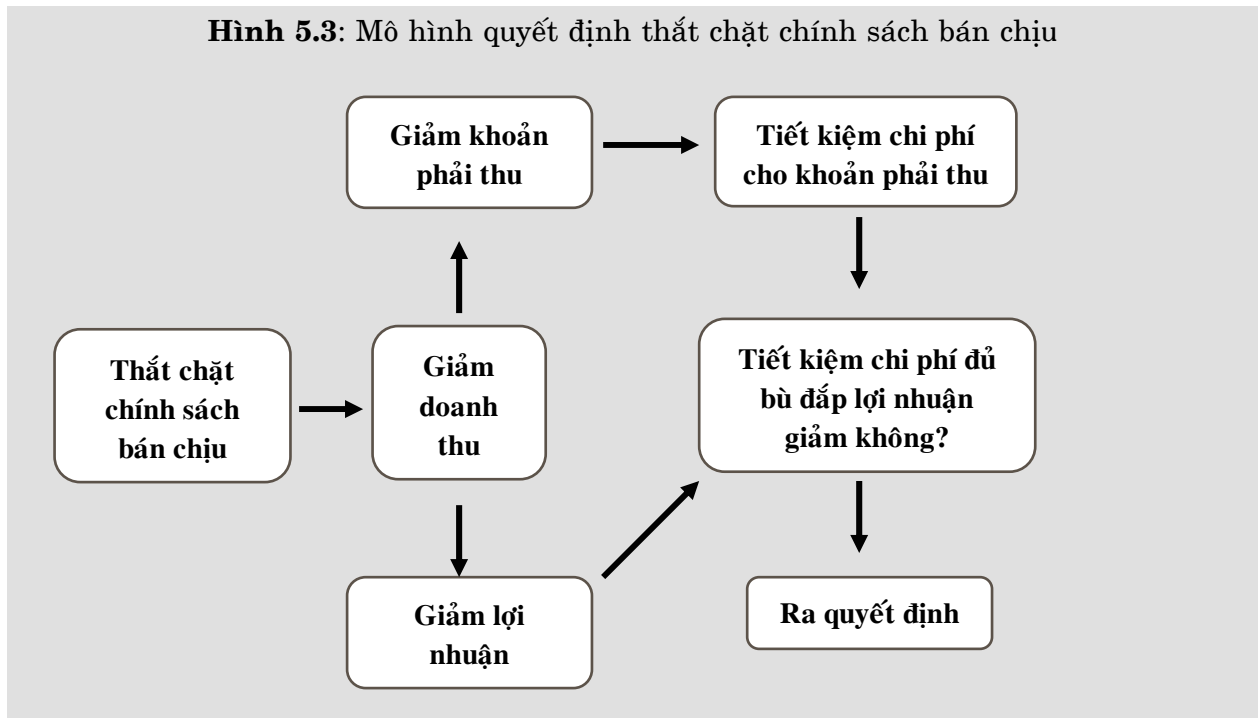
Mô hình quyết định tiêu chuẩn bán chịu

Tiêu chuẩn bán chịu là tiêu chuẩn tối thiểu về mặt uy tín của khách hàng để được công ty chấp nhận bán chịu hàng hoá dịch vụ. Một chính sách bán chịu có thể là nới lỏng hoặc thắt chặt chính sách bán chịu. Để có thể ra quyết định rằng công ty nên theo đuổi chính sách nới lỏng hay là thắt chặt chính sách bán chịu, giám đốc tài chính có thể thực hiện quá trình phân tích theo một trong hai mô hình như được mô tả dưới đây:

Hình 5.2: Mô hình quyết định nới lỏng chính sách bán chịu



Hình 5.3: Mô hình quyết định thắt chặt chính sách bán chịu



Mô hình như mô tả ở hình 5.2 và 5.3 có thể sử dụng thích hợp trong các công ty sản xuất và phân phối hàng tiêu dùng và rất nhiều loại sản phẩm khác nữa theo hệ thống kênh phân phối qua các đại lý và điểm bán hàng. Để có thể áp dụng các mô hình này công ty có thể thực hiện các bước sau đây:

Thứ nhất là thiết lập cho công ty một tiêu chuẩn bán chịu. Tiêu chuẩn bán chịu do ban giám đốc kết hợp với các bộ phận bán hàng và quản lý khoản phải thu xem xét đưa ra sao cho phù hợp với từng loại đối tượng khách hàng. Trước hết, có thể phân loại khách hàng thành hai dạng: khách hàng công ty và khách hàng cá nhân. Kế đến, quyết định các yếu tố ảnh hưởng đến uy tín của khách hàng trong thanh toán và tiến hành xây dựng hệ thống cho điểm và đánh giá khách hàng. Cuối cùng, dựa vào thang điểm này quyết định ra tiêu chuẩn bán chịu. Một chính sách được gọi là nới lỏng khi số điểm của tiêu chuẩn bán chịu được hạ xuống. Ngược lại, một chính sách được gọi là thắt chặt khi số điểm của tiêu chuẩn bán chịu được nâng lên.

Thứ hai là dự báo thay đổi doanh thu khi nới lỏng hoặc thắt chặt tiêu chuẩn bán chịu. Đây là bước quan trọng nhất có tác động đến sự thành công hay thất bại của một chính sách về tiêu chuẩn bán chịu. Nhìn chung, khi nới lỏng chính sách bán chịu thì doanh thu sẽ tăng nếu như các yếu tố khác như chất lượng sản phẩm và dịch vụ, tổ chức các kênh phân phối... vẫn đảm bảo. Ngược lại, thắt chặt chính sách bán chịu thì doanh thu sẽ giảm. Tuy nhiên, giám đốc tài chính cần kết hợp với giám đốc bán hàng và bộ

phận nghiên cứu thị trường để phối hợp dự báo xem tỷ lệ tăng hoặc giảm doanh thu là bao nhiêu phần trăm so với lúc chưa áp dụng chính sách thay đổi tiêu chuẩn bán chịu. Từ tỷ lệ tăng hoặc giảm doanh thu này cùng với thông tin về chi phí khả biến có thể dễ dàng xác định được lãi gộp của công ty.

Thứ ba là dự báo thay đổi chi phí đầu tư khoản phải thu khi nới lỏng hoặc thắt chặt tiêu chuẩn bán chịu. Việc tăng hoặc giảm doanh thu như vừa chỉ ra ở bước thứ hai dẫn đến việc tăng hoặc giảm theo của chi phí đầu tư vào khoản phải thu. Để ước lượng chi phí đầu tư vào khoản phải thu chúng ta cần lưu ý hai yếu tố: (1) khoản đầu tư vào khoản phải thu được xác định theo giá vốn, tức là theo chi phí khả biến đơn vị của sản phẩm và dịch vụ, (2) chi phí đầu tư vào khoản phải thu là chi phí cơ hội mất đi do vốn kẹt vào khoản phải thu. Thông thường chi phí này bằng lãi vay ngân hàng để bù đắp cho phần vốn bị kẹt trong khoản phải thu.

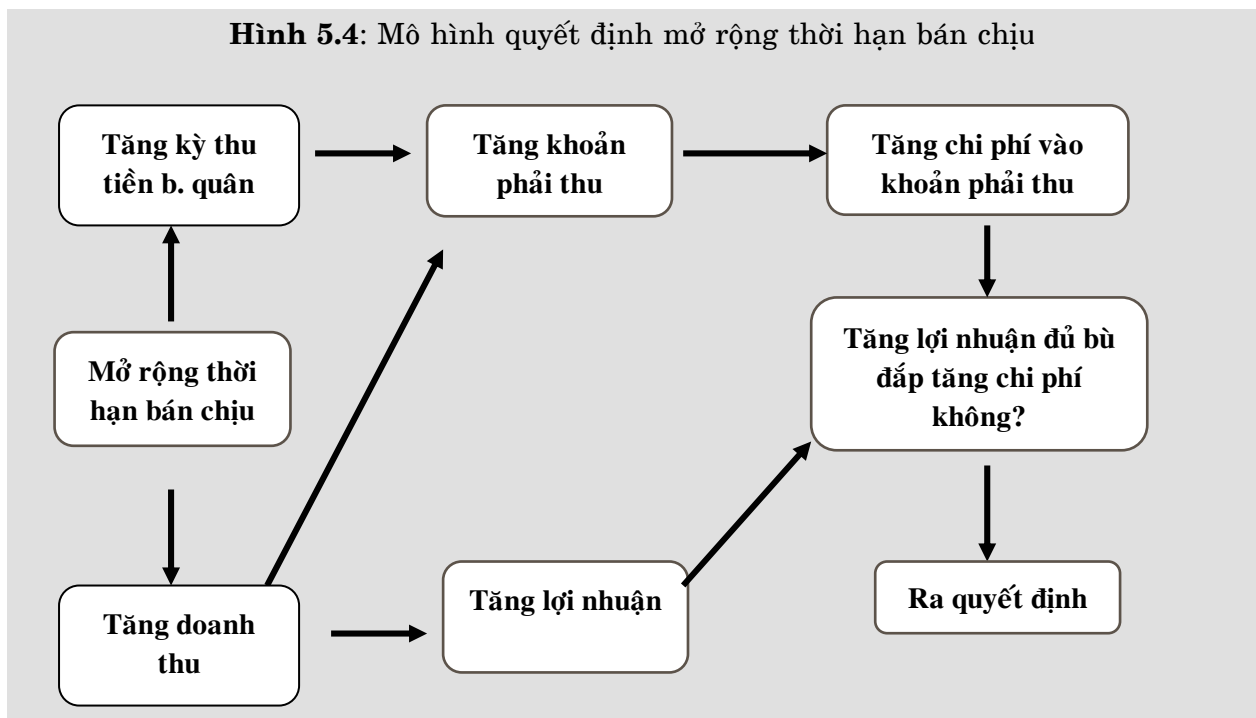
Thứ tư là so sánh giữa lợi ích và chi phí để ra quyết định. Nếu việc ước lượng các thông số đầu vào như vừa chỉ ra ở bước thứ hai và thứ ba được thực hiện một cách đầy đủ và chính xác thì bước thứ tư này chỉ đơn giản là tính toán dựa vào thông số đầu vào để có được những thông tin phục vụ việc ra quyết định. Tùy theo chính sách xác định ở bước thứ nhất, ở bước này có thể có một trong hai kết quả. Một là đối với chính sách nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu, nếu doanh thu tăng dẫn đến mức tăng lợi nhuận lớn hơn mức tăng chi phí đầu tư vào khoản phải thu thì quyết định nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu. Nếu ngược lại thì không nên nới lỏng tiêu chuẩn bán chịu. Hai là đối với chính sách thắt chặt tiêu chuẩn bán chịu, nếu doanh thu giảm dẫn đến tiết kiệm được chi phí đầu tư vào khoản phải thu lớn hơn mức lợi nhuận giảm đi do doanh thu giảm thì nên áp dụng chính sách thắt chặt tiêu chuẩn bán chịu. Nếu ngược lại thì không nên áp dụng chính sách thắt chặt tiêu chuẩn bán chịu.

Thứ năm là tiếp tục theo dõi tác động của chính sách đối với doanh thu và chi phí cũng như sự phản ứng của thị trường đối với chính sách để từ đó có thể quyết định thay đổi chính sách kịp thời. Tư tưởng chung cho bước này là bất kỳ một chính sách thay đổi tiêu chuẩn bán chịu nào một khi được đưa ra sẽ có tác động nhất định đến doanh thu, qua đó có tác động đến lợi nhuận và chi phí. Tuy nhiên, sự tác động này không phải bất di bất dịch mà thay đổi theo tình hình và sự phản ứng của thị trường. Do vậy, cần theo dõi và tiếp tục có những thay đổi và điều chỉnh thích hợp theo tín hiệu của thị trường. Kết quả là chúng ta luôn có một sự hoán đổi tuần tự giữa hai chính sách.

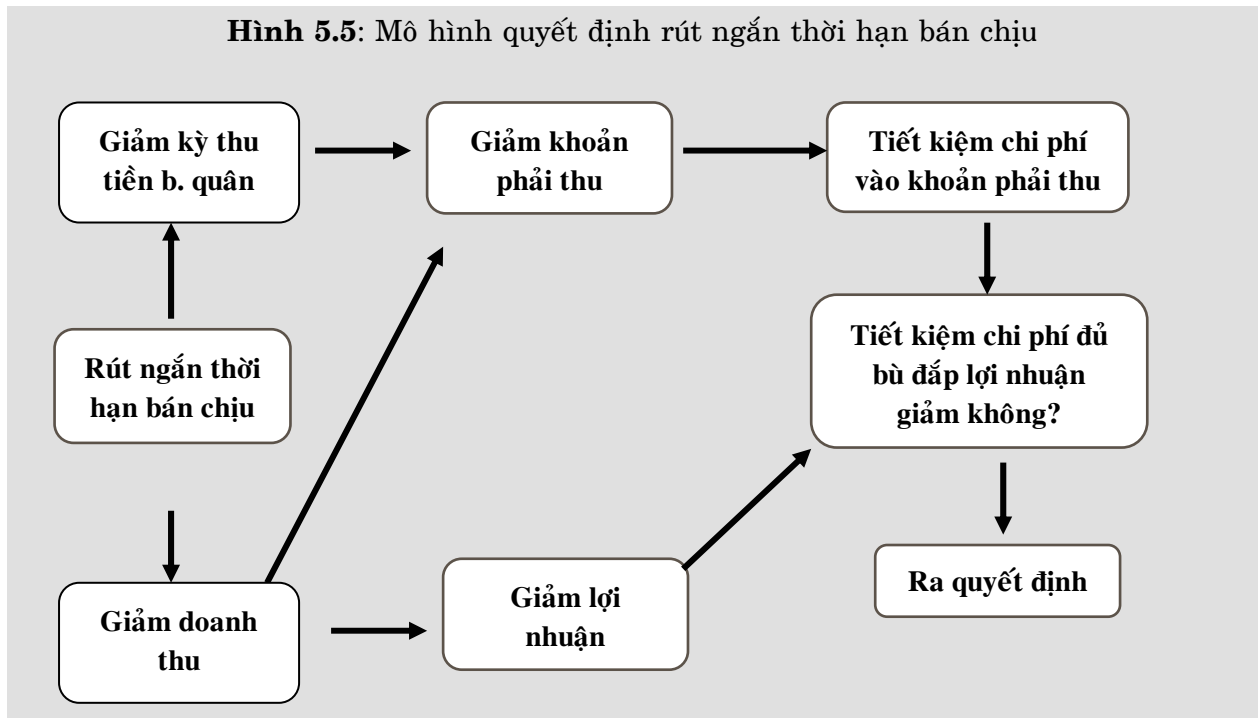
Mô hình quyết định thời hạn bán chịu

Thời hạn bán chịu là khoảng thời gian tối đa mà công ty cho phép khách hàng mua hàng nhưng chưa thanh toán. Quá thời hạn này khoản nợ mà khách hàng chưa thanh toán được xem là nợ quá hạn. Một chính sách thay đổi thời hạn bán chịu có thể là mở rộng hoặc rút ngắn thời hạn bán chịu. Chính sách mở rộng thời hạn bán chịu nhằm mục tiêu thu hút thêm khách hàng mua chịu góp phần tăng doanh thu và sau cùng là tăng lợi nhuận. Ngược lại, một chính sách rút ngắn thời hạn bán chịu nhằm mục tiêu giảm kỳ thu tiền bình quân, qua đó tiết kiệm chi phí đầu tư vào khoản phải thu.

Thời hạn bán chịu dài hay ngắn có tác dụng kích thích nhu cầu, do đó, dẫn đến gia tăng doanh thu và lợi nhuận cho công ty. Mặt khác, thời hạn bán chịu dài hay ngắn có tác động đến kỳ thu tiền bình quân, do đó, dẫn đến gia tăng hay giảm khoản phải thu và chi phí đầu tư vào khoản phải thu. Nói chung mô hình quyết định thời hạn bán chịu dựa trên cơ sở so sánh giữa lợi nhuận tăng thêm và chi phí phát sinh khi mở rộng thời hạn bán chịu, hoặc so sánh giữa tiết kiệm chi phí đầu tư khoản phải thu và lợi nhuận giảm đi do rút ngắn thời hạn bán chịu. Như đã trình bày trong chương 3, theo Van Horne và Wachowicz (2001) mô hình phân tích và ra quyết định thay đổi thời hạn bán chịu có thể được mô tả trên hình 5.4 và 5.5 dưới đây.



Hình 5.5: Mô hình quyết định rút ngắn thời hạn bán chịu



Tương tự như mô hình quyết định chính sách bán chịu, mô hình thay đổi thời hạn bán chịu cũng có thể áp dụng rộng rãi đối với những loại hình công ty sản xuất và phân phối sản phẩm theo các kênh phân phối qua các đại lý và điểm bán hàng. Để ứng dụng được mô hình này, giám đốc tài chính cần phối hợp với giám đốc bán hàng và các bộ phận nghiên cứu tiếp thị ước lượng chính xác các thông số đầu vào bao gồm:

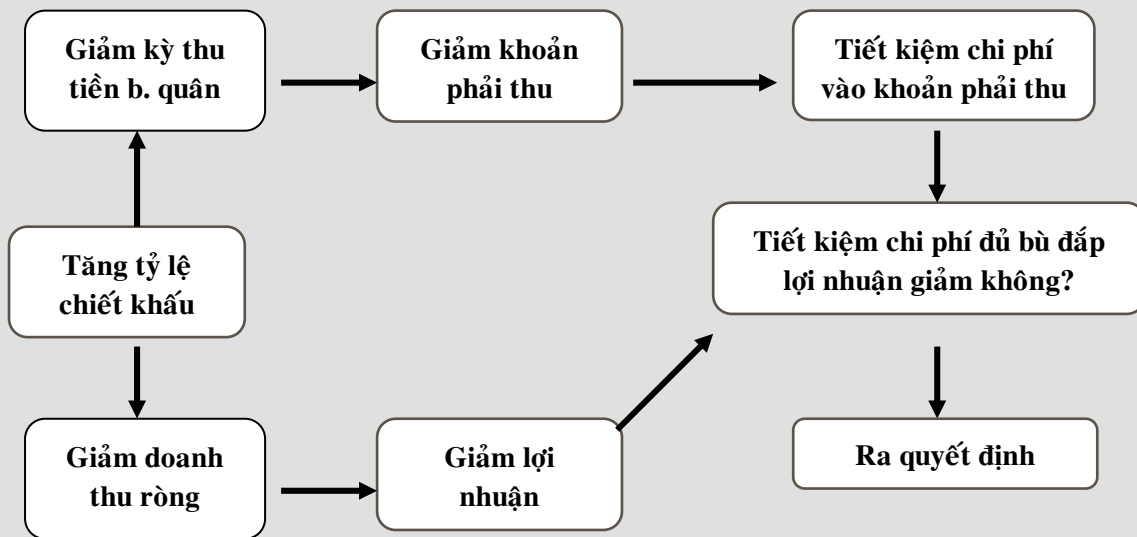
- Ước lượng tỷ lệ thay đổi doanh thu khi thay đổi thời hạn bán chịu
- Ước lượng mức thay đổi kỳ thu tiền bình quân khi thay đổi thời hạn bán chịu
- Ước lượng mức thay đổi khoản phải thu do tác động của cả hai yếu tố thay đổi doanh thu và thay đổi kỳ thu tiền bình quân
- Ước lượng chi phí cơ hội của khoản phải thu.

Dựa vào các thông số được ước lượng, giám đốc tài chính có thể xác định mức thay đổi lợi nhuận và chi phí. Cuối cùng so sánh giữa mức thay đổi lợi nhuận và chi phí để ra quyết định nên theo đuổi chính sách nào. Cần lưu ý rằng một chính sách mở rộng hay rút ngắn thời hạn bán chịu chỉ thích hợp trong những điều kiện và hoàn cảnh nhất định của thị trường. Khi tình hình thị trường thay đổi các thông số đầu vào sẽ thay đổi theo và kết quả là chính sách thời hạn bán chịu không còn phù hợp như tính toán ban đầu. Khi ấy giám đốc tài chính cần thực hiện lại qui trình xem xét và ra quyết định chính sách thời hạn bán chịu phải như thế nào trong tình hình mới.

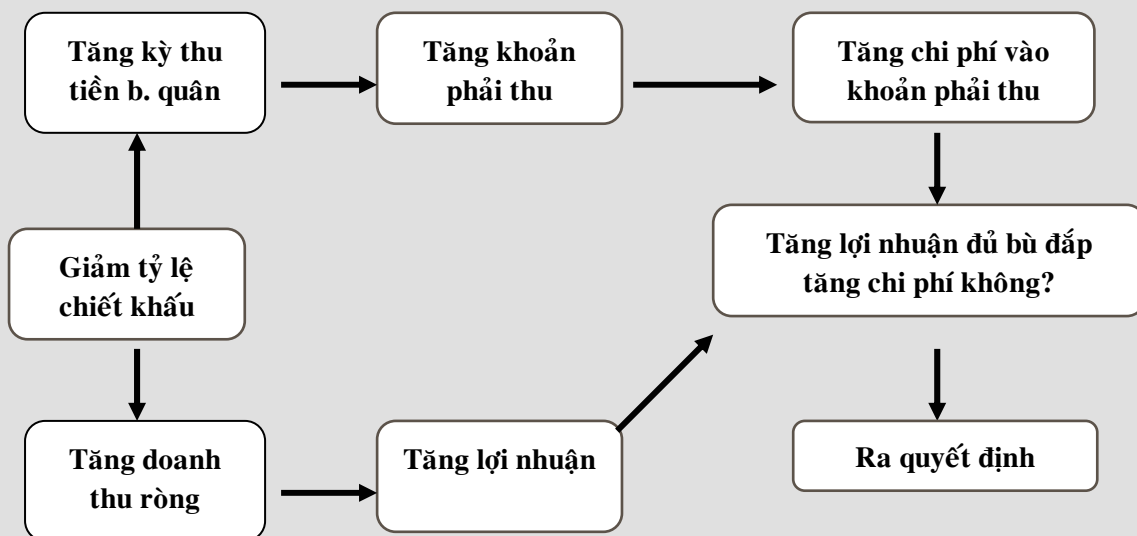
Mô hình quyết định tỷ lệ chiết khấu

Tỷ lệ chiết khấu là tỷ lệ phần trăm của doanh thu hoặc giá bán được khấu trừ nếu người mua trả tiền trong thời hạn chiết khấu. Một chính sách về tỷ lệ chiết khấu có thể là tăng hoặc giảm tỷ lệ chiết khấu trong khi thời hạn chiết khấu không đổi. Công ty có thể theo đuổi chính sách tăng tỷ lệ chiết khấu nhằm mục tiêu giảm kỳ thu tiền bình quân, qua đó giảm khoản phải thu và tiết kiệm chi phí đầu tư vào khoản phải thu. Ngược lại, công ty có thể theo đuổi chính sách giảm tỷ lệ chiết khấu nhằm mục tiêu tăng doanh thu ròng và qua đó tăng lợi nhuận. Theo Van Horne và Wachowicz (2001) mô hình phân tích và ra quyết định chính sách tỷ lệ chiết khấu có thể mô tả trên hình 5.6 và 5.7 dưới đây.

Hình 5.6: Mô hình quyết định tăng tỷ lệ chiết khấu



Hình 5.7: Mô hình quyết định giảm tỷ lệ chiết khấu



Tương tự như mô hình quyết định chính sách bán chịu và mô hình thay đổi thời hạn bán chịu, mô hình thay đổi tỷ lệ chiết khấu cũng có thể áp dụng rộng rãi đối với những loại hình công ty sản xuất và phân phối sản phẩm theo các kênh phân phối qua các đại lý và điểm bán hàng. Để ứng dụng được mô hình này, giám đốc tài chính cần phối hợp với giám đốc bán hàng và các bộ phận nghiên cứu tiếp thị ước lượng chính xác các thông số đầu vào bao gồm:

- Ước lượng mức thay đổi kỳ thu tiền bình quân khi thay đổi tỷ lệ chiết khấu
- Ước lượng chi phí cơ hội của khoản phải thu.

Qua các thông số này giám đốc tài chính có thể xác định được mức độ thay đổi của khoản phải thu, từ đó, xác định mức thay đổi của chi phí đầu tư vào khoản phải thu. Mặt khác, với tỷ lệ chiết khấu đưa ra, giám đốc tài chính có thể xác định được mức thay đổi doanh thu ròng, qua đó, xác định mức thay đổi lợi nhuận. Cuối cùng, bằng việc so sánh giữa sự thay đổi chi phí và lợi nhuận, giám đốc tài chính có thể ra quyết định chính sách tỷ lệ chiết khấu nào công ty nên theo đuổi.

d. Hướng dẫn ứng dụng mô hình EOQ

Mô hình EOQ là mô hình quyết định lượng đặt hàng kinh tế, lượng đặt hàng tối ưu sao cho tổng chi phí tồn kho thấp nhất. Mô hình này được ứng dụng để xác định lượng đặt hàng tối ưu đối với một loại nguyên vật liệu nào đó dựa trên cơ sở các thông số sau đây:

- Mức sử dụng (S) là số lượng đơn vị cần dùng trong một thời kỳ nhất định.
- Chi phí đặt hàng (O) là chi phí phát sinh liên quan đến việc đặt hàng như chi phí thủ tục giấy tờ, kiểm nhận hàng hoá. Chi phí này cố định bất chấp qui mô đặt hàng nhiều hay ít và chi phí đặt hàng cho một thời kỳ nào đó bằng chi phí mỗi lần đặt hàng nhân với số lần đặt hàng.
- Chi phí duy trì tồn kho đơn vị (C) là chi phí phát sinh như lưu kho, bảo hiểm, và chi phí cơ hội để duy trì tồn kho. Giả sử chi phí duy trì tồn kho đơn vị cố định trong một thời kỳ nào đó, do đó, tổng chi phí duy trì tồn kho trong kỳ bằng chi phí duy trì tồn kho đơn vị nhân với số lượng tồn kho bình quân trong kỳ đó.

Với các thông số đầu vào mô tả trên đây, như đã trình bày trong chương 3, mô hình lượng đặt hàng kinh tế cho phép xác định được lượng đặt hàng tối ưu là Q^* xác định theo công thức sau:

$$Q^* = \sqrt{\frac{2OS}{C}} \quad (5.1)$$

Để có thể ứng dụng mô hình này vào thực tiễn giám đốc công ty cần lưu ý những vấn đề sau đây:

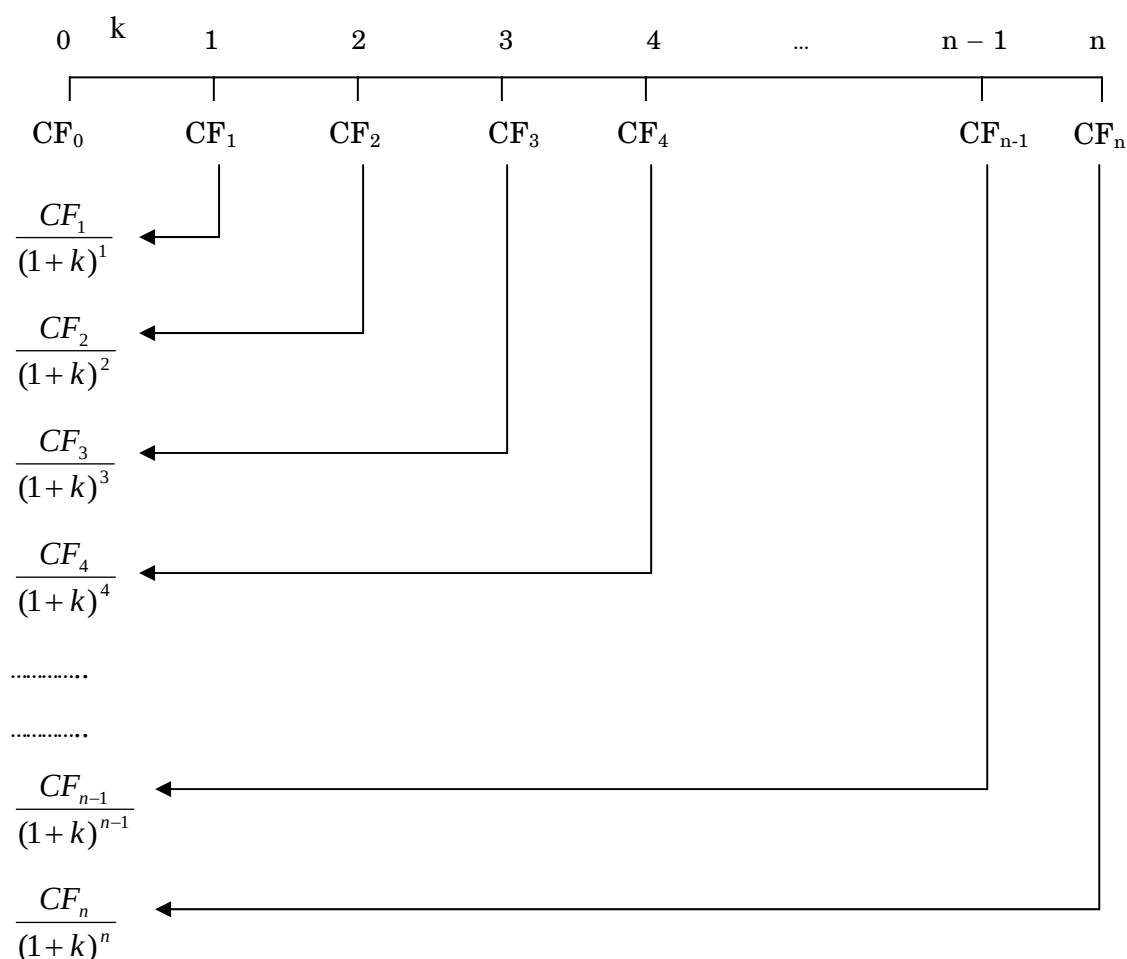
- Rà soát lại danh mục hàng tồn kho bao gồm tồn kho nguyên liệu, nhiên liệu, vật liệu chính và vật liệu phụ xem loại tồn kho nào thích hợp với mô hình này. Nói chung mô hình lượng đặt hàng kinh tế chỉ thích hợp với loại hàng tồn kho nào có nhu cầu xác định chắc chắn và khả năng cung ứng của nhà cung cấp có thể đáp ứng ngay lập tức.
- Giám đốc tài chính cần kết hợp với giám đốc sản xuất và các bộ phận kế hoạch để ước lượng chính xác mức sử dụng tồn kho (S), là số lượng đơn vị tồn kho cần dùng trong một thời kỳ hoạch định.
- Giám đốc tài chính cần kết hợp với bộ phận phụ trách mua hàng, cung ứng vật tư, và phòng kế toán để ước lượng chính xác tất cả các mức chi phí phát sinh mỗi lần đặt hàng (O).
- Giám đốc tài chính cần phối hợp với bộ phận kế toán và quản lý kho để ước lượng chính xác tất cả những chi phí phát sinh liên quan đến duy trì tồn kho tính ra cho mỗi đơn vị tồn kho (C).

Giám đốc tài chính có thể sử dụng bảng tính Excel để tập hợp dữ liệu và tính toán tất cả các thông số này. Sau đó cài công thức tính Q^* dựa vào các thông số vừa xác định và lưu bảng tính để phục vụ cho việc phân tích cũng như tính toán cho kỳ kế hoạch tiếp theo.

e. Hướng dẫn ứng dụng mô hình DCF

Mô hình DCF có tên gọi đầy đủ là mô hình chiết khấu dòng tiền, nó được xây dựng dựa trên nền tảng của khái niệm thời giá tiền tệ và quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro như đã được trình bày chi tiết trong chương 2. Để dễ dàng hình dung và tiện ứng dụng, một cách tổng quát mô hình DCF có thể được mô tả trên hình vẽ 5.8 dưới đây:

Hình 5.8: Mô tả mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)



Như đã trình bày trong chương 3, mô hình DCF có thể biểu diễn dưới dạng biểu thức toán học như sau:

$$PV = \frac{CF_0}{(1+k)^0} + \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_{n-1}}{(1+k)^{n-1}} + \frac{CF_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (5.2), \text{ trong đó } CF_t$$

là ngân lưu kỳ vọng sẽ có được trong tương lai, k là suất chiết khấu dùng để chiết khấu ngân lưu về hiện giá, và n là số thời đoạn của thời kỳ hoạch định.

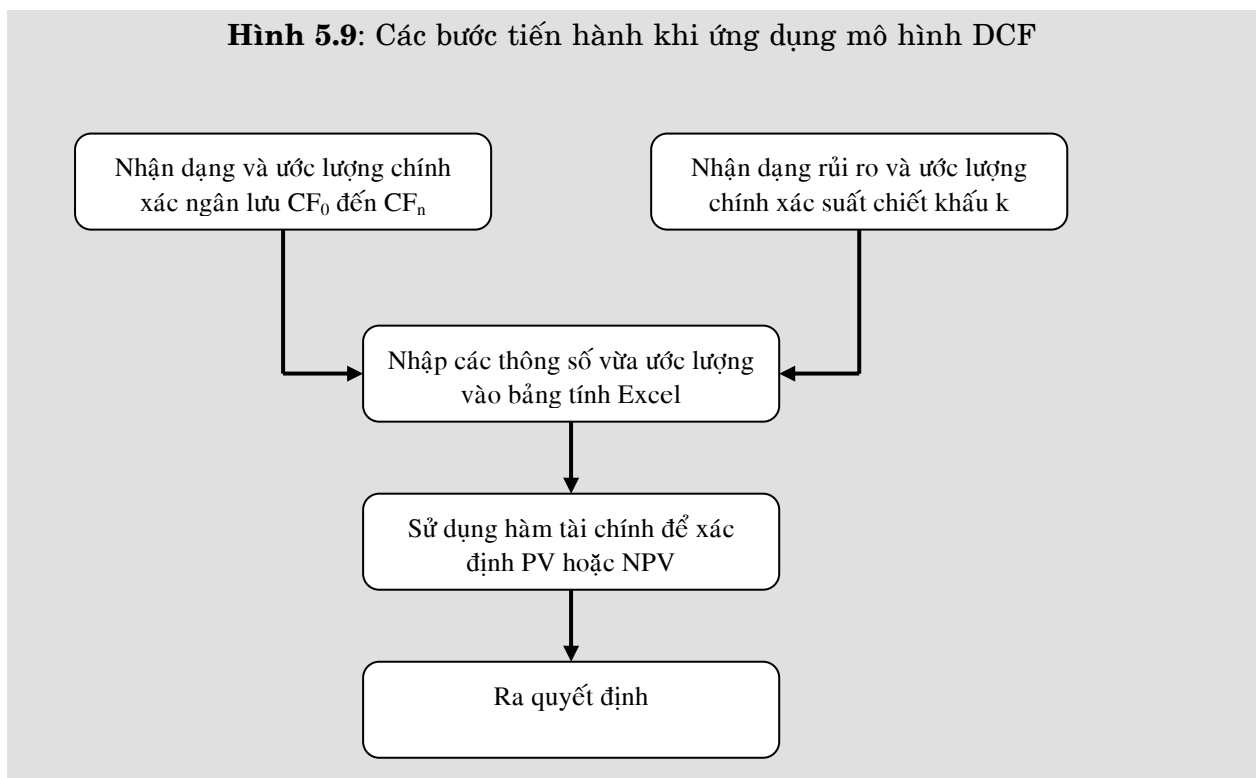
Như đã chỉ ra trong chương 3, mô hình DCF có thể ứng dụng rộng rãi trong nhiều loại quyết định tài chính công ty, đặc biệt là quyết định đầu tư. Cụ thể dưới đây là những phạm vi có thể ứng dụng mô hình DCF:

- Định giá tài sản, bao gồm tài sản hữu hình và tài sản tài chính, để ra quyết định có mua hay bán tài sản đó
- Phân tích, đánh giá và ra quyết định có đầu tư hay không vào một dự án đầu tư
- Phân tích, đánh giá và ra quyết định nên mua hay thuê một tài sản cố định.
- Phân tích, đánh giá và ra quyết định nên mua hay không mua một doanh nghiệp.

Để ứng dụng được mô hình DCF, nói chung giám đốc tài chính cần chú ý thực hiện các bước sau đây:

- Thứ nhất là ước lượng chính xác ngân lưu qua các thời đoạn từ 0 đến n
- Thứ hai là ước lượng chính xác suất chiết khấu k dùng làm cơ sở để xác định hiện giá của ngân lưu ở thời điểm 0
- Thứ ba là nhập các thông số vừa ước lượng vào bảng tính Excel
- Thứ tư là sử dụng hàm tài chính để xác định PV hay NPV tùy theo mục tiêu phân tích.
- Thứ năm là ra quyết định dựa vào kết quả PV hay NPV vừa xác định.

Toàn bộ các bước tiến hành này trước tiên được mô tả trên hình vẽ 5.9, sau đó sẽ được cụ thể và chi tiết hoá từng bước nhằm giúp cho giám đốc tài chính dễ dàng ứng dụng.



Qua hình vẽ 5.9 giám đốc tài chính có thể dễ dàng hình dung những công việc mình sẽ làm khi ứng dụng mô hình DCF. Trong toàn bộ các bước tiến hành này, hai bước đầu là quan trọng nhất có tác dụng quyết định đến việc ứng dụng chính xác mô hình. Các bước còn lại chỉ là vấn đề kỹ thuật, có thể thực hiện dễ dàng và chính xác nhờ sự hỗ trợ của bảng tính Excel. Do vậy, ở đây chỉ hướng dẫn thực hiện chi tiết đối với hai bước đầu.

Ước lượng ngân lưu

Việc ứng dụng mô hình DCF để định giá tài sản hoặc phân tích và ra quyết định đầu tư dự án có chính xác hay không phụ thuộc rất lớn vào việc ước lượng ngân lưu. Đối với những tài sản hoặc dự án mà ngân lưu kỳ vọng tương đối chắc chắn thì việc ước lượng ngân lưu trong tương lai trở nên dễ dàng và có độ chính xác cao. Chẳng hạn, ngân lưu thu được từ tiền lãi hàng năm của một trái phiếu kho bạc có mệnh giá 100 triệu đồng, thời hạn 5 năm, trả lãi hàng năm với lãi suất là 8% là một ngân lưu gần như chắc chắn. So với ngân lưu phát sinh của việc mua trái phiếu, ngân lưu có được từ hoạt động kinh doanh xe taxi không chắc chắn và khó ước lượng hơn, vì doanh thu và chi phí trong trường hợp này phức tạp và bất ổn hơn. So với hoạt động kinh doanh xe taxi, ngân lưu có được từ việc đầu tư vào một nhà máy chế biến và xuất khẩu thủy sản càng phức tạp và khó ước lượng hơn nữa.

Từ những phân tích trên, khi ứng dụng mô hình DCF đối với những dự án phức tạp, trước tiên giám đốc tài chính cần lưu ý đến việc khảo sát thị trường và thu thập những thông tin cần thiết để làm cơ sở xác định các thông số cần thiết phục vụ cho việc ước lượng ngân lưu. Kế đến, có thể chia việc ước lượng ngân lưu ra thành:

- Ước lượng ngân lưu ở thời điểm hay giai đoạn đầu tư
- Ước lượng ngân lưu ở giai đoạn hoạt động của dự án
- Ước lượng ngân lưu khi kết thúc dự án.

Cuối cùng để tiên lượng được mức độ chính xác của ngân lưu có thể sử dụng một số công cụ phân tích như phân tích độ nhạy, phân tích tình huống và phân tích mô phỏng theo mức độ thay đổi của các thông số làm cơ sở ước lượng ngân lưu.

Ước lượng suất chiết khấu

Ngoài việc ước lượng ngân lưu như vừa trình bày, để có thể ứng dụng được mô hình DCF giám đốc tài chính còn phải ước lượng được suất chiết khấu làm cơ sở để xác định hiện giá của ngân lưu. Suất chiết khấu k ở đây chính là tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi khi đầu tư vào tài sản hoặc dự án mà chúng ta đang xem xét. Về lý thuyết, có ba cách ước lượng suất chiết khấu k , như được trình bày trong phần c của mục 2.2.3 của chương 3, bao gồm:

- Sử dụng mô hình CAPM
- Sử dụng mô hình tăng trưởng cổ tức
- Sử dụng tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro cộng thêm phần bù rủi ro của dự án.

Trong ba cách này, cách thứ nhất và cách thứ hai cho phép xác định k chính xác hơn cách thứ ba, nhưng lại không thể áp dụng trong điều kiện thị trường tài chính chưa phát triển. Vì thế, thực tế ít khi cách thứ nhất và thứ hai được áp dụng mà thay vào đó là sử dụng lãi suất ngân hàng làm suất chiết khấu. Sự thay thế này vô tình bỏ qua việc xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro, một mối quan hệ quan trọng, như đã trình bày trong chương 2, là một trong những nền tảng lý luận căn bản của tài chính công ty.

Mâu thuẫn lớn khi ước lượng suất chiết khấu trên thực tế là những phương pháp có cơ sở khoa học thì không đủ điều kiện áp dụng ở Việt Nam, trong khi những phương pháp có thể áp dụng thì lại thiếu cơ sở khoa học. Để dung hoà và giải quyết mâu thuẫn này, giám đốc tài chính có thể sử dụng cách thứ ba, tức là ước lượng suất chiết khấu bằng cách sử dụng tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro có gia tăng thêm phần bù rủi ro xét cụ thể cho từng loại tài sản hay dự án. Cách này rõ ràng là có xem xét đến quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Mặt khác, nó khả thi vì trên thực tế chúng ta có thể sử dụng lãi suất tín phiếu kho bạc, được xác định thông qua đấu thầu, như là tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro làm căn cứ xác định suất chiết khấu k . Vấn đề còn lại là dựa vào kinh nghiệm của nhà quản lý để ước lượng phần bù rủi ro thích hợp cho từng loại tài sản hoặc dự án.

f. Hướng dẫn ứng dụng mô hình CAPM

Như vừa trình bày, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) có thể ứng dụng để ước lượng suất chiết khấu một cách có căn cứ khoa học. Tuy nhiên, trên thực tế mô hình này khó có thể ứng dụng được trong điều kiện thị trường tài chính chưa phát triển của Việt Nam. Phần này sẽ xem xét làm thế nào để có thể ứng dụng được mô hình CAPM.

Như đã được đề cập trong chương 3, mô hình định CAPM cho rằng suất sinh lời hay tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của một khoản đầu tư vào một tài sản hay dự án nào đó phụ thuộc vào những yếu tố sau đây:

- Lãi suất phi rủi ro, R_f
- Lãi suất đền bù rủi ro thị trường (risk premium), $(R_M - R_f)$

- Rủi ro hệ thống của tài sản đầu tư so với rủi ro bình quân của thị trường, được gọi là hệ số beta, β_E .

Suất sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư vào một tài sản (tài sản ở đây có thể là trái phiếu, tài sản hữu hình, một công ty, hay một dự án..) là R_E với hệ số beta tương ứng β_E , được xác định theo mô hình CAPM như sau:

$$R_E = R_f + (R_M - R_f)\beta_E \quad (5.3)$$

Mô hình này dùng để xác định tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng khi đầu tư vào một tài sản hay một dự án nào đó. Cần lưu ý mô hình CAPM được phát triển bởi William Sharpe dựa trên cơ sở những giả định sau:

- Thị trường vốn là hiệu quả ở chỗ nhà đầu tư được cung cấp thông tin đầy đủ, chi phí giao dịch không đáng kể, không có những hạn chế đầu tư, và không có nhà đầu tư nào đủ lớn để ảnh hưởng đến giá cả của một loại chứng khoán nào đó. Nói khác đi, giả định thị trường vốn là thị trường hiệu quả và hoàn hảo.
- Nhà đầu tư kỳ vọng nắm giữ chứng khoán trong thời kỳ một năm và có hai cơ hội đầu tư: đầu tư vào chứng khoán không rủi ro và đầu tư vào danh mục cổ phiếu thường trên thị trường.

Từ công thức xác định tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng và những giả định của mô hình CAPM có thể thấy rằng trong điều kiện hiện tại của Việt Nam chưa thích hợp cho việc ứng dụng mô hình CAPM. Thế nhưng trong tương lai, cần phải làm gì để có thể ứng dụng được CAPM? Những công việc cần làm để có thể ứng dụng được CAPM cụ thể là:

- Thứ nhất, công khai hoá và minh bạch hoá thông tin cùng với việc tháo dỡ bớt những rào cản cho nhà đầu tư để dần dần gia tăng mức độ hiệu quả và hoàn hảo của thị trường.
- Thứ hai, thúc đẩy nhanh hơn nữa tiến trình cổ phần hoá và niêm yết công ty cổ phần trên thị trường chứng khoán để sớm hình thành danh mục đầu tư đủ sức đại diện cho thị trường. Hiện nay, mới có khoảng 24 công ty được niêm yết, chưa thể nào đại diện cho danh mục đầu tư thị trường.

- Thứ ba, sau thời gian hình thành và phát triển tối thiểu là năm năm cần có một công ty dịch vụ thông tin đứng ra thu thập, xử lý thông tin để xác định và công bố hệ số beta.
- Thứ tư, cần tổ chức thường xuyên và công bố rộng rãi thông tin về các cuộc đấu thầu tín phiếu kho bạc, qua đó có cơ sở xác định tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro.

Những việc làm trên đây có tác dụng hai mặt. Một mặt làm cho điều kiện thị trường tài chính Việt Nam phát triển tiến dần đến mức hiệu quả mạnh hơn, thích hợp hơn cho việc ứng dụng CAPM. Mặt khác, tạo ra được những tiền đề cho việc xác định các thông số mà mô hình CAPM yêu cầu như tỷ suất lợi nhuận phi rủi ro, tỷ suất lợi nhuận thị trường và hệ số beta. Có như vậy, mới ứng dụng được CAPM vào thực tiễn của Việt Nam.

g. Hướng dẫn ứng dụng mô hình định giá trái phiếu

Mô hình định giá trái phiếu chỉ là một trường hợp ứng dụng cụ thể của mô hình DCF và CAPM. Nhờ CAPM có thể xác định được tỷ suất lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi khi mua trái phiếu. Nhờ DCF có thể chiết khấu ngân lưu có được từ việc mua trái phiếu về hiện tại để xác định giá của trái phiếu. Từ đó, giám đốc tài chính có thể ra quyết định mua hay bán trái phiếu.

Mô hình định giá trái phiếu có thể ứng dụng để phân tích và ra quyết định đầu tư vào tài sản tài chính, khi mua trái phiếu. Ngoài ra, nó cũng có thể ứng dụng để ra quyết định về chi phí huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu. Một trái phiếu khi phát hành hoặc xem xét đầu tư bao giờ cũng có những thông tin sau:

- Mệnh giá (M)
- Thời hạn (n) tính theo năm
- Lãi suất được công bố (i) tính theo %/năm
- Phương thức trả lãi, có thể là trả lãi định kỳ (hàng năm hoặc định kỳ sáu tháng) hoặc không trả lãi định kỳ.

Dựa vào những thông tin này có thể ước lượng được chính xác ngân lưu của trái phiếu. Vấn đề còn lại của việc định giá là xác định tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi khi mua trái phiếu

dùng làm suất chiết khấu để tính hiện giá. Điều này đã được hướng dẫn khi ứng dụng mô hình DCF và CAPM.

h. Hướng dẫn ứng dụng mô hình Gordon

Mô hình Gordon do Myron J. Gordon phát triển dựa trên cơ sở ứng dụng mô hình DCF. Có thể nói mô hình Gordon là một trường hợp ứng dụng cụ thể của mô hình DCF vào việc định giá cổ phiếu phổ thông có tốc độ tăng trưởng cổ tức bằng không. Như đã trình bày, mô hình DCF có thể ứng dụng để định giá tài sản tài chính. Ở đây tài sản tài chính cụ thể là cổ phiếu phổ thông. Theo DCF, giá một tài sản được quyết định bởi ngân lưu do tài sản đó tạo ra. Ở đây nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu phổ thông và giữ nó để nhận cổ tức thì ngân lưu tạo ra từ cổ phiếu chỉ có cổ tức hàng năm. Do vậy, ứng dụng mô hình DCF chúng ta có giá của cổ phiếu phổ thông được quyết định bởi công thức sau:

$$V = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} \quad (5.4)$$

trong đó D_t ($t= 1, 2, 3, \dots, n$) là cổ tức ở năm t và k_e là lợi nhuận mà nhà đầu tư đòi hỏi khi mua cổ phiếu. Về lý thuyết, đây chỉ là một kiểu ứng dụng mô hình DCF. Trong công thức định giá trên, để có thể quyết định được giá cổ phiếu chúng ta phải biết được động thái biến động của cổ tức như thế nào. Để làm điều đó Gordon giả định rằng cổ tức tăng trưởng với tỷ lệ không đổi g . Nhờ giả định này, như đã trình bày trong chương 3, công thức 5.4 có thể viết lại thành:

$$V = D_1 / (k_e - g) \quad (5.5).$$

Công thức 5.5 chính là mô hình Gordon dùng để định giá cổ phiếu phổ thông có tốc độ tăng trưởng cổ tức là g không đổi. Mô hình Gordon có ưu điểm là rất đơn giản và dễ hiểu nhưng không phù hợp khi ứng dụng trên thực tiễn. Xét về thực tiễn, kiểu ứng dụng này chưa phù hợp vì thực tiễn chẳng có cổ phiếu nào tăng trưởng mãi mãi với tốc độ g không đổi. Thực tế cho thấy rằng cổ phiếu thường tăng trưởng với tốc độ không đổi hoặc xem như không đổi trong một giai đoạn ngắn nào đó, sau đó tốc độ tăng trưởng cổ tức lại thay đổi. Điều này có nghĩa là mô hình Gordon phải có những điều chỉnh thích hợp mới có thể ứng dụng trong thực tiễn.

Để có thể ứng dụng mô hình Gordon, chúng ta quan sát và chia tốc độ tăng trưởng cổ tức ra thành nhiều mức khác nhau tùy theo từng giai đoạn. Giai đoạn đầu cổ tức tăng trưởng với tốc độ g_1 , sau đó là $g_2, g_3, \dots$ và giai đoạn sau cùng có thể xem tốc độ tăng trưởng cổ tức là không đổi. Chẳng hạn, nếu một cổ phiếu nào đó có cổ tức tăng trưởng giai đoạn đầu là g_1 và giai đoạn sau là g_2 không đổi thì mô hình định giá cổ phiếu này như sau:

$$V = \sum_{t=1}^{t_1} \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=t_1+1}^{\infty} \frac{D_{t_1}(1+g_2)^{t-t_1}}{(1+k_e)^t}$$

Trong mô hình này có thể ứng dụng DCF cho giai đoạn đầu và Gordon cho giai đoạn sau. Tương tự có thể mở rộng ra cho trường hợp tốc độ tăng trưởng cổ tức thay đổi qua 3, 4 (hoặc nhiều hơn nữa) giai đoạn. Ví dụ cổ phiếu A hiện trả cổ tức 2\$, tốc độ tăng trưởng cổ tức trong 5 năm tới là 10%, sau đó là 6% cho những năm tiếp theo. Nếu nhà đầu tư đòi hỏi lợi nhuận là 14% thì giá cổ phiếu sẽ là bao nhiêu?

Hiện giá của cổ tức nhận được trong 5 năm đầu

$$V_1 = \sum_{t=1}^{t_1} \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=1}^5 \frac{2(1+0,10)^t}{(1+0,14)^t} = 8,99\$$$

Hiện giá cổ tức nhận được từ năm thứ 6 trở về sau

$$V_2 = \sum_{t=t_1+1}^{\infty} \frac{D_{t_1}(1+g_2)^{t-t_1}}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=6}^{\infty} \frac{D_5(1+g_2)^{t-5}}{(1+k_e)^t} = \frac{D_6}{(k_e - g_2)}$$

$$V_2 = \frac{D_6}{(k_e - g_2)} = \frac{D_5(1+g_2)}{(k_e - g_2)} = \frac{D_0(1+g_1)^5(1+g_2)}{(k_e - g_2)} = \frac{2(1,1)^5(1,06)}{0,14 - 0,06} = 42,63$$

$$\begin{aligned} \text{Giá cổ phiếu } V &= V_1 + PV(V_2) = 8,99 + 42,63(PVIF_{14\%,5}) \\ &= 8,99 + 42,63(0,519) = 31,12\$ \end{aligned}$$

Về nguyên tắc, dù cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng thay đổi mô hình Gordon vẫn có thể ứng dụng được bằng cách chia việc định giá cổ phiếu ra từng giai đoạn. Các giai đoạn đầu, cổ tức tăng trưởng với tốc độ khác nhau, có thể ứng dụng mô hình DCF để định giá

cho giai đoạn này, giai đoạn sau cùng có thể ứng dụng mô hình Gordon. Giá cổ phiếu là tổng hiện giá của từng giai đoạn. Cách làm này phù hợp với thực tiễn nhưng công việc tính toán trở nên rất phức tạp. Tuy nhiên, chúng ta có thể dễ dàng vượt qua sự phức tạp này nhờ vào sự hỗ trợ của Excel.

5.2.2 Hướng dẫn ứng dụng các mô hình trong quyết định quan hệ giữa chi phí biến đổi và chi phí cố định

Trong phần 5.2.1 đã hướng dẫn cách sử dụng các mô hình trong quyết định đầu tư. Kết quả của việc ứng dụng các mô hình này cung cấp cho giám đốc tài chính cơ sở để ra quyết định có đầu tư hay không đầu tư vào tài sản lưu động hoặc tài sản cố định. Đầu tư vào tài sản lưu động thường dẫn đến kết quả là tăng chi phí biến đổi (biến phí) trong khi đầu tư vào tài sản cố định thường làm gia tăng chi phí cố định (định phí). Điều này khiến cho giám đốc tài chính lại phải đối mặt trước một quyết định nữa là nên chọn giải pháp nào giữa hai giải pháp: (1) giải pháp đầu tư khiến cho biến phí tăng và (2) giải pháp đầu tư khiến cho định phí tăng.

Chẳng hạn, công ty xem xét có nên đầu tư một máy phân loại tôm trong dây chuyền sản xuất hay sử dụng lao động để phân loại thủ công. Để trả lời câu hỏi này, giám đốc tài chính tiến hành phân tích lợi ích và chi phí giữa hai phương án. Phương án sử dụng lao động thủ công sẽ làm cho biến phí gia tăng trong khi phương án sử dụng máy lựa tôm thay cho lao động sẽ làm cho định phí gia tăng. Nhưng cả hai phương án này nhìn chung đều làm cho sản lượng tiêu thụ tăng và kết quả là doanh thu tăng, do đó, góp phần tăng lợi nhuận. Tuy nhiên, sự gia tăng sản lượng tiêu thụ có đủ bù đắp cho mức tăng chi phí và kết quả là có lợi nhuận hay không còn tùy thuộc vào quan hệ giữa chi phí biến đổi và chi phí cố định.

Mô hình phân tích hoà vốn, như đã trình bày trong chương 3, cho phép chúng ta giải quyết vấn đề này. Trong mô hình phân tích hoà vốn chúng ta có các biến số sau đây:

EBIT = lợi nhuận trước thuế và lãi (lợi nhuận hoạt động)

P = đơn giá bán

V = biến phí đơn vị

$(P - V) =$ lãi gộp

$Q =$ số lượng sản xuất và tiêu thụ

$F =$ định phí

$Q_{BE} =$ số lượng hoà vốn

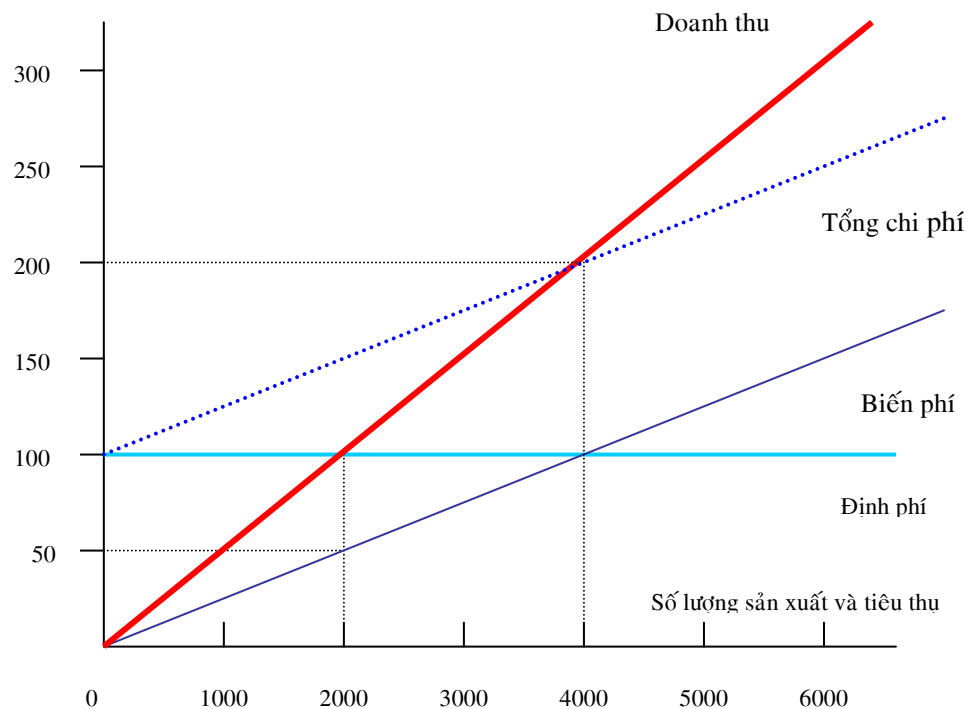
Ở điểm hoà vốn thì doanh thu bằng chi phí và EBIT bằng 0. Do đó: $PQ_{BE} = VQ_{BE} + F$ hay $(P - V)Q_{BE} = F$. Từ đây suy ra: $Q_{BE} = F / (P - V)$. Nếu sản lượng tiêu thụ $Q > Q_{BE}$ thì $Q > F / (P - V) \Rightarrow QP - QV > F$ hay $QP - (QV + F) > 0 \Rightarrow EBIT > 0$. Kết quả là công ty có được lợi nhuận hoạt động EBIT. Ngược lại, nếu $Q < Q_{BE}$ thì $Q < F / (P - V) \Rightarrow QP - QV - F < 0 \Rightarrow QP - (QV + F) < 0$ hay $EBIT < 0$. Kết quả là lợi nhuận hoạt động của công ty âm, tức là công ty bị lỗ. Như vậy, tín hiệu giúp giám đốc tài chính ra quyết định lựa chọn phương án nào giữa hai phương án 1 và 2 như vừa nêu trên có thể tóm tắt như sau:

- Nếu $Q > Q_{BE}$ thì chọn phương án đầu tư làm cho định phí tăng
- Nếu $Q < Q_{BE}$ thì chọn phương án đầu tư làm cho biến phí tăng, trong đó Q_{BE} xác định theo công thức $Q_{BE} = F / (P - V)$.

Kết quả phân tích hoà vốn có thể minh hoạ bằng hình 5.10 dưới đây cho tiện theo dõi và giúp giám đốc tài chính có thể ra quyết định cách phân tích dựa vào hình vẽ.

Hình 5.10: Phân tích hoà vốn

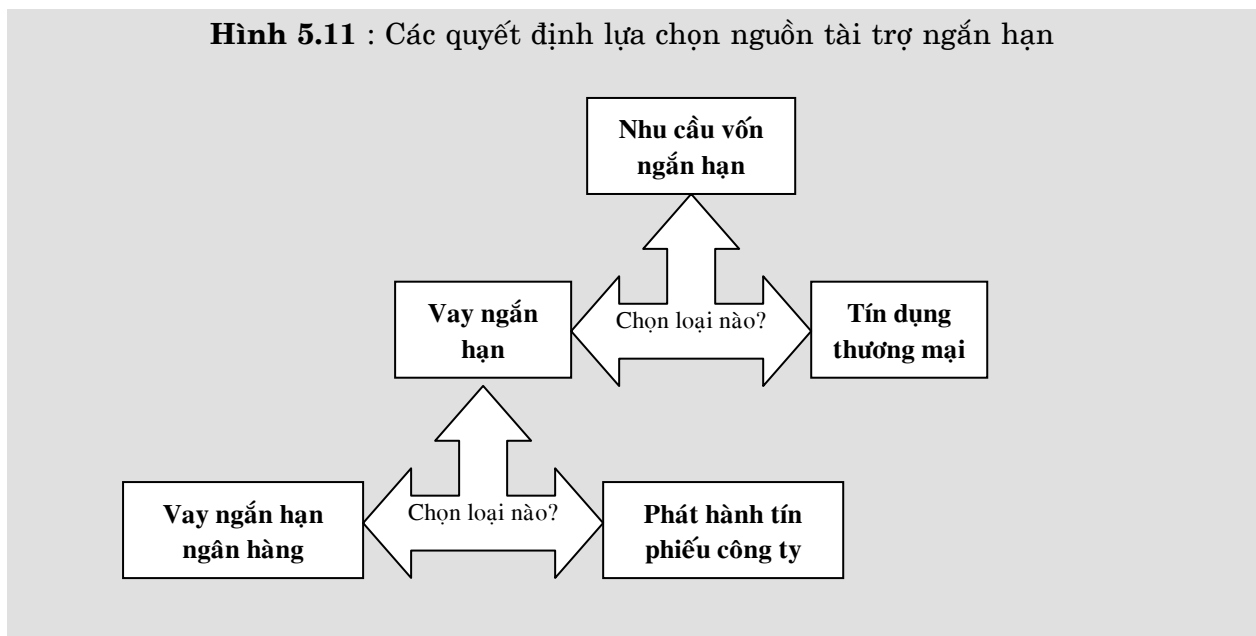
Doanh thu và chi phí (1000\$)



5.2.3 Hướng dẫn ứng dụng các mô hình quyết định nguồn vốn

5.2.3.1 Hướng dẫn ứng dụng mô hình quyết định nguồn tài trợ ngắn hạn

Nguồn tài trợ ngắn hạn là những nguồn tài trợ công ty có thể huy động đưa vào sử dụng trong một khoảng thời gian ngắn hạn dưới một năm. Nguồn tài trợ này dùng để đầu tư vào tài sản lưu động, bao gồm tiền cho giao dịch; khoản phải thu và tồn kho. Nhìn vào bảng cân đối tài sản của công ty, chúng ta có thể thấy nguồn tài trợ ngắn hạn thường bao gồm các nguồn sau: phải trả người bán, vay ngắn hạn ngân hàng, vay ngắn hạn khác, và các khoản phải trả khác. Các quyết định lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn có thể tóm tắt trên hình 5.11.

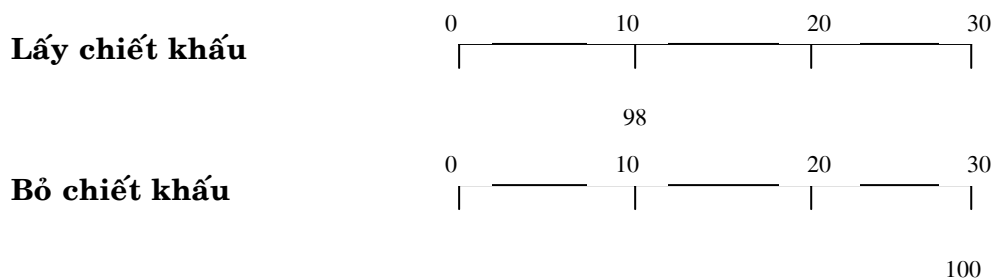


Nợ ngắn hạn phải trả là loại nợ có thời hạn dưới một năm. Công ty thường sử dụng loại nợ này để tài trợ cho việc đầu tư vào tài sản lưu động. Trong việc lựa chọn nguồn tài trợ ngắn hạn, giám đốc tài chính thường băn khoăn giữa lựa chọn: vay hay là sử dụng tín dụng thương mại, và giữa vay ngân hàng hay là phát hành tín phiếu công ty.

a. Vay hay là sử dụng tín dụng thương mại?

Tín dụng thương mại là các khoản tín dụng phát sinh trong quan hệ mua chịu hàng hoá. Nó chính là các khoản phải trả nhà cung cấp. Công ty có thể tận dụng nguồn vốn ngắn hạn này thay cho nguồn vốn vay ngắn hạn từ ngân hàng hoặc từ thị trường tiền tệ. Vấn đề đặt ra là khi nào nên vay và khi nào nên sử dụng nguồn tài trợ từ nhà cung cấp? Nên

nhớ rằng tài trợ từ nhà cung cấp không phải là nguồn tài trợ miễn phí, chi phí của nó ngầm định trong giá bán hàng hoá. Ví dụ nhà cung cấp bán chịu hàng hoá cho công ty trị giá 100 triệu đồng theo điều khoản “2/10 net 30”, có nghĩa là công ty được mua chịu trong vòng 30 ngày, nếu trả trong vòng 10 ngày sẽ được chiết khấu 2%. Với điều khoản bán chịu này công ty phải quyết định lựa chọn: (1) lấy chiết khấu 2% và bỏ qua khoảng thời gian tài trợ thương mại 20 ngày thay vào đó bằng khoản vay khác, (2) bỏ qua chiết khấu 2% để lấy khoản tài trợ thương mại trong vòng 20 ngày.

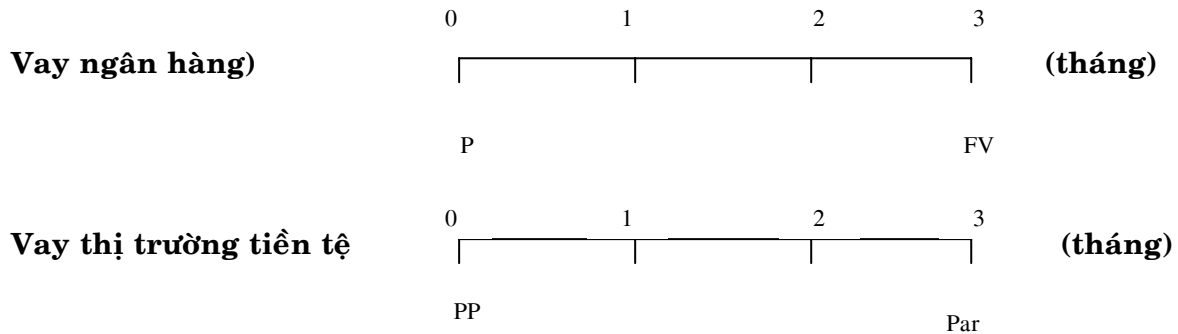


Nếu lấy chiết khấu thì công ty phải trả 98 triệu vào ngày thứ 10 và, do đó, được lợi ích là 2 triệu đồng và bỏ qua khoản tài trợ thương mại trị giá 98 triệu trong khoảng thời gian là 20 ngày. Công ty có thể vay ngân hàng với lãi suất 1%/ tháng hay 12%/năm để trả cho người bán và lấy chiết khấu 2% trị giá hoá đơn. Chúng ta có thể sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền với suất chiết khấu bằng 12%/năm hay 1%/tháng để qui đổi số tiền 100 triệu đồng về hiện giá tại thời điểm mà công ty phải trả tiền nếu chọn phương án lấy chiết khấu. Hiện giá $PV(100) = 100/[1+(0,12 \times 20/365)]= 99,35$ triệu đồng. Như vậy thật ra chi phí để thay thế khoản tín dụng thương mại này bằng chi phí vay vốn là $100 - 99,35 = 0,65$ triệu đồng trong khi lợi ích nếu lấy chiết khấu là 2 triệu đồng. Do đó, công ty nên lấy chiết khấu, tức là nên đi vay thay vì sử dụng tín dụng thương mại.

b. Vay ngân hàng hay là phát hành tín phiếu công ty?

Một khi đã quyết định công ty nên đi vay thay vì sử dụng tín dụng thương mại, bước tiếp theo là công ty quyết định nên vay ngân hàng hay là vay trên thị trường tiền tệ bằng cách phát hành tín phiếu công ty (commercial paper). Tín phiếu công ty là giấy chứng nhận nợ ngắn hạn do công ty phát hành để huy động vốn ngắn hạn bù đắp cho thiếu hụt tiền tạm thời. Việc lựa chọn giữa vay ngân hàng hay là vay trên thị trường tiền tệ dựa trên cơ sở so sánh chi phí của hai loại vay này. Chi phí vay ngân hàng bao gồm lãi và

chi phí giao dịch trong khi chi phí vay trên thị trường tiền tệ bao gồm lãi và chi phí phát hành. Mô hình chiết khấu dòng tiền cũng có thể sử dụng trong trường hợp này.



Trong trường hợp vay ngân hàng, công ty sẽ nhận một số tiền là P ở hiện tại và sau này hoàn trả lại ngân hàng một số tiền là FV lớn hơn P. Chi phí cho khoản vay này tính theo năm là:

$$i = \left(\frac{FV - P}{P} \right) \frac{360}{n} \quad (5.6), \text{ trong đó } n \text{ là số ngày của thời hạn vay.}$$

Trong trường hợp vay thị trường tiền tệ, công ty sẽ phát hành một tín phiếu công ty có mệnh giá là Par và bán ra thị trường với giá bán ròng sau khi trừ chi phí phát hành là PP, chi phí huy động vốn trên thị trường tiền tệ tính theo năm sẽ là:

$$Y_{cp} = \frac{Par - PP}{PP} \times \frac{360}{n} \quad (5.7)$$

Với hai mô hình xác định chi phí trên đây, việc lựa chọn giữa vay ngân hàng hay là phát hành tín phiếu chỉ còn là chuyện so sánh giữa Y_{cp} và i xem phương án nào có chi phí nhỏ hơn thì chọn phương án đó.

5.2.3.2 Hướng dẫn ứng dụng mô hình quyết định nguồn tài trợ dài hạn

Như đã đề cập trong phần quyết định đầu tư, một khi công ty xem xét và ra quyết định đầu tư vào một dự án nào đó thì vấn đề tiếp theo là quyết định nên sử dụng nguồn vốn nào để đầu tư. Chẳng hạn công ty đang xem xét một dự án đầu tư mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh và cần một khối lượng vốn là 20 tỷ đồng. Giám đốc tài chính là người phải xem xét làm sao để huy động được khối lượng vốn này. Thông thường các phương

án huy động vốn được đưa ra: (1) vay nợ dài hạn, (2) phát hành cổ phiếu ưu đãi, và (3) phát hành cổ phiếu phổ thông để huy động thêm vốn cổ phần. Vấn đề đặt ra là giám đốc tài chính nên chọn phương án nào? Phương án nào cũng có lợi ích và mặt trái của nó.

Lợi ích của phương án sử dụng nợ vay là tiết kiệm được thuế do lãi vay là khoản chi phí được khấu trừ trước khi tính thuế và lãi vay là loại chi phí cố định nên sau khi trừ chi phí lãi vay phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về cổ đông. Tuy nhiên, mặt trái của việc sử dụng nợ vay là làm gia tăng tỷ số nợ khiến cho rủi ro và chi phí phá sản gia tăng. Mặt khác nếu lợi nhuận gia tăng từ dự án không đủ bù chi phí lãi vay thì lợi nhuận của công ty nói chung giảm.

Lợi ích của phương án sử dụng vốn cổ phần là giám đốc tài chính không phải chịu áp lực hoàn trả vốn gốc và lãi vay và được chủ động trong việc tìm kiếm nguồn vốn. Thiệt hại của phương án này là công ty mất đi phần tiết kiệm thuế có được từ lãi vay. So với phương án sử dụng vốn cổ phần phổ thông, phương án sử dụng vốn cổ phần ưu đãi có lợi ích ở chỗ cổ tức dành cho cổ phần ưu đãi cố định nên sau khi trả cổ tức phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về cổ đông nắm giữ cổ phiếu phổ thông.

Phân tích quan hệ giữa lợi nhuận hoạt động – lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) và lợi nhuận trên vốn cổ phần (EPS) là phương tiện giúp giám đốc tài chính có thể ra quyết định trong trường hợp này. Phân tích quan hệ EBIT-EPS là phân tích sự ảnh hưởng của những phương án tài trợ khác nhau đối với lợi nhuận trên cổ phần. Từ sự phân tích này, chúng ta sẽ tìm một điểm bàng quan (indifferent point), tức là điểm của EBIT mà ở đó các phương án tài trợ đều mang lại EPS như nhau. Để minh họa phân tích quan hệ EBIT-EPS, chúng ta xem xét ví dụ sau đây:

Công ty CTC có nguồn vốn dài hạn 10 triệu USD hoàn toàn từ nguồn vốn cổ phần thông thường. Công ty cần huy động thêm 5 triệu USD cho việc mở rộng sản xuất kinh doanh. Công ty xem xét 3 phương án huy động vốn: (1) phát hành cổ phiếu thường, (2) phát hành trái phiếu với lãi suất 12%, hoặc (3) phát hành cổ phiếu ưu đãi với cổ tức 11%. Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) hàng năm của công ty hiện tại là 1,5 triệu USD nhưng nếu mở rộng sản xuất kinh doanh công ty kỳ vọng EBIT sẽ tăng đến 2,7 triệu USD. Thuế thu nhập công ty là 40% và công ty hiện có 200.000 cổ phần. Nếu sử dụng phương án thứ nhất, công ty có thể bán thêm 100.000 cổ phần với giá 50USD/cổ phần để huy động thêm 5 triệu USD.

Mục tiêu của chúng ta là phân tích để tìm ra điểm bàng quan, tức là điểm mà ở đó các phương án tài trợ đều mang lại EPS như nhau. Trước hết, chúng ta xác định EPS theo công thức sau:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - PD}{NS} \quad (5.8)$$

Trong đó I = lãi suất hàng năm phải trả

PD = cổ tức hàng năm phải trả

t = thuế suất thuế thu nhập công ty

NS = số lượng cổ phần thông thường

Để xác định EPS của công ty theo 3 phương án tài trợ, chúng ta lập bảng tính toán 5.1 dưới đây:

Bảng 5.1: Bảng tính EPS theo 3 phương án tài trợ			
	Phương án tài trợ		
	CP thường	Nợ	CP ưu đãi
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	2.700.000\$	2.700.000\$	2.700.000\$
Lãi suất (I)	-	600.000	-
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	2.700.000	2.100.000	2.700.000
Thuế thu nhập (EBT x t)	1.080.000	840.000	1.080.000
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	1.620.000	1.260.000	1.620.000
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi (PD)	-	-	550.000
Lợi nhuận dành cho cổ đông thường	1.620.000	1.260.000	1.070.000
Số lượng cổ phần (NS)	300.000	200.000	200.000
Lợi nhuận trên cổ phần (EPS)	5.40	6.30	5.35

Dựa vào kết quả bảng tính toán trên đây chúng ta có thể xác định điểm bàng quan bằng một trong hai phương pháp: phương pháp hình học và phương pháp đại số.

Xác định điểm bàng quan bằng phương pháp hình học

Sử dụng đồ thị biểu diễn quan hệ giữa EBIT và EPS chúng ta có thể tìm ra được điểm bàng quan, tức là điểm giao nhau giữa các phương án tài trợ ở đó EBIT theo bất kỳ phương án nào cũng mang lại EPS như nhau. Để làm điều này chúng ta xây dựng đồ thị như trên hình vẽ 5.12 (trang 145). Đối với mỗi phương án, chúng ta lần lượt vẽ đường thẳng phản ánh quan hệ giữa EPS với tất cả các điểm của EBIT. Trước hết trên đồ thị

hình 5.12 chúng ta chọn các điểm có hoành độ là 2,7 và tung độ lần lượt là 5,40; 6,30 và 5,35 (5,40 và 5,35 gần nhau nên trên đồ thị chúng gần như trùng nhau). Kế đến chúng ta tìm điểm thứ hai bằng cách lần lượt cho $EPS = 0$ để tìm ra EBIT tương ứng.

Với phương án tài trợ bằng cổ phiếu thường

$$(EBIT - I)(1 - t) - PD = 0$$

$$(EBIT - 0)(1 - 0,4) - 0 = 0$$

$$(EBIT)0,6 = 0$$

$$EBIT = 0$$

Nối hai điểm có tọa độ (0, 0) và (2,7, 5,4) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng cổ phiếu thông thường.

Với phương án tài trợ bằng nợ

$$(EBIT - I)(1 - t) - PD = 0$$

$$(EBIT - 600.000)(1 - 0,4) - 0 = 0$$

$$(EBIT)0,6 - 360.000 = 0$$

$$EBIT = 360.000/0,6 = 600.000\$$$

Nối hai điểm có tọa độ (0,6, 0) và (2,7, 6,3) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng nợ.

Với phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi

$$(EBIT - I)(1 - t) - PD = 0$$

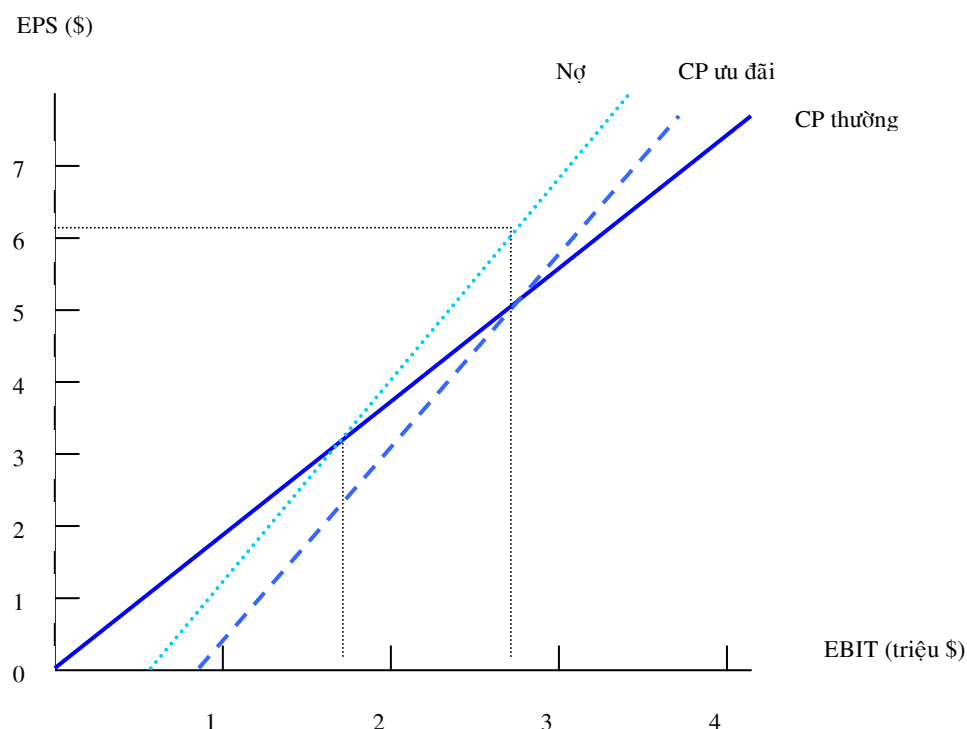
$$(EBIT - 0)(1 - 0,4) - 550.000 = 0$$

$$(EBIT)0,6 - 550.000 = 0$$

$$EBIT = 550.000/0,6 = 916.667\$$$

Nối hai điểm có tọa độ (0,916, 0) và (2,7, 5,35) chúng ta có được đường thẳng phản ánh EPS theo phương án tài trợ bằng cổ phiếu ưu đãi.

Hình 5.12: Đồ thị xác định điểm bàng quan theo ba phương án tài trợ



Trên hình vẽ 5.12, hai điểm cắt nhau giữa đường thẳng cổ phiếu thường với đường thẳng nợ và cổ phiếu ưu đãi cho chúng ta hai điểm bàng quan vì ở điểm đó các phương án tài trợ đều đem lại cùng EPS.

Xác định điểm bàng quan bằng phương pháp đại số

Về mặt đại số, chúng ta có thể xác định điểm bàng quan bằng cách áp dụng công thức (5.8) tính EPS theo EBIT cho mỗi phương án, sau đó thiết lập phương trình cân bằng như sau:

$$\frac{(EBIT_{1,2} - I_1)(1-t) - PD_1}{NS_1} = \frac{(EBIT_{1,2} - I_2)(1-t) - PD_2}{NS_2} \quad (5.9)$$

Trong đó $EBIT_{1,2}$ = EBIT bàng quan giữa 2 phương án tài trợ 1 và 2

I_1, I_2 = lãi phải trả hàng năm ứng với phương án tài trợ 1 và 2

PD_1, PD_2 = cổ tức phải trả hàng năm theo phương án tài trợ 1 và 2

t = thuế suất thuế thu nhập công ty

NS_1, NS_2 = số cổ phần thông thường ứng với phương án 1 và 2

Trong ví dụ đang xem xét, chúng ta tìm điểm bàng quan giữa hai phương án tài trợ bằng nợ và cổ phiếu thường như sau:

Tài trợ bằng cổ phiếu thường

Tài trợ bằng nợ

$$\frac{(EBIT_{1,2} - 0)(1 - 0,4) - 0}{300.000} = \frac{(EBIT_{1,2} - 600.000)(1 - 0,4) - 0}{200.000}$$

$$(EBIT_{1,2})(0,6)(200.000) = (EBIT_{1,2})(0,6)(300.000) - (0,6)(600.000)(300.000)$$

$$(EBIT_{1,2})(60.000) = 108.000.000.000$$

$$EBIT_{1,2} = 1.800.000\$$$

Thực hiện tương tự, chúng ta có thể tìm được điểm bàng quan giữa hai phương tài trợ bằng cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi là 2,75 triệu USD.

a. Mô hình quyết định sử dụng vốn cổ phần thường hay nợ dài hạn

Phân tích quan hệ EBIT và EPS trên đây có thể giúp chúng ta xây dựng mô hình quyết định chọn lựa giữa hai phương án tài trợ bằng cổ phần phổ thông hay là tài trợ bằng nợ dài hạn. Nếu đặt:

$EBIT_{ind}$ = EBIT bàng quan giữa hai phương án tài trợ bằng vốn cổ phần phổ thông và nợ

I = lãi phải trả hàng năm ứng với phương án tài trợ bằng nợ

t = thuế suất thuế thu nhập công ty

NS_0 = số cổ phần phổ thông trước khi huy động vốn thêm

NS_1 = số cổ phần phổ thông sau khi huy động vốn nếu sử dụng phương án tài trợ bằng vốn cổ phần phổ thông

Chúng ta có EPS của phương tài trợ vốn tăng thêm bằng phương án sử dụng nợ sẽ là EPS_1 , và EPS của phương án tài trợ vốn tăng thêm bằng cách phát hành cổ phần phổ thông là EPS_2 .

$$EPS_1 = \frac{(EBIT - I)(1 - t)}{NS_0}$$

$$EPS_2 = \frac{(EBIT)(1 - t)}{NS_1}$$

Theo định nghĩa, EBIT bàng quan ($EBIT_{ind}$) là điểm mà ở đó các phương án tài trợ đều có EPS như nhau, tức là: $EPS_1 = EPS_2$. Do đó, chúng ta có cân bằng:

$$\frac{(EBIT_{ind} - I)(1-t)}{NS_0} = \frac{(EBIT_{ind})(1-t)}{NS_1}$$

Với I , t đã biết và $NS_1 = NS_0 +$ số cổ phần tăng thêm cũng đã biết, giải phương trình trên chúng ta có thể xác định được điểm bàng quan $EBIT_{ind}$. Dựa vào đây giám đốc tài chính có thể ra quyết định lựa chọn như sau:

- Chọn phương án tài trợ bằng nợ nếu EBIT kỳ vọng lớn hơn $EBIT_{ind}$
- Chọn phương án tài trợ bằng vốn cổ phần phổ thông nếu EBIT kỳ vọng nhỏ hơn $EBIT_{ind}$.

b. Mô hình quyết định sử dụng vốn cổ phần phổ thông hay là vốn cổ phần ưu đãi

Lý luận tương tự như trong phần a, chúng ta có EPS của phương án tài trợ vốn tăng thêm bằng cách phát hành cổ phần ưu đãi là EPS_3 . EPS_3 được xác định bởi công thức sau:

$$EPS_3 = \frac{(EBIT)(1-t) - PD}{NS_0}$$

Theo định nghĩa, EBIT bàng quan ($EBIT_{ind}$) là điểm mà ở đó các phương án tài trợ đều có EPS như nhau, tức là: $EPS_2 = EPS_3$. Do đó, chúng ta có cân bằng:

$$\frac{(EBIT_{ind})(1-t) - PD}{NS_0} = \frac{(EBIT_{ind})(1-t)}{NS_1}$$

Với PD , t đã biết và $NS_1 = NS_0 +$ số cổ phần tăng thêm cũng đã biết, giải phương trình trên chúng ta có thể xác định được điểm bàng quan $EBIT_{ind}$. Dựa vào đây giám đốc tài chính có thể ra quyết định lựa chọn như sau:

- Chọn phương án tài trợ bằng cổ phần ưu đãi nếu EBIT kỳ vọng lớn hơn EBIT bàng quan ($EBIT_{ind}$)
- Chọn phương án tài trợ bằng vốn cổ phần phổ thông nếu EBIT kỳ vọng nhỏ hơn EBIT bàng quan.

Phần 5.1 đã đưa ra những đề xuất chung trong khi phần 5.2 hướng dẫn cụ thể hơn cách thức ứng dụng các mô hình trong quyết định tài chính công ty. Tuy nhiên, những hướng dẫn này vẫn còn là những hướng dẫn chung chứ chưa phải là hướng dẫn ứng dụng trong trường hợp của một công ty cụ thể nào đó. Hơn nữa những hướng dẫn này vẫn còn cần thiết phải được kiểm định bằng thực tiễn để từ đó rút ra kết luận và hoàn thiện hơn. Do vậy, phần tiếp theo sẽ đề xuất một số công ty thí điểm ứng dụng các mô hình tài chính đã được hệ thống hoá và hướng dẫn sử dụng trong công trình nghiên cứu này.

5.3 ĐỀ XUẤT CÁC CÔNG TY ỨNG DỤNG THỬ NGHIỆM CÁC MÔ HÌNH ĐÃ ĐƯỢC HỆ THỐNG HOÁ VÀ HƯỚNG DẪN ỨNG DỤNG

Chương 3 đã trình bày một cách có hệ thống các mô hình tài chính thường được sử dụng trong quyết định tài chính công ty. Chương 5 trình bày chi tiết và hướng dẫn cách thức ứng dụng các mô hình này. Đây được xem như là sản phẩm cụ thể của công trình nghiên cứu này. Sản phẩm nghiên cứu này được trình bày dưới dạng cẩm nang thực hành sau đó được chuyển giao cho các doanh nghiệp sử dụng thử nghiệm. Sau một thời gian sử dụng thử nghiệm sẽ tiến hành thu thập ý kiến đóng góp và hoàn thiện hơn nữa cẩm nang này.

Trước tiên bằng quan hệ cá nhân có thể đề xuất các công ty sau đây thử nghiệm ứng dụng công trình này: Công ty Agifish, Công ty Incomfish, Công ty Mai Linh, Công ty Searefico, Ngân hàng Á Châu. Đây là những công ty có tham gia cuộc khảo sát vừa qua. Ngoài ra, thông qua Trung Tâm Giao Dịch Chứng Khoán TP. HCM sẽ đề nghị tất cả các công ty niêm yết sẽ thử nghiệm ứng dụng công trình nghiên cứu này. Sau khi ứng dụng thử nghiệm sẽ thu thập ý kiến đóng góp của các công ty và hoàn thiện hơn nữa công trình nghiên cứu này, trước khi đưa ra cẩm nang chính thức về ứng dụng mô hình toán trong quyết định tài chính công ty.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Bennings, S. (2000), **Financial Modeling**, 2nd Edition, The MIT Press.
- Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A. (2001), **Essentials of Investment**, 4th Edition, McGraw-Hill.
- Bonini, Hausman, Bierman, (1997), **Quantitative Annalysis for Management**, Irwin, 1997.
- Brealey, R.A., and Myers, S.C., (1996), **Principles of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., (1992), **Fundamentals of Financial Management**, 6th Edition, The Dryden Press.
- Daigler, R. T., (1994), **Advanced Options Trading**, Irwin.
- Hawawini, G. and Viallet, C. (2002), **Finance for Executives**, 2nd Edition, South-Western.
- Higgins R. C. (2001), **Analysis for Financial Management**, 6th Edition, McGraw-Hill and Irwin.
- Huỳnh Trung Lương, Trương Tôn Hiền Đức, **Phương pháp định lượng trong quản lý và vận hành**, Nhà xuất bản khoa học và kỹ thuật, 2002.
- Nguyễn Minh Kiều (2000), **Thực hành quản trị vốn lưu động trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ**, Tạp chí Phát Triển Kinh Tế.
- Nguyễn Minh Kiều, (2003), **Phân tích tài chính**, www.fetp.edu.vn
- Nguyễn Minh Kiều, (2004), **Phân tích tài chính**, www.fetp.edu.vn
- Nguyễn Minh Kiều, (2001), **Thanh toán quốc tế và thị trường ngoại hối**, Nhà xuất bản Đại học quốc gia Tp. HCM.
- Nguyễn Thống, Cao Hào Thi, **Phương pháp định lượng trong quản lý**, Nhà xuất bản thống kê, 1998.
- Madura, J. (2001) **Financial Markets and Institutions**, 5th Edition, South-Western College Publishing.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., and Roberts, G.S., (1995), **Corporate Finance**, 1st Canadian Edition, Irwin.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jaffe, J.F., (2002), **Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw-Hill and Irwin.

Shapiro, A. A., (1999), **Multinational Financial Management**, 6th edition, Prentice Hall.

Van Horne, J.C., and Wachowicz, J.M., (2001), **Fundamentals of Financial Management**, 11th Edition, Prentice Hall.

Tucker, A. L., (1992), **Financial Futures, Options, & Swaps**, Info Access & Distribution Pte Ltd.

Tham, J. and Véléz-Pareja, I., (2004), **Principles of Cash Flow Valuation**, Elsevier Academic Press.

Zikmund, W. (1997), **Business Research Methods**, 5th Edition, The Dryden Press.

ĐIỀU TRA VỀ THỰC HÀNH QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH CÔNG TY CỔ PHẦN

Mục đích nghiên cứu: Thu thập những thông tin chi tiết về thực hành quản trị tài chính của các công ty cổ phần. Những thông tin này phục vụ cho đề tài nghiên cứu: “Ứng dụng các mô hình toán trong quyết định tài chính công ty”.

Đối tượng nghiên cứu: Các công ty cổ phần được thành lập ở Việt Nam, bao gồm công ty đã niêm yết và chưa niêm yết. Các công ty liên doanh và công ty nước ngoài không phải đối tượng nghiên cứu của dự án này.

Đối tượng cần phỏng vấn: Chúng tôi mong rằng quý vị cán bộ quản lý chủ chốt (giám đốc tài chính, kế toán trưởng – những người phụ trách về tài chính) hoặc chủ tịch Hội đồng quản trị trả lời bằng câu hỏi này. Chúng tôi mong muốn quý vị trả lời mỗi câu hỏi nêu ra dựa trên cơ sở tình hình của đơn vị chứ không phải theo quan điểm cá nhân và xin vui lòng góp thêm những ý kiến nào quý vị cho là cần thiết.

Bảo mật và phi thương mại hoá thông tin: Dữ liệu thu thập được từ công ty dùng để đánh giá thực trạng quản trị tài chính công ty, hoàn toàn không có mục đích kinh doanh hay thương mại, và chỉ sử dụng hạn chế trong phạm vi nghiên cứu của đề tài này mà thôi.

Cách trả lời các câu hỏi: Để trả lời bằng câu hỏi này quý vị chỉ cần khoanh tròn vào con số được liệt kê sẵn mà quý vị cho là thích hợp nhất. Trong vài trường hợp chúng tôi cần quý vị điền ý kiến thích hợp vào chỗ trống.

Kính mong sự hỗ trợ của quý vị và công ty. Bảng câu hỏi sau khi được trả lời xin vui lòng gửi về địa chỉ ghi sẵn trên phong bì kèm theo. Xin chân thành cảm ơn.

Nguyễn Minh Kiều

Giảng viên Đại Học Kinh Tế Tp. HCM

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

232/6 Đường Võ Thị Sáu, Q. 3, Tp.HCM

A. NHỮNG THÔNG TIN VỀ CÔNG TY

1. CHI TIẾT VỀ CÁN BỘ QUẢN LÝ (CBQL) CÔNG TY

1.1 Quý vị giữ chức vụ gì ở công ty? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Chủ tịch HĐQT1
Giám đốc2
Kế toán trưởng3
Chức vụ khác4, kể ra:

1.2 Quý vị có từng tham gia các chương trình đào tạo liên quan đến quản trị tài chính không? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Chưa bao giờ tham gia1
Rất ít khi tham gia (1 đến 2 lần)2
Thỉnh thoảng có tham gia (3 đến 4 lần)3
Rất thường tham gia (trên 4 lần)4
Luôn luôn tham gia5

1.3 Quý vị vốn xuất thân từ lĩnh vực nào? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Lĩnh vực quản lý nói chung1
Lĩnh vực kỹ thuật2
Lĩnh vực kinh doanh3
Lĩnh vực tài chính4
Lĩnh vực khác5, kể ra:

2. CHI TIẾT VỀ DOANH NGHIỆP

2.1 Công ty của quý vị thuộc ngành kinh doanh chính nào? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Sản xuất1
Thương mại2
Dịch vụ3
Tổng hợp4
Ngành khác5, kể ra:

2.2 Công ty của quý vị đã thành lập được bao lâu? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Dưới 2 năm1
2 – 5 năm2
6 – 10 năm3
Trên 10 năm4

2.3 Công ty của quý vị có tổng giá trị tài sản là bao nhiêu? (Khoanh một số thích hợp)

- Dưới 15 tỷ đồng1
15 đến 50 tỷ đồng2
Trên 50 tỷ đồng3

2.4 Doanh thu hàng năm của công ty quý vị nằm ở khoảng nào được nêu dưới đây? (Khoanh một số)

- Dưới 15 tỷ đồng1
15 – 30 tỷ đồng2
31 – 50 tỷ đồng3
Trên 50 tỷ đồng4

2.5 Khả năng sinh lợi của công ty quý vị thế nào? (Khoanh một số thích hợp)

- Không sinh lợi1
Sinh lợi2

B. NHỮNG THÔNG TIN VỀ THỰC HÀNH QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

1. Những quyết định tài chính

1.1 Quyết định đầu tư

Công ty của quý vị đã từng ra những loại quyết định nào liên quan đến đầu tư?

Đầu tư dự án mới hoàn toàn ----- 1
Đầu tư dự án mở rộng sản xuất kinh doanh ----- 2
Đầu tư dự án cải tiến kỹ thuật ----- 3
Đầu tư dự án thay thế máy móc, thiết bị, qui trình công nghệ --- 5
Đầu tư dự án tiếp thị hay tiêu thụ sản phẩm ----- 6
Đầu tư khác ----- 7, kể ra:

Quý vị thực hiện việc ra quyết định ấy dựa trên cơ sở nào?

Dựa vào kinh nghiệm ----- 1
Dựa vào cảm giác chủ quan ----- 2
Dựa vào thời gian hoàn vốn ----- 3
Dựa vào tiêu chuẩn hiện giá thuần (NPV) ----- 4
Dựa vào tiêu chuẩn suất sinh lợi nội bộ (IRR) ----- 5
Dựa vào tiêu chuẩn khác ----- 6, kể ra:

1.2 Quyết định nguồn vốn

Nếu có dự án như vừa nêu trên được lựa chọn đầu tư, quý vị sẽ quyết định lựa chọn nguồn vốn nào để đầu tư vào các dự án đó?

Nguồn vốn vay ----- 1
Nguồn vốn chủ sở hữu ----- 2
Kết hợp cả hai nguồn vốn này ----- 3

Nếu cần huy động vốn tài trợ cho dự án đầu tư, quý vị thích huy động vốn qua kênh huy động vốn nào?

Qua các tổ chức tài chính trung gian (Ngân hàng thương mại) ----- 1
Qua thị trường vốn (Thị trường chứng khoán) ----- 2
Kết hợp cả hai kênh ----- 3

Dựa trên cơ sở nào quý vị quyết định lựa chọn nguồn hay kênh huy động vốn?

Dựa vào kinh nghiệm ----- 1
Dựa vào cảm giác chủ quan ----- 2
Dựa vào mô hình lý thuyết cấu trúc vốn ----- 3
Quyết định không cần dựa vào cơ sở nào cả ----- 4
Dựa vào tiêu chuẩn khác ----- 5, kể ra:

1.3 Quyết định quản lý tài sản

Công ty của quý vị có bao giờ thiết lập mức tồn quỹ tiền mặt và tiền gửi tối ưu không?

Có ----- 1

Không ----- 2

Quyết vị quyết định mức tồn quỹ này dựa trên cơ sở nào?

Dựa vào kinh nghiệm ----- 1

Dựa vào cảm giác chủ quan ----- 2

Dựa vào mô hình Baumol ----- 3

Dựa vào mô hình Miller-Orr ----- 4

Không dựa vào mô hình nào cả ----- 6

Dựa vào mô hình khác ----- 5, kể ra:

Công ty của quý vị có bao giờ thiết lập mức tồn kho (hàng hoá và nguyên vật liệu) tối ưu không?

Có ----- 1

Không ----- 2

Quyết vị quyết định mức tồn kho này dựa trên cơ sở nào?

Dựa vào kinh nghiệm ----- 1

Dựa vào cảm giác chủ quan ----- 2

Dựa vào mô hình “Lượng đặt hàng kinh tế” ----- 3

Không dựa vào mô hình nào cả ----- 5

Dựa vào mô hình khác ----- 4, kể ra:

1.4 Quyết định khác

Ngoài những quyết định đã kể trên, công ty quý vị còn thường xuyên ra những loại quyết định nào khác?

Quý vị ra những quyết định vừa kể dựa trên cơ sở nào?

2. Ứng dụng mô hình trong quyết định tài chính

2.1 Hiểu biết về các loại mô hình trong tài chính công ty

Mô hình nào trong các loại mô hình liệt kê dưới đây quý vị đã biết qua?

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) -----	1
Mô hình chiết khấu cổ tức -----	2
Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) -----	3
Mô hình tồn quỹ tiền mặt tối ưu – Baumol -----	4
Mô hình tồn quỹ tiền mặt tối ưu – Miller-Orr -----	5
Mô hình lượng đặt hàng kinh tế (EOQ) -----	6
Mô hình tiền lương hiệu quả -----	7
Mô hình định giá quyền chọn – Mô hình Black Scholes -----	8

Xin quý vị vui lòng liệt kê dưới đây một số mô hình quý vị được biết nhưng chưa được liệt kê ở câu trên?

2.2 Khả năng ứng dụng các mô hình

Quý vị đã từng ứng dụng mô hình nào trong các mô hình kể trên?

Quý vị không thể ứng dụng mô hình nào trong những mô hình kể trên? Vì sao?

Quý vị có ước muốn thử nghiệm ứng dụng các mô hình trên hay không? Vì sao có, vì sao không?

ĐIỀU TRA VỀ THỰC HÀNH QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP VỪA VÀ NHỎ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH



Mục đích nghiên cứu: Thu nhận những thông tin chi tiết về thực hành quản trị tài chính của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNVVN) trên địa bàn Tp. HCM. Những thông tin này phục vụ cho dự án về cải thiện thực hành quản trị tài chính và khả năng sinh lợi của DNVVN.

Đối tượng nghiên cứu: Các doanh nghiệp vừa và nhỏ bao gồm công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp nhà nước có số lượng nhân công không quá 500 người và vốn không quá 15 tỷ đồng. Các doanh nghiệp lớn, công ty liên doanh, công ty nước ngoài không phải đối tượng nghiên cứu của dự án này.

Đối tượng cần phỏng vấn: Chúng tôi mong rằng quý vị cán bộ quản lý chủ chốt (giám đốc tài chính, kế toán trưởng – những người phụ trách về tài chính) hoặc chủ doanh nghiệp trả lời bảng câu hỏi này. Chúng tôi mong muốn quý vị trả lời mỗi câu hỏi nêu ra dựa trên cơ sở tình hình của đơn vị chứ không phải theo quan điểm cá nhân và xin vui lòng góp thêm những ý kiến mà quý vị cho là cần thiết.

Bảo mật và phi thương mại thông tin: Dữ liệu thu thập được từ doanh nghiệp dùng để kiểm nghiệm mô hình lý thuyết của một luận án tiến sĩ, hoàn toàn không có mục đích kinh doanh hay thương mại, và chỉ sử dụng hạn chế trong phạm vi nghiên cứu của đề tài này mà thôi.

Cách trả lời các câu hỏi: Để trả lời bảng câu hỏi này quý vị chỉ cần khoanh tròn vào con số được liệt kê sẵn mà quý vị cho là thích hợp nhất. Trong vài trường hợp chúng tôi cần quý vị điền số thích hợp vào chỗ trống. Ví dụ trong câu hỏi 1.1 “**Quý vị giữ chức vụ gì ở doanh nghiệp?**”. Nếu quý vị là chủ doanh nghiệp thì khoanh tròn số 1 như mô tả dưới đây:

1.1 Quý vị giữ chức vụ gì ở doanh nghiệp?

- | | |
|-------------------------------|---|
| Chủ doanh nghiệp | 1 |
| Giám đốc | 2 |
| Kế toán trưởng | 3 |
| Chức vụ khác, cụ thể là | 4 |

Tong câu hỏi “**Doanh nghiệp của quý vị có bao nhiêu lao động?**”. Nếu doanh nghiệp của quý vị có 50 lao động thì điền số 50 vào chỗ trống như mô tả dưới đây:

2.4 Doanh nghiệp của quý vị có bao nhiêu lao động?

- Lao động toàn thời gian:50... người
Lao động bán thời gian: người

Kính mong sự hỗ trợ của quý công ty và doanh nghiệp.

Kiều Minh Nguyễn

Giảng viên Đại học Kinh Tế TP. HCM

Nghiên cứu sinh Southern Cross University, NSW, Australia.

A. NHỮNG THÔNG TIN VỀ DOANH NGHIỆP

1. CHI TIẾT VỀ CÁN BỘ QUẢN LÝ (CBQL)/CHỦ DOANH NGHIỆP

1.1 Quý vị giữ chức vụ gì ở doanh nghiệp? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Chủ doanh nghiệp 1
Giám đốc 2
Kế toán trưởng 3
Chức vụ khác 4, kể ra:

1.2 Trình độ học vấn cao nhất của quý vị là gì? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Trung học 1
Đại học 2
Cao học 3
Trên cao học 4
Loại khác 5, kể ra:

1.3 Quý vị có từng tham gia các chương trình đào tạo liên quan đến quản trị tài chính không? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Chưa bao giờ tham gia 1
Rất ít khi tham gia (1 đến 2 lần) 2
Thỉnh thoảng có tham gia (3 đến 4 lần) 3
Rất thường tham gia (trên 4 lần) 4
Luôn luôn tham gia 5

1.4 Quý vị vốn xuất thân từ lĩnh vực nào? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Lĩnh vực quản lý nói chung 1
Lĩnh vực kỹ thuật 2
Lĩnh vực kinh doanh 3
Lĩnh vực tài chính 4
Lĩnh vực khác 5, kể ra:

2. CHI TIẾT VỀ DOANH NGHIỆP

2.1 Doanh nghiệp của quý vị thuộc ngành kinh doanh chính nào? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Sản xuất 1
Thương mại 2
Dịch vụ 3
Ngành khác 4, kể ra:

2.2 Doanh nghiệp của quý vị thuộc hình thức sở hữu nào? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Doanh nghiệp tư nhân 1
Công ty trách nhiệm hữu hạn 2
Công ty cổ phần 3
Doanh nghiệp nhà nước 4
Loại khác 5, kể ra:

2.3 Doanh nghiệp của quý vị đã thành lập được bao lâu? (Khoanh tròn một số thích hợp)

- Dưới 2 năm 1
2 – 5 năm 2
6 – 10 năm 3
Trên 10 năm 4

2.4 Doanh nghiệp của quý vị có bao nhiêu lao động? (Điền số thích hợp vào chỗ trống)

- Lao động toàn thời gian người
Lao động bán thời gian người

2.5 Doanh nghiệp của quý vị có tổng giá trị tài sản là bao nhiêu? (Khoanh một số thích hợp)

- Dưới 5 tỷ đồng 1
5 đến 10 tỷ đồng 2
Trên 10 tỷ đồng 3

2.6 Doanh thu hàng năm của doanh nghiệp quý vị nằm ở khoảng nào được nêu dưới đây? (Khoanh một số)

- Dưới 5 tỷ đồng..... 1
 5 – 30 tỷ đồng 2
 31 – 50 tỷ đồng..... 3
 Trên 50 tỷ đồng..... 4

2.7 Khả năng sinh lợi của doanh nghiệp quý vị thế nào? (Khoanh một số thích hợp)

- Không sinh lợi 0
 Sinh lợi 1

2.8 Lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp quý vị nằm ở khoảng nào được nêu dưới đây? (Khoanh một số thích hợp)

- Dưới 50 triệu đồng 1
 50 – 300 triệu đồng 2
 301 – 500 triệu đồng 3
 Trên 500 triệu đồng..... 4

B. NHỮNG THÔNG TIN VỀ QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

1. THỰC HÀNH HỆ THỐNG THÔNG TIN KẾ TOÁN

1.1 Ai phụ trách các công việc dưới đây ở doanh nghiệp của quý vị? (Khoanh số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chủ DN	Giám đốc	K. toán trưởng	K. toán viên	Thuê kế toán ngoài
Ghi chép nghiệp vụ phát sinh	1	2	3	4	5
Lập sổ sách và các báo cáo kế toán	1	2	3	4	5
Giải thích và sử dụng thông tin kế toán	1	2	3	4	5

1.2 Hệ thống kế toán của doanh nghiệp quý vị được tổ chức thế nào? (Khoanh một số thích hợp)

- Chính thức (có báo cáo quyết toán thường kỳ) 1
 Không chính thức (không có báo cáo quyết toán thường kỳ)..... 2

1.3 Doanh nghiệp của quý vị có từng sử dụng máy vi tính trong công tác kế toán không? (Khoanh một số)

- Chưa bao giờ sử dụng..... 1
 Rất ít khi sử dụng 2
 thỉnh thoảng sử dụng..... 3
 Rất thường sử dụng..... 4
 Luôn luôn sử dụng..... 5

1.4 Nếu có, máy vi tính được sử dụng trong lĩnh vực nào nhiều nhất? (Khoanh một số thích hợp)

- Hạch toán kế toán 1
 Lập sổ sách, báo cáo kế toán 2
 Quản lý tài sản 3
 Theo dõi tiền lương 4
 Theo dõi dòng tiền tệ (cash flows)..... 5
 Ứng dụng khác 6, kể ra:

1.5 Hiệu quả của hệ thống thông tin kế toán (Khoanh một số thích hợp trên mỗi thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả hệ thống thông tin kế toán. Hãy chỉ ra số điểm thích hợp nhất đánh giá hiệu quả của hệ thống thông tin kế toán doanh nghiệp của quý vị dựa theo thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

- Điểm 1 – Rất kém
 Điểm 5 – Trung bình
 Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng				
1. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng như thế nào đến hệ thống thông tin kế toán?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên				
2. Doanh nghiệp của quý vị lập các báo cáo kế toán thường	1	2	3	4	5	6	7	8	9	

xuân và đều đặn đến mức độ nào?									
	Không kịp thời					Rất kịp thời			
3. Hệ thống thông tin kế toán của doanh nghiệp quý vị phản ánh các nghiệp vụ phát sinh kịp thời đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không có tham gia					Tham gia rất nhiều			
4. Mức độ tham gia của chủ doanh nghiệp/CBQL chủ chốt như thế nào trong việc lập các báo cáo kế toán?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không có tham gia					Tham gia rất nhiều			
5. Mức độ tham gia của chủ doanh nghiệp/CBQL chủ chốt như thế nào trong việc giải thích và sử dụng các báo cáo kế toán?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất bất hợp lý					Rất hợp lý			
6. Quý vị đánh giá như thế nào về mức độ hợp lý của hệ thống thông tin kế toán của doanh nghiệp quý vị?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hữu ích					Rất hữu ích			
7. Quý vị đánh giá như thế nào về mức độ hữu ích của hệ thống kế toán trong việc cung cấp thông tin cho quyết định quản lý?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất thấp					Rất cao			
8. Mức độ sử dụng máy vi tính trong công việc kế toán ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9

2. THỰC HÀNH PHÂN TÍCH VÀ BÁO CÁO TÀI CHÍNH

2.1 Doanh nghiệp của quý vị thường xuyên lập những loại báo cáo tài chính nào (có thể chọn nhiều hơn 1 câu trả lời)?

- Bảng cân đối tài sản (Bảng tổng kết tài sản) 1
 Báo cáo thu nhập (Bảng báo cáo lãi lỗ) 2
 Báo cáo dòng tiền tệ (Statement of cash flows) 3
 Báo cáo nguồn vốn (Statement of funds) 4
 Báo cáo khác 5, kể ra:

2.2 Ai chịu trách nhiệm thực hiện những công việc dưới đây? (Khoanh số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chủ DN	Giám đốc	Kế toán trưởng	Kế toán viên	Thuê kế toán ngoài	Không có làm
Lập báo cáo tài chính	1	2	3	4	5	6
Phân tích báo cáo tài chính	1	2	3	4	5	6

2.3 Các báo cáo tài chính được lập và phân tích theo những định kỳ nào? (Khoanh số một thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Hàng tháng	Hàng quý	Sáu tháng	Hàng năm	Không làm
Lập các báo cáo tài chính	1	2	3	4	5
Phân tích các báo cáo tài chính	1	2	3	4	5

2.4 Những loại phân tích tài chính nào doanh nghiệp quý vị đã từng sử dụng? (Có thể khoanh nhiều số)

- Phân tích tỷ số tài chính 1
 Phân tích xu hướng 2
 Cả hai loại trên 3
 Loại khác 4, kể ra:
 Chẳng bao giờ phân tích cả 5

2.5 Những loại tỷ số tài chính nào doanh nghiệp quý vị đã từng sử dụng trong phân tích tài chính? (Có thể khoanh nhiều số)

- Tỷ số lưu động (Current ratio) 1
 Tỷ số thanh khoản nhanh (Quick ratio) 2
 Tỷ số nợ (Debt ratio) 3
 Tỷ số nợ so với vốn (Debt-to-equity ratio) 4
 Tỷ số nợ ngắn hạn (Short-term debt ratio) 5

Tỷ số nợ dài hạn (Long-term debt ratio).....	6
Vòng quay khoản phải thu (Receivable turnover).....	7
Vòng quay hàng tồn kho (Inventory turnover)	8
Vòng quay tài sản cố định (Fixed asset turnover)	9
Vòng quay tổng tài sản (Total asset turnover).....	10
Lợi nhuận trên doanh thu (Return on sales).....	11
Lợi nhuận trên tài sản (Return on assets)	12
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (Return on equity)	13
Chẳng sử dụng loại tỷ số nào cả.....	14

2.6 Doanh nghiệp của quý vị có từng sử dụng vi tính trong phân tích tài chính không? (Khoanh một số thích hợp)

Chưa bao giờ sử dụng.....	1
Rất ít khi sử dụng	2
Thỉnh thoảng có sử dụng	3
Rất thường sử dụng.....	4
Luôn luôn sử dụng.....	5

2.7 Nếu có, máy vi tính được ứng dụng trong những lĩnh vực nào? (Khoanh số thích hợp)

Lập báo cáo tài chính.....	1
Phân tích các báo cáo tài chính.....	2
Cả hai lĩnh vực trên.....	3
Lĩnh vực khác.....	4, kể ra:

2.8 Hiệu quả của thực hành báo cáo và phân tích tài chính (Khoanh một số thích hợp trên thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả thực hành báo cáo và phân tích tài chính. Hãy chỉ ra điểm số thích hợp nhất đánh giá hiệu quả từng mặt thực hành báo cáo và phân tích tài chính doanh nghiệp của quý vị dựa theo thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

Điểm 1 – Rất kém

Điểm 5 – Trung bình

Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng				
1. Doanh nghiệp quý vị chú trọng như thế nào đến công tác báo cáo và phân tích tài chính?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên				
2. Doanh nghiệp của quý vị lập các báo cáo tài chính thường xuyên và đều đặn đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không có tham gia					Tham gia rất nhiều				
3. Mức độ tham gia của chủ doanh nghiệp/CBQL chủ chốt như thế nào trong việc lập các báo cáo tài chính?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không có tham gia					Tham gia rất nhiều				
4. Mức độ tham gia của chủ doanh nghiệp/CBQL chủ chốt như thế nào trong việc giải thích và sử dụng các báo cáo tài chính?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không hữu ích					Rất hữu ích				
5. Mức độ hữu ích của các báo cáo tài chính của doanh nghiệp như thế nào trong việc cung cấp thông tin cho quyết định quản lý?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên				
6. Doanh nghiệp của quý vị phân tích các báo cáo tài chính với mức độ thường xuyên như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không hữu ích					Rất hữu ích				
7. Các tỷ số tài chính của doanh nghiệp quý vị hữu ích như thế	1	2	3	4	5	6	7	8	9	

nào trong việc phản ánh tình hình tài chính của đơn vị?									
	Rất thấp					Rất cao			
8. Mức độ sử dụng vi tính trong công việc phân tích tài chính ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9

3. THỰC HÀNH QUẢN TRỊ TIỀN MẶT

3.1 Doanh nghiệp của quý vị có từng làm hoặc xảy ra những việc dưới đây không? (Khoanh một số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chưa bao giờ	Rất ít khi	Thỉnh thoảng	Rất thường	Luôn luôn
Lập kế hoạch thu chi tiền tệ	1	2	3	4	5
Ấn định số dư tiền mặt và tiền gửi	1	2	3	4	5
Thiếu hụt tiền trong chi tiêu	1	2	3	4	5
Dư thừa tiền trong chi tiêu	1	2	3	4	5
Sử dụng máy vi tính quản trị tiền	1	2	3	4	5

3.2 Doanh nghiệp quý vị lập và xem xét kế hoạch thu chi tiền tệ theo những định kỳ nào? (Khoanh một số cho mỗi công việc)

Công việc	Không có	Hàng tuần	Hàng tháng	Hàng quý	Sáu tháng	Hàng năm
Lập kế hoạch thu chi tiền tệ	0	1	2	3	4	5
Xem xét kế hoạch thu chi tiền tệ	0	1	2	3	4	5

3.3 Dựa trên cơ sở nào doanh nghiệp của quý vị ấn định số dư tiền mặt kế hoạch? (Khoanh một số)

- Dựa theo lý thuyết về quản trị tiền mặt 1
Dựa vào số liệu kỳ trước 2
Dựa vào kinh nghiệm của chủ doanh nghiệp/CBQL chủ chốt 3
Dựa vào căn cứ khác 4, kể ra:

3.4 Doanh nghiệp của quý vị thường đầu tư tiền mặt tạm thời dư thừa vào đâu? (Khoanh một số)

- Ký gửi ngân hàng 1
Mua tín phiếu kho bạc 2
Cả hai thứ trên 3
Đầu tư vào thứ khác 4, kể ra:
Chẳng đầu tư vào đâu cả 5

3.5 Trong công việc quản trị tiền mặt, máy vi tính được áp dụng trong những lĩnh vực nào? (Khoanh 1 số)

- Lập kế hoạch tiền mặt 1
Ghi nhận các giao dịch bằng tiền 2
Cả hai thứ trên 3
Lĩnh vực khác 4, kể ra:

3.6 Hiệu quả quản trị tiền mặt (Khoanh một số thích hợp trên mỗi thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả thực hành quản trị tiền mặt. Hãy chỉ ra điểm số thích hợp nhất đánh giá hiệu quả từng mặt quản trị tiền mặt của quý vị trên thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

Điểm 1 – Rất kém

Điểm 5 – Trung bình

Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng			
1. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng như thế nào đến quản trị tiền mặt?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
2. Mức độ thường xuyên và đều đặn trong việc lập kế hoạch tiền mặt của doanh nghiệp quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không có tham gia					Tham gia nhiều			
3. Chủ doanh nghiệp/CBQL tham gia với mức độ thế nào trong	1	2	3	4	5	6	7	8	9

việc lập kế hoạch tiền mặt?									
	Không có tham gia					Tham gia rất nhiều			
4. Chủ doanh nghiệp/CBQL tham gia với mức độ thế nào trong việc giải tích và sử dụng kế hoạch tiền mặt?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hữu ích					Rất hữu ích			
5. Mức độ hữu ích của kế hoạch tiền mặt như thế nào trong việc cung cấp thông tin cho quyết định quản lý?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất kém					Rất tốt			
6. Doanh nghiệp của quý vị đã vận dụng các lý thuyết quản trị tiền mặt tốt đến mức nào để ấn định số dư tiền mặt?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hợp lý					Rất hợp lý			
7. Số dư tiền mặt được ấn định hợp lý đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất thấp					Rất cao			
8. Mức độ sử dụng máy vi tính trong công việc quản lý tiền mặt ở doanh nghiệp quý vị thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9

4. THỰC HÀNH QUẢN TRỊ KHOẢN PHẢI THU

4.1 Doanh nghiệp của quý vị có bao giờ làm những công việc dưới đây không? (Khoanh một số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chưa bao giờ	Rất ít khi	Thỉnh thoảng	Rất thường	Luôn luôn
Bán chịu sản phẩm hoặc dịch vụ	1	2	3	4	5
Thiết lập chính sách bán chịu	1	2	3	4	5
Sử dụng vi tính quản trị khoản phải thu	1	2	3	4	5

4.2 Doanh nghiệp của quý vị xem xét các khoản phải thu và nợ quá hạn theo những định kỳ nào? (Khoanh một số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Không có	Hàng tuần	Hàng tháng	Hàng quý	Sáu tháng	Hàng năm
Xem xét các khoản phải thu	0	1	2	3	4	5
Xem xét các khoản nợ quá hạn	0	1	2	3	4	5

4.3 Tỷ lệ nợ quá hạn của doanh nghiệp quý vị nằm ở mức độ nào? (Khoanh một số thích hợp)

- Dưới 5% doanh thu..... 1
 5 – 10% doanh thu 2
 10 – 20 % doanh thu 3
 Trên 20% doanh thu 4
 Không biết..... 5

4.4 Trong quản trị khoản phải thu, máy vi tính được sử dụng trong những lĩnh vực nào? (Khoanh một số)

- Quản lý các khoản phải thu..... 1
 Quản lý các khoản nợ quá hạn 2
 Cả hai 3
 Ứng dụng vào chuyện khác 4, kể ra:

4.5 Hiệu quả quản trị các khoản phải thu (Khoanh một số thích hợp trên mỗi thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả thực hành quản trị khoản phải thu. Hãy chỉ ra điểm số thích hợp nhất đánh giá hiệu quả từng mặt quản trị khoản phải thu của quý vị theo thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

Điểm 1 – Rất kém

Điểm 5 – Trung bình

Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng			
1. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng như thế nào đến quản trị	1	2	3	4	5	6	7	8	9

các khoản phải thu?									
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
2. Doanh nghiệp của quý vị xem xét lại thời hạn bán chịu thường xuyên đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hợp lý					Rất hợp lý			
3. Mức độ hợp lý của thời hạn bán chịu ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
4. Doanh nghiệp của quý vị xem xét lại chính sách chiết khấu hàng bán thường xuyên đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hợp lý					Rất hợp lý			
5. Mức độ hợp lý của chính sách chiết khấu ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
6. Doanh nghiệp của quý vị xem xét tỷ lệ nợ quá hạn thường xuyên đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hợp lý					Rất hợp lý			
7. Tỷ lệ nợ quá hạn của doanh nghiệp quý vị hợp lý đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
8. Doanh nghiệp của quý vị vận dụng các lý thuyết quản trị khoản phải thu thường xuyên đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất kém					Rất tốt			
9. Mức độ sử dụng máy vi tính trong công việc quản trị các khoản phải thu ở doanh nghiệp quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9

5. THỰC HÀNH QUẢN TRỊ HÀNG TỒN KHO

5.1 Doanh nghiệp của quý vị có bao giờ làm công việc dưới đây không? (Khoanh một số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chưa bao giờ	Rất ít khi	Thỉnh thoảng	Rất thường	Luôn luôn
Xem xét và đánh giá mức tồn kho	1	2	3	4	5
Lập kế hoạch tồn kho và dự trữ hàng hoá	1	2	3	4	5
Sử dụng vi tính quản trị tồn kho	1	2	3	4	5

5.2 Doanh nghiệp của quý vị quyết định mức tồn kho dựa trên cơ sở nào? (Khoanh một số thích hợp)

- Dựa theo các lý thuyết về quản trị tồn kho 1
Dựa theo số liệu lịch sử 2
Dựa theo kinh nghiệm của chủ doanh nghiệp/CBQL 3
Căn cứ khác 4, kể ra:

5.3 Doanh nghiệp của quý vị có bao giờ sử dụng “Mô hình số lượng đặt hàng kinh tế” không? (Khoanh một số thích hợp)

- Chưa biết đến mô hình này 1
Biết nhưng chẳng bao giờ sử dụng 2
Thỉnh thoảng có sử dụng 3
Rất thường sử dụng 4
Luôn luôn sử dụng 5

5.4 Hiệu quả quản trị tồn kho (Khoanh một số thích hợp trên mỗi thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả thực hành quản trị tồn kho. Hãy chỉ ra điểm số thích hợp nhất đánh giá hiệu quả từng mặt quản trị tồn kho của quý vị theo thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

- Điểm 1 – Rất kém
Điểm 5 – Trung bình

Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng			
1. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng đến quản trị tồn kho như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
2. Doanh nghiệp của quý vị xem xét vòng quay hàng tồn kho thường xuyên đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
3. Doanh nghiệp của quý vị xem xét mức tồn kho với mức độ thường xuyên như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất chậm					Rất nhanh			
4. Mức độ quay vòng hàng tồn kho của doanh nghiệp quý vị nhanh hay chậm đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất không hợp lý					Rất hợp lý			
5. Mức tồn kho của doanh nghiệp quý vị hợp lý đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hữu ích					Rất hữu ích			
6. Kế hoạch tồn kho của quý vị hữu ích đến mức nào trong việc cung cấp thông tin cho quyết định quản lý?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất kém					Rất tốt			
7. Doanh nghiệp của quý vị ứng dụng các lý thuyết quản trị tồn kho như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất thấp					Rất cao			
8. Mức độ sử dụng máy vi tính trong quản trị tồn kho ở doanh nghiệp quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9

6. THỰC HÀNH QUẢN TRỊ TÀI SẢN CỐ ĐỊNH (TSCĐ)

6.1 Liên quan đến quản trị TSCĐ, doanh nghiệp có bao giờ thực hiện các công việc dưới đây không? (Khoanh một số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chưa bao giờ	Rất ít khi	Thỉnh thoảng	Rất thường	Luôn luôn
Đánh giá dự án trước khi đầu tư	1	2	3	4	5
Đánh giá hiệu quả của TSCĐ sau đầu tư	1	2	3	4	5
Sử dụng vi tính quản trị tài sản cố định	1	2	3	4	5

6.2 Doanh nghiệp của quý vị sử dụng phương pháp nào để đánh giá các dự án đầu tư vốn? (Có thể khoanh nhiều hơn một số)

- Phương pháp thời kỳ hoàn vốn (Payback period) 1
 Phương pháp thời kỳ hoàn vốn chiết khấu (Discounted payback period)..... 2
 Phương pháp hiện giá thuần (Net present value)..... 3
 Phương pháp nội suất thu nhập (Internal rate of return)..... 4
 Phương pháp nội suất thu nhập có điều chỉnh (Modified internal rate of return)..... 5
 Phương pháp khác 6, kể ra:

6.3 Trong quản trị TSCĐ, máy vi tính được sử dụng trong những lĩnh vực nào? (Khoanh một số thích hợp)

- Đánh giá dự án đầu tư 1
 Quản lý tài sản cố định..... 2
 Cả hai lĩnh vực trên 3
 Lĩnh vực khác 4, kể ra:

6.4 Hiệu quả quản trị tài sản cố định (Khoanh một số thích hợp trên mỗi thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả thực hành quản trị tài sản cố định. Hãy chỉ ra điểm số thích hợp nhất đánh giá hiệu quả từng mặt quản trị tài sản cố định của quý vị theo thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

Điểm 1 – Rất kém

Điểm 5 – Trung bình

Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng			
1. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng như thế nào đến quản trị tài sản cố định?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không chú trọng					Rất chú trọng			
2. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng thế nào đến việc đánh giá một dự án trước khi quyết định đầu tư?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên			
3. Doanh nghiệp của quý vị xem xét các dự án đầu tư với mức độ thường xuyên như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hợp lý					Rất hợp lý			
4. Kỹ thuật hoạch định đầu tư vốn được vận dụng ở doanh nghiệp quý vị hợp lý đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hiện đại					Rất hiện đại			
5. Mức độ hiện đại của kỹ thuật hoạch định vốn ở doanh nghiệp quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hợp lý					Rất hợp lý			
6. Tài sản cố định ở doanh nghiệp của quý vị được sử dụng hợp lý đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Không hữu ích					Rất hữu ích			
7. Tài sản cố định của doanh nghiệp quý vị sau khi đầu tư hữu ích đến mức nào trong kinh doanh?	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Rất thấp					Rất cao			
8. Doanh nghiệp của quý vị sử dụng máy vi tính trong thực hành quản trị tài sản cố định đến mức độ nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9

7. THỰC HÀNH HOẠCH ĐỊNH TÀI CHÍNH

7.1 Trong việc hoạch định tài chính, doanh nghiệp của quý vị có bao giờ thực hiện các công việc liệt kê dưới đây không? (Khoanh một số thích hợp cho mỗi công việc)

Công việc	Chưa bao giờ	Rất ít khi	Thỉnh thoảng	Rất thường	Luôn luôn
Hoạch định tài chính	1	2	3	4	5
So sánh chỉ tiêu thực hiện với kế hoạch	1	2	3	4	5
Dùng vi tính trong hoạch định tài chính	1	2	3	4	5

7.2 Hoạch định tài chính ở doanh nghiệp quý vị nhằm vào những mục tiêu nào? (Có thể chọn hơn 1 số)

- Tối đa hoá doanh thu..... 1
- Tối thiểu hoá chi phí 2
- Tối đa hoá lợi nhuận 3
- Nâng cao chất lượng sản phẩm và dịch vụ..... 4
- Mục tiêu tăng trưởng..... 5
- Mục tiêu sống còn 6
- Không có mục tiêu hay chính sách gì cả..... 7

7.3 Doanh nghiệp của quý vị thường hay soạn thảo những loại kế hoạch nào? (Có thể chọn hơn 1 số).

- Kế hoạch doanh thu 1
- Kế hoạch sản xuất..... 2

Kế hoạch mua hàng	3
Kế hoạch sử dụng lao động	4
Kế hoạch chi phí chung	5
Kế hoạch chi phí bán hàng và chi phí quản trị	6
Kế hoạch thu chi tiền tệ	7
Kế hoạch lãi lỗ	8
Bảng cân đối tài sản kế hoạch	9

7.4 Ai chịu trách nhiệm soạn thảo các kế hoạch trên đây? (Chọn một số thích hợp)

Chủ doanh nghiệp	1
Giám đốc tài chính	2
Kế toán trưởng	3
Kế toán viên của doanh nghiệp	4
Thuê kế toán bên ngoài	5

7.5 Doanh nghiệp của quý vị thường so sánh các chỉ tiêu thực hiện với chỉ tiêu kế hoạch thường xuyên đến mức nào? (Khoanh một số thích hợp)

So sánh hàng ngày	1
So sánh hàng tuần	2
So sánh hàng tháng	3
So sánh hàng quý	4
So sánh mỗi sáu tháng	5
So sánh hàng năm	6

7.6 Hiệu quả của hoạch định tài chính (Khoanh một số thích hợp trên mỗi thang điểm)

Dưới đây là những câu hỏi mô tả sự cảm nhận của quý vị về hiệu quả thực hành hoạch định tài chính. Hãy chỉ ra điểm số thích hợp nhất đánh giá hiệu quả từng mặt hoạch định tài chính của quý vị theo thang điểm được thiết kế dưới đây, trong đó:

Điểm 1 – Rất kém

Điểm 5 – Trung bình

Điểm 9 – Rất tốt

Không có câu trả lời đúng hay sai ở đây mà chỉ đưa ra ý kiến của quý vị về doanh nghiệp của mình.

	Không chú trọng					Rất chú trọng				
1. Doanh nghiệp của quý vị chú trọng như thế nào đến hoạch định tài chính?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên				
2. Mức độ thường xuyên của việc soạn thảo các kế hoạch tài chính ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không tham gia					Tham gia rất nhiều				
3. Mức độ tham gia của chủ doanh nghiệp/CBQL trong việc lập các kế hoạch tài chính như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không tham gia					Tham gia rất nhiều				
4. Mức độ tham gia của chủ doanh nghiệp/CBQL trong việc giải thích và sử dụng các kế hoạch tài chính như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không hữu ích					Rất hữu ích				
5. Mức độ hữu ích của các kế hoạch tài chính trong việc cung cấp các thông tin cho quyết định quản lý như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không thường xuyên					Rất thường xuyên				
6. Mức độ thường xuyên so sánh giữa chỉ tiêu thực hiện với chỉ tiêu kế hoạch ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Không hợp lý					Rất hợp lý				
7. Các kỹ thuật hoạch định tài chính được ứng dụng hợp lý như thế nào ở doanh nghiệp của quý vị?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	

	Rất thấp					Rất cao				
8. Mức độ sử dụng máy vi tính trong hoạch định tài chính ở doanh nghiệp của quý vị như thế nào?	1	2	3	4	5	6	7	8	9	

C. NHỮNG THÔNG TIN VỀ ĐẶC ĐIỂM TÀI CHÍNH

(Dựa vào các báo cáo tài chính hiện tại của doanh nghiệp, vui lòng hoàn tất bảng dưới đây bằng cách điền kết quả vào cạnh dấu hỏi?)

Các tỷ số tài chính	Mô tả cách tính	Kết quả
Tỷ số lưu động	Lấy tài sản lưu động chia cho nợ ngắn hạn phải trả	?
Tỷ số nợ-vốn	Lấy tổng nợ chia cho vốn chủ sở hữu	?
Vòng quay tổng tài sản	Lấy doanh thu chia tổng tài sản	?
Lợi nhuận trên doanh thu (%)	Lấy lợi nhuận ròng chia cho doanh thu	?
Lợi nhuận trên tài sản (%)	Lấy lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản	?
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu(%)	Lấy lợi nhuận ròng chia cho vốn chủ sở hữu	?

Tên doanh nghiệp:

Địa chỉ:

Tên người trả lời:

Điện thoại:

Chức vụ:

Một lần nữa xin chân thành cảm ơn quý vị đã dành thời gian trả lời câu hỏi của chúng tôi.