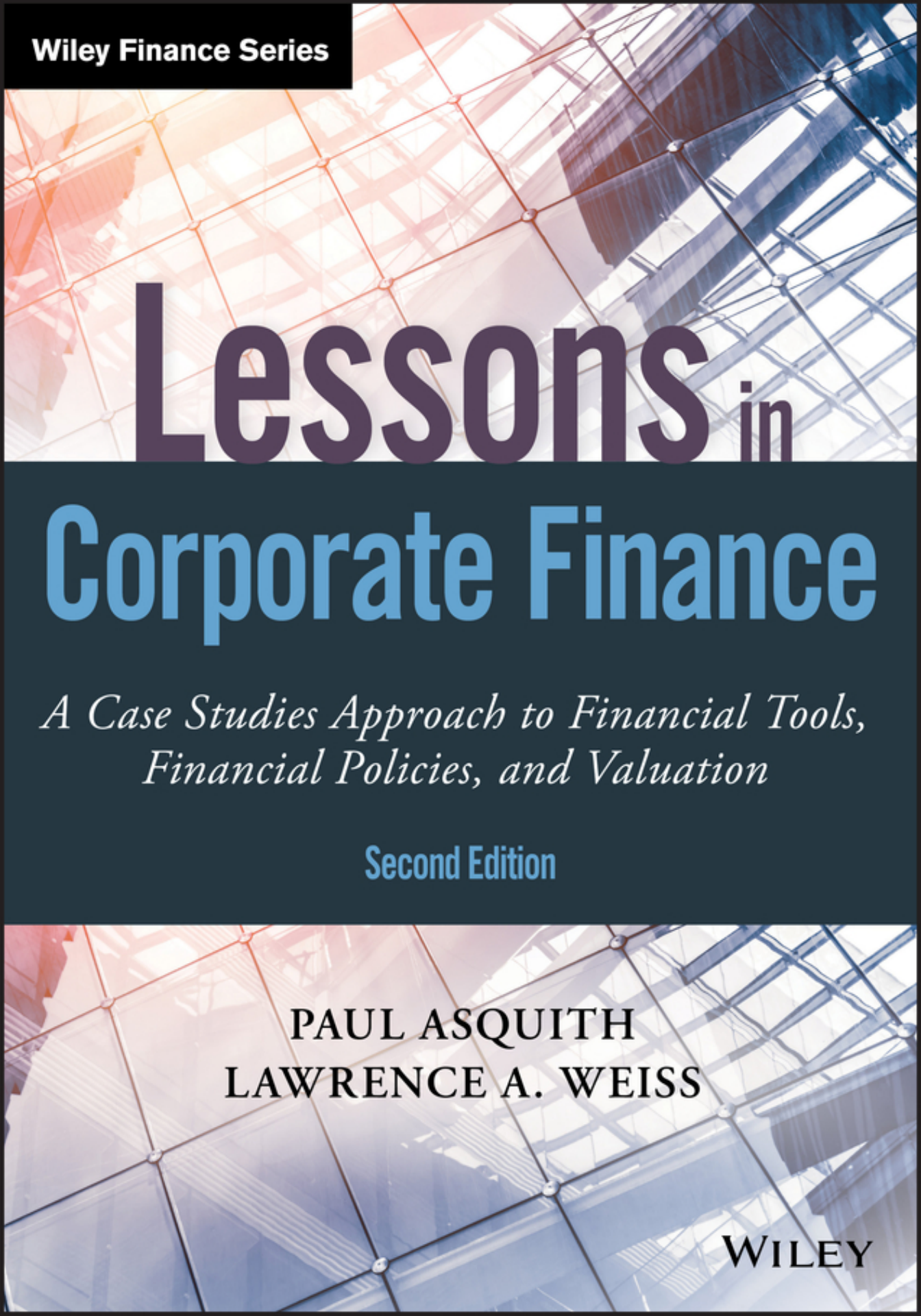

Wiley Finance Series
Lessons in
Corporate Finance
A Case Studies Approach to Financial Tools, Financial Policies, and Valuation
Second Edition
PAUL ASQUITH
LAWRENCE A. WEISS
WILEY

Bài học
Tài chính doanh nghiệp

Được thành lập năm 1807, John Wiley & Sons là công ty xuất bản độc lập lâu đời nhất tại Hoa Kỳ. Với văn phòng tại Bắc Mỹ, Châu Âu, Úc và Châu Á, Wiley cam kết toàn cầu trong việc phát triển và tiếp thị các sản phẩm và dịch vụ in ấn và điện tử nhằm phục vụ kiến thức và hiểu biết chuyên môn và cá nhân của khách hàng.

Bộ sách Wiley Finance chứa các cuốn sách được viết riêng cho các chuyên gia tài chính và đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân sành sỏi và cố vấn tài chính của họ. Các chủ đề sách bao gồm từ quản lý danh mục đầu tư đến thương mại điện tử, quản lý rủi ro, kỹ thuật tài chính, định giá và phân tích công cụ tài chính, cùng nhiều chủ đề khác.

Để xem danh sách các tựa sách hiện có, hãy truy cập trang web của chúng tôi tại www.WileyFinance.com.

Bài học
Tài chính doanh nghiệp

Phương pháp tiếp cận bằng các nghiên cứu tình huống về Công cụ tài chính, Chính sách tài chính,

và Định giá

TÁI BẢN LẦN THỨ HAI

PAUL ASQUITH
LAWRENCE A. WEISS

WILEY

Bản quyền © 2019 thuộc về Paul Asquith và Lawrence A. Weiss. Mọi quyền được bảo lưu.

Được xuất bản bởi John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
Đồng thời xuất bản tại Canada.

Không một phần nào của ấn phẩm này được phép sao chép, lưu trữ trong hệ thống truy xuất, hoặc truyền tải dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, điện tử, cơ khí, sao chụp, ghi âm, quét, hoặc cách khác, trừ khi được phép theo Mục 107 hoặc 108 của Đạo luật Bản quyền Hoa Kỳ năm 1976, mà không có sự cho phép trước bằng văn bản của Nhà xuất bản, hoặc ủy quyền thông qua việc thanh toán phí sao chép phù hợp cho Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, (978) 750–8400, fax (978) 646–8600, hoặc trên Web tại www.copyright.com. Các yêu cầu xin phép Nhà xuất bản nên được gửi đến Phòng Cấp phép, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, (201) 748–6011, fax (201) 748–6008, hoặc trực tuyến tại www.wiley.com/go/permissions.

Giới hạn Trách nhiệm/Tuyên bố Miễn trừ Bảo hành: Mặc dù nhà xuất bản và tác giả đã cố gắng hết sức trong việc chuẩn bị cuốn sách này, họ không đưa ra bất kỳ tuyên bố hay bảo hành nào về tính chính xác hoặc đầy đủ của nội dung cuốn sách và đặc biệt từ chối mọi bảo hành ngụ ý về khả năng thương mại hoặc phù hợp với mục đích cụ thể. Không có bảo hành nào được tạo ra hoặc mở rộng bởi các đại diện bán hàng hoặc tài liệu bán hàng bằng văn bản. Các lời khuyên và chiến lược trong sách có thể không phù hợp với hoàn cảnh của bạn. Bạn nên tham khảo ý kiến chuyên gia khi cần thiết. Cả nhà xuất bản lẫn tác giả sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất lợi nhuận hoặc bất kỳ thiệt hại thương mại nào khác, bao gồm nhưng không giới hạn ở thiệt hại đặc biệt, ngẫu nhiên, gián tiếp hoặc các thiệt hại khác.

Để biết thông tin chung về các sản phẩm và dịch vụ khác của chúng tôi hoặc để được hỗ trợ kỹ thuật, vui lòng liên hệ Bộ phận Chăm sóc Khách hàng của chúng tôi tại Hoa Kỳ theo số (800) 762–2974, ngoài Hoa Kỳ theo số (317) 572–3993, hoặc fax (317) 572–4002.

Wiley xuất bản dưới nhiều định dạng in và điện tử cũng như in theo yêu cầu (print-on-demand). Một số tài liệu đi kèm với các phiên bản in tiêu chuẩn của cuốn sách này có thể không có trong sách điện tử hoặc bản in theo yêu cầu. Nếu cuốn sách này đề cập đến các phương tiện như CD hoặc DVD không có trong phiên bản bạn đã mua, bạn có thể tải xuống tài liệu này tại http://booksupport.wiley.com. Để biết thêm thông tin về các sản phẩm của Wiley, hãy truy cập www.wiley.com.

Dữ liệu biên mục xuất bản của Thư viện Quốc hội:

Tên: Asquith, Paul, 1948– tác giả. | Weiss, Lawrence A. (Lawrence Alan),

tác giả.
Tiêu đề: Bài học về tài chính doanh nghiệp: phương pháp nghiên cứu tình huống về tài chính

công cụ, chính sách tài chính và định giá / Paul Asquith, Lawrence A. Weiss.
Mô tả: Ấn bản thứ hai. | Hoboken : Wiley, 2019. | Bộ sách: Wiley finance

| Bao gồm mục lục. | Ấn bản sửa đổi của cuốn 'Lessons in Corporate Finance' của các tác giả, [2016] |
Mã định danh: LCCN 2019000078 (bản in) | LCCN 2019001680 (sách điện tử) | ISBN

9781119537939 (ePDF) | ISBN 9781119537892 (ePub) | ISBN 9781119537830 (bìa cứng)
Chủ đề: LCSH: Tài chính doanh nghiệp. | Định giá. | BISAC: KINH DOANH &

KINH TẾ / Tài chính doanh nghiệp.
Phân loại: LCC HG4026 (sách điện tử) | LCC HG4026 .A87 2019 (bản in) | DDC

658.15—dc23
Hồ sơ LC có tại: https://lccn.loc.gov/2019000078

Thiết kế bìa: Wiley
Ảnh bìa: © wonry/Getty Images

In tại Hoa Kỳ

10 9 8 7 6 5 4 3 2 1

Gửi đến những người đã dạy tôi.

–Paul

Cho Marilyn, vợ và người bạn thân nhất của tôi; Joshua; và Daniel;
tất cả những người mà tôi sẽ yêu mãi mãi.

–Larry

Mục lục

Về các tác giả
xiii

Lời cảm ơn
xv

Lời nói đầu
xvii

CHƯƠNG 1

Giới thiệu
1
Hai thị trường: Sản phẩm và Vốn
2
Cơ bản: Công cụ và Kỹ thuật
3
Sơ đồ tài chính doanh nghiệp
4
Lịch sử ngắn về tài chính hiện đại
5
Cách đọc cuốn sách này
6

PHẦN MỘT

Sức khỏe tài chính của doanh nghiệp và quản lý dòng tiền

CHƯƠNG 2

Xác định tình hình tài chính của doanh nghiệp (PIPES-A)
11
Cuộc trò chuyện với nhân viên ngân hàng giống như một buổi phỏng vấn xin việc
11
Bắt đầu với chiến lược thị trường sản phẩm
13
PIPES có sinh lời không?
14
Làm toán
14
Nguồn và mục đích sử dụng quỹ
16
Phân tích tỷ số (Ratio Analysis)
20
Chu kỳ tiền mặt (Cash Cycle)
26
Tóm tắt
28

CHƯƠNG 3

Dự báo Pro Forma (PIPES-B)
31
Đầu tiên, hãy xem xét kỹ hơn về phân tích tỷ số (Ratio Analysis)
31
Dự báo Pro Forma
33
Các mối quan hệ vòng tròn
40
Trở lại (dự báo) tương lai
42
Dự phóng đến 2018 và 2019
43
Đánh giá khoản vay
45

Tóm tắt
50
Phụ lục 3A: Kế toán không phải là hiện thực kinh tế
52

CHƯƠNG 4

Tác động của tính thời vụ đến nguồn vốn của doanh nghiệp (PIPES-C)
57
Báo cáo thu nhập Pro Forma hàng tháng
58
Bảng cân đối kế toán Pro Forma hàng tháng
60
Một bức tranh khác về doanh nghiệp
68
Tóm tắt
72
Phụ lục 4A: Báo cáo thu nhập và bảng cân đối Pro Forma hàng tháng của PIPES

Bảng cân đối, 2018
73
Phụ lục 4B: Báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán Pro Forma hàng tháng của PIPES

Bảng cân đối, 2019
76

PHẦN HAI

Tài trợ doanh nghiệp và các chính sách tài chính

CHƯƠNG 5

Tại sao tài trợ lại quan trọng (Massey Ferguson)
81
Vị thế thị trường sản phẩm và chiến lược
81
Rủi ro chính trị và tính kinh tế của quy mô trong sản xuất
82
Massey Ferguson, 1971–1976
83
Tăng trưởng bền vững
85
Giai đoạn sau 1976
87
Conrad bỏ chạy
90
Các đối thủ cạnh tranh
91
Quay lại Massey
93
Tái cấu trúc của Massey
96
Lời bạt: Điều gì đã xảy ra với Massey
100
Tóm tắt
100
Phụ lục 5A: Báo cáo tài chính của Massey Ferguson
102

CHƯƠNG 6

Giới thiệu về lý thuyết cấu trúc vốn (Capital Structure Theory)
107
Cấu trúc vốn tối ưu
108
M&M và tài chính doanh nghiệp
111
Thuế
116
Chi phí khốn khó tài chính (Costs of Financial Distress)
126
Quan điểm giáo trình về cấu trúc vốn
131
Chi phí vốn
133
Tóm tắt
134

CHƯƠNG 7

Các quyết định cấu trúc vốn (Tập đoàn Marriott và Gary Wilson)
137
Cấu trúc vốn
137
Chi phí vốn
144

Các doanh nghiệp thiết lập cấu trúc vốn trong thực tế như thế nào
147
Chính sách tài chính doanh nghiệp
148
Tăng trưởng bền vững và dòng tiền thặng dư
151
Làm gì với tiền mặt thặng dư?
152
Tóm tắt
154
Phụ lục 7A: Báo cáo thu nhập của Tập đoàn Marriott và

Bảng cân đối kế toán
156
Phụ lục 7B: Các tỷ số chọn lọc của Tập đoàn Marriott
158

CHƯƠNG 8

Các quyết định đầu tư (Tập đoàn Marriott và Gary Wilson)
159
Giá đúng là gì?
160
Marriott nên mua cổ phiếu của mình như thế nào?
160
Các giao ước khoản vay (Loan Covenants)
164
Tác động của thị trường sản phẩm đến chính sách tài chính
165
Tác động của thị trường vốn và tương lai
167
Tóm tắt
173

CHƯƠNG 9

Các quyết định chính sách tài chính (AT&T: Trước và sau khi chia tách năm 1984)
177
Bối cảnh về AT&T
178
M&M và thực tiễn tài chính doanh nghiệp
178
AT&T cũ (trước 1984)
180
AT&T mới (sau 1984)
195
Tóm tắt
207
Phụ lục 9A: Xây dựng báo cáo dự phòng của AT&T, 1984–1988

(Kịch bản dự kiến)
208

CHƯƠNG 10

Tác động của chiến lược hoạt động đến chính sách tài chính doanh nghiệp (MCI)
211
Tóm tắt ngắn
211
Lịch sử ngắn của MCI
213
Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi và trái phiếu chuyển đổi
218
Lãi suất và tỷ lệ nợ
222
Hợp đồng thuê
223
Nhu cầu tài chính của MCI mới
223
Lựa chọn tài chính của MCI
234
Ghi chú bổ sung của MCI
235
Tóm tắt
236
Phụ lục 10A: Xây dựng báo cáo dự phòng của MCI, 1984–1988

CHƯƠNG 11

Cổ tức và mua lại cổ phiếu (Apple Inc.)
241
Lý thuyết về chính sách cổ tức
241
Bằng chứng thực nghiệm
245
Apple Inc. và quyết định có trả cổ tức hay không
248
Apple đã làm gì về cổ tức?
260

Điều gì đã xảy ra tiếp theo
261
Tóm tắt
264

CHƯƠNG 12

Sự tiếp nối của lý thuyết cấu trúc vốn
265
Lá chắn thuế từ nợ
266
Chi phí kiệt quệ tài chính
267
Chi phí giao dịch, thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện
269
Thông tin bất cân xứng và tài chính doanh nghiệp
272
Chi phí đại diện: Hành vi của nhà quản lý và cấu trúc vốn
279
Đòn bẩy và xung đột đại diện giữa cổ đông và chủ nợ
281
Bắt đầu với số tiền tài trợ cần thiết
286
Tóm tắt
288

CHƯƠNG 13

Tái cấu trúc và phá sản: Khi mọi việc trục trặc (Avaya Holdings)
291
Khi mọi việc trục trặc
291
Nguyên tắc kinh tế quan trọng của phá sản là cứu các doanh nghiệp khả thi
297
Khi nào doanh nghiệp nên nộp đơn phá sản?
297
Các quy tắc phá sản
300
Duy trì giá trị của doanh nghiệp phá sản
303
Avaya thoát khỏi phá sản
304
Tóm tắt
306
Phụ lục 13.A: Vấn đề phối hợp của các chủ nợ
308

PHẦN BA

Đầu tư và định giá

CHƯƠNG 14

Giá trị thời gian của tiền: Chiết khấu và giá trị hiện tại ròng
311
Giá trị thời gian của tiền
311
Giá trị hiện tại ròng (NPV)
316
Thời gian hoàn vốn
322
Các dự án có vòng đời không bằng nhau
323
Dòng tiền vĩnh viễn
325
Tóm tắt
326

CHƯƠNG 15

Định giá và dòng tiền (Sungreen A)
327
Quyết định đầu tư
327
Cách định giá một dự án
328
Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)
340
Giá trị cuối kỳ
341
Tóm tắt
343

CHƯƠNG 16

Định giá (Sungreen B)
345
Dòng tiền dự kiến của Sungreen
345
Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)
346
Các công ty song sinh
351
Chi phí vốn chủ sở hữu
354
Chi phí nợ
357
Định giá cuối cùng
358
Phân tích chiến lược
360
Tóm tắt
361

CHƯƠNG 17

Các sắc thái định giá
363
Sắc thái dòng tiền
363
Sắc thái chi phí vốn
365
Sắc thái khi tính chi phí vốn chủ sở hữu: Đòn bẩy và phi đòn bẩy Beta
371
Tách dòng tiền và giá trị cuối kỳ
376
Sắc thái của các phương pháp giá trị cuối kỳ
376
Các kỹ thuật định giá khác: Biến thể DCF
383
Quyền chọn thực (hay còn gọi là Lựa chọn chiến lược)
386
Tóm tắt
389

CHƯƠNG 18

Mua lại bằng đòn bẩy và tài trợ vốn cổ phần tư nhân (Congoleum)
391
Congoleum: Lược sử ngắn
391
Trước thương vụ LBO: Điều gì khiến một công ty trở thành mục tiêu LBO tốt?
392
Chi tiết thương vụ
395
Tái bút: Điều gì đã xảy ra với các thương vụ LBO?
409
Tóm tắt
411
Thế giới luôn thay đổi
412
Phụ lục 18A: Báo cáo dự phóng của Congoleum có và không có LBO
414
Phụ lục 18B: Điểm nổi bật trong ý kiến công bằng của Lazard
420

CHƯƠNG 19

Mua bán và sáp nhập: Các vấn đề chiến lược (Các cửa hàng Dollar)
423
Ba đối thủ cạnh tranh chính
423
Lịch sử gần đây
424
Chào bán công ty / Tìm người mua
428
Tóm tắt
431

CHƯƠNG 20

Định giá một thương vụ mua lại: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (Các cửa hàng Dollar)
433
Giá chào mua cho Family Dollar
433
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp
435
Ước tính chi phí vốn
443
Dòng tiền chiết khấu
448

Giá trị cuối kỳ
448
Ba mảnh ghép
451
Tóm tắt
452
Phụ lục 20A: Báo cáo tài chính dự phóng của Family Dollar với

Tỷ lệ nợ cố định của tác giả
453

CHƯƠNG 21

Hiểu về dòng tiền tự do (Các cửa hàng Dollar)
455
So sánh các công thức dòng tiền tự do
455
Quay lại tỷ lệ chiết khấu
457
Tiếp tục với dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu
459
Chiết khấu dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu
462
Tóm tắt
463
Phụ lục 21A: Dòng tiền tự do dự phóng của Family Dollar cho vốn chủ sở hữu với

Tỷ lệ nợ cố định
464

CHƯƠNG 22

Mua bán và sáp nhập: Thực thi (Các cửa hàng Dollar)
465
Dòng thời gian
465
Quyền quyết định của nhà quản lý
468
Cổ đông hoạt động
470
Ủy ban Thương mại Liên bang (FTC)
472
Các vụ kiện của cổ đông
473
Cuộc bỏ phiếu
474
Tóm tắt
475
Phụ lục 22.A: Các sự kiện chính trong quá trình đấu thầu mua Family Dollar, 2014–2015
476

CHƯƠNG 23

Ôn tập
477
Chương 2–4: Quản lý dòng tiền — Công cụ tài chính
478
Chương 5–13: Quyết định tài trợ và chính sách tài chính
478
Chương 14–22: Định giá
482
Các công cụ và khái niệm được thảo luận trong cuốn sách này
485
Tài chính là nghệ thuật, không phải khoa học
486
Điểm mấu chốt
487
Một cách tiếp cận thông minh đối với tài chính
487
Cập nhật liên tục
488
Câu chuyện cuối cùng của Larry (Thực sự là có thật)
489
Lý thuyết về những chiếc bánh của Paul
490
Những quy tắc để sống theo
490

Bảng chú giải
493

Chỉ mục
503

Về các tác giả

Paul Asquith là Giáo sư Tài chính Gordon Y. Billard tại Trường Kinh doanh Sloan của MIT, nơi ông đã làm việc trong 30 năm và cũng là Cộng tác viên Nghiên cứu của Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia.

Tại Trường Sloan, ông từng giữ chức Phó Trưởng khoa Cao cấp và Chủ tịch Ủy ban Xây dựng của Sloan. Ông giảng dạy trong lĩnh vực tài chính, gần đây nhất là môn Nhập môn Tài chính Doanh nghiệp. Giáo sư Asquith cũng đã phát triển và giảng dạy ba khóa học khác tại MIT: Tài chính Doanh nghiệp Nâng cao, Sáp nhập và Mua lại, và Thiết kế Chứng khoán. Ông từng giảng dạy tại Đại học Harvard trong 10 năm, tại Đại học Chicago và Đại học Duke. Ông đã nhận được 14 Giải thưởng Giảng dạy Xuất sắc từ MIT, Harvard và Duke. Ông cũng là người đầu tiên nhận Giải thưởng Jamieson của MIT cho sự xuất sắc trong giảng dạy.

Giáo sư Asquith nhận bằng BS từ Đại học Michigan State và bằng AM và PhD từ Đại học Chicago. Là thành viên của Hiệp hội Kế toán Hoa Kỳ, Hiệp hội Tài chính Hoa Kỳ và Hiệp hội Quản trị Tài chính, Giáo sư Asquith thường xuyên là diễn giả thảo luận tại các hội nghị tài chính. Năm 1985, ông dành một học kỳ tại Salomon Brothers trong thời gian nghỉ phép từ Đại học Harvard. Giáo sư Asquith từng là Giám đốc của Công ty Bảo hiểm Nhân thọ Quốc gia Aurora. Ông đã tư vấn cho nhiều tập đoàn bao gồm Citicorp, IBM, Merck, Morgan Guaranty, Price Waterhouse, Ngân hàng Hoàng gia Canada, Salomon Brothers, Ngân hàng Toronto Dominion và Xerox, đồng thời từng là nhân chứng chuyên môn tại cả Tòa án Liên bang và Tòa án Chancery Delaware.

Các mối quan tâm nghiên cứu hiện tại bao gồm tính minh bạch được quản lý trong thị trường vốn. Các bài báo đã xuất bản của ông bao gồm "Trái phiếu có lợi suất cao phát hành gốc: Phân tích lão hóa của các trường hợp vỡ nợ, hoán đổi và thu hồi," bài báo này đã giành giải Smith-Breeden năm 1989 của Tạp chí Tài chính, và "Hàm lượng thông tin của các báo cáo phân tích cổ phiếu" trên Tạp chí Kinh tế Tài chính, cũng như một số bài báo về sáp nhập doanh nghiệp, chính sách cổ tức của doanh nghiệp, thời điểm phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp, chia tách cổ phiếu, chính sách thu hồi nợ chuyển đổi, và bán khống trên thị trường nợ và vốn cổ phần. Giáo sư Asquith trước đây là Phó biên tập của Tạp chí Kinh tế Tài chính, Tạp chí Phân tích Tài chính và Định lượng, và Quản trị Tài chính. Ông cũng là giám đốc của Trung tâm Nghiên cứu Dịch vụ Tài chính tại MIT.

Lawrence A. Weiss là Giáo sư Kế toán Quốc tế tại Đại học Tufts.
Giáo sư Weiss đã giảng dạy từ các khóa học nhập môn đến kế toán tài chính nâng cao cũng như các khóa học kế toán quản trị và tài chính. Ông từng giảng dạy tại Đại học Georgetown, IMD, HEC Lausanne, Trường Quản lý Sloan của MIT, INSEAD, Tulane, Babson, và Đại học McGill. Ông đã nhận giải thưởng Giáo viên của năm khi còn là giảng viên

của MIT và đã nhiều lần được đề cử cho danh hiệu Giáo sư xuất sắc nhất tại Tufts, INSEAD, và Đại học Tulane.

Giáo sư Weiss nhận bằng Cử nhân Thương mại (B. Com.), Chứng chỉ Kế toán Công, và MBA từ Đại học McGill và bằng Tiến sĩ Quản trị Kinh doanh từ Đại học Harvard. Ông bắt đầu sự nghiệp với vai trò Kế toán viên Điều lệ Canada (Canadian Chartered Accountant, tương đương với CPA tại Hoa Kỳ) làm việc cho KPMG. Là thành viên của Hiệp hội Kế toán Hoa Kỳ, ông đã tham gia thảo luận và trình bày nhiều bài nghiên cứu. Giáo sư Weiss là chuyên gia được công nhận về phá sản doanh nghiệp Hoa Kỳ, và đã trình bày trước Quốc hội Hoa Kỳ về cải cách phá sản. Ông cũng đã tư vấn cho các tập đoàn về hệ thống tính chi phí, và từng là nhân chứng chuyên môn trong cả các vụ án dân sự và hình sự.

Nghiên cứu hiện tại có ba chủ đề: tái cơ cấu các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính, quản lý vận hành, và quá trình chuyển đổi từ các chuẩn mực kế toán quốc gia (Local GAAP) sang một bộ chuẩn mực toàn cầu (IFRS). Các công trình đã công bố của ông bao gồm "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims," đoạt giải Bài báo Xuất sắc của Tạp chí Kinh tế Tài chính (Journal of Financial Economics All-Star Paper); "Value Destruction in the New Era of Chapter 11" đăng trên Tạp chí Luật Kinh tế và Tổ chức (Journal of Law Economics and Organizations); và "On the Relationship between Inventory and Financial Performance in Manufacturing Companies," đăng trên Tạp chí Quản lý Vận hành Quốc tế (International Journal of Operations Management). Cuốn sách của ông mang tên Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives được xuất bản bởi Nhà xuất bản Đại học Cambridge. Hai cuốn sách khác là Accounting for Fun and Profit: A Guide to Understanding Financial Statements (2016) và Accounting for Fun and Profit: A Guide to Understanding Advanced Topics in Accounting (2017) được xuất bản bởi Business Expert Press. Giáo sư Weiss cũng đã đăng các bài quan điểm trên New York Times, Globe and Mail (Toronto), và trên HBR.org.

Lời cảm ơn

Cả hai chúng tôi đều mang ơn sâu sắc đến các giảng viên của mình, đặc biệt là:

Paul muốn cảm ơn những người đã dạy ông về tài chính và cách giảng dạy, đặc biệt là Gene Fama, Milton Friedman, Al Mandelstamm, David W. Mullins Jr., Henry B. Reiling, và George Stigler.

Larry muốn cảm ơn những người đã dạy ông, đặc biệt là Paul Asquith, Carliss Y. Baldwin, Roger C. Bennett, David Fewings, Michael Jensen, Robert Kaplan, Norman Keesal, Vivienne Livick, C. Harvey Rorke, và Howard H. Stevenson.

Paul và Larry cũng muốn cảm ơn Amar Bhide (Đại học Tufts) và Laurent Jacque (Đại học Tufts) vì đã đọc cuốn sách và đóng góp nhiều nhận xét cũng như gợi ý. Chúng tôi cũng biết ơn Jacqueline Donnelly, Bridgette Hayes, Stephanie Landers, và Alison Wurtz vì đã sửa nhiều lỗi biên tập và giúp văn phong của chúng tôi dễ đọc hơn, cùng Michael Duh và Heidi Pickett, những người đã giúp đảm bảo tính nhất quán của các số liệu. Đặc biệt, chúng tôi cũng xin gửi lời cảm ơn đến đội ngũ biên tập của John Wiley & Sons—đặc biệt là Tula Batanchiev, Elisha Benjamin, Michael Henton, Steven Kyritz, và Jayalakshmi Erkathil Thevarkandi vì sự hướng dẫn và nhiệt tình của họ.

Lời nói đầu

Vào Thứ Ba, ngày 24 tháng 3 năm 2015, giá cổ phiếu của Google đã tăng 2%, tương đương mức tăng khoảng 8 tỷ USD trong giá trị vốn chủ sở hữu của công ty. Sự tăng lớn trong giá trị vốn chủ sở hữu của Google có phải do lợi nhuận của công ty tăng? Không. Phản ứng tích cực của giá cổ phiếu có phải do tin tốt về một sản phẩm mới của Google? Không. Phản ứng này là do Google thông báo rằng họ đang thuê Ruth Porat làm giám đốc tài chính (CFO) mới. Tại sao việc thuê một CFO mới lại khiến giá cổ phiếu của Google tăng vọt? Theo Wall Street Journal, Phố Wall hy vọng CFO mới sẽ mang lại 'kiểm soát tài chính tại một công ty vốn nổi tiếng với lối chi tiêu tự do.'1

Lessons in Corporate Finance (Bài học về Tài chính Doanh nghiệp) nói về các quyết định chính trong tài chính doanh nghiệp (nói cách khác, các quyết định của các CFO như Ruth Porat của Google). Những quyết định này tập trung vào việc làm thế nào để quyết định công ty nên đầu tư vào dự án nào, cách tài trợ cho các khoản đầu tư đó, và cách quản lý dòng tiền của công ty. Đây là một cuốn sách ứng dụng, sử dụng các ví dụ thực tế để giới thiệu các công cụ tài chính cần thiết để đưa ra các quyết định kinh doanh làm tăng giá trị.

Cuốn sách được thiết kế để giải thích cách thức và lý do của tài chính doanh nghiệp (corporate finance). Mặc dù mục tiêu chính là các chuyên gia tài chính, cuốn sách cũng rất phù hợp cho các nhà quản lý không chuyên về tài chính (non-financial managers) – những người phải làm việc với các chuyên gia tài chính. Cuốn sách cung cấp cái nhìn chi tiết về hoạt động nội bộ của tài chính doanh nghiệp cho bất kỳ ai quan tâm đến việc hiểu tài chính và những gì các chuyên gia tài chính làm. Cuốn sách sẽ rất phù hợp cho khóa học tài chính thứ hai, làm tài liệu đọc bổ sung cho khóa đào tạo điều hành (executive education), hoặc làm sách tự học về tài chính doanh nghiệp (ví dụ: cho những người ôn thi CFA hoặc các chứng chỉ tương tự). Các tác giả tin rằng bất kỳ chuyên gia kinh doanh nào, kể cả người có bằng cấp về tài chính, sẽ thấy cuốn sách là một tài liệu ôn tập quý giá.

Ấn bản thứ hai của cuốn sách khác với ấn bản đầu tiên ở hai điểm quan trọng. Điểm đầu tiên là có tài liệu mới ở nhiều nơi, bao gồm một chương mới (Chương 13) về phá sản (bankruptcy) và tái cấu trúc (restructuring). Chương mới bao gồm các quy tắc thể chế (tức là luật) và kinh tế học xung quanh các doanh nghiệp rơi vào tình trạng khó khăn tài chính (financial distress) và phải tái cấu trúc hoặc nộp đơn phá sản. Nó cũng bao gồm hai phần chính của luật phá sản Hoa Kỳ.

Thay đổi thứ hai, và quan trọng hơn, là để đáp ứng Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2018 (Tax Cuts and Jobs Act) được thông qua tại Hoa Kỳ vào tháng 12 năm 2017. Luật này có hiệu lực từ tháng 1 năm 2018 và đại diện cho một thay đổi lớn trong bộ luật thuế doanh nghiệp Hoa Kỳ. Không chỉ hạ mức thuế suất doanh nghiệp tối đa tại Hoa Kỳ từ 35% xuống 21%, mà luật còn làm thay đổi đáng kể lá chắn thuế từ nợ (tax shield from debt) của doanh nghiệp. Luật làm giảm lợi thế của việc tài trợ bằng nợ (debt financing)

1Xem Rolfe Winkler, Justin Baer, và Vipal Monga, “Google Turns to Wall Street for New Finance Chief,” Wall Street Journal, ngày 24 tháng 3 năm 2015, www.wsj.com/articles/google-turns-to-wall-street-for-new-finance-chief-142721757110/21/2015.

và làm tăng chi phí vốn (cost of capital) của nhiều doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là phương pháp định giá doanh nghiệp cũng phải thay đổi đáng kể. Những thay đổi này, cùng với cách xử lý chúng, được trình bày xuyên suốt cuốn sách. Bảng 17.1 cho thấy những thay đổi này ảnh hưởng đến một tỷ lệ đáng kể các doanh nghiệp.

Mặc dù cuốn sách này có thể được đọc mà không cần kiến thức sâu rộng về kế toán hoặc tài chính, nó được viết cho những người có ít nhất kiến thức cơ bản về thuật ngữ kế toán và tài chính.

Những bài học về Tài chính doanh nghiệp

CHƯƠNG 1
Giới thiệu

Cuốn sách này là một văn bản tài chính doanh nghiệp cơ bản nhưng độc đáo ở cách trình bày chủ đề. Định dạng của cuốn sách bao gồm việc đặt ra một loạt các câu hỏi chi tiết dần về các quyết định tài chính doanh nghiệp, sau đó trả lời chúng bằng những hiểu biết khái niệm và các ví dụ số cụ thể.

Cuốn sách được cấu trúc xoay quanh các quyết định thực tế mà giám đốc tài chính (CFO) phải đưa ra: cách doanh nghiệp huy động và sử dụng vốn. Các chức năng chính của tài chính doanh nghiệp có thể được phân thành ba nhiệm vụ chính:

1. Làm thế nào để đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn
2. Làm thế nào để đưa ra quyết định tài trợ đúng đắn
3. Làm thế nào để quản lý dòng tiền của doanh nghiệp trong khi thực hiện hai điều đầu tiên

Xét điểm cuối cùng trước, tiền mặt là yếu tố thiết yếu cho sự sống còn của doanh nghiệp. Trên thực tế, dòng tiền quan trọng hơn nhiều so với lợi nhuận. Một doanh nghiệp có thể tồn tại với sản phẩm kém, tiếp thị không hiệu quả, và lợi nhuận yếu hoặc thậm chí âm, nhưng vẫn tiếp tục hoạt động miễn là có dòng tiền. Không để cạn kiệt tiền mặt là một phần thiết yếu của tài chính doanh nghiệp. Điều này đòi hỏi phải hiểu và dự báo bản chất cũng như thời điểm của dòng tiền doanh nghiệp. Ví dụ, vào đầu thế kỷ, các công ty dot-com gần như đều lỗ rất nhiều tiền. Tuy nhiên, các nhà phân tích tài chính theo dõi các công ty này không tập trung chủ yếu vào lợi nhuận mà vào cái gọi là "tỷ lệ đốt tiền" (burn rate) (tức là tốc độ mà doanh nghiệp sử dụng hoặc "đốt" tiền mặt). Có một câu ngạn ngữ trong tài chính: "Bạn mua sâm panh bằng lợi nhuận, và bạn mua bia bằng tiền mặt." Tiền mặt là huyết mạch hàng ngày của một doanh nghiệp. Một cách khác để nói điều này là tiền mặt giống như không khí, còn lợi nhuận giống như thức ăn. Mặc dù một tổ chức cần cả hai để sống sót, nhưng nó có thể tồn tại một thời gian mà không có lợi nhuận nhưng sẽ chết nhanh nếu không có tiền mặt.

Chuyển sang điểm đầu tiên, việc đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn có nghĩa là quyết định nơi doanh nghiệp nên đặt (đầu tư) tiền mặt của mình, tức là nên đầu tư hoặc sản xuất vào những dự án hoặc sản phẩm nào. Các quyết định đầu tư phải trả lời câu hỏi: Dòng tiền tương lai nào là kết quả của các quyết định đầu tư hiện tại?

Cuối cùng, việc đưa ra quyết định tài trợ đúng đắn có nghĩa là quyết định nơi doanh nghiệp nên lấy tiền mặt cho các khoản đầu tư của mình. Các quyết định tài trợ coi các quyết định đầu tư của doanh nghiệp như một điều kiện cho trước và xem xét các câu hỏi như: Các khoản đầu tư đó nên được tài trợ như thế nào? Liệu giá trị có thể được tạo ra từ phía bên phải của Bảng cân đối kế toán không?

Vì vậy, CFO về cơ bản làm hai việc cả ngày với một ràng buộc: đưa ra quyết định đầu tư tốt và quyết định tài trợ tốt, đồng thời đảm bảo công ty không cạn kiệt tiền mặt trong quá trình đó.

HAI THỊ TRƯỜNG: SẢN PHẨM VÀ VỐN

Mỗi công ty hoạt động trong hai thị trường chính: thị trường sản phẩm và thị trường vốn. Các công ty có thể kiếm tiền ở cả hai thị trường. Hầu hết mọi người hiểu vai trò của công ty trong thị trường sản phẩm: sản xuất và bán hàng hóa hoặc dịch vụ với giá cao hơn chi phí. Ngược lại, vai trò của công ty trong thị trường vốn ít được hiểu rõ hơn: huy động và đầu tư vốn để trực tiếp hỗ trợ các hoạt động của công ty trong thị trường sản phẩm.

Khi mọi người nghĩ về thị trường vốn, họ thường tập trung vào các sàn giao dịch chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu và quyền chọn. Tuy nhiên, đây chỉ là phía cung của thị trường vốn. Phía còn lại bao gồm những người sử dụng vốn: chính các công ty.

Một bài học quan trọng khi làm tài chính doanh nghiệp là chiến lược tài chính và chiến lược thị trường sản phẩm cần phải nhất quán với nhau. Ngoài ra, tài chính doanh nghiệp bao trùm cả thị trường sản phẩm thông qua các quyết định đầu tư và thị trường vốn thông qua các quyết định tài trợ. Khi nghĩ về tài chính doanh nghiệp, công ty trước tiên phải xác định mục tiêu thị trường sản phẩm của mình. Chỉ sau khi mục tiêu thị trường sản phẩm được thiết lập, ban quản lý mới có thể đặt ra chiến lược tài chính và xác định các chính sách tài chính của mình.

Các chính sách tài chính bao gồm quyết định cấu trúc vốn (tức là mức độ tài trợ bằng nợ), cấu trúc kỳ hạn của nợ, số lượng nợ có bảo đảm và không có bảo đảm, liệu nợ có lãi suất cố định hay thả nổi, các điều khoản ràng buộc (covenants) kèm theo nợ, số cổ tức (nếu có) công ty sẽ trả, số lượng và thời điểm phát hành cổ phiếu và mua lại cổ phiếu, v.v. Tương tự, các chính sách đầu tư của công ty (ví dụ: xây dựng hoặc mua lại, thực hiện mua lại có đòn bẩy (leveraged buyout), tái cơ cấu, chào mua công khai (tender), sáp nhập (merger), v.v.) được thiết lập cùng với chiến lược thị trường sản phẩm của công ty.

Mặc dù việc có một chiến lược thị trường sản phẩm tốt là rất quan trọng đối với công ty, các hoạt động tài chính của công ty cũng rõ ràng có thể tạo ra hoặc phá hủy giá trị. Giá trị được tạo ra thông qua việc khai thác một sự không hoàn hảo của thị trường ở một trong hai thị trường:

1. Sự không hoàn hảo của thị trường sản phẩm bao gồm rào cản gia nhập, lợi thế chi phí, bằng sáng chế, v.v.
2. Sự không hoàn hảo của thị trường vốn liên quan đến việc huy động vốn với lãi suất thấp hơn thị trường, sử dụng chứng khoán sáng tạo (innovative securities), tiếp cận nhóm nhà đầu tư mới, và những điều tương tự.

Ngoài ra, việc điều hành doanh nghiệp tốt có thể tạo ra hoặc phá hủy giá trị. Do đó, chúng ta thêm điểm thứ ba:

3. Sự không hoàn hảo của thị trường quản lý (managerial market imperfections) bao gồm các vấn đề như chi phí đại diện (agency costs - chi phí phát sinh từ việc tách biệt quyền sở hữu và quyền kiểm soát) và các nhà quản lý không làm tốt công việc hoặc tự tư lợi.

Nếu không có sự không hoàn hảo, thực sự không có tài chính doanh nghiệp (một điểm chúng tôi sẽ giải thích trong Chương 6).

NHỮNG ĐIỀU CƠ BẢN: CÔNG CỤ VÀ KỸ THUẬT

Cuốn sách này dạy các công cụ và kỹ thuật cơ bản của tài chính doanh nghiệp, chúng là gì và cách áp dụng chúng. Nói theo thuật ngữ bóng bầu dục, tất cả là về việc chặn và cản phá. Ví dụ, các chỉ số (ratios) và quản lý vốn lưu động (working capital management) được sử dụng làm công cụ chẩn đoán cũng như trong việc xây dựng Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma Income Statements) và Bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma Balance Sheets), vốn là xương sống của việc định giá. Không thể thực hiện định giá nếu không làm được các báo cáo dự phóng. Cuốn sách này sẽ chỉ cho người đọc cách xác định nhu cầu tài chính, cách tạo ra dòng tiền ước tính, và sau đó cách ước tính tỷ lệ chiết khấu phù hợp để chuyển các dòng tiền thành giá trị hiện tại ròng (net present value).

Các chương từ 2 đến 4 thảo luận về quản lý dòng tiền (cash flow management), về cơ bản là làm thế nào để đảm bảo doanh nghiệp không cạn kiệt tiền mặt. Quản lý dòng tiền là cần thiết để đánh giá sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, dự báo nhu cầu tài chính và định giá tài sản. Các công cụ được sử dụng trong quản lý dòng tiền bao gồm phân tích chỉ số, báo cáo dự phóng và nguồn và sử dụng vốn (sources and uses of funds). Đây là phần cốt lõi của tài chính: quản lý và dự báo dòng tiền.

Các chương từ 5 đến 13 xem xét cách doanh nghiệp đưa ra quyết định tài chính đúng đắn. Đó là, doanh nghiệp nên chọn cấu trúc vốn (capital structure) như thế nào và sự đánh đổi của các phương án tài chính khác nhau. Chúng ta cũng sẽ đề cập đến các chính sách tài chính và tác động của chúng đến chi phí vốn (cost of capital). Các chương này sẽ trả lời nhiều câu hỏi, bao gồm: Doanh nghiệp có thể tạo ra giá trị bằng lựa chọn tài chính của mình không? Một loại hình tài chính có vượt trội hơn loại khác không? Doanh nghiệp nên sử dụng nợ (debt) hay vốn chủ sở hữu (equity)? Nếu doanh nghiệp sử dụng nợ, nên vay từ ngân hàng hay từ thị trường vốn? Nên là nợ ngắn hạn hay dài hạn, chuyển đổi (convertible), có thể thu hồi (callable)? Nếu doanh nghiệp phát hành cổ phiếu, nên là cổ phiếu phổ thông (common stock) hay cổ phiếu ưu đãi (preferred stock)? Khi nào doanh nghiệp nên tái cấu trúc nợ phải trả và như thế nào?

Các chương 14 đến 17 minh họa cách các công ty đưa ra quyết định đầu tư đúng đắn. Các công cụ và kỹ thuật định giá dự án đầu tư sẽ được trình bày chuyên sâu, bao gồm việc xác định dòng tiền liên quan và tỷ lệ chiết khấu phù hợp. Những công cụ và kỹ thuật này sau đó sẽ được sử dụng để định giá các dự án và công ty.

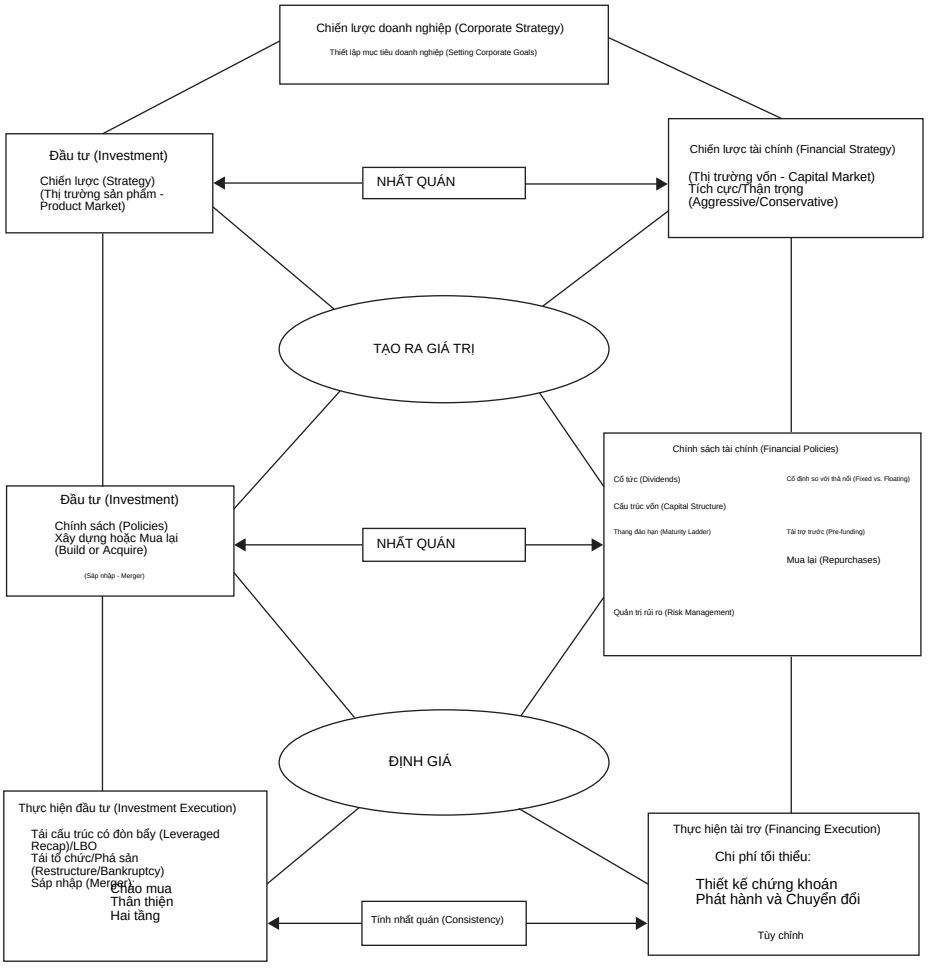
Chỉ có năm kỹ thuật chính để định giá mọi thứ, trong đó bốn kỹ thuật sẽ được đề cập trong cuốn sách này (quyền chọn thực (real options), phương pháp thứ năm, sẽ chỉ được trình bày sơ lược vì kỹ thuật này ít được sử dụng và đòi hỏi kiến thức về quyền chọn và toán học ngoài phạm vi của cuốn sách). Cuốn sách này sẽ bao gồm nhiều cách khác nhau để định giá một công ty hoặc dự án trong bốn nhóm hoặc kỹ thuật chính. Ví dụ, các kỹ thuật dòng tiền chiết khấu bao gồm dòng tiền tự do của công ty (free cash flow to the firm) với chi phí vốn bình quân gia quyền (weighted average cost of capital), sử dụng dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (free cash flow to equity) được chiết khấu theo chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), cũng như tính toán giá trị hiện tại điều chỉnh (adjusted present value - APV). Tương tự, các bội số định giá (valuation multiples) bao gồm việc sử dụng tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E), thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT), và thu nhập trước lãi vay, thuế, khấu hao (EBITDA), tất cả đều cùng một nhóm. Trọng tâm của cuốn sách không chỉ là dạy các kỹ thuật mà còn cung cấp sự hiểu biết về logic đằng sau mỗi phương pháp và giúp người đọc có khả năng chuyển đổi từ phương pháp định giá này sang phương pháp định giá khác.

Các chương 18 đến 22 bao gồm mua lại bằng đòn bẩy (leveraged buyouts - LBO), vốn cổ phần tư nhân (private equity), tái cấu trúc (restructuring), phá sản (bankruptcies), và sáp nhập và mua lại (mergers and acquisitions), tất cả đều kết hợp các quyết định đầu tư và tài trợ. Năm chương này sẽ sử dụng hai ví dụ toàn diện để trình bày sâu về các vấn đề.

Chương 23 cung cấp một bài tổng quan cùng với một số suy nghĩ của các tác giả về cả tài chính và cuộc sống.

SƠ ĐỒ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Hình 1.1 cung cấp một sơ đồ minh họa về cách các tác giả nhìn nhận tài chính doanh nghiệp. Tài chính doanh nghiệp bắt đầu từ chiến lược công ty, chiến lược này quyết định cả chiến lược đầu tư và chiến lược tài chính. Các chiến lược này dẫn đến các chính sách đầu tư và tài chính mà cuối cùng phải được thực thi. Chúng tôi sẽ nhấn mạnh nhiều lần trong cuốn sách này rằng phải có sự nhất quán giữa mọi cấp độ của sơ đồ này. Ngoài ra, các chiến lược và chính sách đầu tư và tài chính có thể tạo ra hoặc phá hủy giá trị cho công ty. Cuốn sách này sẽ bao gồm ba cấp độ trên cùng của Hình 1.1, minh họa các chiến lược và chính sách tài chính của công ty.



HÌNH 1.1
Sơ đồ Tài chính Doanh nghiệp

LƯỢC SỬ NGẮN VỀ TÀI CHÍNH HIỆN ĐẠI

Tài chính đã thay đổi rất nhiều trong 60 năm qua, có lẽ nhiều hơn bất kỳ lĩnh vực nào khác trong chương trình giảng dạy của các trường kinh doanh. Tài chính hiện đại thực sự bắt đầu với Irving Fisher,1 người đã phát triển việc sử dụng giá trị hiện tại (present value) vào năm 1907, mặc dù khái niệm này không được phổ biến rộng rãi trong các giáo trình tài chính cho đến đầu những năm 1950. Một bước tiến lớn khác trong tài chính xảy ra vào năm 1952 khi Harry Markowitz2 phát triển lý thuyết danh mục đầu tư (portfolio theory), nhờ đó ông đã giành giải Nobel Kinh tế năm 1990. Lý thuyết danh mục đầu tư cho thấy đa dạng hóa có thể giảm rủi ro mà không giảm lợi nhuận kỳ vọng (expected return). Đây là cơ sở lý thuyết cho ngành quỹ tương hỗ (mutual fund), ngành đã tăng trưởng vượt bậc trong những năm 1950 và 1960.

Tài chính bắt đầu rời xa phương pháp thời gian hoàn vốn (payback) như kỹ thuật chính để đánh giá đầu tư vào những năm 1950. Tỷ suất hoàn vốn nội bộ (Internal Rate of Return - IRR) và Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value - NPV) trở thành những cách chính để định giá quyết định đầu tư. Giới chuyên môn cũng không còn tin rằng lợi nhuận là quan trọng nhất. Ngày nay chúng ta biết rằng dòng tiền (cash flows), chứ không phải lợi nhuận, mới là yếu tố quan trọng nhất.

Franco Modigliani và Merton Miller (M&M) với các bài báo năm 1958, 1961 và 1963 đã khai sinh ra tài chính doanh nghiệp hiện đại, đối tượng trọng tâm của cuốn sách này. (Modigliani được trao giải Nobel năm 1985 cho công trình này và các công trình khác, còn Miller được trao giải Nobel năm 1990 cho công trình này.) M&M đã chỉ ra rằng dưới một số giả định quan trọng, cả cấu trúc vốn (capital structure) (năm 1958) lẫn cổ tức (dividends) (năm 1961) đều không có tác động. Năm 1963, M&M nới lỏng giả định không có thuế và khi đó cấu trúc vốn trở nên có tác động.

Một công trình đáng chú ý khác mà chúng tôi sẽ đề cập trong cuốn sách này là của Eugene Fama,3 người đã phát triển khái niệm thị trường hiệu quả (efficient markets) vào những năm 1960 (và đoạt giải Nobel năm 2013). Ý tưởng của ông là thị trường nhanh chóng tiếp nhận và định giá thông tin. Khái niệm này đã dẫn đến sự suy tàn của phân tích kỹ thuật (technical analysis), vốn vẫn tồn tại nhưng ngày nay chỉ có một lượng nhỏ người theo dõi.

Một bước phát triển quan trọng khác trong những năm 1960 là mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model - CAPM) do William Sharpe và John Lintner tạo ra. (Sharpe đã giành giải Nobel năm 1990 cho công trình này. Lintner gần như chắc chắn đã chia sẻ giải thưởng nếu ông còn sống, nhưng giải Nobel không được trao sau khi mất.4) CAPM đã thay đổi đáng kể cách chúng ta đo lường hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán và các khoản đầu tư khác.

Bước tiến quan trọng tiếp theo là công trình của Fischer Black, Myron Scholes và Robert Merton về định giá quyền chọn vào đầu những năm 1970. (Scholes và Merton đã nhận giải Nobel năm 1997. Black qua đời năm 1995.) Số lượng lớn các giao dịch quyền chọn ngày nay đều dựa trên công trình này.

Tập trung cụ thể hơn vào tài chính doanh nghiệp, các bài nghiên cứu M&M từ năm 1958 đến 1963 bắt đầu được điều chỉnh và mở rộng vào những năm 1980. Lý thuyết tài chính doanh nghiệp đã vượt ra ngoài M&M bằng cách đưa vào các yếu tố như thông tin bất cân xứng, chi phí đại diện,

---

1Irving Fisher là một trong những nhà kinh tế vĩ đại nhất của nước Mỹ. Trong số nhiều đóng góp của ông có cuốn 'The Rate of Interest' (Tỷ lệ lãi suất) xuất bản năm 1907, trong đó ông đề cập đến khái niệm giá trị hiện tại ròng.
2H.M. Markowitz, 'Portfolio Selection' (Lựa chọn danh mục đầu tư), Journal of Finance 7, số 1 (tháng 3 năm 1952): 77–91.
3Xem ví dụ, E. Fama, 'The Behavior of Stock-Market Prices' (Hành vi của giá cổ phiếu), Journal of Business 38, số 1 (tháng 1 năm 1965): 34–105.
4Trừ khi bạn qua đời trong khoảng thời gian giữa lúc ủy ban chọn người thắng cuộc vào tháng 6 và khi công bố vào tháng 10.

và tín hiệu. Các lý thuyết được phát triển trong đó cấu trúc vốn và cổ tức thực sự có tác động. Sự tương tác và động lực giữa quyết định tài trợ và đầu tư cũng trở thành đối tượng nghiên cứu.

Gần đây hơn, tài chính đã xem xét tác động của hành vi con người trong các quyết định tài chính. Điều này được gọi là tài chính hành vi, mà Richard Thaler đã giành giải Nobel năm 2017, và quay trở lại câu hỏi liệu thị trường có thực sự hiệu quả hay không và hành vi cá nhân ảnh hưởng đến quyết định tài chính như thế nào.

Về mặt thể chế, đã có những thay đổi mạnh mẽ trong luật pháp và các tổ chức ảnh hưởng đến tài chính doanh nghiệp. Đặc biệt, các quy định về huy động vốn mới và tỷ lệ hoa hồng khi mua bán cổ phiếu đã thay đổi đáng kể cách tài trợ của doanh nghiệp. Ví dụ, đăng ký lưu ký (shelf registration) làm cho việc sử dụng các tổ chức bán tổng hợp trở nên ít phổ biến hơn và bảo lãnh phát hành trở nên cạnh tranh hơn nhiều, do đó số lượng ngân hàng đầu tư giảm hơn một nửa. Đồng thời, quy mô của các ngân hàng đầu tư lớn còn lại tăng lên đáng kể.

Sự trỗi dậy của thị trường trái phiếu rác bắt đầu từ năm 1988 và kéo dài suốt những năm 1990. Trước năm 1988, việc phát hành nợ không đạt mức đầu tư (BBB trở lên) gần như là không thể. Nợ có mức xếp hạng thấp hơn đã tồn tại, nhưng đó là nợ từng được xếp hạng đầu tư khi phát hành và trở nên rủi ro hơn khi tình hình tài chính của công ty suy giảm. (Loại nợ rủi ro này được gọi là 'thiên thần sa ngã' - fallen angels.) Michael Milken tại ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert đã tạo ra một thị trường nơi có thể phát hành nợ có xếp hạng thấp hơn (lợi suất cao hoặc 'rác'). Loại nợ này chủ yếu được sử dụng để tài trợ cho các vụ mua lại và các công ty khởi nghiệp. Điều này đã làm thay đổi mạnh mẽ bản chất của quyền kiểm soát doanh nghiệp.

Thập niên 1990 cũng chứng kiến sự trỗi dậy của các quỹ phòng hộ (hedge funds), sự gia tăng nhanh chóng của các hoạt động bán khống (short sales), và một “bong bóng thị trường chứng khoán” dựa trên việc định giá quá cao các công ty dot-com. Việc thông qua và áp dụng Đạo luật Dodd-Frank vào năm 2010 đã và sẽ tiếp tục có tác động lớn đến các cấu trúc và thực tiễn tài chính. Gần đây nhất, Đạo luật Việc làm và Cắt giảm Thuế năm 2018 đã được thông qua vào tháng 12 năm 2017. Đây là thay đổi quan trọng nhất đối với luật thuế doanh nghiệp trong ít nhất 50 năm. Nó không chỉ giảm thuế suất doanh nghiệp tối đa từ 35% xuống 21%, mà còn hạn chế việc khấu trừ thuế đối với lãi vay và thay đổi cách khấu hao các khoản chi tiêu vốn.

Điều tiếp theo vĩ đại nhất trong tài chính là gì? Chúng tôi ước gì chúng tôi biết. Kiến thức mới hiếm khi có thể dự đoán được.

ĐỌC CUỐN SÁCH NÀY

Mặc dù những người không có nền tảng kinh doanh vẫn có thể đọc cuốn sách này, nhưng nó được thiết kế cho những ai có kiến thức cơ bản về tài chính và kế toán, và sẽ dễ đọc hơn nhiều đối với đối tượng đó.

Cuốn sách này được viết theo phong cách đối thoại và sử dụng phương pháp giảng dạy tình huống, quy nạp. Nghĩa là, các ví dụ được dùng để minh họa lý thuyết. Mặc dù việc trình bày lý thuyết một cách đơn giản như trong bài giảng có thể trực tiếp hơn, nhưng việc sử dụng ví dụ giúp người đọc hiểu rõ hơn về vấn đề.

Các chú thích cuối trang không cần đọc trong lần đầu đọc một chương, nhưng chúng nên được đọc. Chúng bổ sung những lưu ý quan trọng, chi tiết, đôi khi hài hước và các ví dụ về cách tính toán thay thế trong cuốn sách này.

Sự lặp lại là một phần quan trọng của việc học bất kỳ tài liệu nào và là một phần quan trọng của cuốn sách này. Vì vậy, các công cụ và khái niệm trong cuốn sách sẽ được trình bày lặp đi lặp lại, mặc dù trong các tình huống mới và khác nhau. Ví dụ, phân tích tỷ số (ratio analysis), được trình bày trong chương tiếp theo, sẽ được sử dụng xuyên suốt cuốn sách. Mọi chủ đề quan trọng sẽ được đề cập nhiều lần trong các bối cảnh khác nhau.

Tài liệu có thể có vẻ khó và thậm chí gây khó chịu lúc đầu, nhưng khi người đọc tiến sâu vào văn bản, nó sẽ có vẻ chậm lại và kết nối lại với nhau. Đến cuối cuốn sách, người đọc sẽ có thể hiểu cách các doanh nghiệp thiết lập các chính sách tài chính và cách thực hiện định giá (valuation) và đầu tư trong tài chính (ví dụ: đọc bản định giá của ngân hàng đầu tư và hiểu các giả định được đưa ra, điều gì bị ẩn và điều gì không).

Giống như nhiều điều trong cuộc sống, cách tốt nhất để học một điều gì đó là làm nó. Đọc về cách tài chính nên và không nên được thực hiện có thể dạy bạn đến một mức độ nào đó. Tuy nhiên, để thực sự có thể tự làm điều gì đó đòi hỏi bạn phải thực sự làm nó. Vì vậy, người đọc được khuyến khích mạnh mẽ để làm việc qua tất cả các ví dụ chi tiết và các tình huống được đưa ra trong cuốn sách.

Một nhận xét ngắn về bảng tính máy tính. Việc sử dụng bảng tính máy tính ngày nay rất phổ biến do chúng hỗ trợ xử lý một lượng lớn dữ liệu và tính linh hoạt cho phép người dùng thay đổi một mục và xem tác động ở nơi khác. Thật không may, việc sử dụng bảng tính máy tính thường khiến người dùng mất đi cảm giác về các giả định cơ bản. Vì lý do này, thường hữu ích khi sử dụng giấy và bút khi phân tích lần đầu tiên.

Cuối cùng, trong hầu hết các tình huống có những câu trả lời sai rõ ràng, nhưng thường có nhiều hơn một câu trả lời đúng.

Sau khi đọc cuốn sách, chúng tôi hy vọng bạn sẽ thấy thú vị và học được nhiều kiến thức tài chính.

Chào mừng bạn lên tàu!

PHẦN Một

Sức khỏe Tài chính của Doanh nghiệp và Quản lý Dòng tiền

CHƯƠNG 2
Xác định Sức khỏe Tài chính của Doanh nghiệp (PIPES-A)

Làm thế nào để bạn đánh giá sức khỏe tài chính hiện tại và tương lai của một doanh nghiệp? Đây là một câu hỏi quan trọng đầu tiên. (Trong cuốn sách này, chúng tôi sẽ bắt đầu nhiều cuộc thảo luận bằng các câu hỏi được in nghiêng.) Nếu bạn đang xem xét cho một doanh nghiệp vay tiền, mua lại một doanh nghiệp, hoặc cạnh tranh với một doanh nghiệp, bạn muốn đánh giá sức khỏe tài chính của nó trước khi đưa ra quyết định. Trả lời câu hỏi trên liên quan đến ba công cụ cơ bản nhất của tài chính doanh nghiệp: phân tích tỷ số, nguồn và sử dụng, và pro formas. Chúng ta sẽ thảo luận hai công cụ đầu tiên, phân tích tỷ số và nguồn và sử dụng, trong chương này, và pro formas trong chương tiếp theo.

Chúng ta bắt đầu quá trình trả lời câu hỏi này bằng cách sử dụng một doanh nghiệp hư cấu quy mô vừa trong lĩnh vực kinh doanh cung cấp vật liệu ống nước. Doanh nghiệp nằm ở Hạt Pinellas, Florida (gần St. Petersburg). Chúng tôi gọi nó là Pinellas Plumbing Equipment and Supply (PIPES).

PIPES đã hoạt động được 15 năm, và người sáng lập kiêm chủ sở hữu hiện tại, Ken Steele, đang chuẩn bị gặp một nhân viên ngân hàng địa phương, Rodolfo Garcia, để thảo luận về một khoản vay tiềm năng. PIPES hiện có một hạn mức tín dụng với một ngân hàng địa phương khác trị giá 350.000 đô la.

Ông Steele nên mong đợi những câu hỏi nào từ nhân viên ngân hàng? Rodolfo Garcia, nhân viên ngân hàng, có thể bắt đầu bằng cách yêu cầu ông Steele mô tả công ty của mình. Tại sao ông Garcia lại hỏi ông Steele về mô tả một doanh nghiệp mà ông đã biết, khi ông ấy đến từ cùng một thị trấn nhỏ? Vì ông Garcia trước tiên muốn xem liệu ông Steele có hiểu doanh nghiệp của chính mình hay không. Steele mô tả công ty của mình là một doanh nghiệp kinh doanh vật tư ống nước (plumbing supply business), phục vụ cả chủ nhà và nhà thầu, với nền khách hàng vững chắc. Công ty có dòng sản phẩm từ ống và phụ kiện đến thiết bị phòng tắm và nhà bếp (bao gồm bồn tắm, bồn cầu, bồn rửa và vòi nước). Công ty duy trì một phòng trưng bày rộng 6,000 foot vuông cùng thêm 24,000 foot vuông kho bãi và văn phòng.

Câu hỏi tiếp theo của nhân viên ngân hàng có thể là: “Ông đã điều hành PIPES được bao lâu?” Đây là một câu hỏi quan trọng. Nó tạo ra sự khác biệt lớn đối với Garcia và ngân hàng của ông ấy liệu Steele đang bắt đầu một doanh nghiệp hoàn toàn mới hay đã điều hành doanh nghiệp này được 15 năm. Thành tích 15 năm có nghĩa là doanh nghiệp có nền khách hàng, nhà cung cấp thường xuyên, v.v. Hơn nữa, điều đó có nghĩa là có một hồ sơ để Garcia đánh giá khi xem xét khoản vay.

CUỘC TRÒ CHUYỆN VỚI NGÂN HÀNG GIỐNG NHƯ MỘT CUỘC PHỎNG VẤN XIN VIỆC

Cuối cùng, nhân viên ngân hàng muốn xác định năng lực của đội ngũ quản lý và tình hình sức khỏe của doanh nghiệp trước khi quyết định có cấp khoản vay hay không. Ông Steele đang cố gắng

trình bày bản thân và PIPES một cách tốt nhất có thể. Ông ấy nên chuẩn bị ít nhất ba năm báo cáo tài chính cho Garcia. Trên thực tế, Steele đưa cho Garcia Bảng 2.1A và 2.1B—báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán của công ty trong bốn năm qua. Từ báo cáo thu nhập, PIPES có vẻ đang hoạt động tốt. Doanh số đã tăng từ 1,1 triệu đô la vào năm 2013 lên 2,2 triệu đô la vào năm 2016. Đây là tốc độ tăng trưởng trung bình 25% một năm. Điều này có tốt không? Nó chắc chắn vượt qua nền kinh tế nói chung (với biên độ rộng), và

BẢNG 2.1A
PIPES—Báo cáo thu nhập 2013–2016

($000s)	2013	2014	2015	2016

BẢNG 2.1B
PIPES—Bảng cân đối kế toán 2013–2016

($000s)	2013	2014	2015	2016

Đối với một cửa hàng vật tư ống nước ở một thị trấn cỡ vừa, điều này có vẻ đặc biệt. Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán của PIPES không rõ ràng như vậy: Tổng tài sản và nợ (ngân hàng và dài hạn) đã tăng ít hơn 25% mỗi năm, nhưng khoản phải trả người bán (accounts payable) đã gần như tăng gấp ba trong suốt bốn năm. Tuy nhiên, ấn tượng ban đầu chỉ là ấn tượng. Cần phải có một phân tích chi tiết hơn.

Trong chương này, chúng ta sẽ phân tích PIPES bắt đầu từ vị thế của nó trên thị trường sản phẩm. Sau đó, chúng ta sẽ phân tích sức khỏe tài chính của công ty và thực hiện phân tích tỷ số (ratio analysis). Tiếp theo, chúng ta sẽ hỏi: Nguồn vốn và cách sử dụng vốn của công ty là gì? Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ trình bày cách dự báo khả năng tồn tại trong tương lai của công ty.

BẮT ĐẦU TỪ CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG SẢN PHẨM

PIPES kiếm tiền bằng cách nào? Đây là một cách hỏi khác: Chiến lược thị trường sản phẩm của công ty là gì? Như chúng ta sẽ nhắc lại nhiều lần trong cuốn sách này, mỗi doanh nghiệp hoạt động trong hai thị trường: thị trường sản phẩm và thị trường tài chính. Các tác giả của chúng tôi tin chắc rằng bạn không thể làm tài chính doanh nghiệp (corporate finance) trừ khi bạn hiểu cả hai thị trường. Hơn nữa, khi xác định sức khỏe tài chính của một công ty, bạn luôn bắt đầu bằng việc phân tích thị trường sản phẩm vì đó là nơi tạo ra lợi nhuận. Tài trợ (financing) tốt có thể giúp ích, và tài trợ xấu có thể gây hại hoặc thậm chí làm hỏng công ty, nhưng chìa khóa thành công của một công ty nằm ở thị trường sản phẩm.

Để hiểu PIPES, chúng ta bắt đầu với thị trường sản phẩm của nó. Một cửa hàng vật tư ống nước phần lớn là một ngành kinh doanh hàng hóa (commodity business): công ty bán nhiều sản phẩm tương tự (nếu không muốn nói là giống hệt) như ở các cửa hàng vật tư ống nước khác. Điều này có nghĩa là khách hàng mua chủ yếu dựa trên giá cả và thứ yếu là dịch vụ. Nếu công ty định giá sản phẩm quá cao, thì khách hàng có khả năng sẽ sử dụng nhà cung cấp khác. Định giá quá cao cũng có thể khuyến khích một đối thủ cạnh tranh mới tham gia thị trường. Do đó, hoạt động trong một ngành hàng hóa có nghĩa là PIPES không thể tăng giá vượt quá mức của phần còn lại của thị trường, vì vậy công ty cần kiểm soát chi phí của mình để đảm bảo biên lợi nhuận (profit margin) đầy đủ.

Còn dịch vụ thì sao? Dịch vụ đối với một cửa hàng vật tư ống nước có nghĩa là gì? Về cơ bản, nếu một ai đó bước vào cửa hàng để tìm một sản phẩm, công ty phải có sản phẩm đó trong kho. Nếu một khách hàng tiềm năng đang tìm một loại ống tiêu chuẩn cụ thể, và ông Steele nói rằng ông không có nhưng sẽ đặt hàng và có hàng trong ba tuần, khách hàng có khả năng sẽ đến cửa hàng khác hoặc tự đặt hàng trực tuyến. Hãy nhớ rằng, PIPES đang trong một ngành kinh doanh hàng hóa, vì vậy khách hàng có thể mua các sản phẩm tương tự hoặc giống hệt từ các nhà cung cấp khác.

Ngoài ra, trong khi một số khách hàng của công ty là chủ nhà, nhiều khách hàng là các nhà thầu địa phương. Việc phục vụ các nhà thầu thường có nghĩa là họ mong đợi PIPES cấp tín dụng cho họ. Các nhà thầu thường không được thanh toán cho đến khi họ hoàn thành công việc, có thể mất vài tháng. Do đó, họ không muốn hoặc có thể không có khả năng thanh toán cho PIPES cho đến khi họ nhận được tiền. Cùng với việc dự trữ các mặt hàng mà khách hàng cần, điều này có nghĩa là PIPES vừa là một kho hàng vừa là một ngân hàng cho phân khúc khách hàng này.

Do đó, sự thành công của PIPES trên thị trường sản phẩm bắt đầu từ việc định giá cạnh tranh. Ngoài ra, điều quan trọng là PIPES phải có đủ hàng tồn kho. Cuối cùng, PIPES phải có khả năng cấp tín dụng cho các khách hàng tốt nhất của mình. Cả việc duy trì hàng tồn kho và cấp tín dụng đều yêu cầu PIPES phải có đủ vốn tài trợ, từ vốn đầu tư của chủ sở hữu (bao gồm cả lợi nhuận giữ lại từ các hoạt động kinh doanh trước đó) hoặc từ vốn vay từ người khác (trong trường hợp này, chủ yếu là vay ngân hàng).

PIPES CÓ SINH LỢI KHÔNG?

PIPES có sinh lợi không? Như được thấy trong Bảng 2.1A, thu nhập ròng của công ty năm ngoái là 83.000 đô la. Như vậy có nhiều không? Thu nhập ròng của công ty không lớn về giá trị tuyệt đối so với Ace Hardware, nơi có lợi nhuận trên 100 triệu đô la. Tuy nhiên, lợi nhuận không chỉ là con số tuyệt đối. Ví dụ, điều quan trọng là xem xét doanh nghiệp tạo ra bao nhiêu lợi nhuận trên số tiền bán được hoặc số tiền đầu tư. Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu thuần (lợi nhuận/doanh thu) cho chúng ta biết doanh nghiệp kiếm được bao nhiêu lợi nhuận cho mỗi đô la doanh thu. Đối với PIPES, tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu thuần là 3,8% trong năm 2016. Điều này có nghĩa là với mỗi 100 đô la doanh thu, PIPES tạo ra lợi nhuận 3,80 đô la. Một con số tương đương cho Ace Hardware trong năm 2016 là 3,15 đô la (dựa trên báo cáo thường niên của Ace Hardware).

Chúng tôi cũng rất quan tâm đến việc doanh nghiệp kiếm được bao nhiêu lợi nhuận dựa trên số vốn đã đầu tư. Cụ thể, chúng tôi xem xét lợi nhuận so với vốn mà doanh nghiệp đã đầu tư. Chúng ta có thể làm điều này bằng cách xem Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) hoặc, nếu chúng ta quan tâm đến vốn đầu tư của chủ sở hữu, bằng cách xem Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Hai chỉ số này cho chúng ta biết mức sinh lời mà doanh nghiệp đạt được so với số vốn gặp rủi ro. Nó cũng cho phép chúng ta so sánh lợi nhuận này với các khoản đầu tư khác.

Các chỉ số lợi nhuận (Profitability Ratios):

Biên lợi nhuận ròng (Net Sales Margin) = Lợi nhuận ròng/Doanh thu

ROA = Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản

ROE = Lợi nhuận ròng/Vốn chủ sở hữu (Owner’s Equity)

Nhắc lại, lợi nhuận ròng năm 2016 của PIPES là $83.000, tổng tài sản cuối năm là $1.052.000, và vốn chủ sở hữu (vốn góp và lợi nhuận giữ lại) cuối năm là $354.000. Sử dụng các số liệu này cho ROA là 7,89% ($83.000/$1.052.000) và ROE là 23,45% ($83.000/$354.000). Các chỉ số lợi nhuận tương ứng của Ace Hardware năm 2016 lần lượt là 9,32% và 30,23%.

TÍNH TOÁN (DOING THE MATH)

Có nhiều cách khác nhau để tính toán các chỉ số, và nhiều chỉ số được sử dụng trong tài chính. Quy tắc quan trọng nhất khi sử dụng phân tích chỉ số là đảm bảo rằng bạn nhất quán giữa các công ty và trong ngành.1 Điểm này có vẻ hiển nhiên, nhưng thật đáng ngạc nhiên khi các chỉ số thường không được tính theo cùng một cách khi so sánh các công ty khác nhau hoặc các hoạt động kinh doanh của một công ty qua các thời kỳ.

1Các chỉ số được sử dụng rộng rãi trong tài chính để đo lường nhiều khía cạnh khác nhau của hoạt động công ty. Quan trọng là,
có nhiều chỉ số khác nhau đo lường cùng một vấn đề nhưng khác biệt nhẹ về cách định nghĩa. Ví dụ, chúng ta định nghĩa ROA ở trên là NI/TA. Chỉ số này nhằm phản ánh
lợi nhuận trên tài sản đầu tư. Đôi khi ROA được định nghĩa là (lợi nhuận ròng + lãi vay sau thuế) chia cho tổng tài sản. Cách tính sau đo lường lợi nhuận cho cả nợ và vốn chủ sở hữu trên tài sản đầu tư.
Cả hai đều đúng và đều được sử dụng. Trong cuốn sách này, để đơn giản hóa việc đọc, chúng tôi thường chọn định nghĩa duy nhất mà chúng tôi thấy trực quan nhất. Nếu không phải là cách dùng phổ biến, chúng tôi sẽ thảo luận. Chúng tôi sẽ
thảo luận chi tiết hơn về việc sử dụng phân tích chỉ số sau.

Tính nhất quán không chỉ có nghĩa là sử dụng cùng một chỉ số hoặc công thức; nó cũng có nghĩa là sử dụng
đúng khoảng thời gian. Hãy dùng một ví dụ đơn giản: giả sử bạn gửi $10.000 vào
ngân hàng ngày 1 tháng 1. Cuối năm, bạn nhận được sao kê và thấy lãi
cho năm là $1.000, đưa số dư cuối năm lên $11.000. Lợi nhuận trên
đầu tư của bạn trong năm là bao nhiêu? Nó là 10% (số tiền lãi $1.000 của năm chia cho
khoản đầu tư ban đầu, tức số dư đầu kỳ, là $10.000). Tuy nhiên, khi chúng ta tính
ROA (ROE) ở trên, chúng ta chia thu nhập trong năm cho tài sản (vốn chủ sở hữu) tại cuối năm.
Cách tính này tương đương với việc chia $1.000 lãi cho $11.000 số dư cuối năm,
cho ra lợi nhuận 9,1%, điều này không chính xác. Để đo lường chính xác lợi nhuận hằng năm
trên tài sản đầu tư, chúng ta cần chia tổng thu nhập cả năm cho khoản đầu tư ban đầu,
tức là số dư đầu năm của tổng tài sản hoặc vốn chủ sở hữu.

Khoản đầu tư ban đầu vào ngày 1 tháng 1 = $10,000

Khoản đầu tư cuối kỳ vào ngày 31 tháng 12 = $11,000

$$\text{Earnings} = \$11{,}000 - \$10{,}000 = \$1{,}000$$

Tỷ suất hoàn vốn đầu tư (ROI) =?

Cách tính lợi nhuận đúng là: Lợi nhuận / Vốn đầu tư ban đầu = $1,000 / $10,000

$$= 10\%$$

Cách tính không chính xác là: Lợi nhuận/Đầu tư cuối kỳ = $1,000/$11,000 = 9.1%

Các nhà phân tích thường nhầm lẫn khi chia thu nhập cho tài sản hoặc vốn chủ sở hữu cuối năm để xác định ROA hoặc ROE.2 Họ làm điều này vì các con số có sẵn trên Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) của mỗi năm. Ngược lại, nhiều sách giáo khoa, khi chia một số liệu từ Báo cáo thu nhập cho một số liệu từ Bảng cân đối kế toán, lại lấy trung bình của số liệu trên Bảng cân đối kế toán trong năm. Trung bình này thường được tính bằng trung bình của số dư đầu năm (cũng là cuối năm trước) và cuối năm. Cách thay thế này có thể hợp lý nếu doanh nghiệp đang tăng trưởng nhanh và có thêm các khoản đầu tư trong năm. Tuy nhiên, nhìn chung, số liệu đầu năm mang lại tỷ lệ thực tế hơn. Trong trường hợp này, sử dụng số liệu đầu năm làm tăng ROA của PIPES lên 9.22% ($83,000/$900,000) và ROE lên 30.63% ($83,000/($75,000 + $196,000)). So sánh, ROA và ROE của Ace Hardware tính theo cách này là 9.73% và 32.49%.

Vì vậy, để diễn đạt lại đoạn trên, PIPES kiếm được lợi nhuận ít hơn Ace Hardware về số tiền (dollar amount) nhưng lại cao hơn về phần trăm doanh thu. Tuy nhiên, tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư của PIPES, khi tính lại, vẫn thấp hơn ROA và ROE của Ace Hardware nhưng không thấp hơn quá nhiều. Bảng 2.2 cung cấp một số chỉ số khả năng sinh lời được tính bằng nhiều cách.

Bảng 2.2 thậm chí còn chưa bắt đầu đề cập đến tất cả các khả năng của các chỉ số khả năng sinh lời. Ví dụ, chúng ta cũng có thể sử dụng lợi nhuận trước lãi vay và thuế (earnings before interest and taxes) (hoặc lợi nhuận hoạt động)

2Nếu số tiền cơ sở của tài sản hoặc vốn chủ sở hữu đủ lớn, thì nó không tạo ra sự khác biệt lớn trong con số tính toán, nhưng về mặt kỹ thuật vẫn không chính xác.

BẢNG 2.2
PIPES—CÁC TỶ SỐ SINH LỜI 2013–2016

	2013	2014	2015	2016

Đối với năm 2013, số dư đầu kỳ được giả định bằng 85% số dư cuối kỳ.

thay vì thu nhập ròng (net income) như một giá trị độc lập và là tử số của ROA hoặc ROE. Một ví dụ khác, chúng ta có thể tính Tỷ suất sinh lời trên tài sản thuần (Return on Net Assets - RONA) thay vì ROA. Tài sản thuần (net assets) là tài sản cố định của công ty cộng với vốn lưu động ròng (tiền mặt cộng khoản phải thu cộng hàng tồn kho trừ khoản phải trả). Quan điểm của chúng tôi chỉ đơn giản là có nhiều cách để tính các chỉ số. Ngày nay, với sự thuận tiện của bảng tính điện tử, số lượng các chỉ số sẽ không giảm. Như đã nêu ở trên, quy tắc quan trọng nhất khi phân tích chỉ số là tính nhất quán.

Quay lại cuộc điều tra của nhân viên ngân hàng: PIPES có sinh lời không? ROE của họ có tốt không? Vâng, ROE 30,63% thực sự khá tốt. Thu nhập ròng $83,000 có vẻ nhỏ so với $161.2 triệu mà Ace Hardware kiếm được trong năm 2016, nhưng ROE của PIPES cũng thuộc nhóm cao, với ROE 30,63% so với 32,49% của Ace Hardware năm 2016. Do đó, PIPES đang hoạt động tốt về khả năng sinh lời trên vốn đầu tư của chủ sở hữu.

NGUỒN VÀ SỬ DỤNG VỐN

Điều này dẫn chúng ta đến câu hỏi tiếp theo: Nếu PIPES có lợi nhuận, tại sao công ty lại cần đi vay tiền? PIPES cần vay tiền vì công ty không tạo ra đủ lợi nhuận để tài trợ cho sự tăng trưởng của mình. Điều này có tệ không? Nó không tốt cũng không xấu. Tại một thời điểm nào đó, hầu hết các công ty thành công tăng trưởng nhanh hơn khả năng tài trợ từ nguồn vốn nội bộ. Đó là lý do tại sao thị trường vốn tồn tại. Thị trường nợ và vốn cổ phần sẽ không cần thiết nếu tất cả các công ty có thể tự tài trợ từ lợi nhuận giữ lại. (Hãy nhớ, lợi nhuận giữ lại (retained earnings) là nguồn vốn tạo ra nội bộ – chúng là lợi nhuận tích lũy còn lại sau khi trang trải tất cả chi phí và cổ tức.) PIPES cần vay vốn vì công ty đang tăng trưởng nhanh hơn mức có thể duy trì nội bộ.

PIPES cần vốn để làm gì? Để hiểu dòng vốn ra vào doanh nghiệp (tức là vốn được sử dụng cho mục đích gì và doanh nghiệp huy động tài chính từ đâu), chúng ta giới thiệu một công cụ tài chính khác: Nguồn vốn và Sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds).

Hãy bắt đầu với Nguồn vốn (Sources): Nguồn vốn của một doanh nghiệp là gì? Một doanh nghiệp có nhiều vốn hơn nếu giảm tài sản hoặc tăng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu (net worth). Ví dụ, nếu doanh nghiệp bán một tài sản, đó là một nguồn vốn. Nếu doanh nghiệp phát hành nợ hoặc bán vốn cổ phần (equity), đó cũng là một nguồn vốn.

Bây giờ chuyển sang Sử dụng: Sử dụng vốn của doanh nghiệp là gì? Chúng ngược lại với nguồn vốn. Nếu doanh nghiệp tăng tài sản, đó là một khoản sử dụng vốn. Tương tự, nếu doanh nghiệp trả bớt nợ, mua lại cổ phần, hoặc trả cổ tức, đó cũng là một khoản sử dụng vốn. Lợi nhuận trở thành lợi nhuận giữ lại là một nguồn vốn, trong khi thua lỗ làm giảm lợi nhuận giữ lại là một khoản sử dụng vốn.

Nguồn vốn là: Tài sản ↓ hoặc Nợ phải trả ↑ hoặc Vốn chủ sở hữu ↑

Sử dụng vốn là: Tài sản ↑ hoặc Nợ phải trả ↓ hoặc Vốn chủ sở hữu ↓

Bây giờ chúng ta có thể lập Báo cáo Nguồn vốn và Sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds Statement) bằng cách xem xét sự thay đổi trên Bảng cân đối kế toán của PIPES tại hai thời điểm. Nhìn vào Bảng cân đối kế toán trong Bảng 2.1B, chúng ta có thể lập Báo cáo Nguồn vốn và Sử dụng vốn (Bảng 2.3A) cho năm 2016 bằng cách so sánh số dư cuối kỳ năm 2015 (là số dư đầu kỳ năm 2016) với số dư cuối kỳ năm 2016.

Xem xét từng dòng một ở nửa bên tài sản của Bảng cân đối kế toán:

Tiền mặt tăng từ $40,000 lên $45,000. Vì tài sản tăng lên, khoản $5,000 này là một sử dụng vốn.[3]

BẢNG 2.3A
PIPES—Bảng tính Nguồn và Sử dụng Vốn (Sources and Uses of Funds) năm 2016

Tiền mặt	40	45	5
Khoản phải thu	165	211	46
Hàng tồn kho	340	418	78
Chi phí trả trước	30	28	-2
Tài sản ngắn hạn	575	702	
Tài sản, nhà xưởng và thiết bị	325	350	25
Tổng tài sản	900	1,052	
Nợ dài hạn đến hạn trả	10	10	
Vay ngân hàng	350	350	
Khoản phải trả	144	223	79
Chi phí phải trả	25	25	
Nợ ngắn hạn	529	608	
Nợ dài hạn	100	90	-10
Tổng nợ phải trả	629	698	
Vốn góp	75	75	
Lợi nhuận giữ lại	196	279	83
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	900	1,052	164
			164

[3]Nguồn và Sử dụng Vốn (Sources and Uses of Funds) không phải là cách duy nhất để xác định dòng tiền của doanh nghiệp đến từ đâu và đi đâu. Điều này cũng có thể được thực hiện bằng cách sử dụng báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo kế toán, được trình bày trong tất cả các giáo trình kế toán cơ bản. Các tác giả của chúng tôi cho rằng Nguồn và Sử dụng là một cách tiếp cận trực quan hơn và do đó đây là phương pháp chúng tôi sử dụng đầu tiên. Chúng tôi sẽ sử dụng các Báo cáo Lưu chuyển Tiền tệ điều chỉnh (modified Cash Flow Statements) ở phần sau của cuốn sách.

Khoản phải thu tăng từ $165,000 lên $211,000. Đây cũng là một khoản sử dụng

vốn. Hãy nhớ rằng, khoản phải thu là một tài sản (khách hàng nợ doanh nghiệp tiền và chưa thanh toán; PIPES đang thực sự cấp tín dụng cho khách hàng của mình). Điều quan trọng là, với các yếu tố khác không đổi, doanh nghiệp phải bằng cách nào đó tài trợ cho khoản tăng $46,000 trong khoản phải thu. Điều này tương tự như việc tài trợ cho bất kỳ tài sản nào khác, chẳng hạn như một chiếc xe nâng mới.

Tiếp theo, chúng ta thấy hàng tồn kho tăng từ $340.000 lên $418.000, tức là $78.000

sử dụng vốn. Theo logic tương tự như khoản phải thu, PIPES phải tài trợ $78.000 này.

Chi phí trả trước giảm từ $30.000 xuống $28.000. Trong trường hợp này, một tài sản đã giảm

xuống, tức là một nguồn vốn $2.000.

Tài sản, nhà xưởng và thiết bị tăng từ $325.000 lên $350.000, tức là

một khoản sử dụng vốn $25.000.

Bây giờ, chúng ta chuyển sang nửa còn lại của Bảng cân đối kế toán, nợ phải trả và vốn chủ sở hữu:

Không có thay đổi nào trong phần nợ dài hạn đến hạn, vì vậy đây không phải là nguồn

cũng không phải là sử dụng.

Tiếp theo, chúng ta thấy khoản vay ngân hàng giữ nguyên ở mức $350.000. Một lần nữa, đây không phải là

nguồn cũng không phải là sử dụng.

Khoản phải trả (hay tín dụng thương mại—số tiền PIPES nợ các nhà cung cấp

hàng hóa và dịch vụ) tăng từ $144.000 lên $223.000. Việc tăng nợ phải trả là một nguồn vốn, do đó đây là nguồn vốn $79.000. Khoản $79.000 này làm giảm nhu cầu tài trợ bên ngoài của công ty.

Không có thay đổi nào trong chi phí phải trả, vì vậy đây không phải là nguồn cũng không phải là sử dụng.

Nợ dài hạn giảm từ $100.000 xuống $90.000. Vì nợ phải trả giảm, đây là

một khoản sử dụng vốn $10.000.

Không có thay đổi nào trong vốn góp, vì vậy đây không phải là nguồn cũng không phải là sử dụng.

Lợi nhuận giữ lại tăng từ $196.000 lên $279.000, tức là một nguồn $83.000

vốn. Đây là 100% thu nhập ròng của công ty trong năm, có nghĩa là PIPES không trả cổ tức cho chủ sở hữu. Thu nhập ròng là một nguồn vốn, trong khi cổ tức đã trả là một khoản sử dụng.

Lưu ý rằng trong Bảng 2.3A, tổng nguồn vốn và tổng sử dụng vốn đều là $164.000. Việc nguồn bằng sử dụng được coi là hợp lý (cũng như cần thiết về mặt tài chính). Nếu nguồn không bằng sử dụng, điều đó có nghĩa là bạn có sai sót ở đâu đó: ví dụ, có thể bạn phân loại sai điều gì đó, và bạn cần xem lại các con số của mình để tìm ra sai sót.

Bảng 2.3B tóm tắt Nguồn và Sử dụng của PIPES từ Bảng 2.3A. Các nguồn và sử dụng lớn nhất được in đậm.

Tại sao chúng ta tính toán Nguồn và Sử dụng Vốn? Điều này sẽ giúp chúng ta xác định những lĩnh vực nào của Bảng cân đối kế toán cần tập trung. Đâu là những khoản sử dụng vốn chính của PIPES? Nói cách khác, vốn của công ty chủ yếu được sử dụng cho việc gì? Xem xét các Nguồn

BẢNG 2.3B
PIPES—Nguồn và sử dụng vốn 2016

Nguồn vốn:	
Tăng chi phí trả trước	$ 2,000
Tăng các khoản phải trả	$ 79,000
Lợi nhuận giữ lại	$ 83,000
Tổng nguồn vốn	$164,000
Sử dụng vốn:	
Tăng tiền mặt	$ 5,000
Tăng khoản phải thu (accounts receivable)	$ 46,000
Tăng hàng tồn kho (inventory)	$ 78,000
Tăng tài sản, nhà xưởng, và thiết bị (property, plant, and equipment)	$ 25,000
Giảm nợ dài hạn (long-term debt)	$ 10,000
Tổng nguồn sử dụng vốn (total uses of funds)	$164,000

và Bảng nguồn và sử dụng vốn (Sources and Uses Statement) cho thấy các khoản sử dụng lớn nhất là khoản phải thu $46.000 và hàng tồn kho $78.000. Việc tăng tiền mặt của PIPES là nhỏ và không đáng để xem xét trong lần rà soát đầu, và việc tăng tài sản, nhà xưởng, và thiết bị (PP&E) thêm $25.000 có vẻ hợp lý đối với một doanh nghiệp đang phát triển.4 Những khoản sử dụng vốn này có hợp lý không? Có. PIPES đã tăng doanh số 25% mỗi năm, và để làm được điều đó, công ty phải cấp thêm tín dụng và duy trì hàng tồn kho nhiều hơn.

Xem Bảng 2.3B, các nguồn vốn chính của PIPES là gì? Khoản phải trả (accounts payable) $79.000 và lợi nhuận giữ lại (retained profits) $83.000. Ông Steele đã kinh doanh trong một ngành cạnh tranh suốt 15 năm, tăng doanh số đáng kể đồng thời có lãi. Bảng nguồn và sử dụng vốn (Sources and Uses Statement) cho thấy năm ngoái PIPES đã dùng phần lớn vốn cho khoản phải thu và hàng tồn kho, và PIPES đang nhận được phần lớn vốn từ các chủ nợ thương mại (trade creditors) và lợi nhuận giữ lại.

Vậy việc tăng khoản phải thu và hàng tồn kho này có ý nghĩa gì? Khoản phải thu có thể quá cao không? Có. Ông Steele có thể đang cấp tín dụng cho những khách hàng không trả tiền hoặc trả quá lâu. Hãy nhớ rằng, khoản phải thu của ông được tài trợ một phần bằng các khoản vay ngân hàng, mà ông phải trả lãi. Khoản phải thu có thể quá thấp không? Nếu các yếu tố khác không đổi, ông Steele chắc chắn sẽ muốn chúng thấp hơn. Tuy nhiên, để giảm khoản phải thu, ông sẽ phải hạn chế tín dụng cho khách hàng, điều này có thể khiến họ mua hàng ở nơi khác cung cấp tín dụng dễ dãi hơn. Như đã đề cập ở trên, việc cấp tín dụng là một dịch vụ do PIPES cung cấp và là một phần khiến công ty cạnh tranh trên thị trường sản phẩm.

Hàng tồn kho có thể quá cao không? Chắc chắn là có. Điều đó có nghĩa là gì nếu hàng tồn kho quá cao? Điều đó có nghĩa là ông Steele đã đặt mua quá nhiều sản phẩm, và chúng đang nằm trên kệ, gây ra các chi phí lưu kho, bảo hiểm và tài trợ không cần thiết. Nó có thể có nghĩa là

4Điều gì là lớn hay nhỏ, hợp lý hay không hợp lý, một phần là vấn đề đánh giá. Một người mới bước vào phân tích tài chính có thể muốn kiểm tra từng khoản mục, nhưng điều đó tốn nhiều thời gian hơn. Một nhà phân tích giàu kinh nghiệm hơn sẽ thoải mái chỉ tập trung vào các khoản phải thu (receivables), hàng tồn kho (inventory) và các khoản phải trả (accounts payable) trong trường hợp này.

Anh ấy đã đặt hàng sai loại hàng tồn kho — những sản phẩm mà mọi người không muốn và không mua, mà cuối cùng anh ấy có thể phải loại bỏ và chịu lỗ. Hàng tồn kho có thể quá thấp không? Chắc chắn là có. Nếu sản phẩm khách hàng đang tìm không có trong kho, họ sẽ đi nơi khác. PIPES phải cân bằng giữa việc có đủ số lượng hàng tồn kho mà khách hàng muốn với chi phí của việc có quá nhiều hàng tồn kho.

PIPES, như đã đề cập trước đó, vừa là một nhà kho vừa là một ngân hàng cho khách hàng của mình. Doanh nghiệp phải có mức tồn kho và chủng loại hàng hóa phù hợp, đồng thời sẵn sàng cấp tín dụng (extend credit) cho khách hàng.

Vì vậy, về bản chất, nhân viên ngân hàng phỏng vấn Steele và xem xét Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) của PIPES để xác định điều sau: Doanh nghiệp này có khỏe mạnh về tài chính và được quản lý tốt không? Ông Garcia có thể thấy doanh thu đang tăng và doanh nghiệp hoạt động có lãi hợp lý. Trong cuộc phỏng vấn cá nhân, ông Garcia cũng đang cố gắng xác định liệu ông Steele có khả năng điều hành doanh nghiệp (đặt hàng, nhập kho, giao dịch với khách hàng, kế toán, v.v.) hay có ai khác đã điều hành hoạt động (có lẽ là vợ ông ấy). Hơn nữa, ông ấy muốn biết: Có ai khác có thể điều hành công ty nếu có chuyện gì xảy ra với ông Steele không?

PHÂN TÍCH TỶ SỐ (RATIO ANALYSIS)

Làm thế nào nhân viên ngân hàng có thể xác định liệu doanh nghiệp có được quản lý tốt không? Để làm điều này, chúng ta sử dụng một công cụ tài chính khác: phân tích tỷ số (ratio analysis), mà chúng ta đã giới thiệu trước đó khi thảo luận về khả năng sinh lời (profitability). Phân tích tỷ số giúp chúng ta xác định doanh nghiệp có được quản lý tốt hay không. Phân tích tỷ số đo lường hiệu quả hoạt động và sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Các tỷ số có thể được sử dụng để so sánh doanh nghiệp với chính nó theo thời gian và để so sánh doanh nghiệp với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành tại một thời điểm hoặc theo thời gian.

Có bốn loại tỷ số chính:

1. Tỷ số khả năng sinh lời (profitability ratios), một số trong đó chúng ta đã đề cập trước đó (ví dụ: Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (Return on Sales), Tỷ suất sinh lời trên tài sản (Return on Assets), Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Return on Equity), v.v.)
2. Tỷ số hoạt động (activity ratios) (còn được gọi là tỷ số vận hành hoặc tỷ số vòng quay), bao gồm Số ngày phải thu (Days Receivable), Số ngày tồn kho (Days Inventory), Số ngày phải trả (Days Payable), v.v. và tập trung vào hoạt động của doanh nghiệp.

Số ngày phải thu (Days Receivable) = Khoản phải thu (Accounts Receivable)/(Doanh thu (Sales)/365)

Số ngày tồn kho (Days Inventory) = Hàng tồn kho (Inventory)/(Giá vốn hàng bán (Cost of Goods Sold)/365)

Số ngày phải trả (Days Payable) = Khoản phải trả (Accounts Payable)/(Mua hàng (Purchases)/365)

3. Tỷ số thanh khoản (Liquidity ratios), cho biết mức độ thanh khoản của doanh nghiệp—liệu doanh nghiệp có khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn khi đến hạn hay không—và bao gồm Tỷ số thanh toán hiện hành (Current Ratio) và Tỷ số thanh toán nhanh (Quick Ratio).

Tỷ số thanh toán hiện hành (Current Ratio) = Tài sản ngắn hạn (Current Assets)/Nợ ngắn hạn (Current Liabilities)

Tỷ số thanh toán nhanh (Quick Ratio) = (Tiền mặt (Cash) + Chứng khoán ngắn hạn (Marketable Securities) + Khoản phải thu (Accounts Receivable))/Nợ ngắn hạn (Current Liabilities)

4. Tỷ số nợ (Debt ratios), cho biết bao nhiêu phần trăm nguồn vốn của doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ thay vì vốn chủ sở hữu, và bao gồm Nợ/Vốn chủ sở hữu (Debt/Equity), Nợ/Tổng tài sản (Debt/Total Assets), Tỷ lệ đòn bẩy (Leverage Ratio), Số lần thu nhập trả lãi (Times Interest Earned), v.v.

Nợ/Vốn chủ sở hữu (Debt/Equity) = Nợ chịu lãi (Interest-Bearing Debt)/Vốn chủ sở hữu (Owner's Equity)

Nợ/Tổng tài sản (Debt/Total Assets) = Nợ chịu lãi (Interest-Bearing Debt)/Tổng tài sản (Total Assets)

Đòn bẩy (Leverage) = Tổng tài sản (Total Assets)/Vốn chủ sở hữu (Owner's Equity)

Số lần thu nhập trả lãi (Times Interest Earned) = Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (Earnings before Interest and Taxes)/Chi phí lãi vay (Interest Expense)

Chúng tôi thường trình bày tất cả các số liệu trên Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) theo tỷ lệ phần trăm so với doanh thu. Những tỷ lệ này được gọi là tỷ số quy mô chung (common size ratios), và tất cả các thành phần của Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán được trình bày dưới dạng phần trăm của doanh thu. Điều này cho phép so sánh theo thời gian (cả với chính doanh nghiệp và với các doanh nghiệp khác), loại bỏ ảnh hưởng của sự khác biệt về quy mô, và cung cấp điểm khởi đầu cho các dự báo pro forma (pro forma forecasts). Như có thể thấy trong Bảng 2.4A và 2.4B, các thành phần của Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán của PIPES rất nhất quán theo thời gian khi được biểu thị dưới dạng phần trăm của doanh thu.

Bảng cân đối kế toán quy mô chung (Common size Balance Sheets) cũng có thể được trình bày dưới dạng phần trăm của tổng tài sản. Các tác giả của giáo trình này thích tỷ lệ phần trăm của doanh thu hơn, mặc dù nếu thực hiện đúng, cả hai cách đều cho kết quả giống nhau.5

Các tỷ số được tính theo nhiều cách khác nhau. Như đã đề cập ở trên, khi chúng ta nói về các tỷ số sinh lời (profitability ratios), các số liệu sử dụng từ Bảng cân đối kế toán có thể lấy từ đầu năm, cuối năm, hoặc bình quân trong năm. Các tỷ số có thể được trình bày dưới dạng phần trăm của doanh thu hoặc phần trăm của giá vốn hàng bán. Các công thức hoạt động (activity formulas) có thể được trình bày dưới dạng số ngày hoặc số vòng quay (được định nghĩa bên dưới). Tại sao lại có nhiều biến thể như vậy, và sự khác biệt là gì? Sự khác biệt được chọn thường là sở thích cá nhân của nhà phân tích. Quan trọng nhất, tất cả các tỷ số đều có thể chuyển đổi lẫn nhau. Ví dụ

BẢNG 2.4A
PIPES—Báo cáo thu nhập theo quy mô chung (% Doanh thu) 2013–2016

	2013	2014	2015	2016

1Thuế suất thuế doanh nghiệp của Hoa Kỳ đã được thay đổi vào năm 2018 xuống còn 21%. Chúng ta sẽ thảo luận về tác động của điều này ở Chương 4.

5Như chúng ta sẽ thấy ngay sau đây khi lập dự báo (pro forma), chúng tôi khuyến nghị mạnh mẽ sử dụng tỷ lệ phần trăm của doanh thu (percentage of sales). Điều này là vì dự báo doanh thu là một trong những giả định đầu tiên được đưa ra trong phân tích pro forma.

BẢNG 2.4B
PIPES—Bảng cân đối kế toán theo quy mô chung (% Doanh thu) 2013–2016

	2013	2014	2015	2016

(như đã thấy trong Bảng 2.5), hàng tồn kho có thể được trình bày dưới dạng phần trăm của doanh thu hoặc phần trăm của giá vốn hàng bán, dưới dạng số ngày tồn kho hoặc số vòng quay hàng tồn kho trong một năm. Tuy nhiên, từng tỷ số này có thể được chuyển đổi qua lại.

Bảng 2.5 trình bày các tỷ số hoạt động, đòn bẩy và thanh khoản chọn lọc của PIPES theo nhiều cách khác nhau. (Lưu ý: Bảng 2.2 đã trình bày các tỷ số sinh lời chọn lọc nên không lặp lại ở đây. Thông thường tất cả các tỷ số sẽ được trình bày cùng nhau trên một trang giấy hoặc bảng tính.)

Chúng ta hãy cùng thảo luận ngắn gọn về việc chuyển đổi các tỷ số từ phần trăm doanh thu sang vòng quay và số ngày bằng một ví dụ đơn giản.

Các khoản phải thu như một tỷ lệ phần trăm của doanh thu (tức là % các khoản phải thu) được tính (trong năm 2016) như sau:

Các khoản phải thu/doanh thu = $211,000/$2,200,000 = 9.59%

Vòng quay các khoản phải thu (receivable turnover) được tính như sau:

Doanh thu/các khoản phải thu = $2,200,000/$211,000 = 10.43

Hai tỷ số này chỉ đơn giản là nghịch đảo của nhau (1/9.59% = 10.43 và 1/10.43 = 9.59%). Số ngày phải thu (days receivable) được tính như sau:

Các khoản phải thu chia cho doanh thu bình quân ngày = $211,000/($2,200,000/365)

= 35.01

BẢNG 2.5
PIPES—Các tỷ số được chọn 2013–2016

	2013	2014	2015	2016

Số ngày phải thu cũng bằng 365 lần % khoản phải thu (365 * 0.0959 = 35.01) hoặc 365 chia cho vòng quay khoản phải thu (365/10.43 = 35.01). Cả ba tỷ số này chỉ là sự biến đổi lẫn nhau.

Các mối quan hệ tương tự cũng đúng cho các chỉ tiêu như hàng tồn kho theo phần trăm giá vốn hàng bán (COGS), vòng quay hàng tồn kho, và số ngày tồn kho, trong đó:

Hàng tồn kho theo % COGS = Hàng tồn kho/COGS

Vòng quay hàng tồn kho = COGS/Hàng tồn kho

Số ngày tồn kho = Hàng tồn kho/(COGS/365) hoặc 365 * Hàng tồn kho theo % COGS

MỘT PHƯƠNG ÁN THAY THẾ

Trong khi nhiều nhà phân tích sử dụng doanh thu khi đánh giá các khoản phải thu và COGS khi đánh giá hàng tồn kho, doanh thu có thể được sử dụng cho cả hai. Khi, như trong trường hợp của PIPES, mối quan hệ giữa doanh thu và COGS khá ổn định theo thời gian, việc chuyển đổi là đơn giản. Để minh họa điểm này, giả sử (như trong trường hợp của

(Tiếp theo)

PIPES) hàng tồn kho của doanh nghiệp chiếm 19% doanh số và giá vốn hàng bán (COGS) chiếm 77% doanh số. Sau đó chúng ta có thể thấy rằng:

Hàng tồn kho/Doanh số = 19%

COGS (giá vốn hàng bán)/doanh thu = 77%, điều này ngụ ý:

Doanh thu/COGS = 1/0.77 = 1.30

Hàng tồn kho/COGS = Hàng tồn kho/doanh thu * Doanh thu/COGS = 0.19 * 1.3 = 24.7%

Số ngày tồn kho tính theo COGS = 365 * 0.247 = 90 ngày

Số ngày tồn kho tính trên doanh thu = 90 ngày * 0.77 = 69 ngày

Ngoài ra,

Tồn kho/doanh thu = 19%, nghĩa là:

Doanh thu/tồn kho (vòng quay tồn kho) = 1/0.19 = 5.26

Số ngày tồn kho tính theo doanh thu = 365 * 0.19 = 365/5.26 = 69 ngày

Vì vậy, tất cả các tỷ số này đều tương đương và biểu thị cùng một bản chất kinh tế. Sử dụng tỷ số nào thường là vấn đề sở thích cá nhân.

Một gợi ý: Cho đến khi (hoặc trừ khi) người đọc cảm thấy thoải mái hoặc phát triển sở thích với các tỷ số cụ thể, các tác giả của bạn đề xuất bạn chủ yếu sử dụng phần trăm doanh thu. Đây là cách dễ nhất trong nhiều cách để tính Báo cáo thu nhập pro forma (dự báo tương lai). Chúng tôi rất khuyến khích điều này. Như đã trình bày ở trên, nó có thể được chuyển đổi thành bất kỳ tỷ số nào khác (ví dụ: số ngày, vòng quay, v.v.). Theo tinh thần đó, phần lớn phân tích sau đây cho PIPES sẽ được thực hiện theo phần trăm doanh thu.

Chúng ta hiểu các tỷ số này như thế nào? Các tỷ số khác nhau theo ngành. Ví dụ, các cửa hàng tạp hóa bán lẻ sẽ có biên lợi nhuận trên doanh thu thấp nhưng tỷ số vòng quay cao. Người bán tạp hóa không kiếm được nhiều từ mỗi lần bán, nhưng họ sẽ quay vòng hàng tồn kho nhiều lần trong một năm (và làm như vậy với các khoản phải thu hoặc tài sản cố định rất thấp). Hãy tưởng tượng một cửa hàng tạp hóa cụ thể có vòng quay hàng tồn kho dưới 52 lần (tương đương với một lần mỗi tuần). Giả sử đây là một cửa hàng tạp hóa kiểu cũ chỉ bán thịt và nông sản (không có tiệm bánh, nhà máy đóng hộp, nhà máy tinh chế, bộ phận bán buôn, v.v.), điều này có nghĩa là nông sản và thịt được bày trên kệ của cửa hàng trung bình hơn một tuần. Là người tiêu dùng, chưa nói đến nhà đầu tư, bạn có lẽ nên tránh cửa hàng tạp hóa này. Mặt khác, một công ty có biên lợi nhuận lớn hơn một cửa hàng tạp hóa truyền thống có thể có vòng quay thấp hơn. Ví dụ, Công ty Ford Motor trong năm 2016 có tỷ suất lợi nhuận ròng là 4.9% (lợi nhuận ròng/doanh thu) trong khi vòng quay (trên doanh thu) là 16.8 cho hàng tồn kho, 2.5 cho tài sản cố định, và 0.63 cho tổng tài sản. Tương tự, PIPES nên có biên lợi nhuận cao hơn nhưng vòng quay thấp hơn một cửa hàng tạp hóa.

Bởi vì các chỉ số phụ thuộc vào lĩnh vực kinh doanh mà công ty hoạt động, các chỉ số phải được sử dụng để so sánh với các chỉ số khác. Như đã đề cập ở trên, hai cách phổ biến để làm điều này là so sánh công ty với chính nó theo thời gian và so sánh công ty với các công ty khác trong cùng ngành trong cùng thời kỳ. ROE 30% có ý nghĩa nhiều hơn đối với chúng ta nếu chúng ta thấy rằng đây là mức cao nhất trong năm năm qua hoặc nếu mức này cao hơn các công ty cạnh tranh.

Bảng 2.4A ở trên đưa ra tỷ lệ phần trăm so với doanh thu cho từng khoản mục trên Báo cáo thu nhập của PIPES trong bốn năm qua. Ví dụ, COGS là 77,1%, 77,2%, 77,1% và 77,0% cho giai đoạn 2013 đến 2016. Sự ổn định này cho thấy không có điều gì thay đổi đáng kể trong tỷ lệ chênh lệch giữa chi phí hàng tồn kho của PIPES và giá bán. Lợi nhuận gộp, bằng doanh thu trừ COGS, vẫn rất gần với 23% trong suốt thời kỳ (số liệu thực tế là 22,9%, 22,8%, 22,9% và 23,0%, như được hiển thị trên dòng tiếp theo trong Bảng 2.4A).

Thêm về các chỉ số

Số ngày phải thu, số ngày tồn kho và số ngày phải trả (được thảo luận đầy đủ hơn bên dưới) phản ánh mức độ hiệu quả của công ty trong việc thu hồi các khoản phải thu, quản lý hàng tồn kho và sử dụng các nhà cung cấp để tài trợ cho tăng trưởng của mình. Sự thay đổi trong các con số này thường liên quan đến sự tăng hoặc giảm của mức doanh thu.

Ngược lại, tài sản cố định thường tăng theo hàm bước, hoặc không thường xuyên khi cần, thay vì được liên kết trực tiếp với doanh thu. Tương tự, mặc dù ở mức độ thấp hơn, tổng tài sản hiếm khi thay đổi theo tỷ lệ với doanh thu. Điều này có thể thấy rõ từ sự tăng lên của cả vòng quay tài sản cố định (doanh thu/tài sản cố định) từ 3,73 năm 2013 lên 6,29 năm 2016 và vòng quay tổng tài sản (doanh thu/tổng tài sản) từ 1,62 năm 2013 lên 2,09 năm 2016. Do đó, PIPES có thể tăng doanh thu mà không cần tăng tỷ lệ thuận tài sản dài hạn. Điều này chỉ ra rằng PIPES đã trở nên hiệu quả hơn theo thời gian. Thực tế, vòng quay tài sản cố định và tổng tài sản của PIPES phản ánh khả năng hiện thực hóa tính kinh tế theo quy mô.

Các chỉ số trên, và những chỉ số chúng ta tập trung nhất trong chương này, là các chỉ số hoạt động (hoặc hoạt động kinh doanh). Có bốn nhóm chỉ số chính: khả năng sinh lời, hoạt động, thanh khoản và đòn bẩy. Các chỉ số hoạt động được thảo luận ngay ở trên và các chỉ số khả năng sinh lời đã được thảo luận trước đó trong chương này.

Chỉ có hai tỷ số thanh khoản thường được sử dụng: tỷ số thanh toán hiện hành (current ratio) và tỷ số thanh toán nhanh (quick/acid test ratio). Tỷ số thanh toán hiện hành đơn giản là tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn. Tỷ số thanh toán nhanh là tài sản ngắn hạn trừ đi hàng tồn kho và trừ đi tài sản ngắn hạn khác, chia cho nợ ngắn hạn. Cả hai đều đo lường tính thanh khoản của doanh nghiệp hoặc khả năng thanh toán các nghĩa vụ khi đến hạn trong ngắn hạn. Tỷ số thanh toán nhanh đưa ra định nghĩa hẹp hơn về tính thanh khoản. Ngày nay, hầu hết các nhà phân tích thường tập trung nhiều hơn vào dòng tiền ròng (net cash flows) của doanh nghiệp thay vì các tỷ số thanh khoản để đánh giá khả năng doanh nghiệp đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn.

Các tỷ số đòn bẩy (leverage ratios) vẫn quan trọng, đặc biệt khi phân tích cách một doanh nghiệp tài trợ cho chính mình. Các tỷ số này phản ánh liệu doanh nghiệp chọn tài trợ bằng nợ hay vốn chủ sở hữu (equity). Đây là một chủ đề lớn trong cuốn sách này (thực tế, nó là trọng tâm của các Chương 5–13). Có nhiều cách tính các tỷ số đòn bẩy, tất cả đều phản ánh cùng một mục đích cơ bản: xác định tỷ trọng tài sản được tài trợ bằng nợ so với vốn chủ sở hữu. Như sẽ được thảo luận chi tiết hơn ở phần sau của cuốn sách, tỷ lệ tài trợ từ nợ càng cao, rủi ro doanh nghiệp không thể trả nợ khi đến hạn càng lớn. Vốn chủ sở hữu, không giống như nợ, là một hình thức tài trợ ít rủi ro hơn cho doanh nghiệp vì không có nghĩa vụ hợp đồng phải hoàn trả. Bảng 2.5 ở trên cho thấy các tỷ số đòn bẩy của PIPES dường như đều giảm theo thời gian. Tuy nhiên, như được thảo luận dưới đây, điều này một phần là do tỷ trọng tài trợ thông qua việc sử dụng các khoản phải trả (accounts payables) đang lớn hơn. Một cuộc thảo luận chi tiết hơn về đòn bẩy sẽ được trình bày trong các Chương 7 và 8.

Chu kỳ tiền mặt (cash cycle)

Hãy lùi lại một chút và nói về chu kỳ tiền mặt. Hãy xem xét một thời điểm—ta sẽ gọi là thời điểm không—khi PIPES mua một số hàng tồn kho. Điều gì xảy ra với hàng tồn kho? Ngoài những mặt hàng dễ hỏng trong siêu thị, hầu hết các công ty không bán hàng tồn kho ngay trong ngày mua. Hàng tồn kho được đưa vào kho và sau đó hy vọng sẽ được bán. Trung bình mất bao lâu trước khi PIPES bán được hàng tồn kho? Đây là tỷ lệ số ngày tồn kho (days inventory ratio), mà năm 2016 là 90 ngày đối với PIPES. Tuy nhiên, bán hàng tồn kho không giống như nhận được tiền thanh toán cho việc bán hàng. Nói chung, PIPES không nhận được tiền tại thời điểm bán, vì công ty cung cấp các khoản phải thu (accounts receivable). Mất bao lâu trước khi PIPES nhận được tiền thanh toán? Các khoản phải thu được thanh toán theo thời gian. Nếu khách hàng trả tiền mặt, khoản phải thu là 0 ngày. Hơn nữa, nếu khách hàng dùng thẻ tín dụng, sẽ có một khoảng thời gian trước khi công ty thẻ tín dụng gửi tiền vào tài khoản ngân hàng của PIPES. Năm 2016, các khoản phải thu của PIPES trung bình là 35 ngày. Điều này có nghĩa là trung bình mất 125 ngày từ khi PIPES mua hàng tồn kho cho đến khi bán được và được thanh toán (90 ngày tồn kho và 35 ngày khoản phải thu).

Nếu PIPES thanh toán cho hàng tồn kho (inventory) vào đúng ngày mua, thì 125 ngày đó đại diện cho khoảng thời gian PIPES phải tài trợ cho hàng tồn kho và các khoản phải thu (accounts receivable). Bảng 2.1B cho thấy vào năm 2016, hàng tồn kho và các khoản phải thu tổng cộng 629.000 đô la vào cuối năm (211.000 đô la + 418.000 đô la). PIPES phải tài trợ số tiền này từ lợi nhuận giữ lại (retained earnings) hoặc bằng cách đi vay. Tuy nhiên, hàng tồn kho và các khoản phải thu chỉ là một phần của chu kỳ tiền mặt (cash cycle). PIPES không thanh toán cho hàng tồn kho vào ngày mua. Công ty thanh toán sau và điều này được thể hiện qua các khoản phải trả (accounts payable) (các khoản phải trả của PIPES chính là các khoản phải thu đối với các công ty mà PIPES mua hàng).

Còn các khoản phải trả (accounts payable) của PIPES thì sao? PIPES mất bao lâu để thanh toán các khoản phải trả? Trung bình là 46 ngày. Như vậy có lâu không? Còn tùy. Các nhà cung cấp của PIPES chắc chắn muốn nhận được tiền sớm hơn; tuy nhiên, PIPES lại muốn chờ đến khi nhận được tiền từ khách hàng mới thanh toán cho hàng hóa. Theo nghĩa này, PIPES đang sử dụng các khoản phải trả để giúp tài trợ cho các khoản phải thu và hàng tồn kho. Nếu các khoản phải trả lớn hơn các khoản phải thu cộng với hàng tồn kho, thì công ty đang sử dụng các khoản phải trả để tài trợ cho cả các tài sản khác. Trong trường hợp của chúng ta, PIPES sử dụng các khoản phải trả để tài trợ cho 46 ngày của hàng tồn kho và các khoản phải thu.

Vì vậy, các khoản phải trả (accounts payable) cũng là một phần của chu kỳ tiền mặt (cash cycle). Có thể hữu ích khi xem xét bảng tổng kết dưới đây, đại diện cho toàn bộ chu kỳ tiền mặt. PIPES mất 125 ngày để bán và thu tiền từ những hàng hóa đã mua. Tuy nhiên, PIPES mất 46 ngày để thanh toán cho nhà cung cấp, để lại 79 ngày của hàng tồn kho và các khoản phải thu phải được tài trợ bằng các cách khác.

Mua hàng và thu tiền:
Giữ trong hàng tồn kho
90 ngày
Giữ trong các khoản phải thu
35 ngày
Số ngày từ khi nhận hàng tồn kho cho đến khi thu được tiền mặt =
125 ngày

Thanh toán và tài trợ:
Số ngày trong các khoản phải trả
46 ngày
Số ngày tài trợ khác cần thiết
79 ngày
Số ngày để thanh toán cho nhà cung cấp và lượng tài trợ khác cần thiết =
125 ngày

Chu kỳ tiền mặt (cash cycle) đại diện cho hai mặt của dòng tiền (cash flows) của một doanh nghiệp. Nửa đầu đại diện cho thời gian doanh nghiệp giữ sản phẩm dưới dạng hàng tồn kho cộng với thời gian cho đến khi khách hàng thanh toán các khoản phải thu (accounts receivable). Nửa sau đại diện cho thời gian cho đến khi doanh nghiệp thanh toán các khoản phải trả (accounts payable) cho nhà cung cấp cộng với thời gian bổ sung mà doanh nghiệp phải tài trợ: chênh lệch ròng giữa thời gian thu hồi của hàng tồn kho, các khoản phải thu và các khoản phải trả.

Chúng ta đã mô tả chu kỳ tiền mặt (cash cycle) của PIPES ở trên, nhưng chu kỳ tiền mặt khác nhau giữa các ngành và các doanh nghiệp. Ví dụ, chu kỳ tiền mặt của một cửa hàng tạp hóa có thể ngắn hơn nhiều vì cửa hàng tạp hóa sẽ bán hầu hết hàng tồn kho rất nhanh, không cấp tín dụng và mua từ các nhà cung cấp yêu cầu thanh toán ngay.

Chu kỳ tiền mặt đại diện cho một nhu cầu hoặc nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Về mặt khái niệm, điều quan trọng là nhận ra rằng hàng tồn kho và các khoản phải thu (accounts receivable) phải được tài trợ (chúng là một việc sử dụng vốn) và các khoản phải trả (accounts payable) có thể giúp giảm bớt nhu cầu tài trợ này (đây là một nguồn vốn).

Vậy việc tăng các khoản phải trả là tốt hay xấu? Tăng các khoản phải trả là tuyệt vời miễn là nó không làm doanh nghiệp mất gì. Tuy nhiên, đến một lúc nào đó, nếu họ không thanh toán đủ nhanh, các nhà cung cấp sẽ tính phí trả chậm, tăng giá, hoặc đơn giản là ngừng bán cho doanh nghiệp. Thông thường, các nhà cung cấp đưa ra các điều khoản để khuyến khích khách hàng thanh toán sớm hơn. Chiết khấu phổ biến là 2/10 net 30, nghĩa là nếu doanh nghiệp thanh toán trong 10 ngày thì có thể được giảm 2% giá, nếu không thì toàn bộ số tiền (net) sẽ đến hạn vào ngày 30. Giả sử điều này đúng với PIPES. Trong năm 2016, giá trị mua hàng của PIPES (như trong Bảng 2.1) là $1.773.000. Nếu PIPES có thể được hưởng chiết khấu 2% cho việc mua hàng, thì khoản tiết kiệm sẽ là $35.460. Điều này có nghĩa là PIPES sẽ có thêm $35.460 lợi nhuận trước lãi vay và thuế. Có nhiều không? CÓ! Vì lợi nhuận sau thuế của PIPES là $83.000, nên thêm $35.460 là rất lớn. Tuy nhiên, $35.460 đó không phải là tiền miễn phí. Nếu PIPES giảm thời gian thanh toán cho các khoản phải trả từ 46 ngày xuống 10 ngày để nhận chiết khấu, họ sẽ phải tài trợ thêm 36 ngày, đó là một chi phí. Tại thời điểm này, chúng ta sẽ giới thiệu một chủ đề sẽ được đề cập chi tiết ở phần sau của cuốn sách. Cụ thể là, chúng ta sẽ không giải thích đầy đủ chủ đề, mà thay vào đó chỉ "nói sơ qua."6 Chúng ta sẽ giới thiệu ý tưởng về chi phí của các khoản phải trả so với chi phí tài trợ. Chúng ta sẽ không làm điều này một cách chính thức ở đây mà sẽ khám phá nó sau trong cuốn sách khi xem xét các khoản đầu tư.

Nếu PIPES thanh toán cho tất cả các nhà cung cấp vào ngày 11 thay vì ngày 10 và mất chiết khấu 2% do thanh toán trễ một ngày, điều này tương đương với lãi suất hàng năm trên 700% (tính lãi suất ngày 2% theo năm: 2% * 365 ngày). Tất nhiên, PIPES không thanh toán vào ngày 11. Hiện tại, các nhà cung cấp đang cho phép PIPES có 46 ngày để thanh toán (dựa trên giá trị mua hàng) và thực tế họ đang tài trợ một phần cho sự tăng trưởng doanh số của PIPES. Điều này có nghĩa là chiết khấu bị mất là 2% cho 36 ngày (46 ngày – 10 ngày), tương đương với tỷ lệ hàng năm khoảng 20% một năm (2% * 365/36). (Có một câu nói tài chính cổ điển, "thu sớm, trả muộn," thể hiện ý tưởng này.)

Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ giả định cho phân tích của mình rằng các nhà cung cấp của PIPES đã thông báo cho công ty rằng bắt đầu từ năm 2017, PIPES có thể thanh toán vào ngày thứ 10 và được hưởng chiết khấu 2% hoặc thanh toán vào ngày thứ 30 mà không được chiết khấu. Nếu PIPES thanh toán muộn hơn, người ta giả định rằng các nhà cung cấp sẽ bắt đầu tính giá cao hơn cho PIPES hoặc ngừng bán hàng cho công ty hoàn toàn. Do đó, PIPES không còn có thể chờ 46 ngày trước khi thanh toán cho nhà cung cấp; công ty phải thanh toán trong vòng

6"Bắn phá các bãi biển" là một cụm từ có nghĩa là chuẩn bị khu vực cho cuộc tấn công trong tương lai.

30 ngày. Thay đổi này có nghĩa là các dự báo tương lai về khoản phải trả (accounts payable) phải được thiết lập ở mức dưới 30 ngày mua hàng. Chúng ta hãy giả định thêm rằng PIPES quyết định thanh toán các khoản phải trả của mình trong 10 ngày. (Chúng ta sẽ đề cập tiếp liệu đó có phải là khoảng thời gian đúng hay không. Gợi ý: Đúng vậy.)

Mua hàng hàng năm, như chúng ta thấy từ Bảng 2.1A, là $1,773,000. Chiết khấu 2% trên số tiền này là $35,460. Để có được chiết khấu này, PIPES phải thanh toán vào ngày 10 thay vì ngày 30. Để thanh toán vào ngày 10, PIPES sẽ phải tài trợ thêm 20 ngày khoản phải trả (chênh lệch giữa thanh toán vào ngày 30 và ngày 10). Số tiền tài trợ thêm cần thiết được tính bằng cách nhân mua hàng trung bình hàng ngày với 20 ngày. Mua hàng trung bình hàng ngày là $4,857 ($1,773,000/365). Tài trợ thêm là mua hàng trung bình hàng ngày nhân với 20 ngày = $97,151. Tài trợ cho khoản phải trả tăng thêm $97,151 với lãi suất giả định 7% sẽ khiến PIPES tốn $6,801 ($97,151 * .07). Rõ ràng PIPES nên thanh toán vào ngày 10, vì điều này làm tăng lợi nhuận trước thuế thêm $28,659 ($35,460 – $6,801) hoặc tăng lợi nhuận ròng thêm $18,628 ($28,659 * 65%).

Một cách khác để hiểu điều này là PIPES hiện đang xem xét chiết khấu 2% cho khoảng thời gian 20 ngày (chênh lệch giữa thanh toán vào ngày 10 và ngày 30). Nếu PIPES quyết định thanh toán vào ngày 30, họ sẽ phải trả một mức lãi suất hàng năm xấp xỉ 36%. (PIPES trả 2% cho mỗi kỳ 20 ngày; vì có khoảng mười tám kỳ 20 ngày trong một năm, điều này tương đương với lãi suất hàng năm khoảng 36% [18 * 2%].) Vay từ ngân hàng với lãi suất 7% tốt hơn là trả cho nhà cung cấp một mức lãi suất ngầm là 36%.

Vậy tại sao PIPES không làm điều này? PIPES chỉ đơn giản là không có tiền để thanh toán các khoản phải trả vào ngày 10 với hạn mức tín dụng ngân hàng $350,000.

Một nhận xét khác về các khoản phải trả (accounts payable): các doanh nghiệp thường có thể thanh toán trễ hơn một chút so với từng thời hạn. Nếu PIPES thanh toán vào ngày thứ 14 và vẫn nhận được chiết khấu 2% (hoặc thanh toán vào ngày thứ 35 mà không có chiết khấu), các nhà cung cấp có thể tỏ vẻ khó chịu nhưng vẫn chấp nhận, vì họ không muốn mất khách hàng. Chúng ta không biết giới hạn chính xác ở đây, và các giả định có thể được điều chỉnh để phù hợp với bất kỳ tình huống cụ thể nào. Doanh nghiệp càng trả tiền cho nhà cung cấp lâu hơn, trong khi các yếu tố khác không đổi, thì chi phí càng thấp. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, đến một lúc nào đó các nhà cung cấp sẽ tính phí tài trợ (trực tiếp hoặc gián tiếp) hoặc sẽ đơn giản là ngừng bán hàng cho doanh nghiệp.

TÓM TẮT

1. Chúng tôi đã giới thiệu PIPES, một cửa hàng cung cấp vật tư ống nước cỡ vừa, mà chúng tôi đang sử dụng để minh họa cách đánh giá tình hình tài chính của một doanh nghiệp. Câu hỏi chủ động mà PIPES đang cố gắng tìm ra là gì? Đó là cố gắng xác định cần bao nhiêu tiền để tài trợ cho hoạt động trong tương lai. Câu hỏi ngược lại, mà ngân hàng đang cố gắng tìm ra, là nên cho PIPES vay bao nhiêu tiền.
2. Để kiểm tra tình hình tài chính của một doanh nghiệp, chúng ta phải bắt đầu bằng việc hiểu thị trường sản phẩm của doanh nghiệp đó. Tài chính có thể giúp doanh nghiệp tồn tại và phát triển, nhưng cuối cùng, sự thành công của doanh nghiệp phụ thuộc vào hoạt động kinh doanh trên thị trường sản phẩm, vì vậy đó là điều chúng ta phải tập trung trước tiên. Các yếu tố quan trọng đối với một doanh nghiệp cỡ vừa trong ngành cung cấp vật tư ống nước là gì? Chúng tôi xác định đó là giá cả và dịch vụ. Giá cả đứng đầu vì ngành cung cấp vật tư ống nước là ngành có rào cản gia nhập thấp và liên quan đến sản phẩm hàng hóa (commodity product). Điều này có nghĩa là giá cả là một phần rất quan trọng của việc kinh doanh. Dịch vụ

đứng thứ hai, và trong ngành này, dịch vụ bao gồm cả việc có đủ hàng tồn kho (inventory) cần thiết cũng như cung cấp tín dụng (đóng vai trò như một ngân hàng) cho một số khách hàng của công ty.
3. Sau đó, chúng tôi đặt câu hỏi: Công ty có sinh lời không? Chúng tôi thấy rằng PIPES không tạo ra lợi nhuận lớn theo nghĩa tuyệt đối, nhưng ROE 30,6% cho thấy ông Steele có lẽ đang làm tốt công việc của mình.
4. Tiếp theo, chúng tôi chứng minh rằng mặc dù một công ty có lợi nhuận, nhưng họ vẫn có thể phải đi vay. Điều này xảy ra khi công ty tăng trưởng nhanh hơn lợi nhuận giữ lại (retained earnings) của họ (chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết về khái niệm tăng trưởng bền vững (sustainable growth) trong Chương 5 và 9). Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận của PIPES không đủ để tài trợ cho sự tăng trưởng của khoản phải thu (receivables) và hàng tồn kho. Cho đến nay, PIPES đã tự tài trợ chủ yếu bằng một số khoản nợ ngân hàng và một lượng ngày càng tăng tín dụng thương mại (trade credit) (tín dụng từ nhà cung cấp, hoặc khoản phải trả - accounts payable).
5. Sau đó, chúng tôi xem xét Nguồn và Cách sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds) của PIPES. Tại sao chúng tôi xem xét điều này? Để hiểu tiền của công ty đang được sử dụng cho việc gì và công ty lấy tiền từ đâu. Đây là một công cụ quan trọng, cho phép các nhà quản lý và nhà phân tích nhận ra các vấn đề tiềm ẩn.
6. Tiếp theo, chúng tôi sử dụng các tỷ số (ratios), một công cụ tài chính khác, để kiểm tra công ty và xem PIPES hoạt động như thế nào. Các tác giả của bạn muốn nhấn mạnh tầm quan trọng của việc luôn bắt đầu phân tích một công ty bằng các tỷ số. Bạn có thể đọc bất kỳ báo cáo phân tích nào, và bạn sẽ thấy họ luôn bắt đầu bằng các tỷ số, so sánh công ty với các công ty khác trong ngành cũng như với chính quá khứ của công ty. Các bài thuyết trình của CFO hầu như luôn bắt đầu bằng các tỷ số. Các ngân hàng hầu như luôn bắt đầu đánh giá khoản vay của họ bằng các tỷ số của công ty. Người đọc nên nhớ cách nhìn của mình về PIPES đã thay đổi như thế nào sau khi xem qua các tỷ số.

Các chỉ số tài chính (ratios) là công cụ chẩn đoán mà tài chính bắt đầu với nó. Khi một người đến phòng khám bác sĩ, bất kể lý do của chuyến thăm (ví dụ: đau họng, đau tai, hoặc khám sức khỏe định kỳ), bác sĩ hoặc trợ lý bác sĩ bắt đầu bằng việc đo huyết áp, mạch và nhiệt độ của người đó. Đây là những biện pháp chẩn đoán. Nếu nhiệt độ của người đó bình thường, bác sĩ không tìm kiếm dấu hiệu nhiễm trùng. Nếu nhiệt độ cao (so với bản thân họ hoặc so với dân số nói chung), điều đó không có nghĩa là có nhiễm trùng, nhưng nó sẽ khiến bác sĩ xem xét khả năng đó. Tất cả các dấu hiệu quan trọng này cùng với cân nặng, chiều cao và bất kỳ thay đổi thể chất đáng kể nào đều là các chẩn đoán. Đây là những thứ mà bác sĩ kiểm tra. Trong tài chính, các chỉ số của doanh nghiệp là dấu hiệu quan trọng của nó, và chúng ta sử dụng chúng như các công cụ chẩn đoán cho doanh nghiệp.
7. Ngoài việc sử dụng các chỉ số như một công cụ chẩn đoán để kiểm tra các vấn đề trong hoạt động của doanh nghiệp, các chỉ số cũng được sử dụng để dự đoán hiệu quả hoạt động trong tương lai của doanh nghiệp. Ví dụ, nếu giá vốn hàng bán (COGS) lặp đi lặp lại ở mức 77% doanh số, chúng ta giả định rằng nó sẽ duy trì ở tỷ lệ phần trăm đó khi dự báo hiệu quả hoạt động trong tương lai của doanh nghiệp.
8. Cuối cùng, chúng ta đã thảo luận về chu kỳ tiền mặt (cash cycle). Như đã đề cập ở trên, chu kỳ tiền mặt đại diện cho một nhu cầu/nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Doanh nghiệp không chỉ tài trợ cho tài sản cố định; họ cũng phải tài trợ cho vốn lưu động ròng (net working capital) là khoản phải thu cộng với hàng tồn kho trừ đi khoản phải trả.

Mặc dù chúng ta đã bao quát rất nhiều tài liệu, nhìn lại, chúng tôi hy vọng sự tiến triển của các câu hỏi chúng ta đã đặt ra và các công cụ chúng ta đã sử dụng để trả lời chúng là hợp lý. Điều rất quan trọng là hiểu rằng phân tích tài chính vừa là nghệ thuật vừa là khoa học. Cũng như bất kỳ nghệ thuật nào, bạn càng thực hành nhiều, bạn càng thành thạo. Quay trở lại với bác sĩ của chúng ta

tương tự, có nhiều lý do gây sốt, và thường bác sĩ có nhiều kinh nghiệm lâm sàng hơn thì càng giỏi xác định nguyên nhân cơn sốt cụ thể của bạn.

Nội dung sắp tới

Chúng ta chưa kết thúc. Chúng ta đã có cái nhìn rõ ràng về tình hình sức khỏe tài chính hiện tại của PIPES, nhưng ông Garcia, nhân viên ngân hàng, vẫn chưa biết có nên cho họ vay tiền hay không và vay bao nhiêu. Để xác định điều đó, chúng ta phải dự báo hoạt động tương lai cũng như Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán tương lai của PIPES. Để làm điều đó, chúng ta sử dụng một công cụ tài chính khác: phân tích dự phóng (pro forma analysis). Các nhà phân tích và nhà đầu tư cũng sẽ sử dụng các báo cáo dự phóng (pro formas) để xác định giá trị của PIPES, giúp họ quyết định nên mua hay bán cổ phiếu của công ty. Chúng ta sẽ giới thiệu công cụ này, phân tích dự phóng, và sử dụng nó trong hai chương tiếp theo.

CHƯƠNG 3
Dự báo Pro Forma (PIPES-B)

Trong chương trước, chúng ta đã sử dụng PIPES, một công ty sửa ống nước cỡ trung bình, để minh họa cách Nguồn vốn và Sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds) và phân tích tỷ số (ratio analysis) có thể được dùng để đánh giá sức khỏe tài chính của một công ty. Chúng ta nhận thấy PIPES là một công ty có lợi nhuận, được quản lý tốt, đang tăng trưởng nhanh, nhưng không thể tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động của mình bằng hạn mức tín dụng ngân hàng hiện tại là $350,000. Chúng ta cũng đã giới thiệu ông Garcia, một nhân viên ngân hàng mới, người đang xem xét cho PIPES vay.

Chương này sẽ trả lời câu hỏi: Liệu ông Garcia có nên cho PIPES vay không, và nếu có, vay bao nhiêu? Ông Steele, chủ sở hữu và quản lý của PIPES, nên có thể trả lời phần thứ hai của câu hỏi này. Khi bạn bước vào ngân hàng, bạn nên mong đợi nhân viên ngân hàng hỏi bạn muốn vay bao nhiêu tiền (và nếu bạn không biết, bạn nên mong đợi nhân viên ngân hàng sẽ đuổi bạn về tay không). Bạn cũng nên mong đợi nhân viên ngân hàng hỏi bạn sẽ trả nợ bằng cách nào (và khi nào).

ĐẦU TIÊN, CHÚNG TA HÃY XEM XÉT KỸ HƠN VỀ PHÂN TÍCH TỶ SỐ (RATIO ANALYSIS)

Tài chính và Kế toán đều không chính xác tuyệt đối và cả hai đều yêu cầu chúng ta làm việc với các giả định cũng như sự thật.[1] Tuy nhiên, sự khác biệt chính là Kế toán tài chính nhìn về quá khứ (cố gắng phản ánh mọi việc đã diễn ra), trong khi Tài chính nhìn về tương lai (cố gắng phản ánh mọi việc sẽ diễn ra), và việc xác định những gì đã xảy ra trong quá khứ dễ hơn việc dự đoán chính xác tương lai. Ví dụ, giá cổ phiếu hiện tại không phản ánh những gì đã xảy ra trong quá khứ, mà phản ánh kỳ vọng của thị trường về tương lai.

Trong bối cảnh đó, chúng ta hãy lùi lại một chút và nói thêm về phân tích tỷ số. Phân tích tỷ số là một công cụ không chính xác. Khi chúng ta thảo luận lần đầu về các tỷ số, chúng ta đã lưu ý rằng có nhiều cách để tính chúng:

Phần trăm so với doanh thu (ví dụ: các khoản phải thu/doanh thu)

Phần trăm giá vốn hàng bán (ví dụ: hàng tồn kho/COGS)

Số ngày (ví dụ: receivables/(sales/365))

Vòng quay (ví dụ: sales/receivables)

1Phụ lục 3A cung cấp một tổng quan ngắn về cách kế toán, giống như tài chính, là một khoa học không chính xác.

Hơn nữa, các chỉ số tài chính có thể được tính toán theo các khoảng thời gian khác nhau:

Đầu năm (ví dụ: net income/total assetsopen)

Cuối năm (ví dụ: net income/total assetsend), hoặc

Bình quân (ví dụ: net income (total assetsopen/2 + total assetsend/2).

Các tỷ số khác nhau cũng có thể phản ánh cùng một bản chất kinh tế. Chúng chỉ tính toán khác nhau (ví dụ: nợ/vốn chủ sở hữu (debt/equity) hoặc nợ/tổng tài sản (debt/total assets)).

Hơn nữa, trong mỗi nhóm tỷ số (khả năng sinh lời (profitability), hoạt động (activity), đòn bẩy (leverage) và thanh khoản (liquidity)), chúng ta có nhiều định nghĩa (ví dụ, khả năng sinh lời có thể là tỷ lệ phần trăm so với doanh thu, tỷ suất sinh lời trên tài sản (return on assets), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (return on equity), v.v.)

Khi hai tỷ số là biến đổi của nhau, việc sử dụng tỷ số nào không quan trọng (ví dụ, số ngày phải thu (days receivables) chỉ là 365 chia cho vòng quay phải thu (receivable turns)). Tuy nhiên, chúng ta chọn một tỷ số làm nổi bật trọng tâm cụ thể của phân tích (tức là, chúng ta có thể sử dụng tỷ suất sinh lời trên tài sản (return on assets) nếu muốn hiểu khả năng sinh lời tổng thể của công ty, trong khi có thể sử dụng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (return on equity) nếu muốn nhấn mạnh khả năng sinh lời giữa các cơ cấu tài trợ khác nhau). Tuy nhiên, điều quan trọng nhất là phải nhất quán—tức là, sử dụng cùng một tỷ số trong suốt quá trình phân tích của chúng ta.

Tỷ số được sử dụng theo hai cách chính: thứ nhất, chúng được dùng để so sánh một công ty với các công ty khác trong cùng ngành. Điều này chỉ cần tỷ số của một năm và được gọi là phân tích cắt ngang (cross-sectional analysis). Tỷ số của PIPES có thể được so sánh với Ace Hardware và các công ty tương tự khác. Tất nhiên, việc so sánh các công ty có quy mô tương tự ở các vị trí địa lý tương tự luôn dễ nhất. Nhưng ngay cả khi bạn không so sánh các công ty có quy mô tương tự trong cùng khu vực địa lý và ngành tương tự, phân tích tỷ số cho phép bạn hiểu công ty nào có lợi nhuận cao hơn hay thấp hơn, công ty nào kiểm soát chi phí tốt nhất, v.v. Thứ hai, tỷ số có thể được dùng để so sánh hiệu quả hoạt động của công ty với chính nó theo thời gian. Việc xem xét tỷ số của một công ty trong giai đoạn năm năm cho phép bạn không chỉ tìm kiếm sự nhất quán trong hiệu quả hoạt động mà còn cả các xu hướng trong hoạt động của công ty.

Tỷ số luôn là nơi tốt nhất để bắt đầu kiểm tra một công ty, vì chúng là các công cụ chẩn đoán cho công ty. Chúng được sử dụng theo nhiều cách. Tỷ số được cả công ty sử dụng để tự đánh giá cũng như được thị trường vốn sử dụng để đánh giá công ty. Tỷ số cũng được sử dụng trong các hợp đồng để thiết lập các điều khoản ràng buộc (covenants) (những hạn chế mà người cho vay áp đặt lên công ty để giảm rủi ro không được hoàn trả). Ví dụ, có thể có các điều khoản hạn chế cả số lượng và loại nợ, hạn chế số lượng hoặc tỷ lệ vốn lưu động, và/hoặc hạn chế một số chi phí nhất định theo giá trị tuyệt đối hoặc theo tỷ lệ phần trăm của doanh thu. Các điều khoản ràng buộc cho vay được sử dụng để đánh giá sức khỏe của công ty và để thiết lập một cơ chế hành động nếu chúng bị vi phạm (thường nợ sẽ trở thành khoản phải thanh toán đầy đủ theo yêu cầu nếu vi phạm điều khoản). Ngoài ra còn có các hợp đồng định giá theo hiệu quả (performance pricing contracts) (hoặc nợ định giá theo hiệu quả) trong đó lãi suất thay đổi theo sự thay đổi của các tỷ số. Tỷ số của công ty càng mạnh, lãi suất áp dụng càng thấp và ngược lại. Các điều khoản phụ thuộc vào tỷ số này cho phép lãi suất thay đổi theo hợp đồng cùng với các tỷ số, thay vì bắt công ty và người cho vay phải đàm phán lại lãi suất bất cứ khi nào sức khỏe tài chính của công ty thay đổi đáng kể. Cuối cùng, tỷ số rất cần thiết trong việc dự báo hiệu quả hoạt động trong tương lai của công ty và do đó là một phần không thể thiếu trong các công cụ dự phóng (pro forma) của chúng ta.

DỰ BÁO PRO FORMA

Giả sử PIPES tiếp tục tăng trưởng như trước nhưng quyết định thay đổi chính sách phải trả và giảm các khoản phải trả (accounts payable) xuống không quá 10 ngày. Điều đó thay đổi số tiền công ty cần vay như thế nào? Làm thế nào để chúng ta tính ra? Chúng ta lập một dự báo pro forma.

Gợi ý: Khi lập dự báo pro forma, bạn phải dự báo các khoản mục trên Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet). Các tác giả rất khuyến nghị rằng, trong lần đầu tiên, bạn nên sử dụng cùng các khoản mục mà công ty sử dụng trong Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán của họ. Báo cáo tài chính có thể được trình bày theo nhiều cách với mức độ chi tiết khác nhau. Việc dự báo chỉ các khoản mục được liệt kê trên báo cáo tài chính hiện tại sẽ dễ dàng hơn nhiều so với việc thay đổi các danh mục hoặc tài khoản đã được liệt kê. Ví dụ, nếu công ty tách hàng tồn kho (inventory) thành nguyên vật liệu (raw materials), sản phẩm dở dang (work in process) và hàng tồn kho thành phẩm (finished goods inventory), chúng tôi khuyến nghị báo cáo pro forma của bạn cũng nên làm như vậy. Điều này vừa dễ thực hiện hơn vừa chính xác hơn. Điều này có vẻ hiển nhiên, nhưng đôi khi chúng tôi thấy sinh viên sử dụng các danh mục khác nhau trong báo cáo pro forma so với công ty sử dụng trong báo cáo tài chính của chính họ.

Lưu ý rằng một khi chúng ta đã thiết lập các báo cáo pro forma, chúng ta có thể thay đổi các giả định và kiểm tra các kịch bản "nếu như" (what-if). Ví dụ, chúng ta có thể giả định rằng PIPES sẽ mở rộng ít tín dụng hơn cho khách hàng để các khoản phải thu (receivables) giảm xuống, và sau đó chúng ta có thể kiểm tra tác động đến nhu cầu tài chính và lợi nhuận. Do đó, báo cáo pro forma là một công cụ cực kỳ mạnh mẽ để công ty không chỉ dự báo tương lai mà còn hiểu được tác động của các thay đổi.

Các tác giả của bạn đều đủ lớn tuổi để đã từng lập báo cáo pro forma trên giấy trước khi máy tính ra đời, và bây giờ là bảng tính Excel. Vì vậy, chúng tôi cảnh báo rằng một nguy cơ khi sử dụng bảng tính điện tử là sự cám dỗ để tạo ra nhiều lần lặp lại mà không có sự biện minh hợp lý. Điều này có thể gây ra vấn đề vì bảng tính điện tử đôi khi khiến việc tạo ra các báo cáo pro forma mới trở nên quá dễ dàng mà không hiểu và chất vấn đúng đắn các giả định cơ bản.

Báo cáo thu nhập Pro Forma của PIPES cho năm 2017

Nói chung, tốt nhất là bắt đầu với Báo cáo thu nhập dự báo (pro forma Income Statement). Tại sao? Bởi vì, không chỉ lợi nhuận năm nay sẽ ảnh hưởng đến lượng tài chính cần thiết trên Bảng cân đối kế toán, mà dự báo doanh thu thường là một trong những dự báo quan trọng nhất và không chỉ thúc đẩy hầu hết các khoản mục trên Báo cáo thu nhập mà còn nhiều khoản mục trên Bảng cân đối kế toán. Báo cáo thu nhập dự báo đầu tiên của chúng tôi được đưa ra trong Bảng 3.1A. Nó được xây dựng như sau:

BẢNG 3.1A
PIPES—BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ KIẾN NĂM 2017

Doanh thu
2,200
Tăng trưởng 25%
2,750
Giá vốn hàng bán
1,695
Doanh thu * 0.7546
2,075
Lợi nhuận gộp
675
Chi phí hoạt động
344
Doanh thu * 0.155
426
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế
161
249
Chi phí lãi vay
34
Ước tính ban đầu
34
Lợi nhuận trước thuế
127
215
Thuế thu nhập
44
PBT * 35%
75
Lợi nhuận ròng
83
140

Nếu chúng ta phải dự phóng Báo cáo kết quả kinh doanh cho PIPES cho năm 2017 mà không có bất kỳ thông tin bổ sung nào khác một ước tính sơ bộ sẽ có doanh thu tăng với tỷ lệ 25%. Tại sao?

Bởi vì đây là tỷ lệ trung bình mà doanh thu tăng trong mỗi năm trong ba năm qua, và mỗi năm đều gần với mức trung bình.

Doanh thu năm 2016
Tăng trưởng dự kiến
Doanh thu dự phóng năm 2017
$2,200,000
25%
$2,750,000

Khi dự báo doanh thu của chúng ta được thiết lập, hầu hết các mục còn lại của Báo cáo thu nhập (Income Statement) có thể được dự báo bằng phương pháp tỷ lệ phần trăm trên doanh thu (percentage-of-sales approach). Nghĩa là, chúng ta có thể sử dụng các tỷ lệ mà chúng ta đã tính toán trước đây cho PIPES để dự đoán tương lai. Thỉnh thoảng, nếu có điều gì đó thay đổi, như đã làm đối với khoản phải trả (nay giới hạn trong 10 ngày để được chiết khấu 2%), chúng ta sẽ phải điều chỉnh các tỷ lệ trong quá khứ để kết hợp với các giả định mới.

Sau doanh thu, khoản mục tiếp theo trên Báo cáo kết quả kinh doanh là giá vốn hàng bán (COGS), vốn rất ổn định ở mức khoảng 77% doanh thu (77,1%, 77,2%, 77,1% và 77% trong giai đoạn 2013–2016). Điều này cho thấy năng lực của ban quản lý, hoặc ít nhất là sự nhất quán, trong việc mua hàng và định giá.

Doanh thu Pro Forma năm 2017
Dự kiến
Giá vốn hàng bán Pro Forma năm 2017
$2,750,000
77%
$2,117,500

Tuy nhiên, chúng ta không thể đơn giản sử dụng tỷ lệ 77% từ quá khứ. Tại sao không? Vì chúng ta đang nay giữ khoản phải trả trong 10 ngày để được chiết khấu 2% cho các khoản mua hàng. Chúng ta phải điều chỉnh ước tính ban đầu dựa trên kinh nghiệm trong quá khứ cho bất kỳ thay đổi dự kiến nào trong tương lai. Trong trường hợp này, chúng ta kỳ vọng sẽ được hưởng chiết khấu 2% khi thanh toán nhanh. Điều này có nghĩa là tỷ lệ 77% không còn chính xác nữa.

Với 77% doanh thu, giá vốn hàng bán được dự báo là $2,177,500 (như trên doanh thu $2,750,000 * 77%). Tuy nhiên, chúng ta hiện kỳ vọng sẽ trả ít hơn 2% so với con số này. Điều này nghĩa là chúng ta kỳ vọng sẽ chiết khấu thanh toán sớm là $42,350 (2% * COGS = 2% * $2,117,500).

Ước tính ban đầu cho COGS năm 2017
$2,117,500
Điều chỉnh cho chiết khấu thanh toán sớm
$42,350
Ước tính sửa đổi cho COGS năm 2017
$2,075,150
Doanh số dự kiến năm 2017
$2,750,000
Công thức sửa đổi (COGS/doanh số)
75.46%
Công thức ban đầu (COGS/doanh số)
77%
Điều chỉnh (100% – chiết khấu 2%)
* 98%
Công thức sửa đổi
75.46%

Lưu ý rằng chúng tôi liệt kê COGS ở mức 75,46% doanh số. Khoản chiết khấu ($42,350 từ trên) không xuất hiện trên Báo cáo thu nhập như một dòng riêng, mặc dù nó sẽ làm tăng cả lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước thuế bằng đúng số tiền chiết khấu.2

Thay đổi này trong COGS cũng sẽ làm thay đổi lượng hàng tồn kho trên Bảng cân đối kế toán của chúng ta, điều này sẽ được thảo luận dưới đây.3

Tiếp tục xuống dòng trên Báo cáo thu nhập pro forma của chúng ta, chi phí hoạt động trong vài năm qua vẫn duy trì trong một biên độ hẹp quanh mức 15,5%, vì vậy chúng ta dự báo chúng ở mức 15,5%.

Chi phí lãi vay khó dự báo hơn vì nó có thể biến động do thay đổi lãi suất hoặc thay đổi số lượng nợ vay. Trong trường hợp của PIPES, chúng ta đặt lãi suất cố định 7% cho nợ ngân hàng và 9% cho nợ dài hạn cho tất cả các năm.

Mức nợ (hoặc số tiền nợ vay) là một mục trên Bảng cân đối kế toán và thường là một con số chèn (plug figure) trong các báo cáo pro forma. Con số chèn có nghĩa là con số không được tính toán độc lập, mà thay vào đó được xác định là mục cuối cùng được tính toán—nó là số tiền cần thiết để "chèn" vào Bảng cân đối kế toán sao cho cân bằng. Trên thực tế, trước tiên chúng ta giải quyết tất cả các mục khác trên Bảng cân đối kế toán, sau đó mới giải quyết cho nợ. Do đó, nợ là số tiền tài trợ cần thiết, dựa trên tất cả các giả định khác được đặt ra cho các mục khác trên Bảng cân đối kế toán.

Thông thường, chúng ta sử dụng một ước tính sơ bộ (thường là số liệu của năm trước) cho chi phí lãi vay trên Báo cáo thu nhập. Trong trường hợp của PIPES, số tiền nợ vay (thứ thường là con số chèn) bị giới hạn bởi hạn mức vay tối đa mà ngân hàng hiện tại đặt ra. Trong ví dụ này, ngân hàng hiện tại không cho phép PIPES vay quá $350,000. Đó là giới hạn của hạn mức tín dụng mà ngân hàng cấp cho PIPES. Một khi PIPES đạt đến giới hạn đó, nợ không thể tăng thêm nữa, và PIPES phải tìm một cách khác để làm cho Bảng cân đối kế toán cân bằng. Trong các năm trước, PIPES đã sử dụng khoản phải trả nhà cung cấp (accounts payable) để làm cho Bảng cân đối kế toán cân bằng. Tuy nhiên, từ năm 2017 trở đi, các nhà cung cấp đã hạn chế các khoản phải trả, và vì vậy bây giờ PIPES phải tài trợ bằng nợ ngân hàng. Điều này có nghĩa là chi phí lãi vay trên Báo cáo thu nhập sẽ không được xác định cuối cùng cho đến khi Bảng cân đối kế toán cũng được hoàn thành. Quan trọng hơn, nó cũng có nghĩa rằng các báo cáo pro forma là một quá trình lặp đi lặp lại. Do đó, ban đầu chúng ta giả định rằng nợ trong năm 2017 giống như năm 2016 là $450,000 ($350,000 nợ ngân hàng với lãi suất 7% và $100,000 nợ dài hạn với lãi suất 9%), và rằng chi phí lãi vay pro forma trong lần chạy đầu tiên của PIPES vẫn giữ nguyên.

Cuối cùng, chúng ta giả định thuế thu nhập vẫn ở mức cố định 35% của lợi nhuận trước thuế.4

2Các kế toán viên có thể xem khoản chiết khấu này như là khoản giảm giá vốn hàng bán (COGS) hoặc như doanh thu tài chính. Tuy nhiên, cuối cùng, điều này thể hiện như sự gia tăng lợi nhuận trước thuế. Chú thích này cần thiết vì một trong những đồng tác giả của bạn là kế toán viên. Để đơn giản, chúng ta sẽ coi đây là khoản giảm giá vốn hàng bán.

3Đối với năm 2017, giá vốn hàng bán (COGS) thực tế nên cao hơn một chút so với 75,46%. Tại sao? Vì khoản chiết khấu chỉ áp dụng cho các giao dịch mua trong năm 2017 và sau đó. Không có khoản chiết khấu nào cho hàng tồn kho đầu kỳ (mua năm trước). Đối với những ai thực sự muốn trở thành chuyên gia kế toán hơn là chuyên gia tài chính, điều này có nghĩa là vì hàng tồn kho đầu kỳ là $418,000, giá vốn hàng bán cho năm 2017 tăng thêm $8,360 ($418,000 * 2%). Không một chuyên gia tài chính tự trọng nào khi lập dự phóng tài chính (pro forma) lại lo lắng về điều chỉnh này. Dự phóng tài chính, theo định nghĩa, không chính xác tuyệt đối mà chỉ là ước tính cho tương lai, vì vậy khi xây dựng chúng, chúng ta quan tâm đến những thay đổi lớn.

4Vào cuối năm 2016, đây là một giả định hợp lý. Trên thực tế, thuế suất thuế doanh nghiệp đã thay đổi vào đầu năm 2018 từ 35% xuống 21%. Vì vậy, nếu chúng ta biết trước, chúng ta sẽ dự báo thuế suất là 35% trong năm 2017 và 21% trong năm 2018 và sau đó.

Bây giờ chúng ta có thể tạo một báo cáo thu nhập dự phóng sơ bộ (pro forma income statement), được trình bày trong Bảng 3.1A.

Lưu ý rằng chúng tôi xây dựng dự phóng tài chính bằng cách trước tiên giả định tỷ lệ tăng trưởng doanh số. Sau đó, chúng tôi tính toán giá vốn hàng bán (COGS) và chi phí hoạt động theo phần trăm doanh số. (Chúng tôi đã không sử dụng tỷ lệ doanh số lịch sử cho COGS do chiết khấu 2%.) Chi phí hoạt động cũng được tính theo phần trăm doanh số. Chi phí lãi vay không được tính theo phần trăm doanh số vì nó liên quan đến số nợ trên Bảng cân đối kế toán, chứ không liên quan đến tăng trưởng doanh số. Chúng tôi đã đưa vào một ước tính sơ bộ cho chi phí lãi vay và sẽ quay lại ước tính cuối cùng sau khi hoàn thành Bảng cân đối kế toán dự phóng. Thuế được đặt theo tỷ lệ lịch sử của lợi nhuận trước thuế.

Bảng cân đối kế toán dự phóng của PIPES cho năm 2017

Sau khi chúng ta đã tạo Báo cáo thu nhập dự phóng sơ bộ (first pass pro forma income statement), tiếp theo chúng ta tạo Bảng cân đối kế toán dự phóng, được trình bày trong Bảng 3.1B. Nhiều khoản mục trên Bảng cân đối kế toán được dự phóng bằng phân tích tỷ lệ theo phần trăm doanh số. Do đó, dự báo doanh số từ Báo cáo thu nhập dự phóng cũng ảnh hưởng đến Bảng cân đối kế toán dự phóng.

Hiện tại, chúng ta sẽ giả định rằng tiền mặt được giữ ở một mức không đổi. (Việc tiền mặt tăng theo doanh số là hoàn toàn hợp lý, nhưng nếu doanh số tăng gấp đôi tại một địa điểm duy nhất, không có lý do gì để kỳ vọng rằng công ty sẽ cần số tiền mặt gấp đôi để thực hiện các giao dịch.) Đây là lý do tại sao tài chính là một nghệ thuật, không phải khoa học, và tại sao, mặc dù rõ ràng có những câu trả lời sai, thường có nhiều hơn một câu trả lời đúng.

BẢNG 3.1B
PIPES—2017 Bảng cân đối kế toán dự phóng (Pro Forma Balance Sheet)

Cash	
45	
Constant	
45	
Accounts receivable	
211	
Sales * 9.5%	
261	
Inventory	
418	
Sales * 0.1862	
512	
Prepaid expenses	
28	
Constant	
28	
Current assets	
702	
846	
Property, plant, and equipment	
350	
5% increase	
368	
Total assets	
1,052	
Total	
1,214	
Nợ dài hạn đến hạn trả	
10	
10	
Vay ngân hàng	
350	
Số bù (plug)	
548	
Phải trả người bán	
223	
Doanh thu * 0.0207	
57	
Chi phí phải trả	
25	
Hằng số	
25	
Nợ ngắn hạn	
608	
640	
Nợ dài hạn	
90	
80	
Tổng nợ phải trả	
698	
720	
Vốn góp	
75	
Hằng số	
75	
Lợi nhuận giữ lại	
279	
Số dư đầu kỳ + NI	
419	
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	
1,052	
1,214	

Khoản phải thu là khoản mục thứ hai trên Bảng cân đối kế toán. (Hãy nhớ rằng, các tác giả của bạn khuyên bạn xây dựng Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh pro forma và Bảng cân đối kế toán pro forma sử dụng cùng cấu trúc với Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và Bảng cân đối kế toán hiện tại của công ty.) Với mục đích của chúng ta ở đây, chúng ta sẽ đặt khoản phải thu ở mức 9.5% doanh thu. Điều này nhất quán với các tỷ lệ lịch sử lần lượt là 9.8%, 9.6%, 9.5% và 9.6% cho giai đoạn 2013–2016.

Sử dụng 9.5% doanh thu sẽ tạo ra các ước tính tương tự như 35 ngày phải thu hoặc vòng quay hàng năm là 10.4. Việc tỷ lệ được tính như thế nào không quan trọng; một đơn vị đo lường (phần trăm, ngày, hoặc vòng quay) có thể chuyển đổi thành các đơn vị khác. Tuy nhiên, như đã đề cập trước đó, các tác giả của bạn tin rằng tỷ lệ phần trăm của doanh thu dễ dàng và trực quan hơn so với ngày và vòng quay.

Khoản mục tiếp theo trên Bảng cân đối kế toán, hàng tồn kho pro forma, sẽ cần thêm một số công việc (thay vì chỉ sử dụng cùng tỷ lệ phần trăm như các năm trước). Tại sao? Bởi vì chúng ta đã thay đổi chính sách phải trả người bán để thanh toán trong 10 ngày nhằm được chiết khấu 2%. Điều này làm thay đổi chi phí mua hàng và do đó giá trị hàng tồn kho cuối kỳ. Hàng tồn kho được điều chỉnh để phản ánh chiết khấu mua hàng và hiện được đặt ở mức 18.62% doanh thu (như trên trong tính toán COGS của chúng ta, chúng ta lấy tỷ lệ ban đầu là 19% và nhân với 98%; 100% trừ đi 2% chiết khấu mua hàng khi thanh toán trong 10 ngày). Lưu ý thêm rằng chúng ta đang sử dụng hàng tồn kho theo tỷ lệ phần trăm của doanh thu (nghĩa là sử dụng giá bán của hàng tồn kho đã bán). Ngoài ra, hàng tồn kho có thể được ước tính theo tỷ lệ phần trăm của COGS (chi phí của công ty cho hàng tồn kho đã bán). Nếu COGS, như một tỷ lệ phần trăm của doanh thu, ổn định qua các năm, như chúng đã ổn định trong lịch sử của PIPES, thì hai phương pháp này tương đương. Chúng ta giả định một sự thay đổi một lần từ 2016 đến 2017 vì việc áp dụng chiết khấu mua hàng 2%. Tuy nhiên, chúng ta giả định tỷ lệ mới sẽ giữ nguyên sau năm 2017.

Việc tỷ lệ khoản phải thu (receivables) trên doanh thu và tỷ lệ hàng tồn kho (inventory) trên doanh thu gần như không đổi có hợp lý không? Có, nếu không có thay đổi lớn nào trong hoạt động của doanh nghiệp. Tức là, việc mở rộng doanh thu là kết quả của việc mở rộng cơ sở khách hàng đến các khách hàng tương tự (vì vậy tỷ lệ khoản phải thu giữ nguyên), và chính sách mua hàng cũng không thay đổi (do đó tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh thu vẫn ổn định). Một doanh nghiệp thường được kỳ vọng sẽ nắm giữ nhiều khoản phải thu và hàng tồn kho hơn khi doanh thu tăng. Trong trường hợp này, chúng ta kỳ vọng mối quan hệ một-một giữa khoản phải thu, hàng tồn kho và doanh thu.

MỘT ĐOẠN LẠC ĐỀ LỚN

Một cách đơn giản để hiểu về hàng tồn kho (inventory), mua hàng (purchases) và giá vốn hàng bán (COGS) là hãy nghĩ về một cái kho chứa thực phẩm. Bạn bắt đầu với 340 lọ sốt spaghetti (được rồi, đây là một kho lớn, có lẽ ở ký túc xá đại học). Lưu ý rằng 340.000 đô la là số tiền hàng tồn kho của PIPES vào cuối năm 2015 và đầu năm 2016. Vì vậy, 340 lọ là hàng tồn kho đầu kỳ của bạn. Vào cuối tuần (hoặc năm, nếu bạn thích), bạn có 418 lọ sốt, và ký túc xá đã tiêu thụ 1.695 lọ trong tuần. 1.695 chính là giá vốn hàng bán (COGS). Nếu hàng tồn kho của bạn tăng từ 340 lên 418 lọ và bạn biết bạn đã sử dụng 1.695 lọ

(Tiếp theo)

trong tuần, bạn đã mua bao nhiêu lọ? Nhiều hơn hay ít hơn 1.695 lọ bạn đã sử dụng? Trống lên... NHIỀU HƠN! Lượng thực phẩm còn lại trong kho của bạn vào cuối kỳ cao hơn so với đầu kỳ, vì vậy bạn chắc chắn đã mua nhiều hơn mức bạn ăn. Nhiều hơn bao nhiêu? Bạn đã mua nhiều hơn 78 lọ so với mức bạn đã dùng, 78 là chênh lệch giữa số lọ bạn có vào cuối kỳ (418) và số lọ bạn có vào đầu kỳ (340). Nếu bạn ăn 1.695 lọ và số lọ trong kho tăng thêm 78, thì bạn đã mua 1.773 lọ. Việc mua hàng (purchases) bằng lượng hàng tồn kho đã bán cộng (trừ) bất kỳ sự tăng (giảm) nào của hàng tồn kho trong tuần. Tức là, mua hàng = giá vốn hàng bán + hàng tồn kho cuối kỳ – hàng tồn kho đầu kỳ. Điều này cũng có nghĩa là chúng ta có thể tính toán lượng mua hàng cho bất kỳ tuần/năm nào (những con số này thường không được trình bày trên báo cáo thu nhập (Income Statement)) chỉ bằng cách biết hàng tồn kho đầu kỳ, cuối kỳ và giá vốn hàng bán.

Hàng tồn kho đầu kỳ + Mua hàng − Giá vốn hàng bán = Hàng tồn kho cuối kỳ

Mua hàng = Giá vốn hàng bán + Hàng tồn kho cuối kỳ − Hàng tồn kho đầu kỳ

Tiếp theo, chúng ta cần dự báo tài sản, nhà xưởng và thiết bị (PP&E). Trong khi chúng ta kỳ vọng các khoản mục như khoản phải thu và hàng tồn kho sẽ thay đổi theo cùng tỷ lệ với doanh thu hàng năm trên bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma Balance Sheet), thì PP&E lại không như vậy. Chúng ta kỳ vọng PP&E sẽ tăng dần theo thời gian cùng với doanh thu, nhưng không tăng theo tỷ lệ trực tiếp với doanh thu hàng năm. PP&E tăng theo kiểu hàm bậc thang (step function) hơn là một đường thẳng mượt mà. (Ví dụ, nếu doanh thu tăng đủ lớn, bạn phải mở rộng cửa hàng, nhưng doanh thu tăng 25% mỗi năm không có nghĩa là PIPES tăng quy mô cửa hàng lên 25% mỗi năm.) Đối với năm 2017, các tác giả của chúng ta giả định PP&E của PIPES không thay đổi nhiều, chỉ tăng nhẹ so với năm 2016. Điều này cho thấy công ty có lợi thế kinh tế nhờ quy mô đáng kể trong PP&E. (Doanh thu có thể tăng 25% mỗi năm mà không cần tăng PP&E tương ứng.) Với năm 2017, chúng ta giả định PP&E sẽ tăng 5% (từ $350.000 lên $368.000).5

Chuyển sang phần nợ phải trả và vốn chủ sở hữu (net worth) trên bảng cân đối kế toán trong Bảng 3.1B: khoản mục đầu tiên, khoản vay ngân hàng, là một con số chèn (plug) hay con số cân bằng (balancing figure) (tức là con số cuối cùng chúng ta tính khi cân đối bảng cân đối kế toán), vì vậy chúng ta sẽ quay lại với nó sau.

Khoản nợ dài hạn (không phải nợ ngân hàng) trên bảng cân đối kế toán của PIPES được chia thành hai phần: phần ngắn hạn (current portion) và phần dài hạn (noncurrent portion). Phần ngắn hạn của nợ dài hạn là số nợ dài hạn mà công ty thanh toán mỗi năm và được đưa vào nợ ngắn hạn (current liabilities). Phần dài hạn của nợ dài hạn là số tiền đến hạn sau một năm và được xếp dưới nợ ngắn hạn. Thông thường, các điều khoản trả nợ (ví dụ: số tiền trả mỗi năm) và thời gian đáo hạn của khoản nợ được ấn định bởi nghĩa vụ nợ theo hợp đồng.

5Giả định này phản ánh quan điểm của các tác giả rằng doanh thu tăng 25% chỉ cần thêm 5% PP&E. Kiến thức chi tiết hơn về PIPES có thể thay đổi giả định này thành mức tăng PP&E là 7% hoặc 10%. Đối với một công ty thực tế, không phải "giả định", mức tăng thực của PP&E sẽ rõ ràng hơn từ kinh nghiệm quá khứ của doanh nghiệp hoặc ngành.

Trong trường hợp của PIPES, vì phần ngắn hạn của nợ dài hạn là $10.000 cho các năm 2013–2016, chúng ta giả định nó sẽ không đổi. Điều này có nghĩa là số nợ dài hạn sẽ giảm $10.000 mỗi năm khi được thanh toán: $100.000 từ bảng cân đối kế toán năm 2016 sẽ trở thành $90.000 trong bản dự phóng năm 2017 của chúng ta.

Trước đây, khoản phải trả (accounts payable) đã được PIPES sử dụng để tự tài trợ. Điều này đã được thảo luận trong chu kỳ tiền mặt (cash cycle) ở Chương 2 và nằm trong cuộc thảo luận của chúng ta về việc có nên cắt giảm khoản phải trả xuống còn 10 ngày hay không. Một khi quyết định được đưa ra là làm cho khoản phải trả bằng 10 ngày mua hàng, thì khoản phải trả có thể được biểu thị dưới dạng phần trăm của doanh số mua hoặc doanh số bán. Vì chúng ta dự báo doanh số sẽ tăng trưởng, chúng ta cũng kỳ vọng khoản phải trả sẽ tăng theo. Tuy nhiên, trong quá khứ, khoản phải trả đã tăng từ 7,1% doanh số lên 10,1% (hoặc từ 32,6 lên 45,9 ngày) trong giai đoạn 2013–2016. Tuy nhiên, từ nay trở đi, khoản phải trả sẽ được dự báo ở mức 2,07% doanh số (hoặc 10 ngày) để được hưởng chiết khấu mua hàng 2%.6 Điều này có nghĩa là khoản phải trả năm 2017 là 57.000 đô la, thấp hơn nhiều so với mức 223.000 đô la của năm 2016.

Chúng tôi giữ các khoản phải trả dồn tích (accruals) không đổi, vì cả hai lý do: chúng tôi không có giả định trước về cách chúng thay đổi và vì con số này cực kỳ nhỏ, sẽ không có ảnh hưởng quan trọng đến nhu cầu tài trợ của chúng tôi.

Hai khoản mục tiếp theo là vốn góp (contributed capital) và lợi nhuận giữ lại (retained earnings). Kết hợp lại, hai khoản mục này thường được gọi là giá trị tài sản ròng (net worth). Vốn góp là số tiền do các chủ sở hữu doanh nghiệp đầu tư. Lợi nhuận giữ lại là tổng thu nhập ròng lũy kế của doanh nghiệp theo thời gian trừ đi cổ tức (mà PIPES chưa từng chi trả). Vốn góp được giả định không đổi ở mức 75.000 đô la. Lợi nhuận giữ lại được giả định tăng thêm 140.000 đô la (từ 279.000 đô la lên 419.000 đô la), đây là ước tính thu nhập ròng năm 2017 của chúng tôi từ Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) năm 2017 lần đầu tiên (hãy nhớ rằng lợi nhuận giữ lại tăng bằng số thu nhập ròng nếu không có khoản thu nhập ròng nào được chi trả dưới dạng cổ tức).

Bây giờ chúng ta hãy quay lại với nợ ngân hàng, đây là con số chốt (plug figure) của chúng ta. Trên Bảng cân đối kế toán, các khoản mục chốt phổ biến nhất là tiền mặt và nợ. Có nghĩa là, sau khi tất cả các tài sản và nợ phải trả khác được xác lập, thặng dư sẽ được thể hiện dưới dạng tiền mặt, trong khi thâm hụt sẽ được thể hiện dưới dạng vay nợ. (Trong trường hợp của PIPES trong những năm trước, khoản phải trả cũng từng đóng vai trò là khoản chốt; vì số tiền vay ngân hàng bị giới hạn, PIPES đã bù đắp thâm hụt bằng cách trì hoãn thanh toán cho nhà cung cấp.)

Trong Bảng cân đối kế toán năm 2017 của PIPES, tổng tài sản lớn hơn tổng nợ phải trả và giá trị tài sản ròng là 548.000 đô la (tức là Bảng cân đối kế toán sẽ mất cân bằng 548.000 đô la nếu PIPES không có thêm tài trợ ngoài). Đây là số nợ ngân hàng mà PIPES cần trong năm 2017 để vận hành doanh nghiệp theo các giả định của chúng tôi. Có nghĩa là, đây là con số chốt với doanh số tăng 25% và tất cả các giả định khác nêu trên.

Tất cả điều này được thể hiện trực tiếp trong Bảng 3.1B. Khoản vay ngân hàng $548,000 là con số chốt làm cho Bảng cân đối kế toán cân bằng.

Tại thời điểm này, ông Steele gần như đã có một con số để đưa cho nhân viên ngân hàng khi ông bước vào ngân hàng. Tại sao chúng ta nói ông Steele gần như có một con số? Lý do là, cho đến nay, đây mới chỉ là một sự tính toán sơ bộ đầu tiên. Bảng cân đối kế toán phụ thuộc vào Báo cáo kết quả kinh doanh (cụ thể là dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến), và Báo cáo kết quả kinh doanh thì

6 Tỷ lệ 2,07% của doanh thu được tính bằng cách lấy giá vốn hàng bán (COGS) ước tính là 75,46% nhân với 10 ngày/365 ngày.

Phụ thuộc vào Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) (cụ thể là số nợ trên Bảng cân đối kế toán sẽ quyết định chi phí lãi vay ròng (net interest expense) trên Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (Income Statement)). Bây giờ chúng ta sẽ quay lại vấn đề làm thế nào để hoàn tất việc tính toán chi phí lãi vay trên Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và số nợ ngân hàng trên Bảng cân đối kế toán.

MỐI QUAN HỆ VÒNG TRÒN

Sau lần chạy đầu tiên, được thể hiện trong Bảng 3.1A và Bảng 3.1B, chúng ta bây giờ phải điều chỉnh chi phí lãi vay trong Báo cáo thu nhập dự phóng. Tại sao cần điều chỉnh? Cần điều chỉnh vì ước tính ban đầu dựa trên giả định rằng số tiền vay sẽ bằng với năm trước. Chúng ta đã biết điều này là sai khi thực hiện vì chúng ta biết PIPES sẽ cần một khoản vay lớn hơn để tài trợ cho sự gia tăng của khoản phải thu và hàng tồn kho cũng như tài trợ cho việc giảm khoản phải trả.

Chúng ta giả định rằng tổng nợ phải trả lãi cuối năm 2016 là 450.000 đô la (khoản vay ngân hàng 350.000 đô la và 100.000 đô la gồm phần ngắn hạn và dài hạn của nợ dài hạn). Chúng ta cũng giả định lãi suất 7% cho nợ ngân hàng và 9% cho nợ dài hạn. Chúng ta sẽ giữ nguyên các giả định về lãi suất. Tuy nhiên, từ Bảng cân đối kế toán dự phóng, chúng ta hiện thấy rằng nợ dài hạn (ngắn hạn và dài hạn) giảm xuống còn 90.000 đô la, nhưng nợ ngân hàng tăng từ 350.000 đô la lên 548.000 đô la. Điều này làm cho mức nợ mới là 638.000 đô la (10.000 đô la + 80.000 đô la + 548.000 đô la) và chi phí lãi vay cho năm 2017 bây giờ bằng 46.460 đô la (9% * 90.000 đô la + 7% * 548.000 đô la).

Điều này được thể hiện trong Bảng 3.2A, nơi chi phí lãi vay tăng từ 34.000 đô la lên 47.000 đô la. Điều này làm giảm lợi nhuận trước thuế từ 215.000 đô la xuống 202.000 đô la (sự thay đổi 13.000 đô la của chi phí lãi vay), thuế thu nhập từ 75.000 đô la xuống 71.000 đô la (thuế suất nhân với sự thay đổi của chi phí lãi vay), và thu nhập ròng từ 140.000 đô la xuống 131.000 đô la (sự thay đổi của chi phí lãi vay sau thuế).7

BẢNG 3.2A
PIPES—Báo cáo thu nhập dự phóng sửa đổi năm 2017

Doanh thu	
2,200	
*25%	
2,750	
Giá vốn hàng bán	
75.46%	
doanh thu * 0,7546	
2,075	
Lợi nhuận gộp	
505	
675	
Chi phí hoạt động	
344	
doanh thu * 0,155	
426	
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế	
161	
249	
Chi phí lãi vay	
34	
dựa trên B/S	
47	
Lợi nhuận trước thuế	
215	
202	
Thuế thu nhập	
44	
PBT * 35%	
71	
Thu nhập ròng	
83	
131	

7Để đơn giản hóa, chúng tôi giả định số dư nợ vay cuối năm là dư nợ trong suốt cả năm. Giả định này sẽ được nới lỏng trong chương tiếp theo khi chúng tôi giới thiệu tính thời vụ.

BẢNG 3.2B
PIPES—Bảng cân đối kế toán dự phóng sửa đổi năm 2017

Tiền mặt	
45	
Hằng số	
45	
Khoản phải thu	
211	
Doanh thu * 9,5%	
261	
Hàng tồn kho	
418	
Doanh thu * 0,1862	
532	
Chi phí trả trước	
28	
Hằng số	
28	
Tài sản lưu động	
702	
846	
Tài sản, nhà xưởng và thiết bị	
350	
+5%	
368	
Tổng tài sản	
1,052	
Tổng số	
1,214	

Nợ dài hạn đến hạn trả	
10	
10	
Vay ngân hàng	
350	
Plug	
557	
Khoản phải trả	
223	
Doanh thu * 0,0207	
67	
Chi phí đền tích	
21	
Hằng số	
32	
Nợ ngắn hạn	
608	
649	
Nợ dài hạn	
90	
80	
Tổng nợ	
698	
729	
Vốn góp	
75	
Hằng số	
75	
Lợi nhuận giữ lại	
279	
408 LY + NI	
410	
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	
1,052	
1,214	

Những thay đổi trên Báo cáo thu nhập này đến lượt nó ảnh hưởng đến Bảng cân đối kế toán như được trình bày trong Bảng 3.2B. Vì thu nhập ròng dự phóng (còn gọi là lợi nhuận ròng) thấp hơn $9.000 trên Báo cáo thu nhập, lợi nhuận giữ lại trên Bảng cân đối kế toán sẽ thấp hơn cùng một số tiền. Điều này sẽ làm tăng con số bù (tức là khoản vay ngân hàng mong muốn) một lượng tương đương từ $548.000 đến $557.000. Điều này lại gây ra sự gia tăng thêm trong chi phí lãi vay ($9.000 * 7% = $630), sau đó sẽ lại thay đổi thu nhập, và cứ thế. Ngày nay, bất kỳ chương trình bảng tính tốt nào cũng sẽ lặp lại (và giải quyết) mối quan hệ vòng tròn này. Với mục đích của chúng ta ở đây, chúng ta sẽ dừng lại ở lần lặp thứ hai được trình bày trong Bảng 3.2A và 3.2B, biết rằng khoản vay ngân hàng cuối cùng sẽ chỉ cao hơn một chút.8

Bây giờ chúng ta có thể cuối cùng trả lời ngân hàng khi ông ấy hỏi: Bạn cần vay bao nhiêu? Câu trả lời của ông Steele là $557.000 cho năm tới.9

Góc nhìn của người cho vay

Bây giờ chúng ta hãy xem xét lại góc nhìn của ngân hàng, ông Garcia: bạn đã nói chuyện với ông Steele, bạn đã xem phân tích, và bạn cũng đã chạy các con số. Ông Garcia biết PIPES cần những khoản tiền này để tăng trưởng các khoản phải thu, hàng tồn kho và TSCĐ (PP&E), cũng như thanh toán các khoản phải trả trong vòng 10 ngày với mức tăng trưởng doanh số dự kiến của PIPES.

8Thực tế, trong ví dụ của chúng ta, lần lặp cuối cùng sẽ là khoản vay $558,000 sau khi làm tròn.
9Rõ ràng sẽ không gây ấn tượng tốt cho ông Steele nếu khi nhân viên ngân hàng hỏi: “Ông muốn vay bao nhiêu?” thì ông Steele trả lời: “Tôi không chắc chắn.”

Khoản vay $557,000 cho năm tới có vẻ là một dự báo hợp lý. Bạn đã sẵn sàng để thực hiện khoản vay này chưa? Chưa hẳn.

Có điều gì khác bạn muốn biết trước khi quyết định có cho vay hay không? Có. Những điều mà các nhân viên ngân hàng thường muốn biết là gì? Họ muốn biết những điều sau:

1. *Tại sao doanh nghiệp cần tiền?*
2. *Doanh nghiệp cần bao nhiêu?*
3. *Khi nào ngân hàng sẽ được hoàn trả?*
4. *Rủi ro liên quan là gì?*

Câu trả lời cho câu hỏi 1 và 2 đã được giải đáp bởi phân tích tỷ số, Nguồn và Sử dụng Vốn, và báo cáo dự phóng (pro formas). Bây giờ hãy giải quyết hai câu hỏi cuối cùng bằng cách mở rộng báo cáo dự phóng của chúng ta ra nhiều năm.

Tuy nhiên, một lưu ý trước khi chúng ta tiếp tục. Hầu hết mọi người nghĩ rằng việc vay nợ được thực hiện để tài trợ cho nhà máy và thiết bị. Tuy nhiên, như có thể thấy từ PIPES, các doanh nghiệp cũng tài trợ cho vốn lưu động (working capital): hàng tồn kho (inventory) và các khoản phải thu (receivables). Thực tế, xét trên tổng thể, một tỷ lệ lớn trong tổng số vốn tài trợ là dành cho vốn lưu động.

QUAY LẠI (DỰ BÁO) TƯƠNG LAI

Trong khi báo cáo dự phóng (pro formas) một năm là hữu ích, thường sẽ hữu ích và/hoặc cần thiết để dự báo dòng tiền và nhu cầu tài trợ của doanh nghiệp trong một khoảng thời gian dài hơn. Các kỹ thuật tương tự được sử dụng cho báo cáo dự phóng một năm cũng có thể dự báo được các chân trời thời gian dài hơn. Điều quan trọng cần nhớ là các dự báo của chúng ta chỉ là: các kết quả có thể xảy ra trong tương lai. Mỗi giả định hoặc tỷ số khác nhau được áp dụng sẽ dẫn đến một kết quả khác. Dự báo tương lai là một nghệ thuật hơn là một khoa học. Mười nhà phân tích khác nhau có thể sẽ chuẩn bị 30 dự báo khác nhau. Vẻ đẹp (ít nhất là đối với các đồng tác giả của bạn) của tài chính là không có một câu trả lời đúng duy nhất. Có nhiều giải pháp đúng khả thi. Cũng có những cách làm báo cáo dự phóng chắc chắn là sai. (Điều quan trọng đối với một sinh viên tài chính là nhận ra rằng tài chính là một nghệ thuật, đó là lý do tại sao những nhà thực hành giỏi hơn được trả lương rất cao. Nếu tài chính là chính xác và dễ dàng, mức đền bù sẽ thấp hơn nhiều.)

Điều chỉnh các dự báo ban đầu của chúng tôi cho PIPES để bao gồm giả định về khoản phải trả mới dẫn đến nhu cầu vay là 557.000 đô la. Tuy nhiên, ước tính 557.000 đô la này chỉ là số tiền vay cần thiết cho năm tới. Thay vì đến ngân hàng mỗi năm, chúng tôi có thể yêu cầu một hạn mức tín dụng đủ để kéo dài qua nhiều năm. Để làm điều đó, chúng tôi sẽ sử dụng các dự báo cho năm 2017 và mở rộng chúng thêm hai năm nữa (chúng tôi chỉ sử dụng tổng cộng ba năm dự báo để giữ cho ví dụ đơn giản; trong thực tế, chúng tôi có thể sẽ sử dụng năm năm).

Hãy nhớ rằng các dự báo dựa trên các giả định cụ thể; những cá nhân khác nhau sẽ có các giả định khác nhau, và do đó có các dự báo khác nhau. Ví dụ, như đã lưu ý ở trên, các tác giả của bạn bắt đầu với mức tăng doanh số 25%. Điều này có hợp lý không? Dựa trên dữ liệu đã cho, chúng tôi nghĩ là có, nhưng những người khác có thể không đồng ý. Bạn có thể thận trọng hơn và ước tính mức tăng doanh số thấp hơn, không tăng, hoặc thậm chí giảm. Bạn có thể lạc quan hơn

và dự đoán mức tăng doanh số lớn hơn. Dự báo doanh số thường là dự báo quan trọng nhất, vì nhiều dự báo khác gắn liền với nó.

Khi bạn đã có kinh nghiệm với các báo cáo tài chính dự phòng (pro formas), các kịch bản thường được chạy bằng cách thay đổi các ước tính khác nhau (hoặc mô phỏng bằng cách thay đổi nhiều ước tính cùng lúc). Điều này cho phép xác định nhu cầu vay vốn của công ty trong các giả định thay thế. Việc này thường được thực hiện cho một tập hợp các pro forma bao gồm các kịch bản tốt nhất, xấu nhất và dự kiến.

DỰ BÁO ĐẾN 2018 VÀ 2019

Dự báo doanh số cho hai năm tới của chúng ta nên là bao nhiêu? Chân trời lập kế hoạch của một công ty thường dài hơn một năm. Thực tế, hầu hết các công ty dự báo trong một khoảng thời gian dài hơn nhiều. Tuy nhiên, càng xa thời điểm hiện tại, độ chắc chắn và chi tiết của dự báo càng giảm. Trong chương này, chúng ta sẽ dự báo hiệu quả hoạt động của PIPES cho năm 2018 và 2019 trong Bảng 3.3A và 3.3B. Trên thực tế, như đã lưu ý ở trên, chúng ta có thể lập pro forma cho ít nhất năm năm.

Đối với các pro forma năm 2017, chúng ta bắt đầu với giả định về cách doanh số sẽ tăng trưởng. Trong trường hợp của PIPES, chúng ta sử dụng mức tăng trưởng trung bình lịch sử là 25%. Chúng ta không biết chắc chắn nó nên là bao nhiêu, và trong một công ty lớn hơn, bộ phận marketing sẽ đưa ra đề xuất, mặc dù họ cũng không biết chắc chắn. Để minh họa, chúng ta sẽ giữ tốc độ tăng trưởng doanh số ở mức 25%, vì đây là mức trung bình trong ba năm qua và có vẻ là điểm khởi đầu hợp lý. Trên thực tế, chúng ta sẽ thực hiện phân tích kịch bản như đã đề cập ở trên (tức là chúng ta sẽ giả định một số mức tăng trưởng khác nhau và xem xét tác động khác biệt lên công ty).

Đối với Giá vốn hàng bán, chúng ta lại bao gồm chiết khấu 2% cho các khoản mua hàng sắp tới và sử dụng 75.46% doanh thu.

Chi phí hoạt động được giả định ổn định ở mức 15.5% trong hai năm bổ sung, cũng như thuế suất 35% trên lợi nhuận trước thuế (nhớ rằng, giả định này không lường trước sự thay đổi luật thuế năm 2018). Điều này đều nhất quán với các tỷ số hoạt động trong quá khứ (lưu ý sự phụ thuộc của chúng ta vào các tỷ số khi dự báo).

BẢNG 3.3A
PIPES—Báo cáo thu nhập dự phóng 2017 đến 2019

($000s)	2017	2018	2019
Doanh thu	2,750	3,438	4,297
Giá vốn hàng bán	2,075	2,594	3,243
Lợi nhuận gộp	675	844	1,054
Chi phí hoạt động	533	666	
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế	249	311	388
Chi phí lãi vay	47	50	56
Lợi nhuận trước thuế	202	261	332
Thuế thu nhập	71	91	116
Lợi nhuận ròng	131	170	216

BẢNG 3.3B
PIPES—Bảng cân đối kế toán dự phóng 2017 đến 2019

($000s)	2017	2018	2019
Tiền mặt	45	45	45
Khoản phải thu	261	327	408
Hàng tồn kho	512	640	800
Chi phí trả trước	28	28	28
Tài sản ngắn hạn	846	1,040	1,281
Tài sản, nhà máy và thiết bị (PP&E)	368	404	485
Tổng tài sản	1,214	1,444	1,766
Phần nợ dài hạn đến hạn thanh toán	10	10	10
Vay ngân hàng	557	613	711
Khoản phải trả	57	71	89
Chi phí phải trả	25	25	25
Nợ ngắn hạn	649	719	835
Nợ dài hạn	80	70	60
Tổng nợ phải trả	729	789	895
Vốn góp	75	75	75
Lợi nhuận giữ lại	410	580	796
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1,214	1,444	1,766

Vì vậy, chúng ta bắt đầu với ước tính doanh thu $2.75 triệu đô la cho năm 2017, tăng trưởng 25% cho hai năm tiếp theo, sau đó sử dụng cùng các tỷ số cho các số liệu còn lại trên báo cáo dự phóng 2018 và 2019 như đã làm cho 2017. Điều này cung cấp các ước tính cho COGS, chi phí hoạt động và thuế.

Chi phí lãi vay được điều chỉnh theo quy trình lặp, như đã nêu ở trên. Một ước tính ban đầu được thực hiện dựa trên năm trước và được điều chỉnh sau khi hoàn thành bảng cân đối kế toán dự phóng và tính toán số tiền vay yêu cầu mới. Lãi suất được đặt ở mức 7% cho vay ngân hàng và 9% cho nợ dài hạn. Như trên, toàn bộ lợi nhuận được cộng vào lợi nhuận giữ lại.

Chúng ta cũng áp dụng tất cả các giả định giống như đã sử dụng cho bảng cân đối kế toán dự phóng 2017 và áp dụng cho bảng cân đối kế toán dự phóng 2018 và 2019. Chúng ta có một thay đổi: chúng ta giả định PP&E tăng 5% trong 2017 (như trên), 10% trong 2018 và 20% trong 2019. Điều này thể hiện sự nhận thức rằng, với tăng trưởng doanh thu lớn như vậy, PIPES có thể cần mở rộng cơ sở kho bãi.10

Lưu ý rằng khoản vay ngân hàng cần thiết, là $557,000 vào năm 2017, tăng lên $711,000 vào năm 2019. Điều này có nghĩa là việc yêu cầu khoản vay $557,000 vào năm 2017 sẽ chỉ tài trợ cho của công ty

10Chúng tôi không tăng PP&E lên 25% mỗi năm, như đã nêu ở trên, vì chúng tôi giả định rằng có những lợi thế kinh tế theo quy mô (economies of scale) nhất định trong tài sản cố định của mình. Nghĩa là, chúng tôi có thể tăng doanh số trên mỗi square foot của phòng trưng bày và/hoặc kho hàng với mức tăng tối thiểu về PP&E. Nếu độc giả muốn giả định 25% thì họ có thể; tuy nhiên, theo kinh nghiệm của chúng tôi, điều này không thực sự xảy ra đối với hầu hết các ngành.

tăng trưởng đến hết năm 2017. Trong hai năm tiếp theo, nếu tăng trưởng doanh số tiếp tục ở mức dự kiến 25%, công ty sẽ cần thêm ít nhất $154,000. Sẽ hữu ích khi nhận ra điều này trước khi đàm phán với ngân hàng thay vì phát hiện ra hai năm sau đó hoặc để ngân hàng chỉ ra.

Quay lại các câu hỏi cơ bản ở trên, giờ nhìn về năm 2019:

1. *Tại sao công ty cần tiền?*
2. *Công ty cần bao nhiêu?*
3. *Khi nào ngân hàng được trả nợ?*
4. *Rủi ro liên quan là gì?*

ĐÁNH GIÁ KHOẢN VAY

Câu hỏi số 1, tại sao công ty cần tiền, vẫn không thay đổi so với phân tích của chúng ta ở trên. Công ty đang trải qua sự tăng trưởng doanh số nhanh chóng và chủ yếu cần tài trợ cho sự gia tăng hàng tồn kho và các khoản phải thu.

Câu hỏi số 2, PIPES cần bao nhiêu, được trả lời bởi các báo cáo pro forma ở trên.
PIPES cần một khoản vay ngân hàng $557,000 vào năm 2017, tăng lên $711,000 vào năm 2019.

Câu hỏi số 3, khi nào khoản vay sẽ được trả nợ, đòi hỏi phân tích sâu hơn. Hãy xem xét điều khoản trả nợ: Khoản vay ngân hàng có phải là nhu cầu tài trợ ngắn hạn cho PIPES không? Không, thực tế, đó là nhu cầu dài hạn! (Điều này không phụ thuộc vào việc khoản vay ngân hàng được phân loại là ngắn hạn trên Bảng cân đối kế toán. Về mặt kỹ thuật, nó là ngắn hạn vì ngân hàng có quyền yêu cầu trả nợ trong vòng một năm.)

Vì phần lớn khoản vay PIPES cần là để tài trợ cho các khoản phải thu và hàng tồn kho, vốn là những tài sản ngắn hạn, điều này có nghĩa là PIPES nên sử dụng nợ ngắn hạn? Không, đây là nhu cầu dài hạn đối với PIPES và không phải là tạm thời; nó là tài trợ vĩnh viễn. Ngân hàng không nên xem đây là khoản vay một năm, ngay cả khi thời hạn trả nợ là một năm. Điều này nên được ngân hàng xem như là khoản vay nhiều năm vì PIPES sẽ cần tài trợ ngân hàng trong nhiều năm.

Phụ chú: Người ta thường nghe nói rằng doanh nghiệp nên phù hợp thời hạn tài trợ với tính chất của tài sản được tài trợ, tức là tài trợ tài sản ngắn hạn bằng vốn vay ngắn hạn và tài sản cố định bằng vốn vay dài hạn. Trong phần sau của sách, chúng tôi sẽ chứng minh điều này không nhất thiết đúng. PIPES có thể thích phát hành nợ dài hạn, thay vì vay ngắn hạn từ ngân hàng, nhưng có thể không có khả năng tiếp cận thị trường vốn để làm điều đó.

Việc khoản vay là dài hạn dẫn chúng ta một cách tự nhiên đến câu hỏi số 4, đó là: Khoản vay này rủi ro đến mức nào? Mối quan hệ giữa PIPES và ngân hàng là dài hạn. Điều này có nghĩa là rủi ro của khoản vay không thể được đánh giá chỉ kéo dài một năm.

Những rủi ro chính đối với ngân hàng khi cho PIPES vay tiền là gì? Ngân hàng chủ yếu lo lắng về việc vỡ nợ và không được hoàn trả đầy đủ. Tại sao PIPES có thể vỡ nợ? Hãy xem xét một số khả năng. Có thể có suy thoái kinh tế. Nhưng liệu điều này có thực sự là vấn đề đối với ngân hàng khi cho PIPES vay không? Điều gì xảy ra với PIPES khi có suy thoái kinh tế? Doanh số sẽ tăng chậm hơn, và PIPES sẽ cần ít tiền hơn. Miễn là ông Steele duy trì các chỉ số của PIPES ổn định, miễn là ông quản lý chi phí và mức tồn kho,

Duy trì chi phí hoạt động và quản lý hợp lý các khoản phải thu của doanh nghiệp, tất cả những gì sẽ xảy ra với PIPES là doanh nghiệp sẽ tăng trưởng chậm hơn hoặc co lại một chút và cần một khoản vay nhỏ hơn từ ngân hàng. Ngoài ra, lãi suất có thể giảm trong suy thoái kinh tế, điều này thực sự có thể cải thiện biên lợi nhuận của PIPES.

Điều gì sẽ xảy ra nếu đối thủ cạnh tranh xuất hiện; chẳng hạn, điều gì nếu một cửa hàng lớn như Home Depot mở ngay đối diện và khiến PIPES phá sản? Miễn là ông Steele quản lý việc giảm doanh số, ngân hàng không phải lo lắng. PIPES chỉ cần thanh lý và trả nợ cho ngân hàng. Rủi ro duy nhất là nếu ông Steele tiếp tục tăng tồn kho bất chấp doanh số giảm mạnh.

Ngoài ra, ngân hàng không cho PIPES vay tiền mà không có bảo đảm. Ngân hàng cho vay với tài sản của PIPES làm tài sản thế chấp. Tài sản thế chấp (giá trị các khoản phải thu, hàng tồn kho và tài sản cố định) mà PIPES có thể dùng để đảm bảo khoản vay tốt đến mức nào? Hãy bắt đầu với các khoản phải thu. Chúng được giữ khá ổn định như một tỷ lệ phần trăm của doanh số, điều này cho thấy hoạt động của doanh nghiệp có lẽ được quản lý tốt.

Ngân hàng gần như chắc chắn sẽ đưa ra các điều khoản ràng buộc (covenants) yêu cầu công ty duy trì hoạt động ở một mức độ nhất định. Ví dụ, giá vốn hàng bán (COGS) đã khá ổn định ở mức 77% doanh số (trước khi chiết khấu) và 15,5% chi phí hoạt động. Một điều khoản có thể yêu cầu COGS duy trì dưới 79% và chi phí hoạt động dưới 17%. Nếu PIPES vượt quá giới hạn, ngân hàng có thể yêu cầu trả nợ toàn bộ. Tương tự, một điều khoản có thể yêu cầu các khoản phải thu (receivables) duy trì dưới 40 ngày. Đây là một cách khác mà các tỷ số (ratios) được sử dụng: để viết ra các điều khoản ràng buộc nhằm giảm rủi ro cho người cho vay bằng cách đảm bảo ban quản lý không mất kiểm soát hoạt động (hoặc nếu ban quản lý bắt đầu mất kiểm soát, ngân hàng sẽ được trả nợ trước khi tình hình sụp đổ hoàn toàn).

Các ngân hàng thường không muốn tịch thu tài sản, nhưng đôi khi họ không còn lựa chọn nào khác. Tài sản của PIPES sẽ đáng giá bao nhiêu nếu bị thanh lý trong tình trạng khó khăn? Tài sản thế chấp (collateral) là gì?

Đây là một thị trấn nhỏ, và ngân hàng có lẽ biết hầu hết các cá nhân và công ty mà PIPES đã cấp tín dụng, vì vậy ông ta hiểu rõ khả năng thu hồi các khoản phải thu. Ngoài ra, các khoản phải thu hiện chỉ ở mức 35 ngày, có vẻ thận trọng khi so sánh PIPES với các công ty khác trong ngành. Trong một vụ thanh lý khó khăn, các tác giả ước tính PIPES có thể thu hồi được 80%11 các khoản phải thu (sẽ có một số khoản nợ khó đòi và chi phí thu hồi).

Trong một vụ thanh lý, PIPES sẽ không nhận được giá bán bình thường cho bất kỳ hàng tồn kho còn lại nào. Công ty sẽ phải giảm giá, và sẽ có chi phí bán hàng. Tuy nhiên, hãy nhớ rằng chúng ta đang so sánh giá trị thanh lý với chi phí của hàng hóa; giá vốn hàng bán (COGS) chiếm 75,46% giá bán bình thường (của doanh số), vì vậy đã có sẵn khoản chiết khấu 24,54%. Ngoài ra, hàng tồn kho mà PIPES nắm giữ là hàng hóa thông thường. Nó không phải là một mặt hàng đặc biệt, đặt làm riêng khó thanh lý. Chúng ta đang nói về các vật tư ống nước tiêu chuẩn. Trong trường hợp này, các tác giả tin rằng ước tính thu hồi được 60% chi phí hàng tồn kho trong quá trình thanh lý là thận trọng.

11Các ước tính của tác giả dựa trên kinh nghiệm. Cả hai đã thực hiện nghiên cứu đáng kể về các công ty gặp khó khăn và phá sản. Các ngân hàng cũng có kinh nghiệm về tỷ lệ thu hồi (recovery rates) từ các tài sản gặp khó khăn. Ở đây một lần nữa, các tỷ số "thu hồi" trong quá khứ được sử dụng để dự đoán tương lai.

Tài sản cố định (PP&E) chủ yếu là nhà xưởng và có thể một số xe tải (xe nâng và giao hàng). Giá trị kế toán của tài sản cố định đã bao gồm khoản giảm trừ khấu hao. Trong trường hợp này, mức ước tính 85% có vẻ hợp lý theo đánh giá của các tác giả.

Điều này đưa chúng ta đến tình hình tài sản đảm bảo được thể hiện trong Bảng 3.4 và 3.5. Mức bảo đảm cho ngân hàng tăng từ 157% lên 178% giá trị thanh lý ước tính của tài sản đảm bảo. Ngân hàng có được đảm bảo không? Có, trong trường hợp này, ngân hàng dường như được đảm bảo khá tốt. Lưu ý rằng khi ngân hàng cho vay dài hạn, họ thường có quyền ưu tiên đầu tiên đối với tất cả tài sản (yêu cầu của họ được ưu tiên trước các chủ nợ khác, và họ được thanh toán đầu tiên khi tài sản "đảm bảo" liên quan được bán), và họ sẽ có các điều khoản ràng buộc để đảm bảo ban điều hành không mất quyền kiểm soát hoạt động.12

Ông Garcia còn cần lo lắng điều gì khác? PIPES là doanh nghiệp tư nhân (sole proprietorship). Có ai có thể tiếp quản nếu ông Steele bị ốm hoặc qua đời? Về cơ bản, các ngân hàng lo ngại về rủi ro thảm họa (catastrophic risk). Cái chết của nhân sự chủ chốt, hỏa hoạn, v.v. đều là những rủi ro thảm họa. Ngân hàng có thể làm gì để giảm thiểu hoặc loại bỏ rủi ro thảm họa? Yêu cầu doanh nghiệp mua bảo hiểm. Ngay cả với các tập đoàn lớn, việc ngân hàng yêu cầu bảo hiểm cho nhân viên chủ chốt, phòng khi hỏa hoạn v.v. là điều không hiếm. Ở nhiều quốc gia, thế chấp nhà ở yêu cầu các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ—nếu người vay qua đời (hoặc bất kỳ ai trong số những người vay, trong trường hợp hợp đồng vay có nhiều người), khoản bảo hiểm

BẢNG 3.4
Tài sản thế chấp

(000s)	2017	2018	2019

Bảng 3.5
Đánh giá tài sản đảm bảo

(000s)	2017	2018	2019
(a) Số dư tiền mặt yêu cầu			
$ 45			
$ 45			
$ 45			
(b) Khoản phải thu ở mức 80% giá trị kế toán			
$ 209			
$ 262			
$ 326			
(c) Hàng tồn kho ở mức 60% giá trị kế toán			
$ 307			
$ 384			
$ 480			
(d) Nhà xưởng và thiết bị (PP&E) ở mức 85% giá trị kế toán			
$ 330			
$ 345			
$ 412			
Tổng giá trị thanh lý ước tính của tài sản đảm bảo			
$ 874			
$1,034			
$1,263			
Nợ dài hạn			
$ 90			
$ 80			
$ 70			
Khoản vay			
$ 557			
$ 613			
$ 711			
Tổng nợ			
$ 647			
$ 693			
$ 781			
Tài sản đảm bảo/Tổng nợ			
135%			
149%			
162%			
Tài sản đảm bảo/Khoản vay ngân hàng			
157%			
169%			
178%			

12A Ngân hàng có thể yêu cầu chủ doanh nghiệp tư nhân chuyển nhượng cho ngân hàng một quyền lợi đối với ngôi nhà và các tài sản cá nhân khác. Trong trường hợp cụ thể này, ông Steele có lẽ sẽ không bị yêu cầu cung cấp tài sản đó.

trả hết khoản thế chấp. Các ngân hàng cũng thường yêu cầu người vay phải có bảo hiểm hỏa hoạn cho tài sản được tài trợ. Do đó, các rủi ro phi hệ thống thường có thể được bảo hiểm.

Vậy, đây có phải là một khoản vay tốt không? Đó là một khoản vay tuyệt vời! Ông Steele đã kinh doanh được 15 năm, công ty có lợi nhuận, ông ấy có vẻ hiểu rõ việc kinh doanh của mình, kiểm soát chi phí rất tốt,
đang kiếm ra tiền, và đang mở rộng kinh doanh điên cuồng! Nếu có suy thoái kinh tế, miễn là ông Steele vượt qua được suy thoái, tất cả những gì xảy ra là PIPES sẽ vay ít hơn. Với PIPES, tăng trưởng chậm hơn nghĩa là vay ít hơn, tăng trưởng nhanh hơn nghĩa là vay nhiều hơn. Và nhân viên ngân hàng nhận được tài sản thế chấp mạnh và dễ dàng thanh lý.

*Lý do chính khiến nhân viên ngân hàng có thể không cho chủ doanh nghiệp vay là gì? Nhân viên ngân hàng có thể do dự khi cho vay đối với người thể hiện năng lực quản lý yếu kém
và/hoặc không biết họ cần bao nhiêu vốn. Nếu ông Steele đến ngân hàng
và nói rằng ông ấy không biết mình cần bao nhiêu, điều đó có thể khiến nhân viên ngân hàng chùn bước. Nhưng nếu ông ấy
trình ra một bộ báo cáo tài chính dự phóng (pro forma financials), giải thích số tiền cần để duy trì mức tăng trưởng doanh số 25%
(hoặc tốt hơn nữa, có ước tính cho các kịch bản khác nhau), cho nhân viên ngân hàng thấy tài sản thế chấp của công ty,
và chứng minh kinh nghiệm cũng như sự am hiểu việc kinh doanh của mình,
nhân viên ngân hàng sẽ nói: "Chốt đơn, khoản vay đây." Chính những chủ doanh nghiệp không hề biết gì mới là những người mà nhân viên ngân hàng phải lo lắng.*

*Nếu nhân viên ngân hàng, ông Garcia, nói với ông Steele rằng ông ấy sẽ không gia hạn khoản vay thì sao? Vậy thì
ông Steele phải tìm nguồn tài trợ khác. Các nguồn tài trợ khác ở đâu? Với sự nhiệt tình của các tác giả đối với khoản vay cụ thể này, chúng tôi khuyên
ông Steele nên liên hệ với một ngân hàng khác. Nếu không được, một lựa chọn khác là tìm nguồn tài trợ từ chính
nơi mà PIPES đã nhận được vốn trong quá khứ: từ các chủ nợ thương mại. Nó sẽ đắt hơn
nợ ngân hàng, nhưng đó là một lựa chọn, trừ khi các nhà cung cấp từ chối cấp thêm tín dụng thương mại.*

Một lựa chọn khác là huy động thêm vốn chủ sở hữu mới. Công ty này không đủ lớn để phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), nhưng có lẽ ông Steele có thể tìm một đối tác—một nhân viên chủ chốt có thể sẵn sàng đầu tư và trở thành chủ sở hữu.

Công ty cũng có thể giảm các khoản phải thu bằng cách bán chúng với giá chiết khấu cho người khác, người sau đó sẽ thu tiền từ khách hàng. Điều này được gọi là bao thanh toán (factoring), và hiện nay nó thực sự rất phổ biến, mặc dù hiện nay chủ yếu được thực hiện qua thẻ tín dụng. PIPES có thể nói với khách hàng rằng họ không còn cấp tín dụng nữa mà sẽ chấp nhận thẻ Visa. Một nhà thầu mua hàng và thanh toán bằng thẻ Visa của mình. PIPES được thanh toán ngay ngày hôm sau. Nhà thầu vẫn còn nợ tiền (tức là nó vẫn là một khoản phải thu), nhưng anh ta không còn nợ PIPES nữa, vì giờ nó là một khoản phải thu của Visa. Visa thực hiện kiểm tra tín dụng trước khi mua và thu tiền sau đó. Tất nhiên, điều này không miễn phí. Visa tính phí các công ty nhỏ từ 3–5% cho dịch vụ này (các chuỗi lớn trả 1–2%).

Một lựa chọn khác là PIPES bán một số tài sản. Công ty có thể bán tài sản cố định và thuê lại hoặc thế chấp chúng. Hiện tại PIPES dường như không có bất kỳ khoản thế chấp nào.

Hãy hỏi một câu hỏi khác: Ông Steele có nên tiếp tục mở rộng không? Nếu ngân hàng không cho ông vay vốn để phát triển, một giải pháp thay thế cho việc tài trợ bên ngoài từ nguồn khác là đơn giản tăng trưởng chậm hơn. Làm thế nào để một công ty làm chậm tăng trưởng? Cách tốt nhất là tăng giá

(bạn không chỉ làm chậm tăng trưởng, mà còn tăng biên lợi nhuận). Ông Steele cũng có thể trở nên thô lỗ với khách hàng (ví dụ, cúp máy với mọi khách gọi thứ năm), đóng cửa vào thứ Bảy, v.v.

Chúng ta sẽ đề cập đến khái niệm quyết định đầu tư và chi phí vốn (cost of capital) ở phần sau của cuốn sách, nhưng trước hết hãy cùng xem qua một bản ước lượng nhanh (back-of-the-envelope), dù còn thô sơ. Với mỗi $100,000 doanh số tăng thêm, PIPES có giá vốn hàng bán (COGS) là $75,460 và chi phí hoạt động là $15,500. Ngoài ra, vốn lưu động ròng (net working capital) tăng thêm $26,430, khiến công ty phải chịu thêm $1,824 chi phí (với lãi suất vay 7%). Điều này có nghĩa là thêm $100,000 doanh số sẽ làm tăng lợi nhuận hoạt động của PIPES thêm $9,040 ($100,000 – $75,460 – $15,500), trừ đi $1,824 chi phí tài trợ, dẫn đến tăng thêm $7,216 ($9,040 – $1,824) trước thuế và $4,690 sau thuế cho ông Steele. Trong trường hợp hiện tại của chúng ta, nếu doanh số tăng thì lợi nhuận cũng tăng. Do đó, nếu ông Steele có thể quản lý được, ông ấy sẽ muốn tiếp tục mở rộng.

Ảnh hưởng của việc tăng doanh số:
Tăng doanh số
$100,000
Tăng giá vốn hàng bán (75.46%)
$75,460
Tăng chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) (15.5%)
$15,500
Tăng chi phí tài trợ (xem bên dưới)
$ 1,824
Tổng thay đổi chi phí
$ 92,784
Lợi nhuận bổ sung trước thuế
$ 7,216
Thuế (35%)
$ 2,526
Tăng thu nhập ròng
$ 4,690
Các khoản chi phí tài trợ liên quan:
Khoản phải thu (9.5% doanh số)
$ 9,500
Cộng hàng tồn kho (18.62% doanh số)
$18,620
Trừ khoản phải trả (2.07%)
–$ 2,070
Thay đổi vốn lưu động ròng (new working capital)
$26,050
Lãi suất vay
7%
Tăng chi phí tài trợ
$ 1,824

THAY ĐỔI LUẬT THUẾ DOANH NGHIỆP NĂM 2018

Luật thuế doanh nghiệp của Hoa Kỳ đã thay đổi giữa ấn bản năm 2016 của cuốn sách này và ấn bản hiện tại. Như đã đề cập trong chương này, thuế suất thuế doanh nghiệp hiện hành đã thay đổi từ 35% xuống 21% trong năm 2018. Cũng có những giới hạn được đặt ra về số tiền tối đa của lãi vay có thể được khấu trừ từ lợi nhuận trước thuế. Những giới hạn này không ảnh hưởng đến hầu hết doanh nghiệp, và chúng ta sẽ thảo luận chi tiết trong Chương 6. Trước năm 2018, lần cuối cùng
thuế suất thuế doanh nghiệp thay đổi là năm 1993. Để đơn giản, các báo cáo dự phóng (pro formas) trong

(Tiếp theo)

Các số liệu trong chương này được giả định là phát sinh vào cuối năm 2016 trước khi luật thuế thay đổi (hoặc thậm chí được ban hành). Do đó, các báo cáo dự phóng (pro formas) giữ nguyên thuế suất từ năm 2016 đến năm 2019.

Việc thay đổi thuế suất doanh nghiệp không chỉ đơn giản là cộng thêm 14% (tức là chênh lệch giữa 35% và 21%) vào lợi nhuận sau thuế. Trong một ngành cạnh tranh như ngành cung cấp vật tư đường ống nước, khó có khả năng các công ty hiện tại sẽ hưởng trọn toàn bộ khoản giảm thuế. Lợi nhuận tăng lên của họ sẽ thu hút các công ty mới vì rào cản gia nhập không cao. Ngay cả trước khi có sự gia nhập, các công ty hiện tại có thể sẽ cố gắng mở rộng doanh số bằng cách giảm giá, nhờ thuế suất mới thấp hơn. Tất cả điều này ngụ ý rằng các tỷ lệ lịch sử mà chúng ta sử dụng để tạo ra các báo cáo dự phóng (pro formas) có thể phải thay đổi. Điều đó cũng có nghĩa là chúng ta có thể sẽ mở rộng số lượng các kịch bản thay thế mà chúng ta dự báo.

TÓM TẮT

1. PIPES là một công ty có lợi nhuận nhưng thiếu vốn. Điều này không chỉ không bất thường mà thực tế còn rất phổ biến. Nhiều công ty tăng trưởng nhanh hơn khả năng tự tài trợ từ lợi nhuận nội bộ. Đây là lý do tồn tại thị trường vốn. Gần như mọi công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York đều có nợ công. Hầu như mọi công ty thành công đều từng có lúc cần tài trợ nhiều hơn số họ tạo ra nội bộ. (Điều này đề cập đến khái niệm tăng trưởng bền vững (sustainable growth), chúng ta sẽ định nghĩa trong Chương 5 và thảo luận chi tiết trong Chương 9.) Tình huống này rất phổ biến và là lý do PIPES cần tài trợ bên ngoài.
2. Bảng Nguồn và Sử dụng Vốn (Sources and Uses of Funds) chỉ ra nơi công ty lấy tiền và tiền được sử dụng cho mục đích gì.
3. Phân tích tỷ lệ (ratio analysis) được sử dụng để so sánh công ty với các công ty khác trong ngành cũng như với chính nó theo thời gian (ví dụ: Công ty có giữ chi phí ổn định theo thời gian không?). Do đó, phân tích tỷ lệ cung cấp đánh giá sơ bộ về sức khỏe của công ty. Không chỉ các nhà phân tích sử dụng tỷ lệ để mô tả sức khỏe công ty, chúng còn là một phần quan trọng của các giao ước nợ (debt covenants). Trong bối cảnh đó, việc không duy trì các tỷ lệ trong phạm vi quy định thực sự có thể kích hoạt tình trạng phá sản của công ty. Tỷ lệ cũng được sử dụng khi tạo ra các báo cáo dự phóng (pro formas), vì các tỷ lệ trong quá khứ thường được giả định sẽ tiếp tục trong tương lai.
4. Báo cáo tài chính dự phóng (pro forma financial statements) là ước tính về Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán trong tương lai của công ty. Chúng dựa trên các giả định về cách các tỷ lệ hiện tại của công ty sẽ thay đổi (hoặc giữ nguyên) theo thời gian. Nhờ đó, chúng cung cấp ước tính về số lượng và thời gian tài trợ cần thiết. Trong trường hợp của PIPES, các báo cáo dự phóng cho thấy công ty cần 557.000 đô la vào năm 2017, tăng lên 711.000 đô la vào năm 2019. Ngoài ra, các báo cáo dự phóng cho thấy nhu cầu tài trợ không phải là ngắn hạn mà là vĩnh viễn.

Chúng ta sẽ lặp đi lặp lại việc sử dụng ba công cụ từ chương trước và chương hiện tại—Nguồn và Sử dụng Vốn (Sources and Uses of Funds), phân tích tỷ số (ratio analysis), và các báo cáo pro forma (pro formas)—xuyên suốt cuốn sách.

5. Không phải tất cả các mục trong các báo cáo pro forma (pro formas) đều có tầm quan trọng như nhau. Ví dụ, trong trường hợp của PIPES, việc đưa ra giả định nào về tiền mặt và các khoản dồn tích không quan trọng vì chúng bị lu mờ bởi doanh số, các khoản phải thu, hàng tồn kho, tài sản cố định và các khoản phải trả. Điều quan trọng là xác định và tập trung vào các yếu tố quan trọng, yếu tố thúc đẩy khi lập các báo cáo pro forma.
6. Chúng ta đã xem xét loại câu hỏi mà một nhân viên ngân hàng có thể hỏi: Tại sao doanh nghiệp cần tiền? Doanh nghiệp cần bao nhiêu? Khi nào ngân hàng sẽ được hoàn trả? Rủi ro liên quan là gì?
7. Chương này cũng đề cập ngắn gọn đến vấn đề chi phí vốn (cost of capital) (sẽ được thảo luận trong phần thứ hai của cuốn sách này) và khả năng sinh lời của một khoản đầu tư (lợi tức so với chi phí là gì). Chúng ta vẫn chưa giải quyết những vấn đề này một cách đúng đắn, nhưng chúng đã được giới thiệu.

Điểm hấp dẫn sắp tới

Trong chương tiếp theo, chúng ta kết thúc câu chuyện về PIPES sau khi lặp lại phân tích trên nhưng bao gồm cả tác động của tính thời vụ. Nhưng trước hết, một phụ lục quan trọng.

PHỤ LỤC 3A: KẾ TOÁN KHÔNG PHẢI LÀ THỰC TẾ KINH TẾ

Phụ lục này mô tả bản chất nền tảng của kế toán và minh họa những sự đánh đổi cần thiết làm hạn chế khả năng của kế toán trong việc phản ánh thực tế kinh tế cơ bản của doanh nghiệp.

Tại sao Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) phải cân đối? Hỏi câu này một kế toán viên, bạn có thể sẽ được trả lời rằng Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) chỉ đơn giản là một phương trình toán học:

Assets = Liabilities + Equity

Nếu bạn hỏi sâu hơn, bạn sẽ được giải thích về các thành phần của Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) và cách nó được lập (rất có thể bạn cũng sẽ được giải thích về việc sử dụng Bên Nợ (Debits), nghĩa là bên trái, và Bên Có (Credits), nghĩa là bên phải). Kế toán viên sẽ nói rằng nếu Bảng cân đối kế toán không cân đối, nghĩa là đã có sai sót. Điều đó đúng, nhưng quan điểm này bỏ qua bản chất thực sự của Bảng cân đối kế toán.

Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) phải cân đối vì một bên phản ánh các nguồn lực mà doanh nghiệp sở hữu và kiểm soát, sẽ mang lại dòng tiền tương lai cho doanh nghiệp (Tài sản (Assets)), còn bên kia phản ánh cách các nguồn lực đó được tài trợ (Nợ phải trả (Liabilities) và Vốn chủ sở hữu (Equity)). Mỗi bên được đo lường riêng biệt, và hai bên phải cân bằng. Nếu chúng không bằng nhau, nghĩa là đã có sai sót, cần được tìm ra và sửa chữa (tuy nhiên, nếu chúng bằng nhau, không có nghĩa là Bảng cân đối kế toán không có sai sót). Một Bảng cân đối kế toán được trình bày trong Bảng 3A.1 bằng một tài khoản chữ T (T-account) lớn với Tài sản ở bên trái và Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu ở bên phải.

Có một quan niệm rằng các con số kế toán phản ánh sự thật. Điều này có lẽ bắt nguồn từ nền tảng toán học của kế toán. Tuy nhiên, các quy tắc và thông lệ kế toán cho phép nhà quản lý có quyền quyết định trong việc trình bày thực trạng kinh tế của doanh nghiệp. Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) là một phương trình đại số, và tổng bên Nợ (debits) (số tiền ghi ở phía bên trái của tài khoản) phải khớp với tổng bên Có (credits) (số tiền ghi ở phía bên phải của tài khoản). Tuy nhiên, sự thật là kế toán gần với nghệ thuật hơn là khoa học (mặc dù có lẽ vẫn mang tính khoa học hơn tài chính). Các con số kế toán trình bày một trong nhiều bức tranh về kinh tế cơ bản của doanh nghiệp—nhưng không có một sự thật duy nhất nào để trình bày.

Hãy cùng xem một ví dụ về nhiều sự thật khác nhau. Xem xét một hoạt động kinh doanh đơn giản: bán áo phông. Để đơn giản, chủ sở hữu/nhà đầu tư bỏ ra 36 đô la (nghĩa là cả tiền mặt của doanh nghiệp và vốn chủ sở hữu đều tăng). Theo thời gian, chủ doanh nghiệp mua ba chiếc áo phông giống hệt nhau với giá 10, 12 và 14 đô la (nghĩa là 36 đô la tiền mặt được chi ra, và hàng tồn kho tăng thêm 36 đô la). Lưu ý rằng ví dụ này có sự thay đổi về giá mua. Không quan trọng lý do tại sao giá thay đổi (lạm phát, điều kiện thị trường, v.v.). Vì các áo phông là giống hệt nhau, khách hàng sẽ không quan tâm đến việc họ nhận được chiếc nào.

BẢNG 3A.1
Bảng cân đối kế toán điển hình

Tài sản:	
Nợ phải trả:	
Tiền mặt	
Khoản phải trả (nợ nhà cung cấp)	
Khoản phải thu (khách hàng nợ doanh nghiệp)	
Vốn vay	
Hàng tồn kho	
Nguồn lực ngắn hạn khác	
Vốn chủ sở hữu:	
Tài sản, nhà xưởng và thiết bị	
Vốn góp từ chủ sở hữu	
Nguồn lực dài hạn khác	
Lợi nhuận giữ lại (Retained earnings)	

BẢNG 3A.2
Kế toán dồn tích trước khi có doanh thu

Tài sản:	Nợ phải trả:
Áo phông #1 $10 Số tiền vay $ 0 Áo phông #2 $12 Áo phông #3 $14 Vốn chủ sở hữu: Vốn góp từ chủ sở hữu $36 Tổng cộng $36	Tổng cộng $36

Trước khi bán bất kỳ sản phẩm nào, bảng cân đối kế toán sẽ cân bằng với 36 đô la hàng tồn kho và 36 đô la vốn chủ sở hữu (xem Bảng 3A.2).

Bây giờ giả sử doanh nghiệp bán một chiếc áo phông với giá 20 đô la. Hoạt động kinh doanh đã tạo ra bao nhiêu lợi nhuận?

Có năm phương pháp khả thi để trả lời câu hỏi này.

1. Kế toán dồn tích với hàng tồn kho được định giá theo phương pháp Nhập trước – Xuất trước (First In First Out - FIFO)
2. Kế toán dồn tích với hàng tồn kho được định giá theo phương pháp Bình quân (Average)
3. Kế toán dồn tích với hàng tồn kho được định giá theo phương pháp Nhập sau – Xuất trước (Last In First Out - LIFO)
4. Kế toán tiền mặt (Cash accounting)
5. Kế toán dồn tích với hàng tồn kho được định giá theo giá thị trường (market value)

Ba phương pháp đầu tiên là các phương pháp kế toán dồn tích truyền thống dựa trên cách doanh nghiệp
quyết định tính giá cho chiếc áo thun đã bán. Nếu doanh nghiệp chọn tính theo thứ tự mua hàng, tính giá đơn vị cũ nhất trước—phương pháp gọi là “nhập trước xuất trước” (FIFO)—thì doanh nghiệp có lợi nhuận $10 ($20 doanh thu – $10 chi phí). Lưu ý, điều này để lại những chiếc áo thun được mua gần nhất (hai chiếc cuối) trên Bảng cân đối kế toán như tài sản với giá trị $26 (xem Bảng 3A.3A).

Cũng có thể tính giá hàng tồn kho bằng cách tính chi phí bình quân (average) cho ba chiếc áo thun ($36/3 = $12)—phương pháp này được gọi đơn giản là “bình quân” (AVG; xem Bảng 3A.3B).
Điều này tạo ra lợi nhuận $8 ($20 doanh thu – $12 chi phí). Lưu ý rằng cách này sẽ định giá hai chiếc áo thun còn lại ở mức $12 mỗi chiếc, tổng cộng $24 trong hàng tồn kho.

Lựa chọn thứ ba là tính giá hàng tồn kho bằng cách sử dụng giá mua gần nhất—phương pháp gọi là “nhập sau xuất trước” (last in first out, LIFO; xem Bảng 3A.3C). Điều này tạo ra lợi nhuận $6 ($20 doanh thu – $14 chi phí). Lưu ý rằng cách này để lại những chiếc áo thun được mua sớm nhất (hai chiếc đầu) trên Bảng cân đối kế toán như tài sản với giá trị $22 (chiếc đầu $10, chiếc thứ hai $12).

Như vậy, ba phương pháp khác nhau (FIFO, AVG, và LIFO), tất cả đều đúng, dẫn đến ba mức lợi nhuận khác nhau và ba Bảng cân đối kế toán khác nhau.

BẢNG 3A.3A
Nhập trước xuất trước

Tài sản:	Nợ phải trả:
Tiền mặt $20 Số tiền vay $ 0 Áo thun #2 $12 Áo thun #3 $14 Vốn chủ sở hữu: Vốn góp từ chủ sở hữu $36 Lợi nhuận giữ lại $10 Tổng cộng $46 Tổng cộng $46	

BẢNG 3A.3B
Bình quân

Tài sản:	
Nợ phải trả:	
Tiền mặt $20 Số tiền vay $ 0 2 Áo thun @ $12 = $24	
Vốn chủ sở hữu:	
Vốn từ chủ sở hữu **$36**	
Lợi nhuận giữ lại **$ 8**	
Tổng cộng **$44**	**Tổng cộng** **$44**

BẢNG 3A.3C
Vào sau ra trước (LIFO)

Tài sản:	
Nợ phải trả:	
Tiền mặt **$20** **Số tiền vay** **$ 0** **Áo thun #1** **$10** **Áo thun #2** **$12**	
Vốn chủ sở hữu:	
Vốn từ chủ sở hữu **$36**	
Lợi nhuận giữ lại **$ 6**	
Tổng cộng **$42**	**Tổng cộng** **$42**

Một lập luận ủng hộ FIFO là hai đơn vị hàng tồn kho chưa bán trên Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) sẽ được định giá ở mức $26 ($12 + $14), có lẽ gần với chi phí thay thế (replacement cost) là $28 (giả sử giá đã tăng lên $14, việc thay thế hai đơn vị có lẽ sẽ phải trả giá mua cuối cùng là $14 cho mỗi chiếc). Ngược lại, giá trị hàng tồn kho tính theo LIFO thấp hơn nhiều so với chi phí thay thế tiềm năng: LIFO sẽ định giá hàng tồn kho còn lại ở mức $22 ($10 + $12). Do đó, bằng cách sử dụng FIFO và tính giá đơn vị cũ nhất trước, Bảng cân đối kế toán phản ánh rõ hơn giá trị nội tại hiện tại (chi phí thay thế) của hàng tồn kho. Số hàng tồn kho theo FIFO có lẽ phù hợp hơn, xét về mặt Bảng cân đối kế toán, so với số theo LIFO.

Vậy tại sao FIFO không được bắt buộc cho tất cả các báo cáo tài chính? Lý do nằm ở chỗ giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp không hoàn toàn dựa trên các con số trên Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet). Hầu hết các doanh nghiệp được định giá dựa trên khả năng tạo ra lợi nhuận trong tương lai. Một mục tiêu chính của báo cáo tài chính là cung cấp cho bên ngoài khả năng ước tính dòng tiền tương lai của doanh nghiệp, và điều này được thực hiện bằng cách bắt đầu từ việc xem xét lợi nhuận kế toán (chúng ta dự đoán tương lai bằng cách bắt đầu từ quá khứ). Vì vậy, bên ngoài không chỉ sử dụng Bảng cân đối kế toán, mà còn cả Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Statement of Cash Flows).

Trong khi FIFO có thể cung cấp một định giá hàng tồn kho phù hợp hơn trên Bảng cân đối kế toán, lợi nhuận tạo ra bằng FIFO là 10 đô la. Lợi nhuận tạo ra bằng LIFO là 6 đô la. Trong hai con số lợi nhuận này, con số nào là dự báo tốt hơn cho lợi nhuận và dòng tiền trong tương lai? Nếu giá bán vẫn là 20 đô la và việc mua áo thun mới vẫn ở mức 14 đô la, thì con số 6 đô la tính theo LIFO là ước tính tốt hơn cho lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai. Sự chênh lệch 4 đô la trong lợi nhuận (10 đô la – 6 đô la) cuối cùng sẽ được thực hiện khi doanh nghiệp bán hết hàng tồn kho. Khoản lợi nhuận tăng thêm từ chiếc áo thun thứ nhất và thứ hai là không bền vững, và do đó LIFO có thể cung cấp ước tính tốt hơn về lợi nhuận và dòng tiền trong tương lai.

Phương pháp bình quân là một sự dung hòa giữa hai phương pháp này.

Tại sao không chỉ đơn giản đánh số ba chiếc áo thun và tính giá cho chiếc thực sự được bán?
Đây là một phương pháp hợp lệ gọi là xác định cụ thể (specific identification) và được sử dụng cho các sản phẩm giá trị cao, nơi khách hàng chọn sản phẩm cụ thể được bán (ví dụ: ô tô). Tuy nhiên, trong ví dụ được đưa ra, những chiếc áo thun có giá trị thấp và giống hệt nhau. Việc tính giá cho chiếc áo thun thực tế được bán sẽ cho phép ban quản lý chọn lợi nhuận họ sẽ báo cáo bằng cách chọn chiếc áo thun nào họ đưa cho khách hàng (khách hàng sẽ không quan tâm, vì chúng giống hệt nhau). Một mục tiêu quan trọng của kế toán là ngăn cản ban quản lý đơn giản chọn lợi nhuận mà họ báo cáo cho bên ngoài.

Đúng là bằng cách chọn phương pháp kế toán — FIFO, LIFO, hoặc AVG —
ban quản lý cũng có thể thay đổi lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, vì các công ty phải công bố
sự lựa chọn kế toán của họ, một người bên ngoài có thể diễn giải con số lợi nhuận (và/hoặc điều chỉnh nó để phản ánh
một lựa chọn thay thế).13

Ba phương pháp kế toán truyền thống này—FIFO, LIFO và AVG—thể hiện sự đánh đổi giữa Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) (giá trị của tài sản) và Báo cáo thu nhập (Income Statement) (dùng để ước tính dòng tiền tương lai). Nhưng có hai phương pháp khác có thể tính lợi nhuận của hoạt động kinh doanh đơn giản này.

Một cách tiếp cận khác là tập trung vào tiền mặt. Như chúng ta sẽ thấy sau này khi thảo luận về dòng tiền, thực tế là tiền mặt (hoặc cách khác là "Cash is King" – tiền mặt là vua). Bao nhiêu tiền mặt đã vào và bao nhiêu tiền mặt đã ra? Sử dụng kế toán tiền mặt (cash accounting), chỉ có một loại tài sản duy nhất: tiền mặt.14

Chi phí được ghi nhận khi tiền mặt được trả và doanh thu được ghi nhận khi tiền mặt được nhận. Do đó, nếu tài sản duy nhất được ghi nhận là tiền mặt (điều mà kế toán tiền mặt thực hiện), thì doanh nghiệp sẽ lỗ $16 sau khi bán một chiếc áo thun (khoản chi ban đầu $36 cộng với $20 từ lần bán đầu tiên).

Theo kế toán tiền mặt, Bảng cân đối kế toán của chúng ta như được trình bày trong Bảng 3A.3D. Lợi ích của cơ sở kế toán tiền mặt là nó phản ánh một phần thực tế: dòng tiền thực tế ra vào một tổ chức. Hạn chế của cơ sở kế toán này là nó không định giá được hàng tồn kho còn lại và không có khả năng dự đoán dòng tiền tương lai.

Cuối cùng, theo một khái niệm kế toán kinh tế—gọi là đánh giá theo giá thị trường (mark-to-market)—lợi nhuận có thể được tính là $24. Cách tiếp cận này định giá những chiếc áo thun còn lại không theo giá gốc,

BẢNG 3A.3D
Cơ sở tiền mặt

Tài sản:	
Nợ phải trả:	
Tiền mặt $20	
Khoản vay $ 0	
Hàng tồn kho $ 0	
Vốn chủ sở hữu:	
Vốn góp từ chủ sở hữu **$36**	
Lợi nhuận giữ lại (lỗ) **($16)**	
Tổng cộng **$20**	
Tổng cộng **$20**	

13Các công ty được phép thay đổi lựa chọn kế toán của mình. Tuy nhiên, họ phải nêu rõ lý do thay đổi, và trong năm thay đổi, cung cấp thông tin cho cả hai phương pháp kế toán cũ và mới.
14Kế toán tiền mặt (trái ngược với kế toán dồn tích (accrual accounting) thường được sử dụng phổ biến hơn) thường được sử dụng bởi nông dân, ngư dân và một số doanh nghiệp nhỏ. Nó cũng đôi khi được sử dụng cho mục đích thuế.

BẢNG 3A.3E
Đánh giá theo giá thị trường (Mark to Market)

Tài sản:	
Nợ phải trả:	
Tiền mặt $20	
Khoản vay $ 0	
2 áo thun @ $20 = $40	
Vốn chủ sở hữu:	
Vốn góp từ chủ sở hữu **$36**	
Lợi nhuận giữ lại **$24**	
Tổng cộng **$60**	
Tổng cộng **$60**	

mà theo ước tính giá trị của chúng. Những chiếc áo thun sẽ được định giá theo "giá trị thị trường" (market value), mức giá được xác định bởi lần bán cuối cùng ($20 mỗi chiếc).15

Vì vậy, doanh nghiệp bắt đầu với giá trị kinh tế là 36 đô la (tiền mặt do chủ sở hữu đầu tư) và kết thúc với giá trị kinh tế là 60 đô la (20 đô la tiền mặt và hàng tồn kho được định giá 40 đô la). Chênh lệch giữa giá trị doanh nghiệp lúc đầu (36 đô la) và lúc kết thúc (60 đô la) là lợi nhuận, cả thực tế và tiềm năng, là 24 đô la. Kế toán theo giá thị trường (mark-to-market) phản ánh thực tế rằng nếu chúng ta bán doanh nghiệp áo thun của mình cho người khác, với tài sản là 20 đô la tiền mặt và hai chiếc áo thun mỗi chiếc trị giá 20 đô la, chúng ta sẽ mong đợi một mức giá 60 đô la.

Kế toán theo giá thị trường cố gắng khắc phục một yếu tố mà các phương pháp kế toán khác không sửa được: quyền quyết định của ban quản lý đối với quy trình kế toán. Một lợi ích của kế toán theo giá thị trường là giá trị sẽ giống nhau bất kể bao nhiêu đơn vị được bán hay theo thứ tự nào. Vấn đề của mark-to-market là nó cho phép ban quản lý can thiệp vào quy trình khi họ định giá hàng tồn kho chưa bán. Giá trị kinh tế thực sự của hàng tồn kho (hoặc bất kỳ thứ gì đang được định giá) là con số phù hợp (tức là hữu ích cho người ngoài). Tuy nhiên, nếu không có thị trường thanh khoản tích cực cho mặt hàng đang được định giá, thì phải sử dụng một con số do ban quản lý xác định, có thể không khách quan.

Lưu ý: Việc lựa chọn cách tính giá vốn hàng tồn kho (FIFO, LIFO, AVG, v.v.) hay việc sử dụng kế toán tiền mặt hay mark-to-market là không bắt buộc nếu kế toán chỉ được thực hiện sau khi cả ba chiếc áo thun đã được bán. Nếu doanh nghiệp chỉ làm kế toán khi doanh nghiệp đang được thanh lý, thì tất cả các lựa chọn kế toán này sẽ cho cùng một kết quả. Vì vậy, chỉ vì chúng ta làm kế toán mỗi năm (hoặc tháng hoặc quý) mà chúng ta phải đưa ra các lựa chọn này.

Những ví dụ này, từ một hoạt động kinh doanh đơn giản, cho thấy tại sao không có một sự thật duy nhất trong kế toán. Kế toán phải đối mặt với sự đánh đổi giữa việc cung cấp định giá tốt nhất cho tài sản và việc cung cấp cơ sở tốt nhất để ước tính dòng tiền tương lai. Nhà quản lý quyết định dựa trên bức tranh về doanh nghiệp mà cô ấy muốn trình bày với người ngoài. Khi hoạt động kinh doanh trở nên phức tạp hơn, tác động của những sự đánh đổi này cũng phức tạp hơn. Đây là lý do tại sao không có cách nào duy nhất để xác định con số "lợi nhuận" hay "giá trị ròng" trong kế toán. Để hiểu được kinh tế cơ bản của một doanh nghiệp, các báo cáo tài chính phải được xem xét một cách tổng thể như một điểm khởi đầu chứ không phải điểm kết thúc, và việc biết các lựa chọn kế toán là rất quan trọng.

15Người ta có thể tranh luận về các con số lợi nhuận khác bằng cách sử dụng các định giá kinh tế thay thế. Ví dụ, sử dụng giá mua cuối cùng thay vì giá bán gần nhất là $14 để định giá hai đơn vị hàng tồn kho cuối kỳ, điều này sẽ tạo ra bảng cân đối kế toán cuối kỳ là $48 ($20 tiền mặt và 2 * $14 = $28 hàng tồn kho) và lợi nhuận là $12 (giá trị ban đầu $36 so với giá trị cuối kỳ $48).

CHƯƠNG 4
Tác động của tính thời vụ đến

Nguồn vốn của doanh nghiệp (PIPES-C)

Chương này sẽ củng cố và mở rộng việc sử dụng các công cụ tài chính mà chúng ta đã giới thiệu trong hai chương trước. Chúng ta sẽ thực hiện điều đó bằng cách xem xét tác động của tính thời vụ (seasonality) đến tình hình tài chính của một doanh nghiệp. Do đó, khoảng thời gian đánh giá của chúng ta sẽ không phải là năm này qua năm khác, mà là tháng này qua tháng khác.

Thông thường, người ta sử dụng báo cáo thường niên khi phân tích tình hình tài chính của một công ty. Báo cáo thu nhập thường niên (Income Statement) thể hiện hoạt động của 12 tháng trước đó, còn Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) phản ánh giá trị tài chính tại thời điểm cuối năm tài chính. Báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán hằng năm cung cấp một điểm khởi đầu hợp lý để phân tích một công ty. Ngoài ra, chúng là đủ nếu doanh thu, cũng như tài sản và nợ phải trả của công ty, khá ổn định trong suốt cả năm (như chúng ta đã giả định ở chương trước cho PIPES). Tuy nhiên, nhiều công ty có sự biến động lớn về doanh thu, tài sản và nợ phải trả trong năm do tính thời vụ (seasonality). Ví dụ, mùa quà Giáng sinh thường là mùa lớn nhất đối với các nhà bán lẻ, do đó doanh số cao hơn trong giai đoạn này, trong khi mức tồn kho lớn nhất ngay trước đó và thấp nhất ngay sau đó. Điều này, tất nhiên, có tác động dây chuyền đến các khoản phải thu, phải trả, vay ngân hàng, v.v. Nếu PIPES nằm ở vùng Trung Tây (Midwest) và phần lớn doanh số phụ thuộc vào các nhà thầu, thì cũng có thể có tính thời vụ với việc xây dựng diễn ra nhiều hơn trong những tháng mùa hè.

Để củng cố các công cụ tài chính của chúng ta và minh họa tác động của tính thời vụ, chúng ta hãy mở rộng phân tích về PIPES nhưng giả định rằng công ty nằm ở khí hậu phía Bắc với sự biến động theo mùa trong doanh số, như được trình bày trong Bảng 4.1. Lưu ý rằng chúng ta đặt doanh số thấp nhất vào tháng 12, tháng 1 và tháng 2, và cao nhất vào tháng 6, tháng 7 và tháng 8. Sự biến động theo mùa trong doanh số dẫn đến 60% doanh số xảy ra trong mùa xây dựng cao điểm (tháng 4–tháng 9) và 40% doanh số xảy ra trong giai đoạn thấp điểm (tháng 10–tháng 3).

Chúng ta giả định rằng các con số cuối năm, tức là Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) hàng năm ngày 31 tháng 12, giống hệt như ở chương trước. Do đó, tổng doanh số và lợi nhuận là như nhau; điều chúng ta đưa vào là sự biến động trong hoạt động hàng tháng.

BẢNG 4.1
Doanh số hàng tháng của PIPES năm 2016 & Doanh số dự kiến năm 2017

	Thực tế (+25%) ($000s) 2016	2017	% Tổng
January	88.00	110.00	4.00%
February	132.00	165.00	6.00%
March	176.00	220.00	8.00%
April	176.00	220.00	8.00%
May	220.00	275.00	10.00%
June	242.00	302.50	11.00%
July	242.00	302.50	11.00%
August	242.00	302.50	11.00%
September	198.00	247.50	9.00%
October	198.00	247.50	9.00%
November	176.00	220.00	8.00%
December	110.00	137.50	5.00%
Total	2,200.00	2,750.00	100.00%
April–September	1,320.00	1,650.00	60.00%
Jan.–March and Oct.–Dec.	880.00	1,100.00	40.00%
Total	2,200.00	2,750.00	100.00%

BÁO CÁO THU NHẬP PRO FORMA HÀNG THÁNG

Để tính toán nhu cầu tài trợ dự kiến của PIPES cho năm 2017, nhưng trên cơ sở hàng tháng thay vì hàng năm như ở Chương 3, chúng ta bắt đầu với Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) thực tế năm 2016. Sau đó, chúng ta tạo Bảng 4.2, cung cấp các báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) hàng tháng cho năm 2017.

Bảng 4.2 được tạo bằng cách sử dụng các dự báo doanh số hàng tháng trong Bảng 4.1 và sử dụng các tỷ số tài chính dựa trên những tỷ số đã xác định trong Chương 2. Đối với các báo cáo thu nhập của chúng ta, các tỷ số sẽ không đổi theo thời gian, trong khi đối với các bảng cân đối kế toán (sẽ thảo luận ở dưới), một số tỷ số sẽ được điều chỉnh dựa trên các giả định của chúng ta về hoạt động hàng tháng. Ví dụ, chúng ta sẽ giữ giá vốn hàng bán (COGS) ở mức 75,46% doanh số (77% trừ đi 2% giảm giá cho thanh toán nhanh đã giới thiệu ở Chương 3) cho mỗi tháng. Tại sao? Vì chúng ta giả định rằng PIPES duy trì cùng một mức chênh lệch (markup) so với giá mua khi đặt giá bán trong suốt cả năm. Nếu đúng như vậy, thì tỷ số COGS/doanh số hàng tháng sẽ giống như tỷ số hàng năm.

Chúng ta cũng đặt chi phí bán hàng, chung và hành chính (SG&A) hàng tháng bằng 15,5% doanh số hàng năm (giống như trong tỷ số hàng năm) chia cho 12. Do đó, số tiền SG&A hàng tháng được giả định là không đổi theo từng tháng, thay vì thay đổi theo doanh số hàng tháng. Tại sao? Vì ở đây, các tác giả của các bạn giả định rằng PIPES giữ mức nhân sự và các chi phí SG&A khác không đổi trong suốt cả năm. Điều này làm cho chi phí hàng tháng không đổi mỗi tháng (và tỷ số chi phí hoạt động/doanh số sẽ thay đổi theo từng tháng).

Hai giả định này có vẻ hợp lý đối với các tác giả. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập nhiều lần trong Chương 3, trong tài chính có nhiều hơn một câu trả lời đúng. Giả định rằng COGS sẽ vẫn là một tỷ lệ phần trăm không đổi theo doanh số mỗi tháng có vẻ...

BẢNG 4.2
Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) hàng tháng của PIPES cho năm 2017

Revenue	110.00	165.00	220.00	220.00	275.00	302.50	
COGS	83.01	124.51	166.01	166.01	207.52	228.27	
Gross profit	26.99	40.49	53.99	53.99	67.49	74.23	
SG&A	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	
Operating profit	(8.53)	4.97	18.47	18.47	31.96	38.71	
Interest expense	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	
Profit before tax	(12.45)	1.05	14.55	14.55	28.04	34.79	
Income tax 35%	(4.36)	0.37	5.09	5.09	9.81	12.18	
Net income	(8.09)	0.68	9.46	9.46	18.23	22.61	

Revenue	302.50	302.50	247.50	247.50	220.00	137.50	2,750.00
COGS	228.27	228.27	186.76	186.76	166.01	103.76	2,075.16
Gross profit	74.23	74.23	60.74	60.74	53.99	33.74	674.84
SG&A	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	426.24
Operating profit	38.71	38.71	25.22	25.22	18.47	(1.78)	248.60
Interest expense	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	47.04
Profit before tax	34.79	34.79	21.30	21.30	14.55	(5.70)	201.56
Income tax 35%	12.18	12.18	7.46	7.46	5.09	(2.00)	70.55
Net income	22.61	22.61	13.84	13.84	9.46	(3.70)	131.01

Điều này hợp lý, đặc biệt là trong lần xem xét đầu tiên. Tương tự, giả định rằng SG&A là một khoản cố định hàng tháng (thay vì một tỷ lệ phần trăm cố định của doanh số) cũng có vẻ hợp lý. Chúng ta có thể giả định rằng SG&A thay đổi theo doanh số khi công ty tuyển dụng và sa thải nhân viên trong năm, nhưng các tác giả không cảm thấy điều đó thực tế bằng. Một người hiểu rõ hơn về hoạt động nội bộ của PIPES có thể có ý kiến khác. Một điểm quan trọng: Nếu bạn làm việc cho PIPES và đang thực hiện dự báo cho ngân hàng, bạn sẽ có kiến thức đó và có thể dự báo các tỷ lệ hàng tháng chính xác hơn. Điều này cũng đúng nếu bạn là nhà phân tích cho ngành này và đang thực hiện định giá bằng cách sử dụng các báo cáo dự phóng (pro forma) hàng tháng.

Thuế hàng tháng được giả định là 35% lợi nhuận trước thuế. Vì thuế là một hàm số không đổi của lợi nhuận trước thuế, không có lý do gì để thay đổi tỷ lệ giả định.

Như trước đây, chi phí lãi vay sẽ là một khoản mục lặp (iterative item), ban đầu được đặt ở mức ước tính hàng năm là 47.000 USD/năm (lấy từ Bảng 3.3a trong Chương 3) hoặc 3.917 USD/tháng (47.000/12). Sau đó, sau khi lập Bảng cân đối kế toán ban đầu, chúng ta sẽ điều chỉnh chi phí lãi vay để phản ánh những thay đổi hàng tháng của số tiền đi vay.

Một đánh giá sơ bộ về các Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) hàng tháng trong Bảng 4.2 cho thấy doanh số dự kiến dao động từ mức thấp nhất là 110.000 USD vào tháng 1 đến mức cao nhất là 302.500 USD vào tháng 6, tháng 7 và tháng 8 năm 2017. Thu nhập ròng hàng tháng cũng dao động từ mức lỗ 8.090 USD đến mức lãi 22.610 USD trong các tháng đó. Chúng ta nên lưu ý rằng doanh số hàng năm (hoặc tổng doanh số hàng tháng) vẫn là 2.750.000 USD. Hiện tại, tổng lợi nhuận ròng trong năm vẫn là 131.010 USD (giống như số liệu dự phóng của chúng ta trong Chương 3). Tổng của COGS, SG&A, chi phí lãi vay và thuế hàng tháng cũng đều bằng với số liệu hàng năm. Vì vậy, nếu chúng ta so sánh tổng của các Báo cáo thu nhập dự phóng hàng tháng

cho năm 2017, tất cả các khoản mục đều giống hệt với Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) cả năm cho giai đoạn kết thúc ngày 31 tháng 12 năm 2017 từ Chương 3 (Bảng 3.3a).

Chú ý rằng, như chúng ta biết từ Chương 3, báo cáo thu nhập dự phòng (pro forma Income Statement) của chúng ta sẽ ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán dự phòng (pro forma Balance Sheet) bằng cách xác định mức giá trị ròng (net worth) và do đó, xác định mức khoản vay ngân hàng. Chúng ta cũng biết rằng số tiền vay ngân hàng sẽ ảnh hưởng đến số tiền lãi phải trả và do đó ảnh hưởng đến thu nhập ròng. Vì vậy, mặc dù chúng ta đã tính toán các báo cáo thu nhập dự phòng sơ bộ cho từng tháng, trên thực tế, chúng ta phải lặp lại hàng tháng giữa báo cáo thu nhập tháng 1 và bảng cân đối kế toán, sau đó là báo cáo thu nhập tháng 2 và bảng cân đối kế toán, v.v. Chúng ta sẽ làm điều này sau khi chúng ta xác định một số khoản mục trên bảng cân đối kế toán hàng tháng. (Như chúng ta sẽ thấy, các vòng lặp này sẽ thay đổi tổng chi phí lãi vay trong năm và lợi nhuận ròng.)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ PHÒNG HÀNG THÁNG

Sau khi các báo cáo thu nhập dự phòng hàng tháng được tạo ra, chúng ta tiến hành lập các bảng cân đối kế toán dự phòng hàng tháng cho năm 2017. Chúng ta tính toán các bảng cân đối kế toán dự phòng hàng tháng trong Bảng 4.8 tương tự như cách chúng ta tính toán các báo cáo thu nhập dự phòng hàng tháng. Đó là, chúng ta xem xét từng tỷ số hàng năm và đưa ra giả định về cách nó biến đổi theo tháng.

Giống như với bảng cân đối kế toán dự phòng hàng năm, tiền mặt và nợ ngân hàng là các con số chèn (plug figures) và thường được xác định ở cuối quá trình. Trong bất kỳ tháng cụ thể nào, doanh nghiệp có thể có số dư tiền mặt dương (cho biết không cần tài trợ bổ sung) hoặc số dư tiền mặt âm (cho biết số tiền tài trợ cần thiết).

Chúng ta sẽ giả định số dư tiền mặt tối thiểu vào cuối mỗi tháng là $45,000. Con số này giống với số dự phòng hàng năm của chúng ta từ Chương 3.1. Điều này có nghĩa là vào cuối mỗi tháng, PIPES sẽ có số dư trên $45,000 và không có nợ ngân hàng ngắn hạn, hoặc có số dư chính xác là $45,000 và có nợ ngân hàng ngắn hạn.

Chúng ta đặt khoản phải thu bằng doanh số tháng hiện tại cộng với 17 ngày (hoặc 17/30 = 57%) doanh số của tháng trước. Hả? Điều này từ đâu ra? Hãy lùi lại và xem xét lại bảng cân đối kế toán hàng năm của chúng ta. Trong Chương 2, chúng ta đã chia khoản phải thu cuối năm 2016 là $211,000 cho doanh số hàng năm là $2.2 triệu và thấy rằng khoản phải thu chiếm 9,59% doanh số hàng năm hoặc 35 ngày bán hàng (khoản phải thu/doanh số trung bình ngày hoặc doanh số hàng năm/365). Tuy nhiên, điều này là cho bảng cân đối kế toán cuối năm.

Lưu ý rằng với các báo cáo pro forma hàng tháng (monthly pro formas) và không có tính thời vụ (seasonality), số ngày phải thu (days receivables) sẽ không thay đổi và tỷ lệ phải thu trên doanh thu hàng tháng sẽ gấp 12 lần mức bình quân năm. Nếu không có tính thời vụ, doanh thu tháng 12 pro forma sẽ là $183,333 ($2,200,000/12) thay vì $110,000 như trong báo cáo pro forma hàng tháng ở trên. Do đó, tỷ lệ phải thu trên doanh thu cho tháng 12/2016 sẽ là 115% ($211,000/$183,333 hoặc 9.59% * 12). Số ngày phải thu hàng tháng sẽ vẫn là 34.5 ($211,000/($183,333/30).2

1Chúng ta có thể để số dư tiền mặt tối thiểu thay đổi trực tiếp theo doanh thu, nhưng để đơn giản, ở đây chúng ta giả định rằng số dư tiền mặt yêu cầu là giống nhau mỗi tháng.
2Có một chút khác biệt do làm tròn (thực tế là 34.5 ở đây thay vì 35.0 như trước) vì số liệu hàng năm được chia cho 365 ngày trong năm và số liệu hàng tháng được chia cho 30 ngày một tháng.

Hãy chậm lại một chút và nói lại theo cách khác. Nếu doanh thu không đổi trong suốt năm, thì tỷ lệ cuối tháng của bất kỳ khoản mục nào trên Bảng cân đối kế toán so với doanh thu hàng tháng sẽ bằng tỷ lệ cuối năm của khoản mục đó trên Bảng cân đối kế toán so với doanh thu hàng năm nhân với hệ số 12 (tức là, 115% = 9.59% * 12). Số ngày doanh thu của các khoản mục trên Bảng cân đối kế toán vẫn giữ nguyên khi không có tính thời vụ, dù chúng ta sử dụng dữ liệu doanh thu hàng tháng hay hàng năm (ngoài những sai số làm tròn nhỏ từ việc sử dụng tháng 30 ngày và năm 365 ngày — một số nhà phân tích dùng năm 360 ngày).

Cho đến nay, mọi thứ đều tốt. Tuy nhiên, với tính thời vụ, chúng ta có sự biến động trong doanh thu hàng tháng, dẫn đến biến động trong tỷ lệ hàng tháng của các khoản mục trên Bảng cân đối kế toán so với doanh thu hàng tháng. Khi dự báo các khoản phải thu pro forma, chúng ta đang cố gắng xác định thời gian PIPES cần để thu tiền — bao nhiêu ngày từ khi bán hàng đến khi nhận được thanh toán. Nếu các khoản phải thu vào ngày 31/12 tổng cộng là $211,000, và doanh thu tháng 12 là $110,000, thì có vẻ như toàn bộ doanh thu tháng 12 vẫn chưa được thu, cũng như $101,000 doanh thu từ tháng 11.

Các khoản phải thu ngày 31/12/2016
$211,000

Doanh thu chưa thu từ tháng 12 (100%)
$110,000
30 ngày

Doanh thu chưa thu từ tháng 11 (phần còn lại)
$101,000

Tổng doanh thu tháng 11
$176,000

Doanh thu bình quân mỗi ngày trong tháng 11
/ 30
$ 5,867

Số ngày doanh thu chưa thu từ tháng 11
17 ngày

Số ngày phải thu
47 ngày

Việc chia $101,000 doanh số chưa thu được từ tháng 11 cho con số doanh số trung bình hàng ngày của tháng 11 là $5,867 ($176,000/30) cho thấy rằng phải mất toàn bộ tháng 12 (nhớ rằng, để thuận tiện, chúng ta đặt mỗi tháng là 30 ngày) và 17 ngày của tháng 11 ($101,000/$5,867) để có thời gian thu hồi là 47 ngày (so với tính toán là 35 ngày khi sử dụng số liệu cả năm). Về cơ bản, để có tổng khoản phải thu cuối năm là $211,000, chúng ta phải cộng dồn 47 ngày doanh số trước đó (vì vậy cộng $110,000 doanh số tháng 12 với $101,000 trong tổng $176,000 doanh số tháng 11).

Điều chúng ta sẽ giả định bây giờ là số ngày phải thu không đổi ở 47 ngày trong suốt cả năm.3 Tức là, chúng ta sẽ giả định rằng thời gian thu hồi các khoản phải thu cho một ngày bán hàng vào mùa đông và mùa hè là như nhau. Do đó, các báo cáo chiếu theo tháng (pro forma) không còn là một tỷ lệ phần trăm cố định của doanh số hàng tháng và không thể dễ dàng được sử dụng để suy ra khoản phải thu cuối tháng. Thay vào đó, chúng ta sử dụng một số ngày phải thu cố định, tại cuối năm 2016 là 47 ngày. Trong Bảng 4.3, chúng ta sử dụng khoản phải thu chiếu theo hàng tháng là 47 ngày của doanh số trước đó (thực tế và chiếu theo).

Với tháng 1 năm 2017, con số này là $172,330:

100% doanh số tháng 1 năm 2017 cộng với 17 ngày doanh số tháng 12 năm 2016

$$100\% * \$110,000 + 17/30 * \$110,000 = \$110,000 + 62,330 = \$172,330$$

3Vì đây là tài chính, và để lặp lại chủ đề của chúng ta về việc không có một câu trả lời đúng duy nhất, chúng ta có thể giả định rằng số ngày phải thu cũng thay đổi theo mùa vụ trong năm. Thiếu một lý do thuyết phục cho việc tại sao điều này lại đúng, chúng ta không làm vậy.

Với tháng 2 năm 2017, khoản phải thu ước tính là $227,330:

100% doanh số tháng 2 cộng với 17 ngày doanh số tháng 1

$$100\% * \$165{,}000 + 17/30 * \$110{,}000 = \$165{,}000 + 62{,}330 = \$227{,}330$$

Bảng 4.3 trình bày số tiền các khoản phải thu được tính theo cách này cho từng tháng. Phân tích này cho thấy rằng, bằng cách đưa tính mùa vụ vào, chúng ta hiểu rõ hơn về hoạt động kinh doanh của một công ty. Bây giờ chúng ta thấy rằng ước tính ban đầu của chúng ta về thời gian PIPES thu hồi khoản phải thu (35 ngày) là không chính xác (vì thực tế là 47 ngày). Các phép tính sử dụng số liệu cuối năm giả định doanh số không đổi trong năm. Nếu điều này không đúng, thì các tỷ số thực tế có thể khác biệt đáng kể. Tính mùa vụ càng lớn (sự thay đổi, hoặc đột biến, từ tháng này sang tháng khác), sự khác biệt càng lớn.

Tiếp theo là hàng tồn kho. Bạn có mong đợi hàng tồn kho không đổi trong năm nếu doanh số bán hàng thay đổi theo năm? Không, tại sao bạn lại mong đợi điều đó? Chúng ta không mong đợi lượng hàng tồn kho vật lý không đổi. Nếu PIPES có doanh số theo mùa vụ, hợp lý là công ty sẽ nắm giữ hàng tồn kho cao hơn vào những tháng trước khi doanh số cao, và thấp hơn vào những tháng trước giai đoạn bán hàng chậm. Chúng ta có mong đợi tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số không đổi? Có lẽ không phải là tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh số quá khứ, mà có lẽ là hàng tồn kho trên doanh số dự kiến trong tương lai. Một doanh nghiệp được quản lý tốt sẽ tăng hàng tồn kho vật lý trước mùa bán hàng nhộn nhịp và giảm nó trước mùa bán hàng chậm. Ở đây, các tác giả sẽ giả định rằng hàng tồn kho không đổi theo số ngày của doanh số dự kiến (tương lai). Vậy, hãy làm điều đó.

Về mặt khái niệm, có vẻ tự nhiên khi liên hệ hàng tồn kho với doanh số tương lai. Tuy nhiên, như chúng tôi đã trình bày trong chương trước, phương trình cho hàng tồn kho cuối kỳ là: hàng tồn kho đầu kỳ cộng với mua hàng trừ đi giá vốn hàng bán (COGS). Vì lý do này, số ngày tồn kho thường được tính như một hàm của COGS, không phải doanh số (vì trong ví dụ PIPES của chúng tôi, COGS là một tỷ lệ phần trăm không đổi của doanh số, chúng ta có thể dễ dàng chuyển từ số ngày COGS sang số ngày doanh số). Dưới đây chúng tôi sẽ sử dụng COGS trong ví dụ của mình.

Vào tháng 12 năm 2016, hàng tồn kho là $418,000. Con số này bằng 100% pro forma COGS cho ba tháng tiếp theo và một phần của tháng thứ tư.

BẢNG 4.3
Tính toán khoản phải thu hàng tháng dự phóng của PIPES cho năm 2017

Revenue	110.00	165.00	220.00	220.00	275.00	302.50
100% current month	110.00	165.00	220.00	220.00	275.00	302.50
57% prior month*	62.33	62.33	93.50	124.67	124.67	155.83
A/R month end	172.33	227.33	313.50	344.67	399.67	458.33

Revenue	302.50	302.50	247.50	247.50	220.00	137.50
100% current month	302.50	302.50	247.50	247.50	220.00	137.50
57% prior month*	171.42	171.42	171.42	140.25	140.25	124.67
A/R month end	473.92	473.92	418.92	387.75	360.25	262.17

Tỷ lệ 57% được tính là 17 ngày/30 ngày. (Doanh thu tháng 12 năm 2016 là 110.)

Hàng tồn kho ngày 31 tháng 12 năm 2016
$418,000
COGS ước tính tháng 1 năm 2017 (100%)
$ 83,010
30 ngày
COGS ước tính tháng 2 năm 2017 (100%)
$124,510
30 ngày
COGS ước tính tháng 3 năm 2017 (100%)
$166,010
30 ngày
Tổng ba tháng
$373,530
Hàng tồn kho cần thiết từ tháng 4 năm 2017
$ 44,470
COGS ước tính tháng 4 năm 2017
$166,010
COGS hàng ngày tháng 4 năm 2017
/ 30
$ 5,534
Số ngày tồn kho từ tháng 4 năm 2017
8 ngày
Số ngày tồn kho
98 ngày

Nếu chúng ta giữ hàng tồn kho không đổi ở mức 98 ngày COGS tương lai, hàng tồn kho cuối tháng 1 năm 2017 sẽ là $511,870:

COGS ước tính tháng 2 (100%)
$124,510 * 30/30
$124,510
COGS ước tính tháng 3 (100%)
$166,010 * 30/30
$166,010
COGS ước tính tháng 4 (100%)
$166,010 * 30/30
$166,010
COGS ước tính tháng 5 (26.7%)
$207,520 * 8/30
$ 55,340
Hàng tồn kho dự kiến ngày 31 tháng 1 năm 2017
$511,870

Tương tự, cho tháng Hai, hàng tồn kho sẽ là $600,410 như sau:

COGS ước tính tháng Ba (100%)
$166,010 * 30/30
$166,010
COGS ước tính tháng Tư (100%)
$166,010 * 30/30
$166,010
COGS ước tính tháng Năm (100%)
$207,520 * 30/30
$207,520
COGS ước tính tháng Sáu (26.7%)
$228,270 * 8/30
$60,870
Hàng tồn kho dự kiến vào ngày 28 tháng 2 năm 2017
$600,410

Bảng 4.4 tính toán các số liệu dự phóng (pro forma) tương tự cho từng tháng.4

Chuyển sang tài sản, nhà xưởng và thiết bị ròng (PP&E), chúng ta đã giả định ở Chương 3 mức tăng 5% vào năm 2017. Để đơn giản, chúng ta giả định mức tăng này diễn ra vào ngày đầu năm.5 Do đó, PP&E tăng từ $350,000 vào cuối tháng 12 năm 2016 lên $368,000 vào ngày 1 tháng 1 năm 2017 và giữ nguyên đến hết ngày 31 tháng 12 năm 2017.6

Bây giờ chúng ta chuyển sang phần nợ phải trả và giá trị ròng của Bảng cân đối kế toán.

4Đối với hàng tồn kho sau tháng 8 năm 2017, chúng ta cần tính doanh thu và giá vốn hàng bán (COGS) trong năm 2018, và chúng ta làm điều đó bằng cách giả định tiếp tục tăng trưởng doanh thu 25% mỗi năm và các mối quan hệ trên Báo cáo thu nhập như trên (COGS bằng 75,46% doanh thu).
5Giả định PP&E tăng trong suốt cả năm cũng có thể thực hiện được.
6Thực tế, điều này có nghĩa là PIPES cũng đang tăng PP&E mỗi tháng (trừ tháng 1) đúng bằng chi phí khấu hao.

BẢNG 4.4
TÍNH TOÁN HÀNG TỒN KHO THEO THÁNG DỰ PHÒNG (PRO FORMA) CỦA PIPES CHO NĂM 2017

COGS	83.01	124.51	166.01	166.01	207.52	228.27
100% Month + 1	124.51	166.01	166.01	207.52	228.27	228.27
100% Month + 2	166.01	166.01	207.52	228.27	228.27	228.27
100% Month + 3	166.01	207.52	228.27	228.27	228.27	186.76
8/30 days of Month + 4	55.34	60.87	60.87	60.87	49.80	49.80
98 days COGS	511.87	600.41	662.66	724.92	734.60	693.10

COGS	228.27	228.27	186.76	186.76	166.01	103.76
100% Month + 1	228.27	186.76	186.76	166.01	103.76	103.76
100% Month + 2	186.76	186.76	166.01	103.76	103.76	155.64
100% Month + 3	186.76	166.01	103.76	103.76	155.64	207.52
8/30 days of Month + 4	44.27	27.67	27.67	41.50	55.33	55.33
98 days COGS	646.06	567.21	484.20	415.03	418.49	522.25

Khoản nợ ngân hàng, như đã trình bày trong Chương 3, là một khoản vay ngắn hạn và là con số bù (plug number). Chúng ta hãy nhanh chóng nhấn mạnh một điểm về lãi suất, rồi chúng ta sẽ quay lại chỉ tiêu này ở phần bên dưới. Mức lãi suất cũng quyết định chi phí lãi vay trên Báo cáo thu nhập, từ đó quyết định lợi nhuận ròng của từng tháng. Chúng ta giả định lãi suất năm là 7%. Mức này giống với Chương 3. Lãi suất cho nợ dài hạn cũng giống Chương 3, bằng 9%.

Trong Bảng 4.2, báo cáo thu nhập hàng tháng dự phòng (pro forma) ban đầu của chúng ta, chúng ta thiết lập chi phí lãi vay hàng tháng là $3,917 — tức là số tiền ước tính cả năm $47,000 (từ Bảng 3.3a trong Chương 3) chia cho 12. Tại đây, chúng ta sẽ đưa ra giả định đơn giản rằng chi phí lãi vay trong tháng dựa trên dư nợ cuối tháng trước. Lãi suất năm 7% của chúng ta tương ứng với lãi suất tháng đơn giản là 0.5833% (7%/12), và lãi suất năm 9% tương ứng với lãi suất tháng đơn giản là 0.75% (9%/12).7 Vào tháng 1 năm 2017, chi phí lãi vay dự phòng là $2,792 (nợ ngân hàng vào ngày 31/12/2016 là $350,000 nhân với 0.5833% = $2,042 cộng với tổng nợ dài hạn $100,000 * 0.75% = $750). Đối với tháng 2 và các tháng tiếp theo, như trình bày bên dưới, trước tiên chúng ta cần tính số dư cuối kỳ của nợ trong tháng trước.

Khoản phải trả nhà cung cấp (accounts payable) được thiết lập ở mức 10 ngày mua hàng (sử dụng giả định từ Chương 3, bao gồm chiết khấu nhà cung cấp). Làm thế nào để tính lượng mua hàng hàng tháng? Như đã lưu ý trong chương trước:

Opening Inventory + Purchases −Cost of Goods Sold = Ending Inventory

Để tìm lượng mua hàng, chúng ta có thể sắp xếp lại công thức như sau:

Purchases = Ending Inventory + Cost of Goods Sold −Opening Inventory

7Một lần nữa, chúng ta có thể chính xác hơn và lưu ý rằng lãi suất hàng năm 7% gộp lãi hàng tháng tương đương với lãi suất hàng tháng là 0.566% và lãi suất hàng năm 9% tương đương với lãi suất hàng tháng là 0.7207%.

BẢNG 4.5
Tính toán Khoản phải trả theo Dự phóng Hàng tháng của PIPES cho năm 2017

January	83.01	511.87	–418.00	176.88	*10/30	58.96
February	124.51	600.41	–511.87	213.05	*10/30	71.02
March	166.01	662.66	–600.41	228.26	*10/30	76.09
April	166.01	724.92	–662.66	228.27	*10/30	76.09
May	207.52	734.60	–724.92	217.20	*10/30	72.40
June	228.27	693.10	–734.60	186.77	*10/30	62.26
July	228.27	646.06	–693.10	181.23	*10/30	60.41
August	228.27	567.21	–646.06	149.42	*10/30	49.81
September	186.76	484.20	–567.21	103.75	*10/30	34.58
October	186.76	415.03	–484.20	117.59	*10/30	39.20
November	166.01	418.49	–415.03	169.47	*10/30	56.49
December	103.76	522.25	–418.49	207.52	*10/30	69.17

Tồn kho cuối tháng trước là tồn kho đầu tháng hiện tại, và chúng ta đã tính được tồn kho cuối tháng và COGS ở trên. Điều này cho phép chúng ta tính lượng mua hàng cho từng tháng. Thanh toán trong 10 ngày chỉ đơn giản là lượng mua hàng của tháng trước chia cho 3 (sử dụng 30 ngày/tháng). Điều này được thể hiện trong Bảng 4.5.

Trước đây, trong các báo cáo dự phóng hàng năm, chúng ta giữ nợ phải trả tích lũy (accrued liabilities) ở mức 25.000 đô la. Một trong những thành phần quan trọng nhất của nợ phải trả tích lũy là thuế phải nộp (taxes payable). Khi giữ nợ phải trả tích lũy không đổi, chúng ta ngầm giả định rằng số thuế phải nộp cũng không đổi qua các năm. Giả định này có lẽ không đúng trong thực tế. Với các báo cáo dự phóng hàng tháng, chúng ta sẽ thực tế hơn. Thuế được tích lũy hàng tháng và được thanh toán hàng quý (xem khung về thuế thu nhập bên dưới). Vì vậy, hãy hít thở sâu và thư giãn; bây giờ chúng ta sẽ dạy bạn điều gì đó mới không chỉ về dự phóng tài chính, mà còn về thuế.

Tờ khai thuế thu nhập doanh nghiệp liên bang phải nộp vào ngày 15 của tháng thứ ba sau ngày kết thúc năm tài chính của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp như PIPES, với năm tài chính kết thúc vào ngày 31 tháng 12 (theo năm dương lịch), có hạn nộp thuế là ngày 15 tháng 3. Ngoài tờ khai thuế hàng năm, chính phủ cũng yêu cầu các khoản thanh toán theo quý (đối với các doanh nghiệp có năm tài chính kết thúc theo năm dương lịch, các khoản này sẽ đến hạn vào ngày 15 tháng 3, 15 tháng 6, 15 tháng 9 và 15 tháng 12). Các khoản thanh toán này có thể dựa trên số tiền mà doanh nghiệp dự kiến sẽ phải nộp cho năm hiện tại hoặc dựa trên tổng số thực tế của năm trước. (Vì chúng là các khoản thanh toán theo quý, số tiền thanh toán mỗi quý là 1/4 tổng số hàng năm.)

Nếu một công ty thực hiện các khoản thanh toán theo quý dựa trên năm hiện tại và nộp thiếu vì ước tính quá thấp, chính phủ sẽ tính lãi và có thể áp dụng các hình phạt. Tuy nhiên, nếu một công ty thực hiện các khoản thanh toán theo quý dựa trên số tiền thực tế nợ của năm trước, thì sẽ không bị tính lãi hay phạt khi nộp thiếu. Điều này được gọi là quy tắc bến cảng an toàn (safe harbor rule), vì nó cung cấp một cơ chế cho phép các công ty có thể thiết lập

(Tiếp tục)

mức thanh toán và không bị phạt vì nộp thiếu. (Chính phủ không trả lãi cho số tiền nộp thừa.) Nếu bạn kỳ vọng thuế của mình sẽ tăng, hoặc không chắc chắn chúng sẽ là bao nhiêu, có thể nên thanh toán dựa trên số thuế thực tế của năm trước. Hầu hết các công ty, như chúng tôi làm cho PIPES, chọn cách thanh toán theo quý dựa trên số tiền thực tế nợ từ năm trước. (Đây không phải là tài chính; đây là luật thuế. Các tác giả không thể bắt đầu giải thích cho bạn logic về cách chính phủ đánh thuế.)

Trong bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma Balance Sheets) hàng tháng của chúng tôi, các khoản dồn tích (accruals) sẽ thay đổi mỗi tháng theo số thuế phải nộp trong tháng đó. Chúng cũng sẽ thay đổi vào tháng 3, tháng 6, tháng 9 và tháng 12 do việc thanh toán thuế ước tính. Cuối cùng, vào tháng 3 sẽ có một khoản thanh toán bổ sung (hoặc hoàn trả) để bù trừ số thuế nợ của năm trước với số tiền đã thanh toán theo thuế ước tính (tức là các khoản thanh toán theo quý) trong năm đó.

PIPES kết thúc năm 2016 với nợ phải trả dồn tích là $25,000. Chúng tôi giả định điều này bao gồm thuế phải trả $9,000 (sẽ được thanh toán vào tháng 3/2017) cộng với $16,000 nợ phải trả dồn tích khác.

Chi phí thuế trong năm 2016
$44,000
Thanh toán thuế trong năm 2016 = chi phí thuế năm 2015
$35,000
Số dư còn nợ vào 31/12 sẽ được thanh toán vào 15/3/17
$ 9,000

PIPES cũng sẽ thanh toán thuế ước tính theo quý là $11,000 vào tháng 3, tháng 6, tháng 9 và tháng 12 năm 2017 (dựa trên tổng chi phí thuế năm 2016 là $44,000). Các khoản thanh toán theo quý trong năm được căn cứ trên tổng chi phí thuế thực tế của năm trước.8 Điều này có nghĩa là các khoản dồn tích hàng tháng sẽ tăng mỗi tháng theo chi phí thuế của tháng hiện tại và giảm $20,000 vào tháng 3/2017 (bao gồm $9,000 nợ từ năm 2016 cộng với $11,000 khoản thanh toán ước tính theo quý) và giảm $11,000 vào tháng 6, tháng 9 và tháng 12 năm 2017.

Lưu ý rằng cũng giống như mối quan hệ vòng tròn giữa lãi vay phải trả trên Báo cáo thu nhập hàng tháng và nợ ngân hàng trên Bảng cân đối kế toán hàng tháng, các khoản trích trước thuế cũng là một phần của mối quan hệ này. Điều này là do thuế phải nộp mỗi tháng phụ thuộc vào thu nhập trước thuế, mà thu nhập trước thuế lại phụ thuộc vào lãi vay phải trả, và cứ thế. Vì vậy, để tính toán các khoản trích trước hàng tháng của chúng ta dưới đây, chúng ta cũng phải tính chi phí lãi vay hàng tháng, và để tính chi phí lãi vay hàng tháng, chúng ta phải tính nợ ngân hàng hàng tháng, và để tính nợ ngân hàng hàng tháng, chúng ta phải tính thu nhập ròng hàng tháng.

Như chúng ta đã đề cập trong Chương 3, các chương trình bảng tính hiện đại có thể giải quyết vấn đề đồng thời này. Tuy nhiên, ở đây chúng ta sẽ làm theo phương pháp lặp để minh họa cách hoạt động thay vì chỉ áp dụng một giải pháp "hộp đen". Quan trọng: Như đã nêu trên, chúng ta giả định rằng lãi vay cho một tháng nhất định dựa trên nợ ngân hàng cuối tháng trước đó. (Mặc dù đây không phải là giải pháp đồng thời, nhưng nó cho kết quả gần với giải pháp đồng thời.)

8 35.000$ là tổng số tiền thuế từ năm 2015 và do đó chúng ta giả định đó là tổng số tiền PIPES đã nộp thuế ước tính trong năm 2016. Cũng lưu ý rằng các khoản trích trước không chỉ bao gồm thuế (chúng cũng bao gồm tiền lương, tiền điện, v.v.), nhưng để đơn giản, chúng ta giả định các khoản này không đổi ở mức 16.000$ vào cuối mỗi tháng.

Như có thể thấy trong Bảng 4.6,9 các khoản trích trước vào cuối tháng 1 năm 2017 sẽ là 21.040$. (25.000$ vào cuối tháng 12 năm 2016 trừ đi 3.960$ thu hồi thuế. Khoản thu hồi thuế này là do PIPES có lỗ trước thuế hàng tháng vào tháng 1, vì vậy chi phí thuế là một số âm.) Nợ phải trả trích trước là 21.290$ vào cuối tháng 2 (21.040$ vào cuối tháng 1 cộng với chi phí thuế tháng 2 là 250$), và 6.000$ vào cuối tháng 3 (21.290$ vào cuối tháng 2 cộng với chi phí thuế tháng 3 là 4.710$ trừ đi 9.000$ thanh toán cho thuế nợ từ năm 2016 và trừ đi 11.000$ trả góp hàng quý cho năm 2017). Chuyển sang cuối tháng 12 năm 2017, các khoản trích trước là 37.170$, có thể tính tương tự (số dư từ tháng 11 là 50.140$ trừ đi thu hồi thuế tháng 12 là 1.970$ trừ đi trả góp hàng quý là 11.000$). Số dư cuối năm là 37.170$ cũng có thể được tính bằng 21.170$ số dư thuế nợ cho năm 2017 (chi phí thuế năm 2017 là 65.170$ trừ đi bốn lần trả góp hàng quý mỗi lần 11.000$ tổng cộng là 44.000$) cộng với 16.000$ hằng số cho các khoản trích trước khác.

Tiếp tục xuống phần Bảng cân đối kế toán, nợ dài hạn giảm dần với các khoản trả hàng năm là 10.000 đô la. Giống như với PP&E (tài sản, nhà xưởng và thiết bị), vấn đề là thời điểm các khoản thanh toán được thực hiện. Ở đây, các tác giả đã chọn giả định để đơn giản rằng các khoản thanh toán được thực hiện hai lần một năm, với 5.000 đô la được trả vào ngày 30 tháng 6 và 5.000 đô la khác vào ngày 31 tháng 12.10

Vốn chủ sở hữu bao gồm vốn góp (contributed capital), mà (như trong Chương 3) được giả định là không thay đổi, và lợi nhuận giữ lại (retained earnings). Vì PIPES không trả cổ tức, lợi nhuận giữ lại thay đổi hàng tháng theo lãi hoặc lỗ hàng tháng. Ví dụ, lợi nhuận giữ lại vào cuối tháng 12 năm 2016 là 279.000 đô la, và vì PIPES có khoản lỗ trong tháng 1 năm 2017 là 7.360 đô la, lợi nhuận giữ lại vào cuối tháng 1 năm 2017 là 271.640 đô la. Chúng ta sẽ thảo luận về cổ tức và chính sách cổ tức trong Chương 11.

BẢNG 4.6
Tính toán các khoản dồn tích theo dự phóng hàng tháng của PIPES

9Mặc dù chúng ta đã trình bày các Báo cáo kết quả kinh doanh dự phóng hàng tháng, chúng đã không tính đến sự tuần hoàn này. Các Báo cáo kết quả kinh doanh dự phóng hàng tháng đã được điều chỉnh được trình bày trong Bảng 4.7. Các Bảng cân đối kế toán dự phóng hàng tháng tương ứng với các Báo cáo kết quả kinh doanh dự phóng hàng tháng đã điều chỉnh này được đưa ra trong Bảng 4.8.
10Ở Hoa Kỳ, các khoản thanh toán lãi trên trái phiếu doanh nghiệp thường được thực hiện nửa năm một lần (cách nhau sáu tháng). Điều thú vị là, các khoản thanh toán coupon trên trái phiếu euro được thực hiện mỗi năm một lần, nhưng đó là câu chuyện để dành dịp khác.

BẢNG 4.7
Báo cáo kết quả kinh doanh dự phóng hàng tháng của PIPES cho năm 2017 (với Chi phí lãi vay được điều chỉnh)

Revenue	110.00	165.00	220.00	220.00	275.00	302.50	
COGS	83.01	124.51	166.01	166.01	207.52	228.27	
Gross profit	26.99	40.49	53.99	53.99	67.48	74.23	
SG&A	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	
Operating profit	–8.53	4.97	18.47	18.47	31.96	38.71	
Interest expense	2.79	4.25	5.01	5.88	6.35	6.60	
Profit before tax	–11.32	0.72	13.46	12.59	25.61	32.11	
Income tax 35%	–3.96	0.25	4.71	4.41	8.96	11.24	
Net income	–7.36	0.47	8.75	8.18	16.65	20.87	

Revenue	302.50	302.50	247.50	247.50	220.00	137.50	2,750.00
COGS	228.27	228.27	186.76	186.76	166.01	103.76	2,075.16
Gross profit	74.23	74.23	60.74	60.74	53.99	33.74	674.84
SG&A	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	35.52	426.24
Operating profit	38.71	38.71	25.22	25.22	18.47	−1.78	284.60
Interest expense	6.63	6.27	5.69	4.92	4.19	3.86	62.44
Profit before tax	32.08	32.44	19.53	20.30	14.28	−5.64	186.16
Income tax 35%	11.23	11.35	6.84	7.11	5.00	−1.97	65.17
Net income	20.85	21.09	12.69	13.19	9.28	−3.67	120.99

Bây giờ là lúc để làm cho Bảng cân đối kế toán của chúng ta cân bằng và điền vào hai khoản bù (plugs): số dư tiền mặt và khoản vay ngân hàng. Nếu nợ phải trả và giá trị tài sản ròng (net worth) của PIPES lớn hơn tài sản của chúng ta, chúng ta giả định rằng phần chênh lệch được giữ bằng tiền mặt. Nếu tài sản của PIPES lớn hơn nợ phải trả và giá trị tài sản ròng trong bất kỳ tháng nào, phần chênh lệch phải được tài trợ. Và ở đây, nó được giả định là được tài trợ bằng nợ ngân hàng.

Trong mỗi tháng của năm 2017, nợ phải trả (liabilities) và giá trị tài sản ròng (net worth) đều nhỏ hơn tài sản (assets), do đó tiền mặt duy trì ở mức tối thiểu $45,000, và khoản vay ngân hàng có số dư dương. Vào tháng 1 năm 2017, khoản vay ngân hàng cần thiết để tài trợ cho tài sản (và để làm cho Bảng cân đối kế toán của chúng ta cân bằng) là $598,930. Tháng 2 là $729,690, và tiếp tục tăng lên đến $1,014,920 vào tháng 6 trước khi giảm xuống còn $554,820 vào cuối năm.

MỘT BỨC TRANH KHÁC VỀ DOANH NGHIỆP

Vậy, Bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma Balance Sheet) hàng năm được lập trong Chương 3 so sánh như thế nào với các Bảng cân đối kế toán dự phóng hàng tháng trong Bảng 4.8? Dự đoán nào chính xác hơn về hạn mức tín dụng ngân hàng (bank line of credit) mà PIPES cần? Khi chúng ta đưa vào yếu tố mùa vụ (seasonality), nó gây ra sự thay đổi lớn trong nhận thức của chúng ta về doanh nghiệp và trong ước tính về hạn mức tín dụng cần phải thỏa thuận với ngân hàng. Như thấy trong Bảng 4.8, các bảng dự phóng hàng tháng cho thấy PIPES cần hạn mức tín dụng tối đa là $1,015,000 vào cuối tháng 6 năm 2017 trước khi giảm xuống $555,000 vào cuối năm. Lý do cho sự khác biệt lớn theo mùa này là hạn mức tín dụng ngân hàng chủ yếu tài trợ cho các khoản phải thu (receivables) và hàng tồn kho (inventory). Các khoản phải thu

BẢNG 4.8
Bảng cân đối kế toán dự phóng hàng tháng của PIPES cho năm 2017

Cash (plug)	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
Accounts receivable	172.70	227.70	314.05	345.40	400.40	459.25
Inventory	511.87	600.41	662.66	724.92	734.60	693.10
Prepaid expenses	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
Current assets	757.57	901.11	1,049.71	1,143.32	1,208.00	1,225.35
Property, plant, and equipment	368.00	368.00	368.00	368.00	368.00	368.00
Total assets	1,125.57	1,269.11	1,417.71	1,511.32	1,576.00	1,593.35
Nợ ngắn hàng (số bù trừ - plug)	598.93	729.69	879.76	960.78	1,003.54	1,014.92
Phần hiện tại của nợ dài hạn						
Accounts payable	58.96	71.02	76.09	76.09	72.40	62.26
Accruals	21.04	21.29	6.00	10.41	19.37	19.61
Current liabilities	688.93	832.00	971.85	1,057.28	1,105.31	1,106.79
Long-term debt	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	85.00
Total debt	778.93	922.00	1,061.85	1,147.28	1,195.31	1,191.79
Contributed capital	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
Retained earnings	271.64	272.11	280.86	289.04	305.69	326.56
Shareholders' equity	346.64	347.11	355.86	364.04	380.69	401.56
Total debt and equity	1,125.57	1,269.11	1,417.71	1,511.32	1,576.00	1,593.35

Cash (plug)	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
Accounts receivable	474.93	474.93	419.93	388.58	361.08	262.90
Inventory	646.06	567.21	484.20	415.03	418.49	522.25
Prepaid expenses	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
Current assets	1,193.99	1,115.14	977.13	876.61	852.57	858.15
Property, plant, and equipment	368.00	368.00	368.00	368.00	368.00	368.00
Total assets	1,561.99	1,483.14	1,345.13	1,244.61	1,220.57	1,226.15
Nợ ngắn hàng (số bù trừ - plug)	953.33	852.64	721.33	595.89	540.28	554.82
Phần hiện tại của nợ dài hạn						
Accounts payable	60.41	49.81	34.58	39.20	56.49	69.17
Accruals	30.84	42.19	38.03	45.14	50.14	37.17
Current liabilities	1,054.58	954.64	803.94	690.23	656.91	671.16
Long-term debt	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00	80.00
Total debt	1,139.58	1,039.64	888.94	775.23	741.91	751.16
Contributed capital	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
Retained earnings	347.41	368.50	381.19	394.38	403.66	399.99
Shareholders' equity	422.41	443.50	456.19	469.38	478.66	474.99
Total debt and equity	1,561.99	1,483.14	1,345.13	1,244.61	1,220.57	1,226.15

đạt đỉnh vào tháng 7 và tháng 8 (trong những tháng bán hàng sôi động nhất), trong khi hàng tồn kho đạt đỉnh vào tháng 5 (ngay trước đó). Vào tháng 12, các khoản phải thu và hàng tồn kho thấp hơn nhiều do doanh số hàng tháng thấp hơn.

Mở rộng các bảng dự phóng đến năm 2018 và 2019 (minh họa trong Phụ lục 4A và 4B ở cuối chương) cho thấy PIPES sẽ cần đỉnh lần lượt là $1,189,150 và $1,453,960 trước khi giảm xuống các dự phóng cuối năm là $631,980 và $755,330.

Do đó, các bảng dự phóng hàng tháng cho thấy một bức tranh rất khác về PIPES và nhu cầu tài chính của nó so với các bảng dự phóng hàng năm do tính mùa vụ của doanh nghiệp này. Việc yêu cầu ngân hàng cấp hạn mức tín dụng $557,000 là rất khác so với hạn mức trên $1 triệu. Nếu cả PIPES và ngân hàng đều không thực hiện tính toán kỹ lưỡng, hạn mức tín dụng $557,000 sẽ bị sử dụng hết vào tháng 1 năm 2017 (khi cần tới $599,000).

Bổ Sung Tinh Chỉnh

Bây giờ chúng ta đã có một dự phóng cơ sở (baseline projection), chúng ta có thể đưa ra nhiều giả định và điều chỉnh bổ sung. Chúng ta có thể thay đổi các giả định về mức độ thời vụ của doanh số (sales seasonality), chúng ta có thể thay đổi các giả định về cách thức hoạt động kinh doanh (ví dụ: chúng ta có thể giả định PIPES bắt đầu áp dụng chiết khấu cho khách hàng thanh toán ngay), v.v. Tuy nhiên, các công cụ để xây dựng các báo cáo tài chính dự phóng (pro formas) đã có sẵn, và với bảng tính máy tính, việc tạo ra nhiều kịch bản khác nhau là dễ dàng.

Quay Lại Với Ngân Hàng

Bây giờ chúng ta hãy xem xét lại quan điểm của ngân hàng: Liệu ngân hàng có sẵn lòng cấp cho PIPES một hạn mức tín dụng (line of credit) 1,1 triệu đô la vào năm 2017, tăng lên 1,5 triệu đô la vào năm 2019 không? Các câu hỏi chúng ta đã hỏi trong Chương 3 để xác định số tiền ngân hàng nên sẵn lòng cho vay là:

1. *Tại sao công ty cần tiền?*
2. *Công ty cần bao nhiêu?*
3. *Khi nào ngân hàng sẽ được hoàn trả?*
4. *Rủi ro liên quan là gì?*

Câu trả lời cho câu hỏi 1 vẫn giữ nguyên. PIPES cần tiền để tài trợ cho các khoản phải thu (receivables) và hàng tồn kho (inventory). Số tiền cần trong câu hỏi 2 tăng lên vì PIPES cần nhiều tiền hơn so với Chương 3 do tính thời vụ (seasonality). Câu trả lời cho câu hỏi 3 cũng giống như ở Chương 3—đây là một nhu cầu tài chính dài hạn và không được dự kiến sẽ được trả lại sớm. Tuy nhiên, khoản vay có hai phần: một nhu cầu cố định trong năm 2017 khoảng $550,000, và một nhu cầu biến động suốt năm. (Như chúng ta sẽ thảo luận trong phần tiếp theo của cuốn sách, các công ty có thể muốn đưa nhu cầu cố định của mình và tài trợ nó trên thị trường vốn bằng trái phiếu thay vì chỉ sử dụng ngân hàng.)

Xét đến câu hỏi 4, mức độ rủi ro của khoản vay đòi hỏi chúng ta phải xem xét lại phần thảo luận về tài sản thế chấp (collateral) từ Chương 3. Bảng 4.9 là một phiên bản tái hiện của Bảng 3.5 từ Chương 3 cho các tháng Sáu và Mười Hai. Các tỷ lệ cho ngày 31 tháng Mười Hai là

BẢNG 4.9
Đánh giá đòn bẩy (Leverage) và tài sản thế chấp (Collateral)

	2017	2018	2019
Nợ/Tổng tài sản tại ngày 30 tháng 6			
70%			
70%			
65%			
Nợ/Tổng tài sản tại ngày 31 tháng 12:			
53%			
49%			
46%			
Ngày 30 tháng 6: (000s)			
(a) Số dư tiền mặt yêu cầu			
$ 45			
$ 45			
$ 45			
(b) Các khoản phải thu (Receivables) ở mức 80% giá trị kế toán			
$ 367			
$ 459			
$ 574			
(c) Hàng tồn kho (Inventory) ở mức 60% giá trị kế toán			
$ 416			
$ 518			
$ 651			
(d) Tài sản, nhà máy và thiết bị (PP&E) ở mức 85% giá trị kế toán			
$ 313			
$ 343			
$ 412			
Tổng giá trị thanh lý ước tính của tài sản thế chấp			
$1,141			
$1,365			
$1,682			
Nợ dài hạn			
$ 95			
$ 85			
$ 75			
Khoản vay			
$1,015			
$1,189			
$1,454			
Tổng nợ			
$1,110			
$1,274			
$1,529			
Tài sản thế chấp/Nợ tại ngày 30 tháng 6			
103%			
107%			
110%			
Tài sản thế chấp/Khoản vay tại ngày 30 tháng 6			
112%			
115%			
116%			

Chương 3 (với một số khác biệt rất nhỏ do điều chỉnh chi phí lãi vay và nợ phải trả tích lũy).

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản vào tháng 6 cao hơn vào tháng 12 trong mỗi năm. Điều này, như đã giải thích ở trên, không đáng ngạc nhiên và là do tính thời vụ của các khoản phải thu và hàng tồn kho. Tỷ lệ tài sản thế chấp trên khoản vay cũng đã giảm. Điều này là do chúng ta phải tài trợ 100% mức tăng theo mùa vụ của các khoản phải thu và hàng tồn kho nhưng chỉ cho phép 80% và 60% số tiền đó làm tài sản thế chấp. Trong khi công ty rất có lãi và dường như được quản lý tốt, mức đòn bẩy trong năm cao hơn trong khi lượng tài sản thế chấp thấp hơn.

Mặc dù không phải tất cả các tháng đều được hiển thị trong Bảng 4.9, trong trường hợp của PIPES, khoản vay tối đa và tài sản thế chấp tối đa đều vào tháng 6. (Để có nhận định này cần ước tính tài sản thế chấp theo từng tháng.) Tuy nhiên, điều này không phải luôn đúng cho tất cả các công ty. Lưu ý rằng đối với PIPES, các khoản phải thu tối đa là vào tháng 7 và hàng tồn kho tối đa là vào tháng 5. Tùy thuộc vào các giá trị chính xác và giá trị tài sản thế chấp của chúng, khoản vay tối đa và tài sản thế chấp không nhất thiết phải trùng nhau. Do đó, mặc dù không phải là một yếu tố lớn đối với PIPES, tính thời vụ cũng ảnh hưởng đến sự an toàn của khoản vay. Nếu chúng ta bán quần áo phụ nữ (có yếu tố mốt/thời trang) thay vì ống nhựa PVC (thường không thay đổi qua từng năm) thì sự khác biệt giữa tài trợ hàng tồn kho và tài trợ các khoản phải thu sẽ còn lớn hơn.

Rủi ro của khoản vay từ ngân hàng đã tăng lên, đặc biệt là vào tháng 6. Tuy nhiên, tỷ lệ tài sản thế chấp so với khoản vay vẫn lớn hơn 100%, và công ty vẫn được quản lý tốt. Phân tích trong Bảng 4.9 sẽ khiến ngân hàng xem xét kỹ hơn tài khoản này, nhưng theo quan điểm của các tác giả, điều này không nên và sẽ không khiến ngân hàng từ chối yêu cầu hạn mức tín dụng cao hơn. Cũng lưu ý rằng, khi công ty tăng trưởng với tốc độ 25%, tỷ lệ tài sản thế chấp/khoản vay và tỷ lệ nợ/tài sản vẫn không đổi. Tốc độ tăng trưởng nhanh hơn sẽ làm cho các tỷ lệ này thấp hơn và tốc độ tăng trưởng chậm hơn sẽ làm cho các tỷ lệ này cao hơn.

TÓM TẮT

Chương này đã trình bày cơ chế tạo lập các báo cáo pro forma hàng tháng khi đối mặt với doanh số bán hàng theo mùa vụ. Chúng tôi đã chỉ ra rằng các biến động lớn trong tài trợ có thể phát sinh trong một năm nhất định do tính thời vụ. Người đọc giờ có thể hiểu rằng việc lập báo cáo tài chính pro forma tập trung thảo luận của ban quản lý vào:

1. Liệu công ty có được dự báo là có lãi hay không
2. Công ty cần bao nhiêu vốn tài trợ

Như đã đề cập ở chương trước, nếu ban quản lý đến ngân hàng để vay vốn, họ nên chuẩn bị trước các con số này để biết chính xác cần yêu cầu gì từ ngân hàng cũng như để tạo sự tin cậy. Ngoài ra, khi ban quản lý đang xem xét thay đổi bất kỳ khía cạnh nào trong hoạt động của mình (ví dụ: thay đổi thời hạn thanh toán cho nhà cung cấp xuống còn 10 ngày), họ phải dự báo tác động của thay đổi đó.

Chúng ta chưa hề khai thác hết mọi cách mà ba công cụ của chúng ta (Nguồn và Sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds), phân tích tỷ số (ratio analysis), và báo cáo pro forma (pro formas)) có thể được sử dụng. Tuy nhiên, người đọc giờ đây sẽ có cảm nhận rõ tại sao những công cụ này quan trọng và chúng thực sự mạnh mẽ như thế nào.

Điểm hấp dẫn sắp tới

Chương tiếp theo giới thiệu về cấu trúc vốn của công ty (capital structure). Cụ thể, đó là cách một công ty quyết định tài trợ cho tài sản của mình. Chương này sử dụng ví dụ về Massey Ferguson, một nhà sản xuất thiết bị nông nghiệp vào những năm 1980, để minh họa rằng một công ty phải cân nhắc nhiều yếu tố, không chỉ chi phí, khi tài trợ cho chính mình.

PHỤ LỤC 4A: BÁO CÁO THU NHẬP DỰ KIẾN (PRO FORMA) HÀNG THÁNG VÀ BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN CỦA PIPES, NĂM 2018

Revenue	137.50	206.25	275.00	275.00	343.75	378.13
COGS	103.76	155.64	207.52	207.52	259.39	285.34
Gross profit	33.74	50.61	67.48	67.48	84.36	92.79
SG&A	44.40	44.40	44.40	44.40	44.40	44.40
Operating profit	(10.66)	6.21	23.08	23.08	39.96	48.39
Profit before tax	(14.57)	1.60	17.52	16.54	32.80	40.85
Income tax 35%	(5.10)	0.56	6.13	6.79	11.48	14.30
Net income	(9.47)	1.04	11.39	10.75	21.32	26.55

Revenue	378.13	378.13	309.38	309.38	275.00	171.88	3,437.53
COGS	285.34	285.34	233.46	233.46	207.52	129.70	2,593.99
Gross profit	92.79	92.79	75.92	75.92	67.48	42.18	843.54
SG&A	44.40	44.40	44.40	44.40	44.40	44.40	532.80
Operating profit	48.39	48.39	31.52	31.52	23.08	(2.22)	310.74
Interest expense	7.57	7.21	6.56	5.57	4.70	4.32	71.25
Profit before tax	40.82	41.18	24.96	25.95	18.38	(6.54)	239.49
Income tax 35%	14.28	14.41	8.74	9.08	6.43	(2.29)	83.81
Net income	26.54	26.77	16.22	16.87	11.95	(4.25)	155.68

Cash (plug)	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
Khoản phải thu[11]	215.88	284.63	392.56	431.75	500.50	574.06
Inventory[12]	635.51	745.76	823.58	901.39	914.36	862.48
Prepaid expenses	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
Current assets	924.39	1,103.39	1,289.14	1,406.14	1,487.86	1,509.54
PP&E	404.00	404.00	404.00	404.00	404.00	404.00
Total assets	1,328.39	1,507.39	1,693.14	1,810.14	1,891.86	1,913.54
Bank debt (plug)	674.38	837.20	1,005.08	1,111.33	1,176.06	1,189.15
Phần nợ dài hạn đáo hạn trong năm	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Accounts payable[13]	73.49	88.63	95.11	95.11	90.78	77.82
Accruals	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
Current liabilities	782.87	960.83	1,135.19	1,241.44	1,301.84	1,301.97
Long-term debt	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00	75.00
Total debt	862.87	1,040.83	1,215.19	1,321.44	1,381.84	1,376.97
Retained earnings	390.52	391.56	402.95	413.70	435.02	461.57
Shareholders' equity	465.52	466.56	477.95	488.70	510.02	536.57
Total debt and equity	1,328.39	1,507.39	1,693.14	1,810.14	1,891.86	1,913.54

11Khoản phải thu được tính bằng 47 ngày doanh thu trong quá khứ.
12Hàng tồn kho được tính bằng 97.5 ngày giá vốn hàng bán (COGS) trong tương lai.
13Khoản phải trả được tính bằng 10 ngày mua hàng. Các khoản dồn tích (accruals), để đơn giản, được giữ cố định và không điều chỉnh cho các khoản thanh toán thuế như trong chương.

Cash (plug)	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
Accounts receivable	593.66	593.66	524.91	485.72	451.34	328.63
Inventory	804.12	706.85	603.09	515.55	518.79	648.48
Prepaid expenses	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
Current assets	1,470.78	1,373.51	1,201.00	1,074.27	1,043.13	1,050.11
PP&E	404.00	404.00	404.00	404.00	404.00	404.00
Total assets	1,874.78	1,777.51	1,605.00	1,478.27	1,447.13	1,454.11
Bank debt (plug)	1,126.01	1,014.94	845.67	696.66	631.96	631.98
Phần nợ dài hạn đến hạn (LTD)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Accounts payable	75.66	62.69	43.23	48.64	70.25	86.46
Accruals	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
Current liabilities	1,236.76	1,112.63	923.90	780.30	737.21	753.44
Long-term debt	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	70.00
Total debt	1,311.76	1,187.63	998.90	855.30	812.21	823.44
Retained earnings	488.11	514.88	531.10	547.97	559.92	555.67
Shareholders' equity	563.11	589.88	606.10	622.97	634.92	630.67
Total debt and equity	1,874.78	1,777.51	1,605.00	1,478.27	1,447.13	1,454.11

PHỤ LỤC 4B: BÁO CÁO THU NHẬP DỰ KIẾN (PRO FORMA) HÀNG THÁNG VÀ BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN CỦA PIPES, NĂM 2019

Revenue	171.88	257.81	343.75	343.75	429.69	472.66
COGS	129.70	194.55	259.39	259.39	324.24	356.67
Gross profit	42.18	63.26	84.36	84.36	105.45	115.99
SG&A	55.50	55.50	55.50	55.50	55.50	55.50
Operating profit	–13.32	7.76	28.86	28.86	49.95	60.49
Profit before tax	–17.61	2.43	22.33	21.10	41.42	51.49
Income tax 35%	–6.16	0.85	7.82	7.34	14.50	18.02
Net income	–11.45	1.58	14.51	13.76	26.92	33.47

Revenue	472.66	472.66	386.72	386.72	343.75	214.84	4,296.89
COGS	356.67	356.67	291.82	291.82	259.39	162.12	3,242.43
Gross profit	115.99	115.99	94.90	94.90	84.36	52.72	1,054.46
SG&A	55.50	55.50	55.50	55.50	55.50	55.50	666.00
Operating profit	60.49	60.49	39.40	39.40	28.86	−2.78	388.46
Interest expense	9.04	8.58	7.76	6.52	5.44	4.97	83.75
Profit before tax	51.45	51.91	31.64	32.88	23.42	−7.75	304.71
Income tax 35%	18.01	18.17	11.07	11.51	8.20	−2.71	106.62
Net income	33.44	33.74	20.57	21.37	15.22	−5.04	198.09

Cash (plug)	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
Accounts receivable[14]	269.84	355.78	490.70	539.69	625.63	717.58
Inventory[15]	802.18	940.76	1,038.03	1,135.30	1,149.96	1,085.11
Prepaid expenses	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
Current assets	1,145.02	1,369.54	1,601.73	1,747.99	1,848.59	1,875.69
PP&E	485.00	485.00	485.00	485.00	485.00	485.00
Total assets	1,630.02	1,854.54	2,086.73	2,232.99	2,333.59	2,360.69
Bank debt (plug)	811.34	1,017.70	1,227.53	1,360.03	1,439.63	1,453.96
Accounts payable[16]	94.46	111.04	118.89	118.89	112.97	97.27
Accruals	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
Current liabilities	940.80	1,163.74	1,381.42	1,513.92	1,587.60	1,586.23
Long-term debt	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	65.00
Total debt	1,010.80	1,233.74	1,451.42	1,583.92	1,657.60	1,651.23
Retained earnings	544.22	545.80	560.31	574.07	600.99	634.46
Shareholders' equity	619.22	620.80	635.31	649.07	675.99	709.46
Total debt and equity	1,630.02	1,854.54	2,086.73	2,232.99	2,333.59	2,360.69

14Khoản phải thu được tính bằng 47 ngày doanh thu trước đó.
15Hàng tồn kho được tính bằng 97,5 ngày giá vốn hàng bán (COGS) trong tương lai.
16Khoản phải trả được tính bằng 10 ngày mua hàng. Các khoản dồn tích, để đơn giản, được giữ nguyên và không điều chỉnh cho các khoản thanh toán thuế như đã làm trong chương.

Cash (plug)	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
Accounts receivable	742.07	742.07	656.13	607.15	564.18	410.78
Inventory	1,011.38	887.45	757.75	650.27	656.27	818.39
Prepaid expenses	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
Current assets	1,826.45	1,702.52	1,486.88	1,330.42	1,293.45	1302.17
PP&E	485.00	485.00	485.00	485.00	485.00	485.00
Total assets	2,311.45	2,187.52	1,971.88	1,815.42	1,778.45	1787.17
Bank debt (plug)	1,374.24	1,233.30	1,020.63	835.40	756.19	755.33
Accounts payable	94.31	77.58	54.04	61.44	88.46	108.08
Accruals	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
Current liabilities	1,503.55	1,345.88	1,109.67	931.84	879.65	898.41
Long-term debt	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00	60.00
Total debt	1,568.55	1,410.88	1,174.67	996.84	944.65	958.41
Retained earnings	667.90	701.64	722.21	743.58	758.80	753.76
Shareholders' equity	742.90	776.64	797.21	818.58	833.80	828.76
Total debt and equity	2,311.45	2,187.52	1,971.88	1,815.42	1,778.45	1,787.17

PHẦN HAI

Tài trợ doanh nghiệp và

Các chính sách tài chính

CHƯƠNG 5
Tại sao Tài trợ lại Quan trọng

(Massey Ferguson)

Chương này thảo luận cách các công ty đưa ra quyết định tài chính—đó là cách các công ty huy động vốn. Nó được thiết kế ở mức độ thảo luận "người phát hiện vấn đề" (issue spotter) hơn là trả lời câu hỏi một cách chi tiết. Chúng ta bắt đầu với tổng quan về chủ đề. Trong các chương sau, chúng ta sẽ trình bày chi tiết cách các quyết định tài chính được đưa ra. Chương này chứng minh rằng việc công ty nên tự tài trợ như thế nào không chỉ được trả lời bằng cách chọn phương pháp rẻ nhất. Chúng tôi minh họa cuộc thảo luận của mình với tình huống mà Massey Ferguson (Massey) phải đối mặt vào đầu những năm 1980.

VỊ THẾ THỊ TRƯỜNG SẢN PHẨM VÀ CHIẾN LƯỢC

Các tác giả của bạn có niềm tin mạnh mẽ rằng bạn không thể thực hiện tài chính doanh nghiệp nếu không hiểu trước vị thế thị trường sản phẩm của công ty—đó là sản phẩm, ngành nghề, đối thủ cạnh tranh, lợi thế và bất lợi, chiến lược thị trường sản phẩm, v.v.

Tài chính doanh nghiệp tốt luôn bắt đầu từ thị trường sản phẩm. Massey là một nhà sản xuất thiết bị nông nghiệp như máy kéo, máy gặt đập liên hợp, máy thu hoạch, v.v. Mặc dù có trụ sở tại Canada, đây là một tập đoàn quốc tế và bán sản phẩm trên khắp thế giới. Vào thời điểm điều tra của chúng tôi năm 1980, các đối thủ cạnh tranh chính của công ty là International Harvester (Harvester) và John Deere (Deere).

Thiết bị nông nghiệp là loại máy móc lớn, phức tạp và đắt tiền. Một nông dân ở Bắc Mỹ sẽ dành nhiều giờ mỗi ngày trong máy gặt đập liên hợp của họ để cày, gieo hạt và thu hoạch. Máy gặt đập liên hợp là loại xe kín thường có nhiều tiện nghi—như điều hòa không khí, dàn âm thanh nổi, và tủ lạnh mini—và có thể có giá, theo điều kiện hiện nay, lên tới hơn $300,000.1. Sản phẩm này không phải là hàng hóa thông thường, và có một số lòng trung thành với thương hiệu.

Massey không nhắm vào phân khúc thiết bị nông nghiệp lớn, cao cấp ở Bắc Mỹ. Trong ba công ty thiết bị nông nghiệp lớn, Massey là công ty duy nhất tập trung vào máy kéo và máy gặt đập cỡ nhỏ. Máy kéo của công ty được sản xuất tại Canada và Anh nhưng được bán trên khắp thế giới. Chiến lược thị trường sản phẩm của Massey phát triển từ dòng sản phẩm máy kéo nhỏ: Massey không cạnh tranh trực tiếp ở Bắc Mỹ với Deere và Harvester vì họ không có những máy kéo lớn hơn mà phần lớn thị trường mong muốn.

1Xem http://jpgmag.com/stories/9752.

của thị trường Bắc Mỹ. Để phát triển một dòng sản phẩm như vậy đòi hỏi một khoản đầu tư khổng lồ vào thiết kế, sản xuất và phân phối.

Do đó, dòng sản phẩm và chiến lược của Massey rất phù hợp. Họ sản xuất máy kéo nhỏ và bán cho các nước có trang trại nhỏ—chủ yếu là châu Á và châu Phi. Bằng cách này, Massey tránh được sự cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ lớn hơn là Harvester và Deere. Ngược lại, Deere sản xuất chủ yếu ở Bắc Mỹ và bán chủ yếu ở Bắc Mỹ.

Chúng ta hãy đặt các câu hỏi sau: Tại sao Massey sản xuất tại Canada và Anh (các nước phát triển) và bán cho châu Á và châu Phi (các nước kém phát triển hơn)? Chẳng phải một công ty được cho là nên sản xuất ở các nước có chi phí thấp và bán ở các nước có chi phí cao sao? Tại sao không sản xuất trên toàn thế giới nếu bạn bán trên toàn thế giới? Hay nói cách khác, tại sao sản xuất lại tập trung trong khi tiêu thụ lại phân tán?

RỦI RO CHÍNH TRỊ VÀ KINH TẾ QUY MÔ TRONG SẢN XUẤT

Hãy tưởng tượng bạn là CEO của Massey và bạn đang phát biểu trước cuộc họp của các nhà phân tích chứng khoán (ngày nay điều này diễn ra qua cuộc gọi hội nghị, nhưng trước đây thường được thực hiện trong các cuộc gặp trực tiếp). Bạn biện minh cho chiến lược tập trung sản xuất tại các quốc gia có chi phí cao và bán hàng cho thế giới đang phát triển như thế nào? Với tư cách là CEO, bạn trả lời bằng cách đặt các câu hỏi sau: Tăng trưởng nông nghiệp trên thế giới nằm ở đâu? Có phải ở Hoa Kỳ không? Điều gì đang xảy ra với số lượng nông dân ở Hoa Kỳ? Mỗi năm số lượng nông dân ở Hoa Kỳ giảm—trong khi số lượng nhân viên tại Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA) tiếp tục tăng lên. Vì vậy, một ngày nào đó, mọi nông dân Hoa Kỳ có thể có nhân viên USDA riêng để mang trà đá ra đồng cho họ. Nói một cách nghiêm túc hơn, trong khi số lượng nông dân và diện tích canh tác ở Hoa Kỳ đang giảm trong giai đoạn này, thì ở phần còn lại của thế giới lại có một cuộc cách mạng xanh, và sau đó là sự tăng trưởng nông nghiệp.

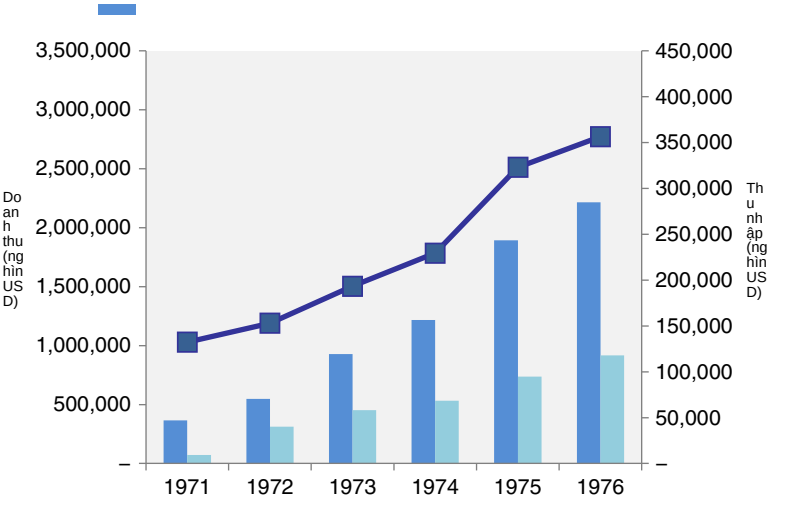
Vậy lập luận của Massey là gì? Massey được định vị để đi đến nơi có tăng trưởng. Massey hoạt động tại hơn 30 quốc gia khác nhau trên thế giới và do đó đa dạng hóa. Ngược lại, Deere phụ thuộc vào những gì xảy ra ở Bắc Mỹ.

Theo một góc nhìn, Massey có vẻ rủi ro; ở góc độ khác, công ty có vẻ an toàn vì nó đa dạng hóa. Lập luận này giống với lập luận của Walter Wriston—CEO của Citibank khi đó là ngân hàng lớn nhất thế giới—trong một cuộc họp với các nhà phân tích chứng khoán vào cùng thời điểm: Citibank cho vay đối với các nước đang phát triển vì đó là nơi có tăng trưởng.

So sánh hai công ty trong cùng ngành: Deere chế tạo máy kéo cỡ lớn ở Bắc Mỹ và bán chủ yếu cho các công ty lớn ở Bắc Mỹ. Massey chế tạo máy kéo cỡ nhỏ ở Canada và bán cho nông dân nhỏ trên toàn thế giới nhờ lợi thế kinh tế sản xuất. Chiến lược nào rủi ro hơn? Có lẽ là Massey, nhưng đó không phải là chiến lược tồi, và đó là chiến lược mà Massey dễ dàng biện minh.

Vậy chiến lược của Massey có hiệu quả không? Tình hình công ty ra sao? Sử dụng báo cáo tài chính của Massey trong Phụ lục 5A, và nhìn vào doanh số giai đoạn 1971–1976, họ

2Để đơn giản hóa về mặt sư phạm, trong một số điểm, chúng tôi sẽ không đưa tất cả các công ty trong ngành vào so sánh của chúng tôi.



HÌNH 5.1
Massey, 1971–1976

gần như tăng gấp ba lần về quy mô (tăng 269%). Tăng trưởng doanh thu bình quân 20% một năm trong giai đoạn này, và ROE bình quân đạt 12,7% (tăng từ mức thấp 2,4% năm 1971 lên 18,4% năm 1976). Do đó, Massey đạt được ROE tốt, với mức tăng trưởng doanh thu 22% trong giai đoạn họ đang cố gắng phát triển thị trường mới. Cụ thể, họ đang tìm cách thâm nhập các thị trường mới, xây dựng cơ sở hạ tầng, thiết lập các đại lý và đội ngũ phân phối, nhưng vẫn tăng trưởng 22% một năm với ROE 12,7%. Đây là một kết quả tốt. Chiến lược thị trường sản phẩm của Massey có thể hơi rủi ro, nhưng điều đó là hợp lý, và kết quả tài chính rất khả quan. Về cơ bản, họ đang đi đến nơi mà đối thủ không có mặt. (Xem Hình 5.1.)

Chiến lược thay thế của Massey là gì? Họ có thể cạnh tranh ở Bắc Mỹ với Harvester và Deere trong thị trường máy gặt đập liên hợp cỡ lớn. Tức là họ có thể phát triển các loại máy gặt đập liên hợp lớn mới để cạnh tranh. Ngoài ra, Massey có thể sử dụng các loại máy kéo họ đã sản xuất và bán chúng ở các nước đang phát triển. Chiến lược nào rủi ro hơn? Đứng trên đồng ruộng trước những chiếc máy gặt đập liên hợp của Harvester và Deere, hay đi đến nơi mà Harvester và Deere không có mặt? Tất nhiên, đây chỉ là một bản tóm tắt ngắn.

MASSEY FERGUSON, 1971–1976

Vậy Massey đã tự tài trợ như thế nào trong giai đoạn 1971–1976? Bằng nợ vay (như có thể thấy trong Phụ lục 5A, cung cấp Báo cáo thu nhập, Bảng cân đối kế toán và các tỷ số chọn lọc của Massey cho giai đoạn 1971–1982). Tỷ lệ nợ/tổng vốn (debt/(debt + equity)) của Massey trung bình đạt 47% từ 1971 đến 1976, và tỷ lệ nợ mục tiêu của công ty dường như nằm trong khoảng 41–51%. Còn các công ty khác mà Massey cạnh tranh thì sao? Harvester ở mức 35,1%, và mức nợ của Deere là 31,3% (và phần lớn nợ của Deere được xếp hạng AA)[3] vào năm 1976 (xem Bảng 5.1).

Tiếp theo, hãy xem xét rủi ro thị trường sản phẩm của ngành này, mà chúng ta sẽ gọi là rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk – BBR) ở đây và trong các chương sau. Kinh doanh thiết bị nông nghiệp là

[3]Ba tổ chức xếp hạng tín nhiệm chính là S&P, Moody's và Fitch. Mỗi tổ chức có cơ chế xếp hạng hơi khác nhau, nhưng về cơ bản mức xếp hạng an toàn nhất là AAA, tiếp theo là AA+, v.v. Mức thấp nhất

BẢNG 5.1
So sánh Massey với các đối thủ cạnh tranh chính năm 1976

	Massey Ferguson	International Harvester	John Deere

rủi ro vì nhu cầu mang tính chu kỳ; nghĩa là, nó dao động theo chu kỳ kinh doanh. Tại sao nhu cầu lại dao động? Vì việc mua máy kéo có thể trì hoãn, giống như hầu hết các thiết bị vốn. Nếu nông dân có một năm tồi tệ, họ sẽ sửa chiếc máy kéo hiện tại thay vì mua một chiếc mới. Bạn cũng làm điều tương tự: nếu bạn có một chiếc ô tô cũ chạy không tốt, nhưng bạn đang học cao học và có nguồn tài chính hạn hẹp, bạn có thể tiếp tục sửa xe và hoãn việc thay xe cho đến khi tốt nghiệp. Tương tự, một nông dân sẽ trì hoãn việc mua máy kéo mới trong thời kỳ khó khăn.

Nhu cầu về thiết bị nông nghiệp cũng rất nhạy cảm với lãi suất. Khi lãi suất tăng, doanh số bán hàng giảm. Tại sao lại có mối quan hệ nghịch đảo? Vì khách hàng không mua thiết bị bằng tiền mặt sẵn có; họ đang tài trợ cho việc mua đó. Khi lãi suất tăng, chi phí tài trợ cho người tiêu dùng trở nên đắt đỏ hơn và ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu. Đồng thời, nếu lãi suất tăng, chi phí tài trợ của Massey có thể tăng. Nếu Massey đã vay với lãi suất cố định, thì không có tác động. Tuy nhiên, xem xét Phụ lục 5A, chúng ta thấy Massey đã sử dụng nhiều nợ ngân hàng, có lãi suất thay đổi. Do đó, khi lãi suất tăng, doanh số của Massey sẽ giảm trong khi chi phí lãi vay của Massey tăng lên. Như vậy, trong một ngành mang tính chu kỳ với doanh số có thể trì hoãn và rất nhạy cảm với lãi suất, Massey đã không làm gì để giảm thiểu rủi ro của mình và thực tế, còn làm trầm trọng thêm bằng nợ ngân hàng.

Ngoài những rủi ro này, Massey còn bán hàng cho các nước đang phát triển. Những thị trường này còn sơ khai, và tăng trưởng không chắc chắn. Có thể có rủi ro chính trị và rủi ro tỷ giá hối đoái. Ngoài ra, còn có khả năng gặp vấn đề hậu cần vì Massey sản xuất tại Anh và Canada, rồi vận chuyển đi khắp thế giới. Do đó, Massey nằm trong ngành kinh doanh theo chu kỳ đầy rủi ro, và hơn nữa họ đang theo đuổi phân khúc rủi ro nhất của thị trường thiết bị nông nghiệp toàn cầu.

Với rủi ro thị trường sản phẩm như vậy, tại sao Massey lại tài trợ bằng nợ? Hãy nhớ rằng, Massey đang sử dụng tài trợ để tăng trưởng. Doanh số tăng trung bình 22% mỗi năm, và ROE trung bình 12,7% mỗi năm. Quay lại trường hợp PIPES (Chương 2), điều này có nghĩa là Massey đang tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng bền vững của nó. Chúng ta định nghĩa tăng trưởng bền vững là:

$$\text{Tăng trưởng bền vững} = ROE \times (1 - DPR),$$

DPR = tỷ lệ trả cổ tức (dividend payout ratio) = cổ tức/lợi nhuận ròng

---

Xếp hạng D nghĩa là doanh nghiệp đang vỡ nợ hoặc không trả lãi và gốc theo đúng hợp đồng nợ. Ngay trên D là C, nhưng hạng này dành cho trái phiếu thu nhập (income bonds), nghĩa là xếp hạng thực tế thấp nhất cho các trái phiếu đang trả coupon trên nợ là CC. Hạng đầu tư (investment grade), mức xếp hạng tối thiểu do chính phủ quy định cho một số khoản đầu tư của tổ chức tài chính, là BBB trở lên. BB và thấp hơn được coi là lợi suất cao hoặc tình trạng rác (junk).

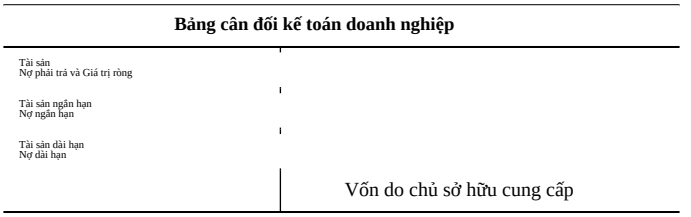
Do đó, Massey phải tài trợ phần chênh lệch để duy trì tăng trưởng. Lựa chọn của Massey là tài trợ bằng vốn cổ phần, tài trợ bằng nợ, hoặc tăng trưởng chậm lại.

Liệu Massey có nên tăng trưởng chậm hơn không? Điều đó trái ngược với chiến lược thị trường sản phẩm của Massey. Massey quyết định nhắm vào các nước đang phát triển để thâm nhập các thị trường này và trở thành nhà lãnh đạo ngành ở đó. Nếu tăng trưởng chậm hơn, một công ty khác có thể tham gia các thị trường này và cạnh tranh với họ.

Tại sao Massey không phát hành vốn cổ phần? Lý do liên quan đến quyền kiểm soát công ty. Vào thời điểm này, Massey bị kiểm soát bởi cổ đông lớn nhất, một công ty đầu tư tên là Argus. Và ai kiểm soát Argus? Conrad Black.4 Về bản chất, Conrad Black đã quyết định không muốn pha loãng quyền sở hữu 16% của Argus trong Massey, điều đó có nghĩa là Massey không thể phát hành vốn cổ phần.

Điều này có nghĩa là Massey đang ở thế bế tắc. Nếu công ty tăng trưởng 22% mỗi năm và ROE của họ chỉ là 12,7% trước cổ tức, họ phải giảm tốc độ tăng trưởng, phát hành cổ phiếu hoặc đi vay. Tăng trưởng chậm hơn lại đi ngược với chiến lược thị trường sản phẩm của họ, và phát hành cổ phiếu lại đi ngược với mong muốn của cổ đông lớn nhất, vì vậy vay nợ là lựa chọn duy nhất của họ.

TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG



Hãy nhìn vào tài khoản chữ T (T account) đại diện cho Bảng cân đối kế toán, với phía bên trái của chữ T đại diện cho tài sản (các nguồn lực mà công ty sở hữu và kiểm soát) và phía bên phải của chữ T đại diện cho nợ phải trả và giá trị ròng (cách thức các nguồn lực được tài trợ). Giả sử doanh số tăng 22% mỗi năm, và giả sử công ty giữ tỷ lệ doanh số/tài sản không đổi. Tỷ lệ này, doanh số/tài sản, còn được gọi là cường độ vốn (capital intensity) hoặc vòng quay tài sản (asset turnover). Có một tỷ lệ cường độ vốn không đổi có nghĩa là công ty sẽ có cùng một mức doanh số trên mỗi đô la tài sản. Do đó, nếu doanh số tăng 22% mỗi năm, thì tài sản cũng tăng 22% mỗi năm.

Bây giờ, nếu tài sản tăng 22% mỗi năm, thì nợ phải trả và giá trị ròng tăng bao nhiêu? Cũng là 22%. Điều này không phải là phép màu. Nếu bạn muốn giữ Bảng cân đối kế toán cân bằng và cường độ vốn giống nhau, nếu doanh số tăng 22% và tài sản tăng 22%, thì nợ phải trả và giá trị ròng cũng phải tăng 22%.

Tiếp theo, giả sử chúng ta cũng giữ đòn bẩy tài chính của công ty, được đo bằng nợ/vốn chủ sở hữu,5 là hằng số. Nếu tỷ lệ nợ phải trả trên giá trị ròng là hằng số và nợ phải trả tăng 22%, thì giá trị ròng

4Conrad Black là người Canada, cha ông từng là chủ tịch của Canadian Breweries và gia đình mẹ ông đã thành lập Great West Life Assurance và tờ báo Daily Telegraph. Năm 1976, Conrad và anh trai ông thừa kế một phần cổ phần thiểu số của Argus Corporation, một tập đoàn đa ngành thực tế kiểm soát Massey Ferguson, cùng với nhiều công ty khác.
5Đòn bẩy tài chính được đo bằng nhiều cách. Nợ/vốn chủ sở hữu, nợ/tài sản và tài sản/vốn chủ sở hữu là ba cách phổ biến nhất (cách trước trực quan hơn trong khi cách sau phù hợp với công thức DuPont được thảo luận sau). Khi nợ/vốn chủ sở hữu, nợ/tài sản hoặc tài sản/vốn chủ sở hữu tăng, đòn bẩy tài chính cũng tăng.

cũng phải tăng trưởng 22%. Tuy nhiên, ROE của Massey tại đây là bao nhiêu? 12.7%. Nếu ROE tăng trưởng 12.7%, thì tỷ lệ tối đa mà giá trị tài sản ròng có thể tăng trưởng nội bộ là 12.7%. Tỷ lệ này sẽ thấp hơn nếu công ty có chi trả cổ tức. Do đó, tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) của một công ty được định nghĩa là:

$$\text{Tăng trưởng bền vững} = \text{ROE} \times (1 - \text{DPR})$$

Để tăng trưởng tài sản ở mức 22%, nhanh hơn tỷ lệ tăng trưởng bền vững là 12.7% (mà không chia cổ tức), Massey phải làm gì? Massey phải phát hành vốn cổ phần bên ngoài (outside equity) để giá trị tài sản ròng có thể tăng hơn 12.7%, hoặc phải tăng nợ phải trả hơn 22%. Phương án sau cũng làm tăng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (debt/equity ratio). Nghĩa là, nếu tài sản của công ty tăng trưởng nhanh hơn tỷ lệ tăng trưởng bền vững và công ty không phát hành vốn cổ phần bên ngoài, thì nợ phải tăng nhanh hơn tài sản. Điều này là cần thiết để giữ Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) cân bằng và là lý do tại sao Massey đã tích lũy quá nhiều nợ và có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao như vậy.

Hiện tại chúng ta đã sử dụng hai tỷ số: cường độ vốn (doanh số trên tài sản) và đòn bẩy (nợ phải trả trên giá trị tài sản ròng) trong thảo luận về tăng trưởng bền vững. Bây giờ chúng ta thêm tỷ số thứ ba: khả năng sinh lời (profitability), mà chúng ta định nghĩa là lợi nhuận trên doanh số.6 Lợi nhuận/doanh số cho biết công ty thu được bao nhiêu lợi nhuận cho mỗi đô la doanh số. Lưu ý rằng doanh số/tài sản nhân với lợi nhuận/doanh số bằng lợi nhuận/tài sản, chính là tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA).

$$\text{ROA} = \text{Net Income} \frac{\text{Sales}}{\text{Sales}}$$
$$\text{Total Assets}$$

Nhân cả ba tỷ số với nhau cho chúng ta phương trình sau, được gọi là Công thức DuPont:

$$\text{ROE} = \text{Net Income} \frac{\text{Sales}}{\text{Sales}} \quad \text{Equity}$$
$$\text{Total Assets} \quad \text{Total Assets}$$

Có thể diễn đạt bằng lời như sau:

$$\text{ROE} = \text{Khả năng sinh lời} \quad \text{Cường độ vốn} \quad \text{Đòn bẩy}$$

Công thức DuPont lần đầu tiên được sử dụng bởi Tập đoàn DuPont vào những năm 1920. Nó rất quan trọng và đôi khi được gọi là Mô hình DuPont. Công thức DuPont nói rằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của một công ty là tích của khả năng sinh lời (lợi nhuận/doanh số) nhân với cường độ vốn (doanh số/tổng tài sản) nhân với đòn bẩy (tổng tài sản/vốn chủ sở hữu). Nếu một công ty muốn tăng ROE, có thể thực hiện bằng một trong ba đòn bẩy: tăng khả năng sinh lời, tăng doanh số trên tài sản, hoặc tăng nợ phải trả trên giá trị tài sản ròng. Do đó, giữ khả năng sinh lời và cường độ vốn không đổi, một công ty có thể tăng ROE bằng cách tăng đòn bẩy.

Công thức DuPont cũng là trọng tâm để hiểu về tăng trưởng bền vững. Tăng trưởng bền vững, như đã nêu ở trên, là tỷ lệ mà một công ty có thể tăng trưởng nội bộ, tức là không cần tài trợ bên ngoài. Nó giả định rằng các tỷ số khác trong Mô hình DuPont không đổi. Nghĩa là, giữ mọi thứ khác không đổi, nếu Massey tăng trưởng nhanh hơn tỷ lệ tăng trưởng bền vững của nó, thì công ty phải sử dụng tài trợ bên ngoài, hoặc nợ hoặc vốn chủ sở hữu.

6Nhớ lại rằng khả năng sinh lời có thể được định nghĩa theo nhiều cách: lợi nhuận/doanh số, lợi nhuận/giá trị ròng, lợi nhuận/tài sản, v.v. Tương tự, đòn bẩy có thể được định nghĩa theo nhiều cách: nợ phải trả/giá trị ròng, nợ phải trả/tổng tài sản, nợ/vốn chủ sở hữu, tổng tài sản/nợ, v.v.

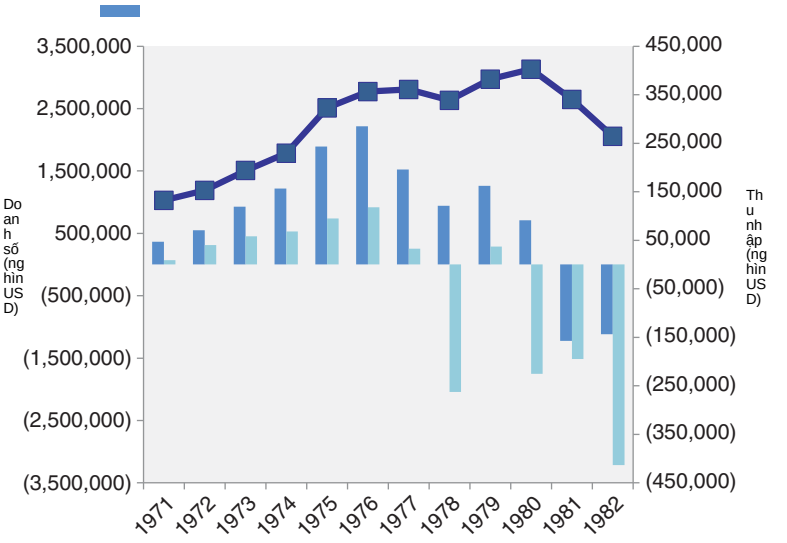
Để xem lại, Massey đang ở trong tình huống sau trong giai đoạn 1971–1976: công ty tăng trưởng nhanh ở mức 22% mỗi năm và có ROE trung bình là 12,8%. Ngoài ra, Massey không muốn phát hành vốn chủ sở hữu bên ngoài để tài trợ cho tăng trưởng của mình. Do đó, công ty phải tài trợ bằng nợ.

GIAI ĐOẠN SAU 1976

Trong giai đoạn này, doanh số và hiệu quả tài chính của Massey giảm sút nghiêm trọng, như thấy trong Hình 5.2.

Điều gì đã sai? Nhiều yếu tố ảnh hưởng đến nhu cầu thiết bị nông nghiệp, dẫn đến sự suy giảm doanh số toàn cầu của Massey. Châu Mỹ Latinh trải qua các hạn chế tiền tệ, nghĩa là tín dụng thắt chặt và doanh số của Massey giảm ở đó. Châu Âu trải qua thời tiết xấu, làm tổn hại đến lợi nhuận nông nghiệp và khiến nông dân trì hoãn mua thiết bị. Vào tháng 1 năm 1980, Hoa Kỳ áp đặt lệnh cấm vận ngũ cốc đối với các chuyến hàng nông sản đến Liên Xô, làm giảm thu nhập của nông dân Hoa Kỳ và do đó làm giảm nhu cầu thiết bị nông nghiệp của Hoa Kỳ. Ngoài việc xuất khẩu giảm, Bắc Mỹ còn chịu suy thoái (1980–1982). Do đó, Châu Mỹ Latinh, Châu Âu và Hoa Kỳ đều trải qua sự giảm nhu cầu đối với thiết bị nông nghiệp. Lãi suất toàn cầu tăng đồng thời, cắt giảm nhu cầu hơn nữa. Cuối cùng, tỷ giá hối đoái biến động bất lợi cho Massey. Cụ thể, bảng Anh trở nên đắt hơn khi sản lượng dầu ở Biển Bắc tăng (đạt đỉnh vào đầu những năm 1980), vì vậy các sản phẩm của Massey sản xuất tại Anh đột nhiên trở nên đắt hơn trên toàn thế giới.

Ngoài ra, có những thay đổi chính trị ở một số quốc gia mà Massey bán hàng. Libya có sự thay đổi chính phủ khi Muammar Gaddafi lên nắm quyền (1969). Ở Iran, Massey ngừng giao dịch với Shah và bắt đầu giao dịch với Ayatollah (1979). Tất cả những thay đổi này có nghĩa là, ít nhất, Massey có lẽ phải thay đổi đại diện bán hàng của họ. Do đó, ngoài thời tiết, hạn chế tín dụng, lãi suất tăng,



HÌNH 5.2
Kết quả hoạt động của Massey, 1971–1982

và biến động tiền tệ, Massey cũng phải đối mặt với rủi ro chính trị, tất cả đều ảnh hưởng đến nhu cầu. Về cơ bản, mọi thứ có thể trục trặc đều đã trục trặc.

Massey đã phản ứng gì trước tất cả những điều này? Công ty cắt giảm một phần ba lực lượng lao động của mình; và đóng cửa các nhà máy; bán tài sản; giảm tồn kho; và cắt giảm cổ tức.7 Massey đã làm tất cả những việc mà một doanh nghiệp làm trong thời kỳ suy thoái. Có lẽ công ty nên làm những việc này sớm hơn, nhưng câu hỏi quan trọng hơn là: Những hành động này có hiệu quả không?

Như được trình bày trong Phụ lục 5A, tỷ lệ tồn kho trên doanh số năm 1977 của Massey là 40.5%, và đến năm 1980 Massey đã giảm xuống còn 31.6%. Đây là một mức giảm khổng lồ. Tài sản cố định ròng trên doanh số cũng giảm từ 21.2% xuống 15.6%. Điều này có nghĩa là Massey hiện đang tạo ra nhiều doanh số hơn trên mỗi đô la tồn kho và nhiều doanh số hơn trên mỗi đô la tài sản cố định. Tuy nhiên, tổng tài sản trên doanh số của Massey chỉ chuyển từ 92.5% xuống 90.4%. Điều này là do, tại thời điểm đó, tỷ lệ khoản phải thu trên doanh số của Massey đã tăng từ 19.3% lên 30.9%.

Vì vậy, Massey sa thải nhân viên, đóng cửa nhà máy, bán tài sản, giảm tồn kho, giảm tài sản cố định, và kết quả là gì? Tổng tài sản trên doanh số hầu như không thay đổi. Tại sao? Khoản phải thu tăng đáng kể. Tại sao khoản phải thu lại tăng nhiều như vậy? Khách hàng của Massey không thể thanh toán. Cụ thể hơn, ở Bắc Mỹ họ không thể trả tiền cho các đại lý của Massey. Massey bán phần lớn dòng sản phẩm của mình thông qua các đại lý, và Massey tài trợ một phần cho các đại lý của mình, những đại lý hiện đang bám trụ trong cơn nguy khốn. Vì nông dân không thể trả tiền cho các đại lý, nên các đại lý được Massey duy trì sự sống. Trên thực tế, nhiều đại lý của Massey đã phá sản. Ở Bắc Mỹ, ước tính 50% đại lý thiết bị nông nghiệp đã phá sản vào đầu những năm 1980.8

Kết quả của tất cả những điều này, Massey đang ghi nhận thua lỗ. Riêng năm 1980, thua lỗ là $225 triệu. Điều gì gây ra thua lỗ? Như đã đề cập ở trên, nhu cầu suy giảm và việc không cắt giảm chi phí là những yếu tố góp phần. Một lý do chính khác cho thua lỗ của Massey là chi phí lãi vay của công ty. Riêng năm 1980, lãi trên nợ dài hạn và ngắn hạn của Massey là $301 triệu.

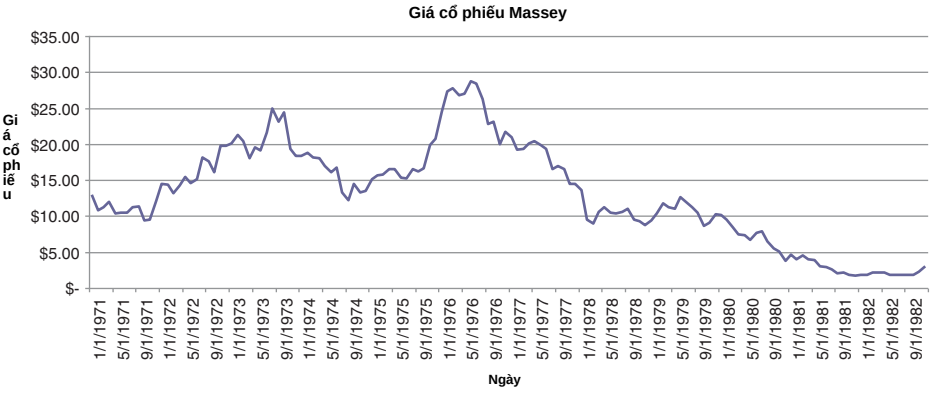
Dừng lại một chút. Hãy để điều này thấm vào đầu bạn. Năm 1980, Massey lỗ toàn công ty 225 triệu đô la. Chi phí lãi vay năm đó là 301 triệu đô la. Điều đó có nghĩa gì? Nếu Massey không có nợ, công ty đã có lãi! Nói cách khác, nếu Massey được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần (all-equity-financed), công ty đã có lãi. Chi phí lãi vay của Massey lớn hơn thu nhập của họ. Massey không lỗ từ hoạt động kinh doanh, Massey lỗ từ việc tài trợ vốn!

Điểm mấu chốt: Cách bạn tài trợ cho chính mình mới là điều quan trọng!

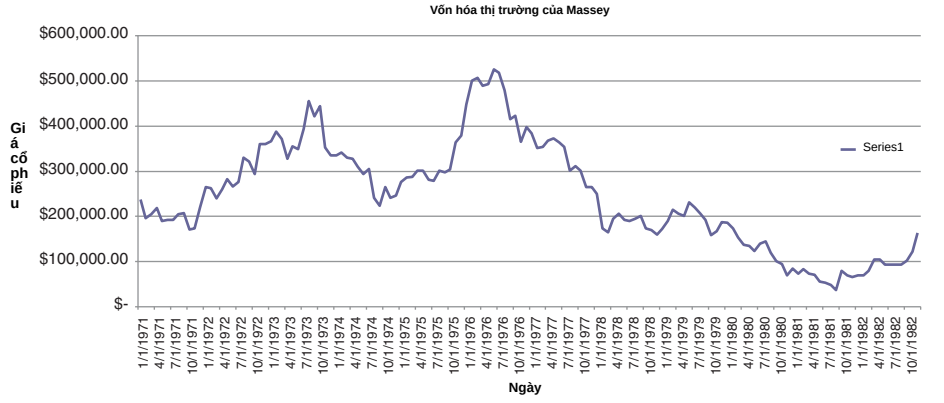
Nếu Massey là một công ty vốn cổ phần hoàn toàn (all-equity firm), họ đã có lãi trong năm 1980. Nhưng Massey không phải là công ty vốn cổ phần hoàn toàn. Massey có nợ, và chi phí lãi vay hàng năm lên tới 301 triệu đô la. Kết quả là, họ kết thúc năm với khoản lỗ 225 triệu đô la. Vậy điều gì xảy ra tiếp theo? Khoản lỗ này có ý nghĩa gì với Massey? Đầu tiên, Massey phải bù đắp khoản lỗ. Điều đó có nghĩa là họ phải tìm ra 225 triệu đô la, và phải làm ngay lập tức.

Massey sẽ lấy tiền mặt này từ đâu? Massey có thể bán vốn cổ phần (equity). Nhưng điều gì đã xảy ra với giá cổ phiếu của họ? Nó lao dốc, như có thể thấy trong Hình 5.3.

7Cắt giảm lực lượng lao động là 16% ở Canada và 40% bên ngoài Canada.
8Ngược lại, Deere chỉ mất 30% đại lý. Xem www.farm-equipment.com/articles/8327-january-2013-deere-grew-by-finding-the-best-dealer-in-town (1 tháng 1, 2013).



HÌNH 5.3A
Giá cổ phiếu Massey Ferguson, 1971–1982



HÌNH 5.3B
Vốn hóa thị trường của Massey Ferguson, 1971–1982

Vào tháng 12 năm 1980, giá trị vốn chủ sở hữu (equity) (hay vốn hóa thị trường - market cap) của Massey đã giảm xuống còn 68,4 triệu đô la. Để huy động 225 triệu đô la, Massey sẽ phải bán một lượng vốn chủ sở hữu gấp ba lần tổng giá trị vốn chủ sở hữu hiện tại của công ty. Các công ty thường chỉ bán khoảng 10% giá trị vốn chủ sở hữu hiện có của họ mỗi lần. Bán 300% vốn chủ sở hữu của bạn có lẽ là bất khả thi.

Vậy Massey còn có thể làm gì khác? Công ty đã bán tài sản, sa thải công nhân và cắt giảm hàng tồn kho. Việc phát hành đủ vốn chủ sở hữu là không khả thi. Điều này có nghĩa là lựa chọn duy nhất của công ty là phát hành thêm nợ. Nên là nợ dài hạn hay ngắn hạn? Massey đã quyết định phát hành nợ ngắn hạn. Tại sao? Khi giá cổ phiếu giảm và các vấn đề tài chính của Massey trở nên rõ ràng, không ai muốn cho Massey vay dài hạn, vì vậy công ty không còn lựa chọn nào khác.

Tại sao các lựa chọn của Massey lại hạn chế đến vậy? Một phần là do các vấn đề của họ xảy ra quá nhanh. Massey phải bù đắp các khoản lỗ ngày càng tăng và không có sự linh hoạt tài chính khi thời điểm khó khăn ập đến. Linh hoạt tài chính là một khái niệm quan trọng, mặc dù trừu tượng, mà các công ty nên xem xét khi lựa chọn cấu trúc vốn.

Những kết quả này có thể thấy trong Bảng 5.2. Năm 1976, mức nợ của Massey là 46,9%, năm 1977 là 54,4%, năm 1978 là 67,6%, năm 1979 là 67,4% và năm 1980 là 82,3%. Hơn nữa, sự gia tăng này được tài trợ bằng nợ ngắn hạn.

BẢNG 5.2
Nợ của Massey giai đoạn 1976–1980

($ millions)	1976	1977	1978	1979	1980

Năm 1980, tổng nợ ngắn hạn và dài hạn của Massey là 1,6 tỷ đô la. Điều này xảy ra vì Massey đã lỗ 262 triệu đô la vào năm 1978 và 225 triệu đô la vào năm 1980 (Massey có lợi nhuận nhỏ 37 triệu đô la vào năm 1979), và họ phải vay để bù đắp. Mỗi lần Massey vay, nợ của họ tăng lên, đồng nghĩa chi phí lãi vay tăng, làm khoản lỗ lớn hơn. Đây là một vòng xoáy đi xuống đang tăng tốc.

Tóm lại, Massey có mức nợ cao trong khi hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh có rủi ro cao. Khó khăn ập đến, họ bắt đầu tạo ra lỗ. Không có lựa chọn nào khác, Massey tài trợ cho khoản lỗ bằng nợ ngắn hạn. Điều này dẫn đến đòn bẩy cao hơn và lỗ thậm chí lớn hơn. Massey lại tiếp tục tài trợ cho những khoản lỗ này bằng nợ nhiều hơn và tiếp tục xoáy xuống. Đáng chú ý, trong thời gian này, Massey hòa vốn hoặc thậm chí có lãi ở mặt hoạt động. Nhưng ở mặt tài chính, Massey đang lỗ vì việc tài trợ bằng nợ của công ty, và các khoản lỗ ngày càng tồi tệ hơn. Và điều gì xảy ra với giá cổ phiếu của Massey? Giá cổ phiếu của Massey từ năm 1976 đến 1980 mất 87% giá trị. Vào ngày 30 tháng 6 năm 1976, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu của Massey (vốn hóa thị trường) là 524,7 triệu đô la. Đến tháng 12 năm 1980, vốn hóa thị trường của Massey đã giảm xuống còn 68,4 triệu đô la. Lúc này Massey có nợ 1,6 tỷ đô la (và tổng nợ phải trả là 2,5 tỷ đô la) và vốn chủ sở hữu có giá trị thị trường là 68 triệu đô la. Do đó, ngay cả khi Massey có thể phát hành cổ phiếu, họ cũng không thể phát hành đủ cổ phiếu để trả hết nợ vì nợ gấp 24 lần vốn chủ sở hữu.

CONRAD BỎ TRỐN

Vào tháng 10 năm 1980, khi giá trị vốn chủ sở hữu (equity) của Massey vẫn còn 100.4 triệu đô la, Conrad Black đã quyết định cho đi phần vốn chủ sở hữu của mình trong Massey. Không phải bán, mà là cho. Cho ai? Tổ chức từ thiện xứng đáng nhất mà ông có thể tìm thấy — công đoàn của Massey, tức là các nhân viên. Tại sao ông làm vậy? Một phần vì ưu đãi thuế, một phần vì ông biết Massey đang gặp rắc rối nghiêm trọng, một phần vì ông mệt mỏi khi mọi người đến hỏi ông (cổ đông lớn nhất lúc bấy giờ) rằng ông sẽ làm gì với Massey. Khi một công ty gặp khó khăn, các ngân hàng cho vay cũng gặp khó khăn. Vì vậy, các ngân hàng này gõ cửa nhà Conrad Black, hỏi ông khi nào ông sẽ bơm thêm vốn. Và phản ứng của ông? "Tôi không." Phản ứng của ông là rũ bỏ trách nhiệm với công ty.

9Conrad nắm quyền kiểm soát Massey Ferguson, trở thành chủ tịch năm 1978. Công ty có lợi nhuận nhỏ năm 1979; tuy nhiên, thua lỗ quay trở lại một cách dữ dội và Black từ chức chủ tịch năm 1980. Argus đã tặng cổ phần của mình cho quỹ hưu trí của nhân viên Massey vào tháng 10 năm 1981. Conrad cuối cùng rời Canada, sang Anh và trở thành ông trùm truyền thông (mua The Telegraph và The Jerusalem Post, và tạo ra một thời từng là tập đoàn báo chí lớn thứ ba thế giới).

Trên thực tế, Conrad Black không trao vốn chủ sở hữu cho công nhân để họ có thể cứu Massey. Mục đích của việc Conrad Black tặng cổ phần cho công đoàn là để đặt trách nhiệm lên chính phủ Canada trong việc giải cứu Massey. Ông ta ví như bước đến bậc cửa nhà chính phủ, đặt Massey trên tấm thảm chùi chân, bấm chuông cửa, rồi chạy. Pierre Trudeau, khi đó là thủ tướng Canada, mở cửa và thấy Massey Ferguson nằm đó trước cửa nhà mình.

CÁC ĐỐI THỦ CẠNH TRANH

Chúng ta không nên chỉ tập trung chỉ trích Massey. Các đối thủ trực tiếp của Massey, International Harvester và John Deere, đã hoạt động như thế nào trong giai đoạn này? (Xem Bảng 5.3.)

Harvester về mặt kỹ thuật đã vỡ nợ (default) vào cuối năm 1980. Công ty hoạt động ổn định cho đến năm 1979, sau đó về cơ bản rơi khỏi cỗ máy kéo của chính mình. Năm 1979, giá trị tài sản ròng (net worth) của Harvester là 2.2 tỷ đô la, nhưng đến năm 1982, giá trị tài sản ròng chỉ còn 23 triệu đô la. Như vậy, họ đã mất gần 2.2 tỷ đô la trong ba năm. Làm sao điều đó xảy ra? Sự sụp đổ của Harvester ít nhất một phần do tranh chấp lao động gây ra bởi CEO mới được thuê của Harvester, Archie R. McCardell. Harvester đã thuê McCardell từ Xerox, một công ty không có công đoàn. Ông McCardell đến mà chưa từng đối phó với công đoàn trước đó, trong khi lực lượng lao động của Harvester được tổ chức bởi công đoàn United Automobile Workers (UAW), nổi tiếng với các tranh chấp lao động và đình công.

Mục tiêu của McCardell là biến Harvester thành nhà sản xuất có chi phí thấp nhất trong ngành và ông tin rằng cách chính để đạt được điều này là giảm chi phí lao động. Vì vậy, khi các hợp đồng công đoàn hiện tại hết hạn, McCardell thúc ép nhượng bộ từ UAW. Điều này dẫn đến một cuộc đình công kéo dài 172 ngày, cuộc đình công dài thứ tư trong lịch sử UAW cho đến thời điểm đó. Khi cuộc đình công kết thúc, công đoàn đã nhượng bộ rất ít, nhưng International Harvester đã mất 479,4 triệu đô la và sau đó mất thêm 397,3 triệu đô la nữa trong năm tài chính tiếp theo.10

BẢNG 5.3
So sánh cạnh tranh

Year	1976	1980	1976	1980	1976	1980
Profit margin	4.3%	–7.2%	3.2%	–6.3%	7.7%	4.2%
Debt/debt + equity	46.9%	82.2%	43.9%	53.6%	31.3%	40.6%
% of three firms' sales	24.3%	21.0%	48.2%	42.4%	27.5%	36.7%
Interest coverage	2.8	0.3	2.8	1.0	4.4	2.8

Ông đã được nữ hoàng phong tước hiệp sĩ vào năm 2001 nhưng bị Thủ tướng Canada lúc đó là Jean Chretien buộc phải từ bỏ quốc tịch Canada để chấp nhận tước hiệu này. (Canada có truyền thống phản đối việc quốc vương phong tước hiệp sĩ, nam tước và tước quý tộc, cho rằng điều đó không nhất quán với các giá trị dân chủ.) Lord Black bị truy tố vì tội tham ô (chuyển tiền của công ty cho lợi ích cá nhân) và cản trở công lý tại Hoa Kỳ. Ông bị kết án vào năm 2007 và bị tuyên án 6,5 năm tù. Black kháng cáo bản án, và các cáo buộc tham ô đã bị hủy bỏ nhưng các cáo buộc cản trở công lý vẫn được giữ nguyên. Black được tại ngoại trong một phần thời gian kháng cáo. Cuối cùng ông phải ngồi tù tổng cộng 42 tháng và bị cấm quay lại Hoa Kỳ trong 30 năm.
10"Hard Times at Harvester," Time, 25 tháng 5, 1981; "International Harvester Reports $257 Million Loss," Associated Press, 15 tháng 5, 1980.

Trong khi đó, Deere đã làm ăn thế nào? Từ năm 1976 đến 1980, doanh số của John Deere tăng 74,5%, tức khoảng 15% mỗi năm. Năm 1976, John Deere chiếm 27,5% thị phần của ba công ty (Massey, Harvester và Deere). Đến năm 1980, trong khi biên lợi nhuận của Deere giảm nhẹ (lợi nhuận gộp giảm từ 26,1% xuống 20,5% và lợi nhuận ròng giảm từ 7,7% xuống 4,2%), họ đã chiếm 36,7% thị phần của ba công ty.11

Vậy John Deere đã làm điều đó bằng cách nào? Họ có sản phẩm tốt hơn không? Họ có không gặp phải sự suy thoái không? Deere không gặp phải vấn đề rủi ro chính trị ở các nước khác như Massey, nhưng Bắc Mỹ vẫn bị ảnh hưởng bởi suy thoái. Tuy nhiên, trong khi nền kinh tế nhìn chung suy giảm, thị phần của Deere trong tổng thị trường đã tăng từ 19,1% lên 23,3%. Không chỉ tăng thị phần, Deere còn bắt đầu chi tiêu mạnh cho các khoản đầu tư lớn vào nhà máy và thiết bị (chi tiêu vốn hay CAPEX). Để hiểu tại sao, hãy xem xét nhu cầu đối với thiết bị nông nghiệp. Đây là một ngành kinh doanh theo chu kỳ. Và ngành này đang ở giai đoạn nào của chu kỳ trong giai đoạn 1976–1980? Đáy. Các công ty nên làm gì ở đáy chu kỳ? Đầu tư cho sự phục hồi sắp tới.

Deere đã đi đến kết luận giống như Harvester: chi phí sản xuất quá cao, và họ cần trở thành một nhà sản xuất có chi phí thấp hơn. Tuy nhiên, Deere đã sử dụng một cách tiếp cận khác để đạt được mục tiêu này. Thay vì tìm kiếm sự nhượng bộ về lương từ công đoàn, họ quyết định sử dụng ít lao động hơn. Deere đã xây dựng nhà máy sản xuất máy kéo tự động lớn nhất thế giới để giảm chi phí sản xuất. Trong một chương trình đầu tư vốn kéo dài bảy năm kết thúc vào năm 1981, họ đã chi 1,8 tỷ đô la, một con số khổng lồ vào thời điểm đó, cho chi tiêu vốn (CAPEX). Ngoài ra, họ bắt đầu chiêu mộ những đại lý giỏi nhất của đối thủ cạnh tranh.

Các đại lý thiết bị nông nghiệp, giống như đại lý ô tô, thường là các doanh nghiệp độc lập. Nếu bạn nhớ, Massey đã mất một số lượng lớn đại lý trong thời kỳ suy thoái. Có phải tất cả các đại lý mà Massey mất đều là đại lý tồi? Một số là những đại lý ít lợi nhuận nhất của họ, nhưng nhiều người lại là những đại lý có lợi nhuận cao nhất. Deere đã nhắm vào những đại lý tốt nhất của Massey Ferguson và lôi kéo nhiều người trong số họ trong thời kỳ khó khăn của Massey.

Vì vậy, Deere đang thành công trong việc chiêu mộ đại lý mới, tăng thị phần và chi một khoản tiền lớn cho chi tiêu vốn. Họ được định vị là nhà sản xuất có chi phí thấp nhất ở Bắc Mỹ. Làm thế nào Deere có thể làm được điều này? Deere có thể làm được vì họ bắt đầu với mức nợ thấp. Năm 1976, họ chỉ được tài trợ bằng 31,3% nợ, con số này tăng lên 40,6% vào năm 1980. Ngay cả ở mức 40,6%, Deere có tỷ lệ nợ thấp hơn so với mức 46,9% mà Massey bắt đầu vào năm 1976. Mức nợ thấp đã mang lại cho Deere điều mà Massey không có: sự linh hoạt về tài chính (financial flexibility). Tỷ lệ nợ thấp hơn của Deere đã giúp họ không bị tê liệt bởi các ràng buộc tài chính; nó tạo cơ hội cho họ mở rộng, ngay cả trong nghịch cảnh. Massey và Harvester đều dễ bị tổn thương, và Deere đã sử dụng sự linh hoạt tài chính của mình như một lợi thế cạnh tranh.

Nói thêm, bạn không nhất thiết phải chờ đợi nghịch cảnh; đôi khi bạn có thể tạo ra nó. Ví dụ, IBM từng là công ty hàng đầu trong ngành của mình, và các công ty khác cạnh tranh giành các phân khúc thị trường của IBM. Một ví dụ là Telex, công ty đang phát triển nhanh chóng trong một số thị trường của IBM. Đột nhiên, IBM giảm giá một số sản phẩm cạnh tranh với Telex. Doanh thu của Telex giảm, và lợi nhuận của họ chuyển thành thua lỗ, khiến Telex vi phạm các giao ước vay (loan covenants), đẩy Telex vào phá sản.

11Đến năm 2011, John Deere đã chiếm hơn 50% thị trường máy móc nông nghiệp quy mô lớn. Xem http://online.barrons.com/article/SB50001424053111904646704577293782368622246.html.
12Forbes, 14 tháng 3, 1983, 120.

Trong các lời khai tại tòa sau đó, người ta phát hiện ra rằng IBM đã xem xét các báo cáo tài chính của Telex và xây dựng một mô hình dự phóng (pro forma) để tính toán IBM cần giảm giá bao nhiêu để khiến Telex vi phạm các giao ước (covenants). IBM tuyên bố rằng đó không phải là chính sách của công ty khi làm điều này, mà là một nhà phân tích IBM bất tuân thủ đã thực hiện phân tích đó, và rằng ban lãnh đạo cấp cao không hề biết. Dù vậy, bài học ở đây là nếu bạn là công ty có khả năng sống sót tốt nhất qua cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo và một cuộc khủng hoảng không tự xảy ra, thì đôi khi bạn có thể/tận dụng lợi thế để tạo ra một cuộc khủng hoảng.13

Quay lại thảo luận về Deere so với Massey: rủi ro của tài trợ bằng nợ không chỉ đơn giản là liệu công ty có thể trả nợ trong thời kỳ khó khăn hay không. Rủi ro của tài trợ bằng nợ còn nằm ở chỗ nó khiến công ty dễ bị tấn công cạnh tranh.

Với việc Deere giờ đây chắc chắn đứng số một, điều này có nghĩa là Massey an toàn không? Không. Tại sao không? Deere có thể làm gì với Massey bây giờ? Họ có thể nhắm vào Massey ở thị trường quốc tế, nhưng điều đó có nghĩa là Deere sẽ phải thay đổi dòng sản phẩm của mình, vì vậy Deere có lẽ sẽ không đi theo hướng đó. Deere còn có thể làm gì khác? Giả sử bạn là chính John Deere. Bạn đang ngồi ở hiên nhà tại Moline, Illinois (Trụ sở chính của Deere). Bạn sẽ làm gì bây giờ?

Vào ngày 2 tháng 1 năm 1981, Deere công bố phát hành 4 triệu cổ phiếu phổ thông với giá 43 đô la mỗi cổ phiếu (tương đương 172 triệu đô la vốn chủ sở hữu mới). Deere biết thị trường thiết bị nông nghiệp đang suy giảm và giá cổ phiếu của Deere cũng giảm, nhưng họ vẫn sẽ phát hành vốn chủ sở hữu mới.
Thị trường chứng khoán không hài lòng với tin này, và vốn hóa thị trường của Deere (giá trị của vốn chủ sở hữu hiện tại đang lưu hành) giảm 241 triệu đô la, trên cơ sở điều chỉnh theo thị trường, trong ngày công bố.14 Điều đó có nghĩa là, Deere thông báo sẽ huy động 172 triệu đô la vốn chủ sở hữu mới, và giá trị của vốn chủ sở hữu hiện tại đang lưu hành giảm 241 triệu đô la. Chúng ta sẽ thảo luận tại sao điều này xảy ra trong một vài chương nữa. Vấn đề ở đây là Deere quyết định rằng việc mất 241 triệu đô la giá trị thị trường là đáng giá để có được 172 triệu đô la tiền mặt (từ đợt phát hành vốn chủ sở hữu mới) nhằm giảm tỷ lệ nợ từ 40% xuống còn khoảng 30%.

Nếu bạn là Massey Ferguson, điều đầu tiên hiện lên trong đầu bạn là gì? Ồ, Massey về cơ bản đang nằm gục trên sàn, quằn quại trong đau đớn vì món nợ khổng lồ. Deere đã đánh bại Massey ngay trong sân nhà—chiếm lấy các đại lý, giành thị phần—và bây giờ, đột nhiên, Deere phát hành vốn cổ phần mới và đưa mức nợ của mình trở lại 30%. Điều này được biết đến trong thuật ngữ chiến lược tài chính là "reloading" (tái nạp vốn). Bạn đang gặp rắc rối, và đối thủ lớn nhất của bạn, Deere, sẵn sàng phát hành cổ phần ngay cả khi giá cổ phiếu thấp để kết liễu bạn.

TRỞ LẠI VỚI MASSEY

Vậy hãy quay trở lại với Massey. Làm thế nào để bạn sửa chữa công ty này? Năm 1980, Massey đang vỡ nợ. Công ty có 1,637 tỷ đô la nợ, trong đó 1,075 tỷ là nợ ngắn hạn. Điều này có nghĩa là Massey phải thường xuyên tái cấp vốn. Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu là 353,1 triệu đô la. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của nó

13Telex Corporation v. International Business Machines Corporation, 510 F.2d 894 (10th Cir. 1975), available at openjurist.org/510/f2d/894.
14Các học giả thường thích nói về lợi nhuận "điều chỉnh theo thị trường". Đây là những lợi nhuận được điều chỉnh theo beta của công ty và chuyển động chung của toàn thị trường. P. Asquith và D. W. Mullins Jr., "Equity Issues and Offering Dilutions," Tạp chí Kinh tế Tài chính 15 (1986): 61–89, mà chúng tôi đề cập đến trong Chương 10, ghi chép lại cách thực hiện điều này.

Tỷ lệ là 464% (1,637/0,353). Các lựa chọn của Massey là gì? Bán đi viên ngọc quý của mình, cơ sở sản xuất động cơ diesel, Perkins? Bán tất cả mọi thứ trừ Perkins? Thực hiện tái cơ cấu tài chính, có thể bao gồm một đề nghị hoán đổi? Tìm kiếm sự giải cứu từ chính phủ? Nộp đơn xin phá sản? Còn gì nữa không?

Một điều mà một công ty đang gặp khó khăn có thể làm là tìm một đối tác sáp nhập. Vào tháng 12 năm 1980, vốn hóa thị trường của Massey là 68 triệu đô la. Điều này có nghĩa là một công ty có thể mua Massey Ferguson, một trong những công ty đa quốc gia thực thụ đầu tiên, một công ty được biết đến trên toàn thế giới, với 68 triệu đô la. Đó có phải là một số tiền lớn không? Không hẳn. Phí ngân hàng đầu tư trong vụ sáp nhập RJR Nabisco năm 1985 đã vượt quá 500 triệu đô la15 (nói cách khác, đó chỉ là số tiền mà các ngân hàng đầu tư đã kiếm được). Và bạn có thể mua toàn bộ Massey Ferguson với 68 triệu đô la.

Vậy tại sao không ai mua Massey? Nói đơn giản, công ty có quá nhiều nợ. Vấn đề là nếu bạn mua lại Massey trước khi công ty nộp đơn phá sản, bạn cũng phải kế thừa khoản nợ của nó. Đây là lý do vì sao các công ty gặp khó khăn hiếm khi sáp nhập cho đến sau khi phá sản, khi khoản nợ được xóa bỏ. Hiện tại, bạn có thể mua vốn chủ sở hữu của Massey với 68 triệu đô la, nhưng nó đi kèm với 1,6 tỷ đô la nợ. Hơn nữa, sau khi mua Massey, bạn sẽ phải đầu tư thêm vốn cho chi tiêu vốn (capital expenditures) để giảm chi phí vận hành. Và rồi bạn sẽ có được gì? John Deere vẫn đang tái nạp vốn. Nó giống như mua một căn nhà cần sửa chữa. Nếu bạn mua nó trước khi bị tịch thu, bạn phải tiếp quản khoản thế chấp hiện tại. Ngay cả khi bạn mua sau khi tịch thu, bạn vẫn phải bỏ tiền vào nó. Cuối cùng, có một con Doberman Pinscher khổng lồ bên cạnh (tên là John Deere) mà mỗi lần bạn bước ra khỏi nhà là nó lại cắn chân bạn. Sẽ không ai sáp nhập với bạn, ít nhất là cho đến khi phá sản.

Vậy còn việc bán Perkins, viên ngọc quý của công ty thì sao? Nghe có vẻ là một ý tưởng hay, nhưng các chủ nợ của Massey (những người đã cho Massey vay tiền) không hề ngu ngốc (mặc dù họ đã cho Massey vay tiền). Khi Massey vay vốn, các bên cho vay đã đưa các điều khoản hạn chế (covenants) vào hợp đồng vay. Và đoán xem các điều khoản đó nói gì? Về cơ bản, Massey không thể bán tài sản mà không có sự cho phép của các chủ nợ, những người sẽ không bao giờ để Massey bán Perkins trừ khi họ được thanh toán đầy đủ từ bất kỳ khoản tiền thu được nào trước tiên. Vì vậy, việc bán Perkins, viên ngọc quý của Massey, thực sự không phải là một lựa chọn khả thi.

Còn việc bán tất cả những thứ khác thì sao? Tài sản chính của Massey, ngoài Perkins, là các khoản phải thu (receivables). Thông thường, khi nghĩ về giá trị thanh lý (liquidation value) của các khoản phải thu, chúng ta sẽ sử dụng một phần nhỏ giá trị danh nghĩa (ví dụ: 50% hoặc 75%). Tuy nhiên, các khoản phải thu của Massey đáng giá bao nhiêu? Các khoản phải thu từ nông dân đáng giá bao nhiêu? Các khoản phải thu từ Shah đáng giá bao nhiêu bây giờ khi Ayatollah đang nắm quyền kiểm soát? Massey đã bán rất nhiều thiết bị cho Shah, cho các nước kém phát triển, cho Brazil, v.v. Tất cả những thứ này đáng giá bao nhiêu? Không phải 75%, không phải 50%. Các khoản phải thu chỉ đáng giá những gì công ty dự kiến có thể thu hồi. Các khoản phải thu của Massey có khả năng gần như vô giá trị vì chúng sẽ khó thu hồi nếu không muốn nói là không thể thu hồi.

Có lẽ Massey nên cố gắng đàm phán lại với các chủ nợ của mình, các ngân hàng. Điển hình là một công ty gặp khó khăn tài chính sẽ đề nghị thanh toán một phần cho các chủ nợ thông qua một đợt chào đổi (exchange offer) hoặc đàm phán lại. Thật không may, điều này cũng gây ra vấn đề với Massey. Bình thường, CEO và CFO sẽ nhảy vào một chiếc taxi và nói, “Đưa chúng tôi đến trụ sở chính của

15Theo New York Times, bốn công ty làm việc chỉ riêng cho phía KKR của giao dịch đã nhận hơn 400 triệu đô la tiền phí. Alison Leigh Cowan, “Investment Bankers’ Lofty Fees,” New York Times, December 26, 1988, www.nytimes.com/1988/12/26/business/investment-bankers-lofty-fees.html, truy cập ngày 14 tháng 11, 2013.

ngân hàng." Trong trường hợp của Massey, tài xế taxi sẽ hỏi, "Ngân hàng nào?" Massey đã vay tiền từ 250 ngân hàng tại 31 quốc gia, mỗi ngân hàng có thể đơn phương đưa Massey vào phá sản nếu khoản vay không được thanh toán hoặc tái cấu trúc. Đây không phải là cách mà các khoản vay đa ngân hàng thường được cấu trúc. Thông thường, một công ty có một ngân hàng đại lý (agent bank) (còn được gọi là ngân hàng đầu mối - lead bank) phụ trách một tổ hợp hoặc liên danh các ngân hàng. Một công ty vay tiền từ toàn bộ tổ hợp, và ngân hàng đầu mối là người đàm phán các điều khoản của thỏa thuận. Vì vậy, bình thường, tất cả những gì một công ty cần làm là đến gặp ngân hàng đầu mối của mình để đàm phán.

Massey không sử dụng một ngân hàng đầu mối (lead bank) duy nhất. Họ có các thỏa thuận riêng biệt với 250 ngân hàng.16

Vì vậy, để Massey đàm phán lại khoản nợ, họ phải xử lý riêng với từng ngân hàng. Tại sao Massey lại vay theo cách này? Vào thời điểm đó, nó rẻ hơn đối với Massey. Họ có được chi phí vốn thấp nhất, từng khoản vay, từng ngân hàng, bằng cách vay tiền khắp thế giới. Tuy nhiên, điều này khiến việc đàm phán lại trở nên cực kỳ khó khăn trong thời kỳ khó khăn tài chính.

Deere, mặt khác, vay từ một vài ngân hàng, tất cả đều nằm trong một tập đoàn dài hạn (long-term consortium). Deere trả nhiều hơn để làm theo cách này, nhưng việc đàm phán lại dễ dàng hơn nhiều.

Vì vậy, Massey đối mặt với cơn ác mộng khi phải tái cấp vốn (refinance). Tất cả các nguồn tài trợ tiềm năng của họ đều có vấn đề. Nếu họ đến gặp các ngân hàng hiện tại và xin thêm tiền, các ngân hàng có thể sẽ nói: "Chúng tôi đã xong." Nếu Massey đến gặp cổ đông lớn nhất của mình, Conrad Black, ông ấy nói: "Tôi rút lui." Nếu Massey đến gặp công đoàn UAW và yêu cầu nhượng bộ, câu trả lời của công đoàn có thể là: "Không phải anh đã xem chuyện gì vừa xảy ra với International Harvester sao?"

Điều này để lại cho ban quản lý những lựa chọn nào? Chính phủ giải cứu (bailout)? Chính phủ nào? Canada và Vương quốc Anh? Chính phủ Hoa Kỳ sẽ không cho Massey bất cứ điều gì vì họ không có lợi ích (stake). Canada có lợi ích vì hoạt động của Massey sử dụng một số lượng lớn công nhân. Vương quốc Anh còn có lợi ích lớn hơn nhờ công ty con Perkins ở đó. Vậy Massey sẽ đi hỏi ai? Liệu họ sẽ hỏi Margaret Thatcher của Vương quốc Anh hay Pierre Trudeau của Canada?

Maggie sẽ nói gì, gạt sang một bên niềm tin chính trị của bà về quyền sở hữu nhà nước (government ownership)?17 Bà ấy sẽ nói không vì công việc ở Vương quốc Anh nằm tại Perkins, nơi có lẽ là phần của Massey sẽ sống sót sau vụ phá sản một cách nguyên vẹn. Không có mối đe dọa nào đối với Vương quốc Anh vì những công việc đó sẽ không biến mất.

Canada là nơi có những công việc rủi ro, và triết lý chính trị của Pierre Trudeau nghiêng về phía lao động hơn so với Margaret Thatcher. Vậy Massey đến Canada, và Canada nói gì? Chúng tôi không thể chỉ đưa tiền cho bạn, và chúng tôi cũng không thể cho bạn vay tiền, nhưng chúng tôi sẽ bảo lãnh cho một khoản vay mới. Điều đó có nghĩa là gì? Nếu Massey vay từ một ngân hàng, chính phủ Canada sẽ bảo lãnh việc trả nợ. Nếu Massey không trả, thì Canada sẽ trả. Tại sao chính phủ Canada không tự cho vay tiền? Ừm, về mặt chính trị, chính phủ luôn dễ dàng bảo lãnh tiền hơn vì điều đó không giống như họ thực sự đang cho đi thứ gì đó có giá trị lớn (và nếu ai có bảng cân đối kế toán tồi tệ hơn Massey, thì đó là chính phủ Canada vào thời điểm đó). Đó là một sự bảo lãnh ngoài bảng cân đối kế toán (off-balance-sheet guarantee).

16Xem Peter Cook, Massey at the Brink (Toronto: Collins, 1981), 263.
17Một trong những nguyên tắc chính của chính phủ Margaret Thatcher là phi quốc hữu hóa (tức là tư nhân hóa) ngành công nghiệp Anh.

TÁI CƠ CẤU CỦA MASSEY

Năm 1981, đại diện của 250 ngân hàng của Massey đã gặp nhau tại khách sạn Dorchester ở London. Họ chiếm một nửa số phòng của khách sạn. Họ đồng ý đầu tư 360 triệu đô la tài trợ mới và chuyển đổi khoản nợ ngắn hạn 1 tỷ đô la của Massey thành nợ dài hạn. Trong số 360 triệu đô la tiền mới, 160 triệu đô la là nợ dài hạn mới, và 200 triệu đô la là cổ phiếu ưu đãi (có thể mua lại sau 10 năm, trả cổ tức 10% và được chính phủ Canada bảo lãnh). Các điều khoản bảo lãnh nêu rõ rằng chính phủ Canada sẽ trả nếu Massey không thể. Ngoài ra, người ta đồng ý rằng Massey sẽ không trả cổ tức trên cổ phiếu phổ thông trong 10 năm.

Các ngân hàng nhận được gì khi đồng ý tái cơ cấu và đầu tư 360 triệu đô la vào quỹ mới? Các ngân hàng nhận được nợ và 36 triệu cổ phiếu phổ thông mới cộng với chứng quyền để mua thêm 40 triệu cổ phiếu phổ thông mới với giá 5 đô la một cổ phiếu (tổng cộng tiềm năng là 76 triệu cổ phiếu mới). Hơn nữa, 200 triệu đô la trong số tiền mới được chính phủ Canada bảo lãnh. Cuối cùng, các ngân hàng không xóa bất kỳ khoản nợ nào, mặc dù nợ ngắn hạn được trao đổi thành nợ dài hạn.

Trước khi tái cơ cấu, có 18 triệu cổ phiếu phổ thông đang lưu hành. Điều này có nghĩa là cổ phiếu phổ thông của Massey tăng từ 18 triệu cổ phiếu hiện tại lên 94 triệu cổ phiếu tiềm năng. Mặc dù về mặt kỹ thuật không phải là phá sản, các cổ đông cũ bị cuốn trôi trong một biển giấy tờ. Trước đây, họ sở hữu 18 triệu cổ phiếu trong tổng số 18 triệu cổ phiếu, và bây giờ họ sở hữu 18 triệu cổ phiếu trong tổng số 94 triệu cổ phiếu tiềm năng (với tất cả cổ phiếu mới thuộc về các ngân hàng).

Về bản chất, việc tái cơ cấu đã làm cho thực tế kế toán phù hợp với thực tế kinh tế. Các chủ nợ của Massey có thực sự có nợ ngắn hạn trước đó không? Không, thực sự không có nợ ngắn hạn vì không có cách nào Massey có thể trả bất cứ điều gì trong ngắn hạn. Việc tái cơ cấu đã chuyển đổi nợ ngắn hạn thành nợ dài hạn. Hơn nữa, thực tế kế toán cũ không thừa nhận rằng các ngân hàng đã thực sự là các cổ đông vốn chủ sở hữu của Massey. Nếu Massey không thể trả hết 1.6 tỷ đô la nợ trong dài hạn, các ngân hàng trở thành các cổ đông vốn chủ sở hữu chính của công ty. Việc phát hành 36 triệu cổ phiếu mới đã tự động trao cho các ngân hàng quyền sở hữu 67% với tiềm năng thậm chí còn lớn hơn nếu chứng quyền được thực hiện. Các khoản nợ trên Bảng cân đối kế toán của Massey là một sự hư cấu về kế toán trước khi tái cơ cấu, và việc tái cơ cấu đã điều chỉnh Bảng cân đối kế toán để phản ánh chính xác hơn thực tế kinh tế.

Ngay cả khi thỏa thuận đơn giản về mặt khái niệm, quá trình đàm phán lại vô cùng phức tạp. Massey phải đối mặt với 250 ngân hàng, và mỗi người trong số họ đều có khả năng phản đối và đe dọa thỏa thuận trừ khi họ nhận được phần lớn hơn. Mỗi người đều nói: "Nếu ông muốn thỏa thuận này, ông cần tôi đồng ý, và tôi muốn được trả 100%." Massey đã thoát khỏi phá sản, và các bên cho vay đồng ý phần lớn vì (a) các ngân hàng đã tha lãi và chuyển một phần nợ thành vốn cổ phần (equity), và (b) Chính phủ Canada bảo lãnh 102 triệu đô la Mỹ và Chính phủ Ontario bảo lãnh 62 triệu đô la Mỹ cho cổ phiếu ưu đãi mới.18

Để hoàn tất việc tái cấu trúc, các cổ đông cũ phải đồng ý bằng một cuộc bỏ phiếu. Tuy nhiên, các cổ đông cũ thực sự không có lựa chọn nào. Nếu Massey nộp đơn phá sản, các cổ đông cũ sẽ nhận được gì? Không, hoặc gần như không. Nếu thỏa thuận thành công, họ sẽ nhận được gì?

18Chi tiết về việc tái cấu trúc được trình bày trong báo cáo thường niên ngày 31 tháng 1 năm 1983 của Massey Ferguson.

Các cổ đông sẽ nhận được gì? Ít nhất là bằng, nếu không muốn nói là nhiều hơn. Ví dụ, nếu công ty xoay chuyển tình thế nhờ thỏa thuận này và cổ phiếu tăng trở lại mức 5 đô la, đồng thời chứng quyền (warrants) được kích hoạt, thì các cổ đông sẽ sở hữu 18 triệu trong tổng số 94 triệu cổ phiếu. Con số này xấp xỉ 20% của 94 triệu cổ phiếu, và nếu cổ phiếu trị giá 5 đô la hoặc hơn, điều này mang lại ít nhất 90 triệu đô la cho các cổ đông cũ. Từ quan điểm của các cổ đông cũ, đây là một canh bạc đáng thử. Vì vậy, các ngân hàng và cổ đông đồng ý tái cấu trúc, và mọi người đổ ra khỏi khách sạn Dorchester, đi xuống Park Lane, và hướng đến sân bay Heathrow.

Thỏa thuận tái cấu trúc đầu tiên của Massey được ký kết vào tháng 7 năm 1981. Vào tháng 5 năm 1982, công ty ngừng trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi được Chính phủ Canada bảo lãnh. Kết quả là, Chính phủ Canada đã vào cuộc và mua lại 200 triệu đô la Canada cổ phiếu ưu đãi. Sau đó, một thỏa thuận tái cấu trúc thứ hai, hoàn tất vào tháng 3 năm 1983, bao gồm việc miễn lãi thêm, chuyển đổi nợ thành vốn cổ phần (equity), và bổ sung vốn cổ phần mới.

Câu hỏi tiếp theo của chúng ta là: Ngành công nghiệp này có bao giờ phục hồi không? Có. Tại sao? Nông dân cuối cùng sẽ mua máy kéo vì hai lý do. Một là con người cần ăn, và hai là máy kéo bị hao mòn. Vì doanh số hiện tại thấp hơn mức thay thế, ngành công nghiệp sẽ phục hồi.

Khi ngành công nghiệp hồi phục, ai sẽ là một trong những người chiến thắng rõ ràng? Deere. Tại sao? Deere đã mở rộng mạng lưới đại lý, tăng thị phần, xây dựng nhà máy mới, và hiện là nhà sản xuất có chi phí thấp, vì vậy nó nên trở lại vị trí số một.

Điểm chính #1: Khớp chiến lược kinh doanh với chính sách tài chính

Bây giờ hãy quay lại giai đoạn 1971–1976 và hỏi: Nhìn lại, Massey nên làm gì khác đi? Đầu tiên, thay đổi đòn bẩy tài chính của mình. Mức nợ của Massey nên là bao nhiêu? 30%. Tại sao? Chủ yếu vì Deere đang ở mức 30%. Thật nguy hiểm cho một công ty trong ngành nếu có mức nợ cao hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh chính. Làm thế nào Massey có thể đạt 30%? Họ sẽ phải phát hành cổ phiếu nếu tiếp tục tăng trưởng nhanh như vậy. Còn việc Conrad Black bị pha loãng cổ phần thì sao? Anh ta cuối cùng cũng bị pha loãng xuống 0 vì đã cho đi cổ phần của mình, và ngay cả khi giữ lại, việc tái cấu trúc cũng sẽ pha loãng anh ta—một tỷ lệ phần trăm nhỏ của một cái gì đó có giá trị hơn một tỷ lệ phần trăm lớn của hư không. Kết luận: Massey nên phát hành cổ phiếu hoặc tăng trưởng chậm hơn. Nhưng tăng trưởng chậm hơn sẽ không hợp lý lắm nếu Massey thực sự cố gắng thực hiện chiến lược tại các nước đang phát triển.

Còn kỳ hạn nợ của Massey thì sao? Nên là dài hạn hay ngắn hạn? Dài hạn. Massey muốn tránh tái cấp vốn trong thời kỳ suy thoái kinh tế. Điều này có nghĩa Massey chỉ nên có nợ dài hạn để nếu có suy thoái, công ty không phải lo lắng về việc tái cấp vốn khi đang gặp khó khăn.

Còn lãi suất thì sao? Nên cố định hay thả nổi? Cố định. Nếu lãi suất tăng, doanh số của Massey giảm vì nhu cầu thiết bị nông nghiệp nhạy cảm với lãi suất. Massey cần tránh chi phí lãi vay tăng trong thời kỳ doanh số suy giảm.

Bây giờ nếu Massey muốn nợ dài hạn với lãi suất cố định, điều đó có nghĩa không còn nợ ngân hàng. Nợ ngân hàng gần như luôn là nợ ngắn hạn, lãi suất thả nổi. Nợ ngân hàng có thể là trung hạn, nhưng kỳ hạn sẽ nằm ở điểm ngắn của phổ.19 Massey sẽ vay từ đâu nếu không còn vay ngân hàng? Thị trường vốn công khai. Massey nên

19Các ngân hàng đã từ bỏ các khoản vay lãi suất cố định vào những năm 1960. Điều này xảy ra sau khi lãi suất ngắn hạn tăng đột ngột và các ngân hàng phải chịu chi phí vay cao hơn so với các khoản vay lãi suất cố định của họ.

tài trợ bằng nợ dài hạn, lãi suất cố định. Cơ cấu vốn của công ty nên xấp xỉ 30% nợ (70% vốn chủ sở hữu).
Cuối cùng, chính sách cổ tức của Massey nên như thế nào? Thấp. Chúng ta sẽ thảo luận về cổ tức sau trong cuốn sách. Tuy nhiên, Massey nên có cổ tức tối thiểu và nên sử dụng lợi nhuận của mình cho tăng trưởng thay vì trả cổ tức.

Tổng quát hơn: Cơ cấu vốn tối ưu phụ thuộc vào chiến lược thị trường sản phẩm của doanh nghiệp. Bạn cần hiểu ngành và thị trường sản phẩm của doanh nghiệp trước khi quyết định tài trợ.

Điểm mấu chốt #2: Có thể quá muộn để giảm đòn bẩy

Khi khủng hoảng tài chính xảy ra, có thể đã quá muộn để doanh nghiệp giảm đòn bẩy. Các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao (và chi phí lãi vay cao) có thể suy thoái nhanh chóng. Đòn bẩy cao cũng có thể ngăn cản doanh nghiệp phát hành nợ dài hạn mới (ngoài việc tái cơ cấu), hoặc phát hành cổ phiếu do sự che phủ nợ (debt-overhang).20 Doanh nghiệp có thể phát hành nợ ngắn hạn, nhưng làm vậy có thể khiến tình hình rủi ro hơn, và nợ ngắn hạn sẽ cần được tái cấp vốn liên tục. Đây là lý do tại sao các doanh nghiệp cần liên tục theo dõi đòn bẩy của mình và phát hành cổ phiếu trước khi có bất kỳ dấu hiệu khủng hoảng tài chính nào.

Điểm mấu chốt #3: Chi phí của khủng hoảng tài chính

Chi phí của khủng hoảng tài chính là gì? Mặc dù chúng bao gồm mọi chi phí pháp lý, chi phí khách sạn tại Dorchester, v.v., nhưng đó không phải là chi phí chính.

Chi phí chính của khủng hoảng tài chính là gì? Đó là triển vọng cạnh tranh dài hạn của doanh nghiệp. Massey đã bị tổn hại vĩnh viễn. Thứ nhất, John Deere xâm nhập và giành thị phần từ Massey. Sự mất mát cạnh tranh này là một chi phí thực sự. Thứ hai, Massey phải rút lại chương trình mở rộng sang các nước đang phát triển. Điều này cho phép các nhà sản xuất máy kéo nhỏ của Hàn Quốc và Nhật Bản thâm nhập thị trường và giành lấy thị trường đó từ Massey vĩnh viễn. Vì vậy, Massey không chỉ mất thị phần Mỹ vào tay John Deere, mà còn mất thị phần ở các nước đang phát triển vào tay các đối thủ nước ngoài. Do đó, chi phí thực sự của khủng hoảng tài chính không chỉ đơn thuần là chi phí hóa đơn pháp lý. Mà là tất cả những thứ còn lại. Nợ có lợi thế: chi phí thấp hơn vốn chủ sở hữu và mang lại ROE cao hơn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, nó cũng đi kèm chi phí cao trong thời kỳ khủng hoảng tài chính.

Chính sách tài trợ có thể trở thành vũ khí chiến lược? Có. Chúng ta đã thấy rằng chính sách tài trợ của doanh nghiệp ảnh hưởng đến chi phí vốn. Chúng ta cũng đã thấy rằng chính sách tài trợ ảnh hưởng đến khả năng phản ứng của doanh nghiệp trong thời kỳ biến động hoặc suy thoái thị trường. Nếu một doanh nghiệp theo đuổi chính sách tài chính rủi ro hơn so với các đối thủ cạnh tranh, không chỉ chi phí vốn cao hơn, mà còn có khả năng đưa hoạt động thị trường sản phẩm của mình vào rủi ro trong các đợt suy thoái kinh tế.

Nếu một công ty có đệm tài chính (financial slack) nhiều hơn các đối thủ cạnh tranh, thì không chỉ có thể giúp công ty tồn tại trong các giai đoạn suy thoái của thị trường sản phẩm, mà nó còn có thể được sử dụng như một vũ khí chống lại các đối thủ. Nghĩa là, một công ty được tài trợ tốt có thể, trong thời kỳ khó khăn, tăng đầu tư, cắt giảm chi phí, chiếm đoạt các đại lý, và gia tăng thị phần.

20 Nợ chồng chất (debt overhang), được thảo luận chi tiết trong chương tiếp theo, tồn tại khi giá trị của khoản nợ vượt quá giá trị của công ty. Nếu điều này có khả năng lớn xảy ra, các nhà đầu tư sẽ không mua cổ phiếu mới vì một phần hoặc toàn bộ số tiền thu được từ việc phát hành cổ phiếu có thể chuyển cho các chủ nợ hiện tại.

Xem xét Điểm chính #1 (Chiến lược tài trợ và Chiến lược thị trường sản phẩm phải được liên kết) một cách sơ đồ

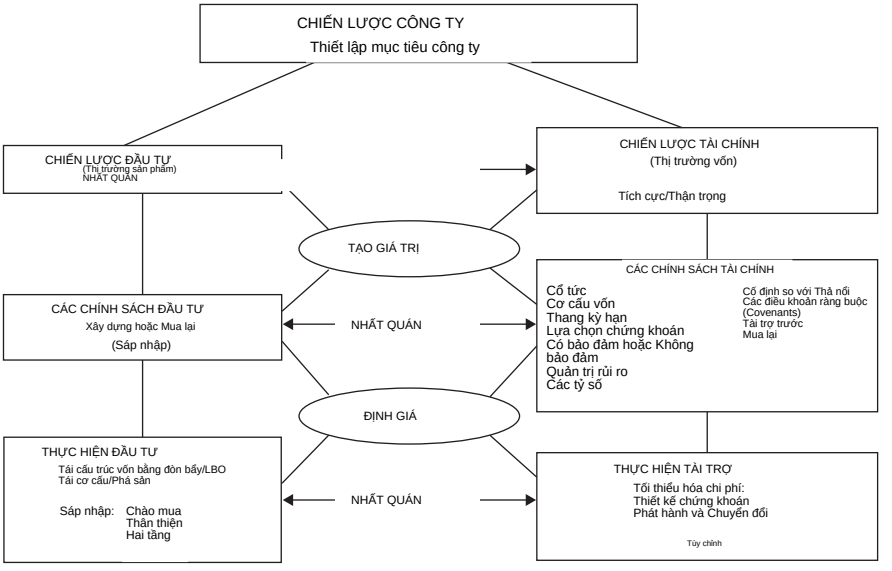
Chúng tôi không thể nhấn mạnh đủ rằng tài chính doanh nghiệp (corporate finance) nên luôn bắt đầu từ chiến lược thị trường sản phẩm của công ty. Thật sự rất khó để thiết lập chiến lược tài chính của một công ty nếu bạn không biết chiến lược thị trường sản phẩm của công ty đó. Đâu là những rủi ro chính của công ty, đối thủ cạnh tranh đang làm gì, cần những khoản vốn nào cho các dự án/khoản đầu tư sắp tới, v.v.? Chỉ sau khi biết những điều này, công ty mới có thể thiết lập chiến lược tài chính, có thể là (1) thận trọng và hỗ trợ, ngay cả khi phải trả một số chi phí, hoặc (2) mạnh mẽ và tối đa hóa doanh thu.

Để sắp xếp suy nghĩ của bạn tốt hơn, hãy quay lại tổng quan sơ đồ về cách các tác giả của bạn nhìn nhận về tài chính doanh nghiệp (lần đầu được trình bày ở Chương 1).

Trong Hình 5.4, chúng tôi đặt chiến lược thị trường sản phẩm của công ty ở đầu trang. Chiến lược tài chính của công ty được thiết lập ở tầng bên dưới chiến lược thị trường sản phẩm và được mô tả là hoặc thận trọng và hỗ trợ, hoặc mạnh mẽ và tạo ra lợi nhuận. Các quyết định về tài trợ bằng nợ của Massey có thể được mô tả là mạnh mẽ (việc vay với lãi suất rẻ nhất ở bất kỳ đâu trên thế giới là mạnh mẽ và tạo ra lợi nhuận). Quyết định này hoàn toàn ổn miễn là nó không làm tổn hại đến chiến lược thị trường sản phẩm của công ty. Ngoài ra, việc không có một ngân hàng đại diện (agent bank) có thể rẻ hơn, nhưng nó có thể trở thành vấn đề sau này.

Khi chiến lược tài chính đã được thiết lập, công ty sau đó xác định các chính sách tài chính (tầng thứ ba trên sơ đồ của chúng tôi). Sơ đồ này phác thảo một số chính sách tài chính quan trọng mà công ty phải quyết định. Các lựa chọn như mức độ đòn bẩy (leverage), lãi suất cố định so với lãi suất thả nổi, kỳ hạn nợ dài hạn so với ngắn hạn, chính sách cổ tức, thị trường mà công ty phát hành (ví dụ: Mỹ hoặc thị trường đồng euro), quản lý thanh khoản, có phát hành cổ phiếu thường (common equity) hay cổ phiếu ưu đãi (preferred shares), có phát hành trái phiếu chuyển đổi (convertible debt) hay trái phiếu thường (straight debt), v.v.

Trong chương này, chúng ta đã thảo luận hai tầng đầu tiên của sơ đồ này: Doanh nghiệp nên chọn chiến lược tài trợ nào? Trong bảy chương còn lại của đơn vị này, chúng ta sẽ tiếp tục đi sâu vào mô hình này và xem xét tất cả các tầng, đặc biệt là các chính sách cụ thể ở tầng 3. Chúng ta cũng sẽ thảo luận về cách triển khai tốt nhất các chính sách này để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.



HÌNH 5.4
Sơ đồ Tài chính Doanh nghiệp (Corporate Finance)

Như một sự xem trước, các chính sách tài trợ doanh nghiệp (corporate financing policies) không chỉ giới hạn ở việc quyết định tỷ lệ nợ (debt) so với tỷ lệ vốn chủ sở hữu (equity). Chúng cũng liên quan đến việc quyết định nợ nên là dài hạn hay ngắn hạn, lãi suất coupon (coupon rate) cố định hay thả nổi, và nợ được phát hành ở Hoa Kỳ hay nơi khác. Các chính sách tài chính doanh nghiệp cũng xoay quanh việc có trả cổ tức (dividends) hay không, và nếu trả thì ở mức nào. Chúng liên quan đến việc phát hành cổ phiếu nên là cổ phiếu thường (common stock) hay cổ phiếu ưu đãi (preferred stock), và liệu cổ phiếu thường nên được phát hành trực tiếp hay qua "cửa sau" dưới dạng trái phiếu chuyển đổi (convertibles). Và còn nhiều điều nữa, như chúng ta sẽ thấy trong các chương sắp tới.

LỜI BẠT: ĐIỀU GÌ ĐÃ XẢY RA VỚI MASSEY

Vậy điều gì đã xảy ra với Massey? Công ty đã làm ăn không tốt. Họ quay lại chính phủ Canada và xin thêm tiền. Canada đã nói gì? Lần này Canada nói không. Tuy nhiên, không may cho Canada, các luật sư của chính phủ đã soạn thảo hợp đồng (indenture) cho cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) không phải là các luật sư chứng khoán được đào tạo về cách viết các giao ước (covenants) phù hợp. Các luật sư của chính phủ Canada đã không chèn một điều khoản buộc Massey phải trả cổ tức (dividend) cho các cổ đông ưu đãi nếu công ty có tiền. Vì vậy, Massey nói với chính phủ Canada rằng nếu chính phủ từ chối cấp thêm tiền cho công ty, thì Massey sẽ không trả cổ tức ưu đãi. Khi Massey bỏ qua cổ tức ưu đãi, điều này khiến cổ phiếu ưu đãi bị vỡ nợ (default) và buộc chính phủ Canada phải bỏ ra khoản bảo lãnh tiền mặt 200 triệu đô la.

Victor A. Reich, người tiếp quản Massey với cương vị CEO (vào năm 1981), đã có một lời thú nhận gây sốc trong một cuộc họp báo năm 1985 khi ông nói: "1984 là một năm đáng thất vọng. Tại sao 1985 lại khá hơn?" Bạn biết một công ty đang gặp rắc rối khi CEO nói như vậy. Đến cuối năm 1986, Massey đã bán toàn bộ các mảng kinh doanh thiết bị nông nghiệp và đổi tên thành Varity.21

Điều gì đã xảy ra với Harvester? Nó cũng phá sản và đổi tên thành Navistar. Một điều mà một công ty thường làm khi phá sản là đổi tên và giả vờ rằng nó không còn là công ty cũ nữa—chúng ta giả định rằng công ty tin rằng khách hàng và nhà đầu tư sẽ không nhớ nó là ai.

Các nhà sản xuất Hàn Quốc và Nhật Bản đã chiếm mất thị trường các nước đang phát triển từ Massey. John Deere trở thành nhà sản xuất máy kéo lớn nhất Bắc Mỹ, chiếm phần lớn thị phần của Massey và Harvester.

TÓM TẮT

1. Xem xét chiến lược thị trường sản phẩm, chúng ta thấy Massey là một công ty trong ngành rủi ro với chiến lược thị trường sản phẩm rủi ro hơn so với các đối thủ cạnh tranh. Ngoài ra, Massey theo đuổi chiến lược tài chính rủi ro hơn so với các đối thủ. Do đó, Massey rủi ro hơn trên thị trường sản phẩm và trong chiến lược tài chính của mình.
2. Khi gặp khó khăn, tổn thất của Massey không phải do hoạt động kinh doanh. Các khoản lỗ là do chi phí lãi vay cao. Nhớ rằng nếu là công ty vốn cổ phần hoàn toàn, Massey thực ra đã kiếm được tiền từ hoạt động kinh doanh. Massey đã tài trợ cho các khoản lỗ ban đầu bằng nợ nhiều hơn, bắt đầu một vòng xoáy đi xuống. Sau đó Massey bị tê liệt bởi các chi phí này.

21 Bây giờ, điều này có thể là trùng hợp hoặc không, nhưng CEO lúc bấy giờ là Victor A. Reich, và họ đã đổi tên công ty thành Varity.

của tình trạng khốn khó tài chính. Tất cả điều này xảy ra rất nhanh. Một khi Massey bắt đầu lỗ 300 triệu đô la mỗi năm, công ty phải tài trợ cho số 300 triệu đô la đó mỗi năm, từng năm một.
3. Chi phí chính của tình trạng khốn khó tài chính không phải là chi phí pháp lý và khách sạn. Thay vào đó,
chi phí chính của tình trạng khốn khó tài chính là sự mất mát vĩnh viễn vị thế cạnh tranh trên thị trường sản phẩm. Massey đã mất thị trường các nước đang phát triển vào tay các đối thủ nước ngoài
và thị trường Mỹ vào tay John Deere.
4. Sự đánh đổi giữa lợi ích của nợ và chi phí của tình trạng khốn khó tài chính được thúc đẩy bởi rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk - BBR). Chúng ta sẽ nói nhiều hơn về BBR trong các
chương sắp tới. Hãy nhớ, có hai loại rủi ro đối với doanh nghiệp: rủi ro kinh doanh cơ bản (phụ thuộc vào chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp) và rủi ro tài chính (phụ thuộc vào chiến lược tài chính của doanh nghiệp). Việc hai loại rủi ro này phụ thuộc hay độc lập với nhau là lý do cần phải biết chiến lược thị trường sản phẩm của doanh nghiệp trước khi chúng ta có thể thiết lập chiến lược tài chính của doanh nghiệp.

Một lưu ý: Chiến lược thị trường sản phẩm rủi ro không nhất thiết có nghĩa là doanh nghiệp nên chọn chiến lược tài chính an toàn và ngược lại. Lý do Massey lẽ ra nên chọn chiến lược tài chính an toàn, với chiến lược thị trường sản phẩm rủi ro của mình, là vì tình hình cạnh tranh của doanh nghiệp. Đôi khi một doanh nghiệp thực sự muốn có chiến lược thị trường sản phẩm rủi ro và chiến lược tài chính rủi ro. Đôi khi một doanh nghiệp muốn
có chiến lược thị trường sản phẩm an toàn và chiến lược tài chính an toàn. Quá nhiều sinh viên rút ra bài học từ Massey rằng nếu doanh nghiệp rủi ro ở một phía thì nên an toàn ở phía kia. Điều này không đúng.

Hãy để tôi đưa ra một ví dụ. Xem xét một công ty khoan tìm dầu (tức là đục lỗ xuống đất). Đây là một rủi ro 0, 1 (công ty sẽ tìm thấy dầu hoặc không). Về mặt cạnh tranh, những gì đối thủ của công ty làm không ảnh hưởng đến việc công ty có tìm thấy dầu hay không cho bất kỳ giếng cụ thể nào. Khoan tìm dầu là một chiến lược thị trường sản phẩm rất rủi ro. Công ty nên tài trợ nó như thế nào? Nó nên được tài trợ với mức rủi ro cao nhất có thể (có thể với 100% nợ). Tại sao? Công ty muốn được tài trợ bằng tiền của người khác. Công ty muốn vay, để nếu công ty không tìm thấy dầu, người cho vay sẽ chịu lỗ. Tuy nhiên, nếu công ty tìm thấy dầu, nó trả cho người cho vay một khoản cố định, và các cổ đông nhận toàn bộ phần tăng thêm. Giống như đi Vegas để chơi bàn roulette và tự tài trợ bằng tiền vay. Nếu bạn tài trợ cho việc cờ bạc của mình bằng cổ phần vốn, thì bạn phải chia sẻ bất kỳ khoản thắng nào. Tuy nhiên, nếu bạn vay số tiền đánh bạc, bạn trả cho người cho vay tiền gốc cộng lãi và giữ lại gần như tất cả tiền thắng. Về cơ bản, bạn đang chịu rủi ro với tiền của người khác trong khi vẫn giữ toàn bộ phần tăng thêm. Vì vậy, trong những tình huống có thị trường sản phẩm rủi ro, chiến lược tài chính phù hợp là một chiến lược rủi ro. Tuy nhiên, Massey lại có chiến lược thị trường sản phẩm rủi ro và yêu cầu một chiến lược tài chính an toàn vì tình hình cạnh tranh của họ.
5. Cuối cùng, chúng ta áp dụng lại khái niệm tăng trưởng bền vững (sustainable growth). (Nó đã được đề cập trước đó trong Chương 2 với PIPES.) Tốc độ tăng trưởng của công ty mà không cần tài trợ bên ngoài (outside financing) phụ thuộc vào tỷ lệ tăng trưởng bền vững của công ty. Hầu như mọi công ty tại một thời điểm nào đó trong lịch sử của họ đều phải tìm kiếm tài trợ bên ngoài.

Vì vậy, điểm mấu chốt là cách một công ty được tài trợ có vai trò quan trọng. Chỉ đơn thuần có được nguồn tài trợ với chi phí thấp nhất là không đủ.

Nội dung sắp tới

Chương tiếp theo của chúng ta sẽ cung cấp nền tảng của lý thuyết về cấu trúc vốn (capital structure).

PHỤ LỤC 5A: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CỦA MASSEY FERGUSON

Bảng cân đối kế toán

($000s)	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Cash	33,060	9,859	8,096	13,324	20,107	6,960
Receivables, net	339,102	368,480	416,669	432,894	488,801	557,777
Inventories	335,419	362,236	461,584	711,253	866,326	966,823
Other	30,023	33,388	52,232	65,060	71,303	83,655
Current assets	737,604	773,963	938,581	1,222,531	1,446,537	1,615,215
PP&E net	186,270	180,442	205,540	278,270	400,915	519,984
Other long term	87,154	102,910	104,923	113,150	134,574	169,946
Total assets	1,011,028	1,057,315	1,249,044	1,613,951	1,982,026	2,305,145
Bank loans	167,687	139,736	80,591	162,824	170,246	113,430
Current debt	8,348	9,844	13,161	16,456	47,296	66,447
Accounts payable	200,199	212,416	332,150	466,892	532,963	632,975
Other	26,192	39,117	73,975	74,995	79,660	70,541
Current liabilities	402,426	401,113	499,877	721,167	830,165	883,393
Long-term debt	186,963	195,787	243,858	325,732	452,338	529,361
Other	17,903	16,382	35,364	43,430	58,031	89,370
Total liabilities	607,292	613,282	779,099	1,090,329	1,340,534	1,502,124
Contributed capital	176,061	176,061	176,719	176,865	216,084	277,024
Retained earnings	227,675	267,972	293,226	346,757	425,408	525,997
Owners' equity	403,736	444,033	469,945	523,622	641,492	803,021
Total liability and equity	1,011,028	1,057,315	1,249,044	1,613,951	1,982,026	2,305,145

($000s)	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Cash	12,575	23,438	17,159	56,200	65,200	108,100
Receivables, net	542,422	556,718	731,100	968,200	952,400	671,000
Inventories	1,135,950	1,083,822	1,097,598	988,900	747,100	625,900
Other	80,797	63,830	89,853	93,000	73,500	63,700
Current assets	1,771,744	1,727,808	1,935,710	2,106,300	1,838,200	1,468,700
PP&E net	594,084	602,242	568,653	488,200	407,800	335,100
Other long term	227,984	243,305	241,081	236,100	257,400	265,400
Total assets	2,593,812	2,573,355	2,745,444	2,830,600	2,503,400	2,069,200
Bank loans	249,238	362,270	511,723	1,015,100	123,500	131,600
Current debt	95,821	115,009	59,298	60,200	42,100	21,800
Accounts payable	677,021	751,383	907,365	793,800	364,800	284,900
Other	53,015	68,081	31,120	24,500	313,400	307,500
Current liabilities	1,075,095	1,296,743	1,509,506	1,893,600	843,800	745,800
Long-term debt	616,390	651,800	624,841	562,100	1,031,300	1,024,600
Other	96,086	82,796	32,877	18,800	58,600	62,200
Total liabilities	1,787,571	2,031,339	2,167,224	2,474,500	1,933,700	1,832,600
Contributed capital	277,024	272,678	272,678	272,700	685,400	765,500
Retained earnings	529,577	268,644	305,542	80,400	−115,700	−528,900
Owners' equity	806,601	541,322	578,220	353,100	569,700	236,600
Total liability and equity	2,594,172	2,572,661	2,745,444	2,827,600	2,503,400	2,069,200

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

($000s)	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Net sales	1,029,338	1,189,972	1,506,234	1,784,625	2,513,302	2,771,696
COGS	814,648	932,517	1,167,145	1,383,048	1,945,484	2,117,514
Gross profit	214,690	257,455	339,089	401,577	567,818	654,182
SG&A	167,583	186,982	219,798	245,067	324,291	369,309
Operating profit	47,107	70,473	119,291	156,510	243,527	284,873
Interest expense	50,549	43,306	48,065	77,880	133,779	100,586
Other	13,178	15,287	16,939	19,792	23,794	(14,910)
Profit before tax	9,736	42,454	88,165	98,422	133,542	169,377
Income tax	5,675	15,787	35,804	36,505	47,874	61,168
Other net of tax	5,194	13,630	5,852	6,496	9,009	9,705
Net profit	9,255	40,297	58,213	68,413	94,677	117,914

($000s)	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Net sales	2,805,262	2,630,978	2,972,966	3,132,100	2,646,300	2,058,100
COGS	2,209,708	2,118,994	2,400,408	2,576,200	2,333,400	1,808,000
Gross profit	595,554	511,984	572,558	555,900	312,900	250,100
SG&A	399,875	390,668	410,125	464,400	470,000	393,600
Operating profit	195,679	121,316	162,433	91,500	(157,100)	(143,500)
Interest expense	150,981	154,744	164,166	300,900	265,200	186,700
Other	(14,128)	(63,445)	33,814	6	18,300	13,500
Profit before Income tax	30,570	(96,873)	32,081	(209,394)	(404,000)	(316,700)
Income tax	11,387	(17,458)	(6,250)	(10,100)	(8,800)	(3,300)
Other net of tax	13,537	(182,980)	(1,433)	(25,906)	200,400	(99,800)
Net profit	32,720	(262,395)	36,898	(225,200)	(194,800)	(413,200)

Các tỷ số

	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Profitability						
Sales growth	9.75%	15.61%	26.58%	18.48%	40.83%	10.28%
ROA ($NI/TA_{beginning\text{-}year*}$)	0.91%	3.99%	5.51%	5.48%	5.87%	5.90%
ROE ($NI/OE_{beginning\text{-}year*}$)	2.35%	9.98%	13.11%	14.56%	18.08%	18.38%
Profit margin	0.90%	3.39%	3.86%	3.83%	3.77%	4.25%
Activity:						
Accounts receivable/sales	32.94%	30.97%	27.66%	24.26%	19.29%	20.12%
Inventory/sales	32.59%	30.44%	30.64%	39.85%	34.96%	34.88%
Net PP&E/sales	18.10%	15.16%	13.65%	15.59%	15.95%	18.76%
Total assets/sales	98.22%	88.85%	82.92%	90.44%	79.45%	83.17%
Liquidity:						
Current ratio	183.29%	192.95%	187.76%	169.52%	175.37%	182.84%
Quick ratio	92.48%	94.32%	84.97%	61.87%	60.84%	63.93%
Leverage:						
Debt/TA	35.90%	32.66%	27.03%	31.29%	33.55%	30.77%
Debt (debt + equity)	47.34%	43.75%	41.81%	49.10%	51.08%	46.90%
EBIT/interest	137.57%	291.08%	404.54%	314.22%	270.59%	385.62%

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Khả năng sinh lời: **Tăng trưởng doanh thu** **1.21%** **−6.21%** **13.00%** **5.35%** **−15.51%** **−22.23%** **ROA** **(NI/TAbeginning-year*)**						
ROE (NI/OEbeginning-year*)	4.07%	−32.53%	6.82%	−38.95%	−55.17%	−72.53%
Biên lợi nhuận **1.17%** **−9.97%** **1.24%** **−7.19%** **−7.36%** **−20.08%** **Hoạt động:** **Khoản phải thu / doanh thu**						
Inventory/sales	40.49%	41.19%	36.92%	31.57%	28.23%	30.41%
Net PP&E/sales	21.18%	22.89%	19.13%	15.59%	15.41%	16.28%
Total assets/sales	92.46%	97.81%	92.35%	90.37%	94.60%	100.54%
Liquidity:						
Current ratio	164.80%	133.24%	128.23%	111.23%	217.85%	196.93%
Quick ratio	51.62%	44.74%	49.57%	54.10%	120.60%	104.47%
Leverage:						
Debt/TA	37.07%	43.88%	43.56%	57.85%	47.81%	56.93%
Debt (debt + equity)	54.38%	67.59%	67.41%	82.26%	67.75%	83.27%
EBIT/interest	141.92%	−132.17%	142.02%	−44.43%	−125.79%	−290.95%

CHƯƠNG 6
Giới thiệu về Vốn

Lý thuyết cấu trúc

Ch tôi bắt đầu cuốn sách này bằng cách nói rằng cách tiếp cận của chúng tôi đối với tài chính doanh nghiệp sẽ là từ
úng quan điểm của CFO. Chúng tôi cũng nêu rằng ba nhiệm vụ chính của CFO là:

1. Định giá (Valuation): Làm thế nào để phân biệt một khoản đầu tư tốt với một khoản đầu tư tồi.
2. Tài trợ (Financing): Làm thế nào để tài trợ cho các dự án đầu tư mà một công ty lựa chọn thực hiện.
3. Quản lý tiền mặt (Cash management): Làm thế nào để đảm bảo công ty không cạn kiệt tiền mặt khi thực hiện hai nhiệm vụ đầu tiên.

Chương này tập trung hoàn toàn vào nhiệm vụ số hai: tài trợ. Các quyết định đầu tư của công ty quyết định nhu cầu vốn (funding needs) của nó. Vì mục đích của phần này, chúng ta sẽ coi các quyết định đầu tư của công ty là đã cho. Nếu chúng ta biết các quyết định đầu tư của công ty, chúng ta có thể sử dụng các công cụ từ phần trước về quản lý tiền mặt để dự báo nhu cầu vốn của công ty. Điều này rất quan trọng. Nếu chúng ta biết công ty muốn thực hiện những dự án nào, chúng ta có thể xác định công ty cần bao nhiêu vốn.

Bây giờ, nếu một công ty biết nhu cầu vốn của mình là gì, nguồn vốn tốt nhất là gì? Nó nên đến từ dòng tiền nội bộ (internal cash flows), từ nợ (debt), từ vốn cổ phần bên ngoài (external equity), từ trái phiếu chuyển đổi (convertibles), v.v.? Khi một công ty quyết định về các nguồn vốn mà công ty sẽ sử dụng, công ty vẫn có nhiều lựa chọn khác nhau. Nguồn vốn từ dòng tiền nội bộ nên đến từ tiền mặt dư thừa hay từ việc cắt giảm cổ tức? Tài trợ bằng nợ nên được lấy từ ngân hàng hay từ việc phát hành trái phiếu trên thị trường vốn? Vốn cổ phần nên được huy động từ các công ty đầu tư mạo hiểm (venture capital) hay từ thị trường vốn, và vốn cổ phần đó nên ở dạng cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) hay cổ phiếu phổ thông (common stock)?

Hai quyết định này—nguồn vốn và hình thức tài trợ—xác định cấu trúc vốn (capital structure).

Một điểm quan trọng: Trong thực hành tài chính doanh nghiệp (corporate finance), một công ty không xác định nhu cầu vốn hoặc cấu trúc vốn của mình một cách riêng lẻ. Điểm khởi đầu luôn là xác định các chính sách đầu tư (investment policies) của công ty. Công ty sẽ đầu tư vào lĩnh vực gì? Dự án nào là tốt? Tiếp theo, công ty tính toán số vốn cần thiết cho các chính sách đầu tư của mình. Sau đó, công ty quyết định các loại hình tài trợ và nơi để có được nó. Bốn bước là:

1. Đầu tư vào đâu?
2. Cần bao nhiêu vốn?

3. Các loại hình tài trợ nào?
4. Lấy nguồn tài trợ ở đâu?

CẤU TRÚC VỐN TỐI ƯU

Cấu trúc vốn của một công ty được xác định bởi cách tài sản của công ty được tài trợ. Nó thể hiện sự pha trộn của các quyền lợi đối với tài sản và dòng tiền của công ty. Ba câu hỏi chính là:

1. Có tồn tại cấu trúc vốn tối ưu (tức là tỷ lệ pha trộn tối ưu giữa các nguồn tài trợ, đặc biệt là giữa nợ và vốn chủ sở hữu) hay không? Có—phần này của cuốn sách sẽ thêm ít giá trị nếu không có.
2. Cấu trúc vốn tối ưu này có khác nhau giữa các công ty và theo thời gian không? Có, cấu trúc vốn tối ưu khác nhau giữa các công ty vì nó phụ thuộc vào hoạt động và rủi ro của công ty.
3. Giám đốc tài chính (CFO) có thể tạo ra giá trị ở phía bên phải của Bảng cân đối kế toán với một chính sách tài trợ tốt không? Có thể, nhưng chắc chắn họ có thể phá hủy giá trị với một chính sách tài trợ tồi.

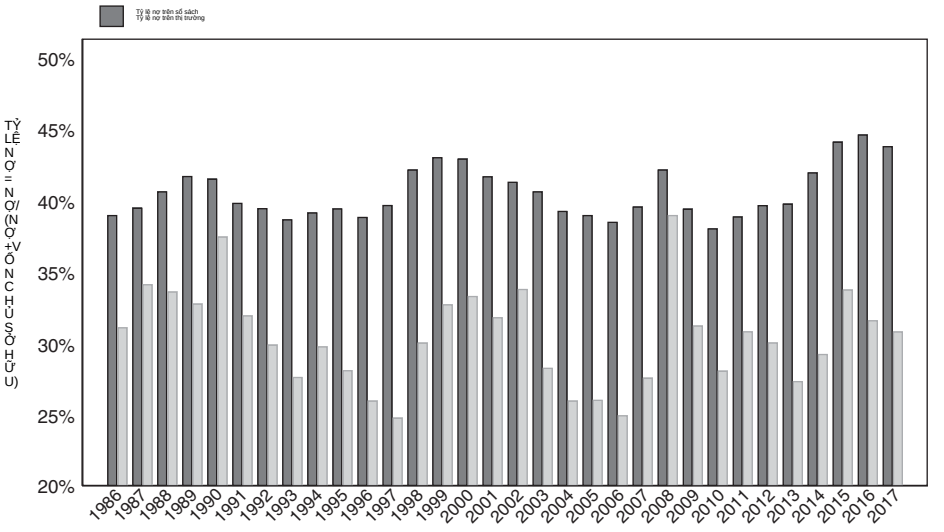
Bằng chứng thực nghiệm về việc phát hành nợ so với vốn chủ sở hữu

Hãy bắt đầu với tổng quan về các nghiên cứu thực nghiệm về hai loại hình tài trợ: nợ và vốn chủ sở hữu.

Hình 6.1 biểu đồ hóa tỷ lệ nợ trên tổng vốn (trong đó tổng vốn bằng nợ cộng vốn chủ sở hữu) cho các công ty niêm yết trên NYSE trong giai đoạn 1986–2017. Chúng tôi hiển thị cả giá trị thị trường và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu vì cấu trúc vốn thường được tính theo hai cách khác nhau. Đầu tiên, cấu trúc vốn được tính bằng cách sử dụng giá trị kế toán hoặc giá trị sổ sách cho nợ và vốn chủ sở hữu. Đây được gọi là đòn bẩy sổ sách (book leverage). Thứ hai, nó được tính bằng cách sử dụng giá trị kế toán của nợ với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (giá thị trường mỗi cổ phiếu nhân với số cổ phiếu đang lưu hành, còn gọi là vốn hóa thị trường hay market cap). Đây được gọi là đòn bẩy thị trường (market leverage).

Như được chứng minh bởi Hình 6.1, lượng tài trợ bằng nợ trung bình cho các công ty niêm yết trên NYSE giai đoạn 1986–2017 là khoảng 40% nếu chúng ta sử dụng giá trị kế toán cho nợ và vốn chủ sở hữu, và khoảng 30% nếu chúng ta sử dụng giá trị kế toán cho nợ và giá trị thị trường cho vốn chủ sở hữu. Do đó, công ty trung bình niêm yết trên NYSE được tài trợ chủ yếu bằng vốn chủ sở hữu, không phải nợ. Ngoài ra, lưu ý rằng giá trị vốn chủ sở hữu thay đổi đáng kể theo thời gian và đòn bẩy thị trường thấp hơn đòn bẩy sổ sách vì giá trị vốn chủ sở hữu của hầu hết các công ty cao hơn giá trị sổ sách (cao hơn giá trị kế toán lịch sử). (Chúng ta thực sự quan tâm nhiều hơn đến các tỷ lệ thị trường. Khi chúng ta bắt đầu định giá, chúng ta sẽ quan tâm nhiều hơn đến vốn hóa thị trường, không phải vốn chủ sở hữu sổ sách.) Chúng ta đã đề cập ở trên rằng cấu trúc vốn của một công ty phụ thuộc vào hoạt động và rủi ro của nó. Một công ty đối mặt với cả rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk - BBR) cũng như rủi ro tài chính. Vốn chủ sở hữu của một công ty

1Rủi ro kinh doanh cơ bản (Basic business risk - BBR) là cách viết tắt của chúng tôi để chỉ rủi ro nền tảng của một công ty phát sinh từ hoạt động kinh doanh. Những rủi ro này bao gồm rủi ro thị trường đặc thù của công ty (bao gồm cả hành động của đối thủ cạnh tranh) và rủi ro kinh tế vĩ mô và chu kỳ kinh doanh tổng thể.



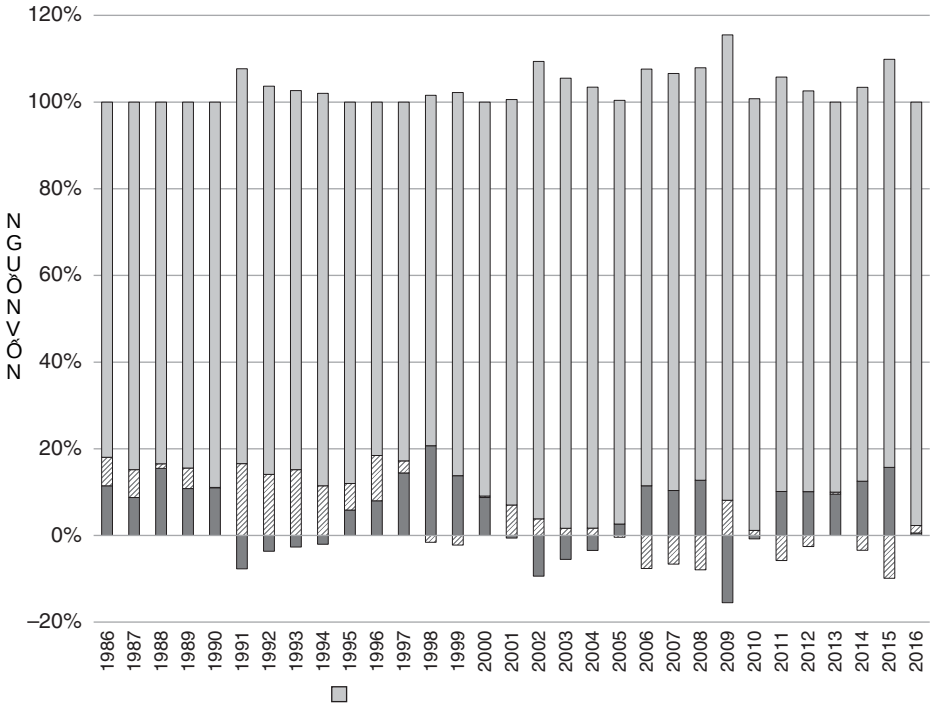
HÌNH 6.1
Cấu trúc vốn của các tập đoàn NYSE 1986–2017
Nguồn: Compustat.

beta2 phụ thuộc vào cả hai loại rủi ro—tức là cả hoạt động kinh doanh lẫn tài chính của công ty.
Ở phần sau của cuốn sách, chúng ta sẽ cố gắng loại bỏ rủi ro tài chính khỏi beta bằng cách tháo đòn bẩy beta (tức là loại bỏ nợ khỏi việc đánh giá beta), chỉ còn lại rủi ro hoạt động.
Beta không đòn bẩy này được gọi là beta tài sản (asset beta) (đối lập với beta vốn chủ sở hữu - equity beta).

Hình 6.2 cho thấy nguồn vốn chính của các tập đoàn NYSE trong giai đoạn 1986–2017 là nguồn nội bộ (dòng tiền từ hoạt động kinh doanh). Đây là lý do tại sao vấn đề tăng trưởng bền vững lại quan trọng đến vậy. (Còn có những lý do khác mà chúng ta sẽ thảo luận sau trong cuốn sách.) Tăng trưởng bền vững là khi các công ty huy động phần lớn nguồn tài chính từ chính hoạt động của mình. Nếu một công ty không thể tạo đủ nguồn vốn nội bộ, nguồn vốn lớn tiếp theo là thị trường nợ (dòng tiền ròng từ phát hành nợ). Cuối cùng, nếu một công ty không thể tài trợ cho hoạt động và đầu tư bằng nguồn nội bộ và nợ, chỉ khi đó công ty mới phát hành vốn chủ sở hữu (dòng tiền ròng từ phát hành cổ phiếu). Trong một mẫu ngẫu nhiên gồm 360 công ty NYSE và AMEX (Sở Giao dịch Chứng khoán Mỹ) trong giai đoạn 1972–1982, đã chỉ ra rằng số lần phát hành cổ phiếu trung bình mỗi năm là 7,3 (hoặc khoảng 2% số công ty mỗi năm). Ngược lại, số lần phát hành trái phiếu thông thường và vay nợ tư nhân trung bình lần lượt là 15,6 và 26,9 (hoặc khoảng 5% và 7%). Tổng cộng, 44% số công ty không bao giờ tham gia vào bất kỳ hình thức tài trợ bên ngoài nào.3 Vì vậy, tăng trưởng bền vững rất quan trọng, và các công ty không thường xuyên chọn phát hành cổ phiếu. Chúng ta sẽ thảo luận về những lý do cho điều này sau trong cuốn sách.

Nhìn kỹ vào Hình 6.2, trong một số năm, số tiền phát hành nợ hoặc cổ phiếu là âm. Làm thế nào mà số tiền phát hành nợ hoặc cổ phiếu có thể âm? Vì nợ

2Beta là thước đo rủi ro. Nó thường đo lường mức độ biến động của lợi nhuận cổ phiếu của một công ty theo thời gian so với lợi nhuận của thị trường. Về mặt hình thức, nó là hiệp phương sai của lợi nhuận của một tài sản với lợi nhuận của thị trường chia cho phương sai của lợi nhuận thị trường.
3Xem W. Mikkleson và M. Partch, "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process," Journal of Financial Economics 15 (tháng 1/tháng 2 năm 1986): 31–60.



HÌNH 6.2
Nguồn vốn của các tập đoàn NYSE 1986–2017
Nguồn: Compustat.

các khoản hoàn trả và mua lại cổ phiếu. Trong nhiều năm, nhìn chung các công ty đã mua lại nhiều nợ hoặc vốn chủ sở hữu hơn so với số phát hành. Rõ ràng, không phải cùng một công ty phát hành và mua lại.

Hơn nữa, như được trình bày trong Bảng 6.1, cơ cấu vốn (capital structure) thay đổi đáng kể giữa các ngành. Tỷ lệ nợ thị trường (market debt ratio) (Book Valuedebt / (Book Valuedebt + Market Valueequity)) đối với ngành điện và khí đốt, chủ yếu là các công ty tiện ích, trung bình là 39%. Sản xuất thực phẩm trung bình là 30%. Đối với giấy, cao su và thiết bị nhựa, con số này là 26%, trong khi đối với phần mềm máy tính chỉ là 5% (Microsoft, Intel và Dell có mức rất thấp

BẢNG 6.1
Tỷ lệ nợ của các công ty NYSE theo ngành năm 2017

Ngành BVdebt/(BVdebt + BVequity) BVdebt/(BVdebt + MVequity)
Phần mềm máy tính 26.0% 5.0%
Hàng không 42.8% 22.9%
Dược phẩm 44.3% 22.4%
Hóa chất 48.3% 23.8%
Bán lẻ 53.0% 30.7%
Điện, khí đốt và dịch vụ vệ sinh 54.4% 38.7%
Sản xuất thực phẩm 58.1% 29.8%
Giấy, cao su và nhựa 64.7% 25.5%
Tất cả 46.2% 28.9%

Nguồn: Compustat.

tỷ lệ nợ). Các công ty máy tính có rất ít nợ trong cấu trúc vốn của họ. Ngược lại, các công ty tiện ích có mức nợ rất cao trong cấu trúc vốn của họ.

M&M VÀ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Lý thuyết thị trường vốn doanh nghiệp hiện đại dựa trên công trình của hai người đoạt giải Nobel, Franco Modigliani và Merton Miller (M&M).4 M&M (1958) chỉ ra rằng dưới một số giả định quan trọng, cấu trúc vốn không liên quan đến (không làm thay đổi) giá trị doanh nghiệp. Nghĩa là, trong thế giới M&M, giá trị doanh nghiệp không thay đổi khi cấu trúc vốn của doanh nghiệp thay đổi (nghĩa là thay đổi tỷ lệ nợ so với vốn chủ sở hữu).

M&M (1958) đưa ra một số giả định mạnh mẽ:

Đầu tiên, họ giả định một thị trường hoàn hảo (complete market). Thị trường hoàn hảo là thị trường mà bất kỳ tài sản nào mà

> cá nhân hoặc doanh nghiệp muốn đều có thể có được. Nói cách khác, bất kỳ mô hình thanh toán (payoff pattern) nào cũng có thể được mua ngay từ tập hợp các công cụ tài chính có sẵn cho nhà đầu tư và doanh nghiệp.

Thứ hai, M&M giả định rằng các thị trường là hiệu quả. Điều này có nghĩa là không có bất đối xứng thông tin; mọi người đều biết những gì người khác biết.

Thứ ba, họ giả định rằng bất kỳ cá nhân nào cũng có thể kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) mà không tốn chi phí trên thị trường.

Ngoài ra, họ giả định không có thuế, không có chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress), và không có chi phí giao dịch.

Nếu tất cả các giả định này đúng, thì M&M (1958) cho thấy rằng các quyết định tài trợ (financing decisions) không liên quan đến giá trị doanh nghiệp, và do đó, cơ cấu vốn (capital structure) của doanh nghiệp nói riêng không quan trọng.

Một cách để giải thích lý do đằng sau lý thuyết này là giá trị doanh nghiệp được xác định bởi giá trị của các dòng tiền (cash flows) tạo ra từ tài sản hoạt động (operating assets) (được thể hiện ở phía bên trái của Bảng cân đối kế toán). Những dòng tiền này sau đó được phân bổ cho các nhà cung cấp vốn, bao gồm các chủ nợ (debt holders) và các cổ đông (equity holders) (được thể hiện ở phía bên phải của Bảng cân đối kế toán). Do đó, các dòng tiền từ tài sản (phía bên trái của Bảng cân đối kế toán) chuyển đến các nhà cung cấp vốn (phía bên phải của Bảng cân đối kế toán).

Việc tài sản được tài trợ như thế nào (tức là ai cung cấp vốn) không làm thay đổi dòng tiền có sẵn từ tài sản hoạt động. Đây là lý do tại sao trong thế giới M&M, giá trị của doanh nghiệp độc lập với cách doanh nghiệp được tài trợ. Việc phân chia các quyền đối với dòng tiền từ tài sản của doanh nghiệp không làm thay đổi tổng dòng tiền hoặc giá trị của chúng.

Cơ chế làm cho các tài sản có dòng tiền giống hệt nhau có cùng giá trị là kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) hoặc khả năng kinh doanh chênh lệch giá. Kinh doanh chênh lệch giá là gì? Mua một thứ ở một mức giá và bán nó ở một mức giá khác, không rủi ro, khi chi phí thực hiện giao dịch nhỏ hơn chênh lệch giá. (Khái niệm kinh doanh chênh lệch giá được thảo luận trong khung bên dưới.) Do đó, hai công ty, Công ty A và Công ty B, có dòng tiền giống hệt nhau nhưng cấu trúc vốn khác nhau sẽ có cùng mức giá (giá trị): VFirmA = VFirmB. Điều này cũng

---

4Franco Modigliani và Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment,” American Economic Review, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958) pp. 261–297.

có nghĩa là các giao dịch thuần túy tài chính, chẳng hạn như thay thế nợ bằng vốn chủ sở hữu, không thể làm tăng cũng không thể làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Hãy làm một ví dụ. Xét hai công ty, A và B. Theo M&M (1958), nếu cả hai công ty có cùng dòng tiền, chúng sẽ có cùng giá trị bất kể cấu trúc vốn của chúng như thế nào. Giả sử Công ty A được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu trong khi Công ty B được tài trợ bằng cả nợ và vốn chủ sở hữu. Dòng tiền dành cho các cổ đông của Công ty A bằng dòng tiền dành cho các chủ nợ cộng với các cổ đông của Công ty B. Điều này có nghĩa là giá trị vốn chủ sở hữu của Công ty A phải bằng giá trị của nợ cộng với vốn chủ sở hữu của Công ty B.

Lưu ý: Thay vì hai công ty riêng biệt, A và B, đoạn văn trên có thể áp dụng cho một công ty với hai cấu trúc vốn thay thế. Tức là, gọi nó là Công ty A nếu được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu và gọi là Công ty B nếu được tài trợ bằng nợ và vốn chủ sở hữu.

Điểm tổng kết: Đối với M&M (1958), tất cả đều xoay quanh dòng tiền. Nếu hai công ty có cùng dòng tiền, chúng phải có cùng giá trị.

Để ôn lại: Dòng tiền của công ty từ phía tài sản (bên trái) của Bảng cân đối kế toán (thu nhập, khấu hao, CAPEX, v.v.) bằng với dòng tiền của công ty đến phía tài trợ (bên phải) của Bảng cân đối kế toán. Nếu giá trị của hai công ty có cùng dòng tiền không bằng nhau, thì chúng ta có khả năng kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage), điều này sẽ làm cho chúng bằng nhau.

KINH DOANH CHÊNH LỆCH GIÁ (ARBITRAGE)

Cả hai tác giả của cuốn sách này đã phát hiện ra kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) khi còn trẻ.

Một tác giả lớn lên gần Washington, D.C., nơi tiền đặt cọc cho một chai thủy tinh Coca-Cola vào thời điểm đó đã được tăng từ 2 xu lên 5 xu. Tuy nhiên, tiền đặt cọc ở phía bắc Maryland (chính xác là Hagerstown) vẫn ở mức 2 xu. Trong một chuyến đi gia đình đến Hagerstown, tác giả của bạn đã mua một chai Coke và phát hiện ra sự khác biệt về chi phí đặt cọc này. Anh ấy sau đó nhận ra rằng chai có thể được mang về D.C. và trả lại cho một cửa hàng ở đó để nhận 5 xu. Đó là lợi nhuận chênh lệch giá (arbitrage profit) 3 xu (chi phí vận chuyển đã được tính vì gia đình phải thực hiện chuyến đi về D.C.). Khái niệm này sau đó xuất hiện trong một tập của chương trình truyền hình Seinfeld khi các nhân vật Kramer và Newman thực hiện chênh lệch giá tiền đặt cọc (deposit arbitrage) trong một chiếc xe tải thư của Hoa Kỳ.

Tác giả còn lại lớn lên ở Montreal và nhận thấy sự khác biệt về tỷ giá hối đoái giữa đồng đô la Canada và Mỹ tại bưu điện và ngân hàng địa phương. Bưu điện chỉ điều chỉnh tỷ giá vài tuần một lần, trong khi ngân hàng điều chỉnh tỷ giá hàng ngày. Sau khi vay tiền từ mẹ mình, anh ấy đến bưu điện và mua một phiếu bưu điện Mỹ trị giá 17,00 đô la Mỹ với giá 20,00 đô la Canada, sau đó đi bộ đến ngân hàng và đổi phiếu bưu điện Mỹ trị giá 17,00 đô la Mỹ lấy 20,50 đô la Canada—một khoản lợi nhuận chênh lệch giá (arbitrage profit) là 0,50 đô la. (Tác giả đầu tiên nhắc nhở người đọc rằng khoản lợi nhuận này bằng đô la Canada, không phải đô la Mỹ.)

Nếu chi phí giao dịch mua bán cổ phần (tức là cổ phần của cả vốn chủ sở hữu và nợ) của Công ty A và B bằng không (hoặc rất thấp), thì chênh lệch giá sẽ khiến giá của Công ty A bằng giá của Công ty B. Các nhà đầu tư cuối cùng quan tâm đến dòng tiền từ

đầu tư. Nếu giá của Công ty A cao hơn giá của Công ty B, thì tồn tại cơ hội kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) để bán cổ phiếu của Công ty A và mua cổ phiếu của Công ty B. Như đã nêu, trong ví dụ của chúng ta, dòng tiền của các cổ đông của Công ty A giống hệt với dòng tiền của các cổ đông của Công ty B. Do đó, kinh doanh chênh lệch giá cho phép bạn mua một dòng tiền giống hệt với giá thấp hơn. Khi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá được thực hiện và những người tham gia thị trường tiếp tục bán Công ty A và mua Công ty B, giá của Công ty A sẽ giảm xuống và giá của Công ty B sẽ tăng lên cho đến khi giá của hai công ty bằng nhau.

Vì vậy, kinh doanh chênh lệch giá, với chi phí giao dịch bằng không, sẽ dẫn đến giải pháp M&M, trong đó các công ty có cùng dòng tiền sẽ có cùng giá trị bất kể cấu trúc vốn của họ. Việc các công ty được tài trợ bằng nợ hay vốn chủ sở hữu hay kết hợp nợ và vốn chủ sở hữu không quan trọng: cả hai công ty sẽ có cùng giá trị vì họ có cùng dòng tiền; dòng tiền chỉ được phân chia theo những cách khác nhau.

Nói cách khác, tổng dòng tiền không phụ thuộc vào cấu trúc vốn vì nó được tạo ra bởi tài sản hoạt động của công ty (phía bên trái của Bảng cân đối kế toán). Cụ thể, dòng tiền mà các chủ nợ nhận được (thanh toán gốc + lãi) cộng với dòng tiền mà các cổ đông nhận được (cổ tức + lợi nhuận giữ lại) bằng dòng tiền được tạo ra từ tài sản (không thay đổi theo số nợ hoặc vốn chủ sở hữu).

Hơn nữa, trong thế giới M&M, kinh doanh chênh lệch giá, hay khả năng của nó, giữ cho giá trị của Công ty A và B bằng nhau bất kể cấu trúc vốn. Bạn bán cái nào có giá trị cao hơn và mua cái nào có giá trị thấp hơn cho đến khi giá bằng nhau. Đó là một lập luận ủng hộ M&M.

> Merton Miller thích kể câu chuyện này, có vẻ như có thật, để minh họa nguyên lý M&M: một ngày nọ, Yogi Berra, một cầu thủ bóng chày trong Đại sảnh Danh vọng, đang ăn pizza. Người phục vụ hỏi Yogi liệu ông muốn cắt pizza thành sáu miếng hay tám miếng. "Tốt hơn là sáu miếng," ông trả lời, "Tôi không biết mình có ăn hết tám miếng không."

Một lập luận thứ hai ủng hộ M&M (1958) là các nhà đầu tư sẽ không trả phần bù (premium) để thực hiện các giao dịch tài chính mà họ có thể tự thực hiện. Ví dụ, giả sử Công ty A, có dòng tiền giống hệt Công ty B, được định giá cao hơn Công ty B. Giả định thêm rằng Công ty A không có nợ, trong khi Công ty B được tài trợ bằng nợ và vốn chủ sở hữu. Một nhà đầu tư vào Công ty A có thể sao chép cấu trúc vốn của Công ty B bằng cách vay tiền để mua cổ phiếu của Công ty A. (Cấu trúc vốn hiệu quả của Công ty A đối với nhà đầu tư sẽ bao gồm vốn chủ sở hữu và khoản nợ dùng để tài trợ cho việc mua vốn chủ sở hữu.) Ngược lại, một nhà đầu tư có thể mua Công ty B và loại bỏ đòn bẩy bằng cách vay cổ phiếu và bán khống.5 Do đó, nếu chi phí giao dịch bằng không, một nhà đầu tư có thể lấy bất kỳ công ty nào và tự sao chép cấu trúc vốn của một công ty khác. Đây là một lý do nữa tại sao giá của hai công ty phải bằng nhau trong thế giới M&M với chi phí giao dịch bằng không.

Luận điểm thứ ba làm cho M&M (1958) có giá trị là các giao dịch tài chính có giá trị hiện tại ròng (NPV) bằng không. Giá trị hiện tại ròng là cách mà các chuyên gia tài chính, giảng viên tài chính, và cả sinh viên tài chính đo lường giá trị đầu tư. Nó xem xét lợi ích và chi phí của một khoản đầu tư và đo lường tất cả tại một thời điểm duy nhất, thời điểm hiện tại. Chúng ta sẽ thảo luận về khái niệm này chi tiết hơn và giải thích rõ ràng cách tính toán trong một chương riêng (Chương 14), được đặt ở đầu phần thứ ba của cuốn sách này, nơi chúng ta phân tích cách một công ty đưa ra quyết định đầu tư tốt. Mặc dù không cần thiết, nếu người đọc muốn xem trước, chương đó phần lớn độc lập.

5Bán khống là bán cổ phiếu đi vay, cổ phiếu này phải được mua lại và trả lại sau khi giá đã giảm như hy vọng.

giáo sư, và thậm chí sinh viên tài chính đo lường giá trị đầu tư. Nó xem xét lợi ích và chi phí của một khoản đầu tư và đo lường tất cả tại một thời điểm duy nhất, thời điểm hiện tại. Chúng ta sẽ thảo luận về khái niệm này chi tiết hơn và giải thích rõ ràng cách tính toán trong một chương riêng (Chương 14), được đặt ở đầu phần thứ ba của cuốn sách này, nơi chúng ta phân tích cách một công ty đưa ra quyết định đầu tư tốt. Mặc dù không cần thiết, nếu người đọc muốn xem trước, chương đó phần lớn độc lập.

Nếu một công ty phát hành 100 triệu đô la nợ và nhận được 100 triệu đô la tiền thu được, NPV của việc phát hành nợ là bao nhiêu? NPV của đợt phát hành trái phiếu tại ngày phát hành là zero. Công ty đã bán 100 triệu đô la yêu cầu và nhận 100 triệu đô la tiền mặt. Đây là NPV bằng không. Chiết khấu các dòng tiền cho trái chủ (tức là lãi và gốc) theo tỷ lệ chiết khấu hiện tại cho ra 100 triệu đô la, là giá trị của trái phiếu và dẫn đến NPV bằng không. Điều này cũng đúng với vốn chủ sở hữu. Nếu một công ty phát hành vốn chủ sở hữu với 100 triệu đô la, điều đó có nghĩa là thị trường tin rằng giá trị hiện tại của các dòng tiền tương lai cho vốn chủ sở hữu là 100 triệu đô la, lại tạo ra NPV bằng không. Cả hai lần phát hành đều có NPV bằng không. Nếu tất cả các giao dịch tài chính thuần túy đều có NPV bằng không, chúng không làm tăng cũng không làm giảm giá trị công ty. Do đó, bán nợ không làm tăng giá trị công ty; đó là NPV bằng không. Bán vốn chủ sở hữu cũng không làm tăng giá trị công ty; đó cũng là NPV bằng không. Vì vậy, trong một thế giới M&M, việc thay đổi cấu trúc vốn bằng cách phát hành nợ mới hoặc vốn chủ sở hữu không thay đổi giá trị của công ty vì đó là giao dịch NPV bằng không.

Để Ôn lại

M&M (1958) chỉ ra rằng cấu trúc vốn, dưới một số giả định chính, không liên quan đến (không làm thay đổi) giá trị công ty. Nghĩa là, trong một thế giới M&M, giá trị của công ty không thay đổi khi cấu trúc vốn của công ty thay đổi (cấu trúc vốn thường được đặc trưng như tỷ lệ phần trăm nợ so với vốn chủ sở hữu).

Logic đằng sau lý thuyết này xuất phát từ thực tế rằng chính giá trị của dòng tiền
được tạo ra từ tài sản hoạt động (phía bên trái của Bảng cân đối kế toán) mới ảnh hưởng
đến giá trị doanh nghiệp, chứ không phải cách thức tài trợ cho những tài sản đó. Kích thước (hay giá trị) của chiếc bánh pizza
không phụ thuộc vào số miếng cắt hay ai nhận được chúng, vì điều đó không làm thay đổi
kích thước của chiếc bánh (tổng dòng tiền). Kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage), hoặc khả năng kinh doanh chênh lệch giá,
có nghĩa là tất cả các tài sản có dòng tiền giống hệt nhau sẽ có cùng mức giá. Tương tự, hai doanh nghiệp có dòng tiền giống hệt nhau nhưng cấu trúc vốn khác nhau phải có cùng mức giá (tức là VFirmA = VFirmB).

Lý thuyết M&M về sự không liên quan của cấu trúc vốn được chứng minh bằng ba yếu tố chính của trực giác tài chính:

Đầu tiên, theo các giả định của M&M, nếu Công ty A áp dụng cấu trúc vốn của Công ty B,

giá trị tổng thể của nó sẽ không bị ảnh hưởng (và ngược lại).

Thứ hai, các nhà đầu tư sẽ không trả phí bảo hiểm cho các công ty thực hiện giao dịch tài chính.

các giao dịch mà họ có thể tự thực hiện với cùng chi phí trong thị trường hoàn hảo. Ví dụ, họ sẽ không trả phần bù (premium) cho Công ty A so với Công ty B chỉ vì A có ít nợ hơn, hoặc ngược lại. Thật vậy, bằng cách kết hợp nợ và vốn chủ sở hữu của Công ty B theo tỷ lệ phù hợp, bất kỳ nhà đầu tư nào cũng có thể trên thực tế tháo đòn bẩy (unlever) Công ty B và tái tạo cấu trúc vốn của Công ty A.

Thứ ba, tất cả các giao dịch thuần túy tài chính đều là các giao dịch có giá trị hiện tại ròng (net present value - NPV) bằng không.

> Các giao dịch này không làm tăng cũng không làm giảm giá trị doanh nghiệp. Do đó, việc doanh nghiệp huy động 100 triệu đô la bằng cách phát hành chỉ nợ, chỉ vốn chủ sở hữu, hoặc bất kỳ sự kết hợp nào giữa chúng đều không tạo ra sự khác biệt.

Lý thuyết bất liên quan (irrelevance theory) của M&M (1958) ban đầu chỉ được áp dụng cho cấu trúc vốn (capital structure). Tuy nhiên, nó có thể được áp dụng cho nhiều chính sách tài chính khác nhau. Sử dụng cùng logic và các giả định, nếu cấu trúc vốn là không liên quan, thì cấu trúc kỳ hạn của nợ (term structure of debt) (tức là dài hạn hay ngắn hạn) của doanh nghiệp cũng không liên quan. Bằng các lập luận tương tự, việc nợ có lãi suất cố định hay thả nổi, doanh nghiệp chi trả bao nhiêu cổ tức, doanh nghiệp quản lý rủi ro như thế nào (ví dụ: phòng ngừa rủi ro - hedging), v.v., cũng đều không liên quan. Nếu một chính sách tài chính không làm thay đổi dòng tiền của doanh nghiệp, M&M (1958) ngụ ý rằng chính sách tài chính đó là không liên quan. Thực vậy, chứng minh của M&M có thể được áp dụng cho tất cả các giao dịch thuần túy tài chính và kết luận rằng chúng đều là các giao dịch có giá trị hiện tại ròng bằng không (zero-NPV).

Ý tưởng của M&M rằng các chính sách tài chính không quan trọng đã gây tranh cãi và không được các nhà thực hành tài chính hay nhiều học giả tài chính chấp nhận vào năm 1958. Rõ ràng điều này không đúng theo nghĩa đen trong thực tế vì các giả định của họ không đúng (tức là thế giới của chúng ta không phải là thế giới M&M; nó có thuế, chi phí giao dịch dương, v.v.). Tuy nhiên, lý thuyết của M&M cuối cùng đã khiến các học giả tài chính đặt câu hỏi đúng: Việc tài trợ vốn có thay đổi kích thước của chiếc bánh không?

Tại sao cuộc thảo luận này lại quan trọng đến vậy là vì trước M&M (1958), không có lý thuyết nào về tài chính doanh nghiệp. Trước M&M, các chuyên gia tài chính sử dụng phân tích tỷ số, Bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma Balance Sheets), Báo cáo thu nhập (Income Statements), và Bảng nguồn và sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds) để đảm bảo các công ty không cạn kiệt vốn. Tuy nhiên, không có hướng dẫn phân tích nào về cách một công ty nên lựa chọn tài trợ cho chính mình.

M&M là điểm khởi đầu cho tài chính hiện đại. Nó bắt đầu việc nghiên cứu hàn lâm về cấu trúc vốn (capital structure) bằng câu hỏi: Cấu trúc vốn có quan trọng không? Điều này cuối cùng đã dẫn các học giả đặt câu hỏi tương tự cho nhiều quyết định tài chính doanh nghiệp khác. Tuy nhiên, bài báo M&M (1958) không cung cấp cho các chuyên gia tài chính hướng dẫn phân tích vì trong thế giới M&M, nơi thị trường hiệu quả, tài chính doanh nghiệp không quan trọng. Điều bài báo làm được là thiết lập một khuôn khổ mà các chuyên gia tài chính và học giả có thể sử dụng để phân tích các quyết định tài chính.

Khi tác giả lớn tuổi hơn trong hai tác giả của các bạn đang làm luận án tiến sĩ, không có khóa học riêng về tài chính doanh nghiệp ở bậc tiến sĩ tại Đại học Chicago (University of Chicago). Chuỗi hai khóa học tài chính ở bậc tiến sĩ chỉ dành hai tuần cho tài chính doanh nghiệp. Hai tuần đó bao gồm M&M (1958), M&M (1961),6 M&M (1963),7 và chỉ hơn một chút. Nó dạy rằng không có gì quan trọng trong tài chính doanh nghiệp và do đó tài chính doanh nghiệp không quan trọng. Với thị trường hiệu quả trong thế giới M&M, không có tài chính doanh nghiệp. Cấu trúc vốn không quan trọng nếu không có thuế hoặc chi phí giao dịch, và chính sách cổ tức (dividend policy) cũng không quan trọng. Thị trường hiệu quả cũng ngụ ý rằng tất cả chứng khoán đều được định giá đúng, kỳ hạn

---

6Merton H. Miller and Franco Modigliani, “Dividend policy, growth, and the valuation of shares,” Journal of Business 34, No. 4 (Oct., 1961), pp. 411–433.
7Franco Modigliani and Merton H. Miller, “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction,” American Economic Review 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433–443.

không quan trọng, việc sử dụng lãi suất cố định so với lãi suất thả nổi (biến đổi) cũng không liên quan, v.v. Ngày nay chúng ta có các khóa học riêng về tài chính doanh nghiệp vì các giả định của M&M đã được chứng minh là không đúng trong thực tế—và tài chính doanh nghiệp thực sự quan trọng.

Các giả định của M&M

Trong phần đầu của chương này, chúng ta đã liệt kê năm giả định cần thiết để định nghĩa cái mà chúng ta gọi là "thế giới M&M." Bây giờ, đã đến lúc nới lỏng những giả định đó và làm cho thảo luận của chúng ta thực tế hơn. Đồng thời cũng cần xem xét liệu kết luận rằng cấu trúc vốn không quan trọng có đứng vững trong một bối cảnh thực tế hơn hay không.

Năm giả định chính mà M&M đã đưa ra vào năm 19588 mà chúng ta sẽ nới lỏng là:

1. Thuế bằng không. Trong chương này chúng ta sẽ nới lỏng giả định này và xem xét tác động của thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân dương.
2. Không có chi phí kiệt quệ tài chính. Giả định này rõ ràng là không đúng (xem chương trước về Massey Ferguson). Trong chương này chúng ta bác bỏ nó và giả định rằng có chi phí kiệt quệ tài chính.
3. Chi phí giao dịch bằng không. Chúng ta sẽ nới lỏng giả định này trong Chương 12.
4. Không có thông tin bất đối xứng; tức là không ai biết nhiều hơn người khác về giá trị thực của công ty. Chúng ta sẽ thảo luận giả định này trong vài chương tới và nới lỏng nó trong Chương 12.
5. Cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến quyết định đầu tư (tức là chính sách đầu tư được coi là cố định bất kể cấu trúc vốn của công ty như thế nào). Điều này cũng sẽ được nới lỏng trong Chương 12.

Việc nới lỏng hai giả định đầu tiên đã định hình tài chính doanh nghiệp (corporate finance) cho đến năm 1980. Vì hầu hết các giáo trình đầu tiên đề cập đến tác động của việc nới lỏng hai giả định về thuế và chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress), một lý thuyết cấu trúc vốn (capital structure) sử dụng M&M mà không có hai giả định này thường được gọi là cấu trúc vốn “giáo trình”. Trong một thế giới M&M (1958) hoàn hảo, cấu trúc vốn không quan trọng. Tuy nhiên, một khi bao gồm thuế và chi phí kiệt quệ tài chính, cấu trúc vốn lại trở nên quan trọng, như chúng tôi sẽ trình bày dưới đây.

THUẾ

Bản thân M&M đã nới lỏng giả định không có thuế trong M&M (1963) và nhận thấy rằng trong một thế giới có thuế thu nhập doanh nghiệp (corporate income taxes), cấu trúc vốn thực sự có vai trò quan trọng. Phân tích của họ về thuế thừa nhận rằng các nguồn tài trợ khác nhau bị đánh thuế khác nhau. Điểm khác biệt chính là các khoản thanh toán lãi vay được khấu trừ cho mục đích thuế doanh nghiệp, trong khi các khoản thanh toán cổ tức thì không.9 Việc khấu trừ thuế có nghĩa là lãi vay được đối xử giống như các chi phí doanh nghiệp khác.

8Bài báo của M&M lần đầu tiên đã cung cấp cho tài chính doanh nghiệp một lý thuyết nền tảng. Vào những năm 1980, nhiều giả định của thế giới M&M đã được nới lỏng.
9Ở hầu hết tất cả các quốc gia, đều có một số hình thức lá chắn thuế (tax shield) từ nợ vay.

Chi phí và là một khoản khấu trừ từ doanh thu trước khi tính lợi nhuận chịu thuế. Ngược lại, cổ tức được trả cho cổ đông từ quỹ sau thuế.10 Do đó, việc thanh toán lãi vay có lợi thế về thuế đối với doanh nghiệp so với việc thanh toán cổ tức vì chi phí lãi vay được trả trước thuế, trong khi cổ tức được trả sau thuế.

Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm của Mỹ năm 2018 (THE 2018 U.S. TAX CUTS AND JOBS ACT)

Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm của Hoa Kỳ (U.S. Tax Cuts and Jobs Act), ban hành ngày 22 tháng 12 năm 2017, giới hạn số tiền lãi vay được khấu trừ trong một năm nhất định. Trong bốn năm đầu, 2018–2021, giới hạn được đặt ở mức 30% EBITDA (thu nhập trước lãi vay, thuế, khấu hao và trích khấu hao - earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization). Từ năm 2022 trở đi, giới hạn được đặt ở mức 30% EBIT (thu nhập trước lãi vay và thuế - earnings before interest and taxes—đây là ngưỡng thấp hơn, do đó thậm chí còn ít lãi vay được khấu trừ hơn). Lãi vay không được khấu trừ trong năm hiện tại có thể được chuyển tiếp vô thời hạn và sử dụng trong năm sau. Trước đạo luật này, việc khấu trừ lãi vay ở Mỹ chưa bao giờ bị giới hạn; hiện nó vẫn chưa bị giới hạn ở hầu hết các quốc gia.

Bảng này cho thấy tỷ lệ phần trăm các công ty trên sàn NYSE theo ngành có chi phí lãi vay lớn hơn 30% EBIT và EBITDA trong năm 2017.

Ngành EBITDA EBIT
Giầy, cao su và nhựa 3.4% 27.6%
Dược phẩm **8.3%** **16.7%**
Sản xuất thực phẩm **9.1%** **36.4%**
Các nhà bán lẻ **9.8%** **28.3%**
Hóa chất **11.8%** **25.0%**
Dịch vụ điện, khí đốt và vệ sinh **18.1%** **49.1%**
Phần mềm máy tính **20.0%** **30.0%**
Hàng không **25.0%** **50.0%**
Tất cả (bao gồm tài chính) **18.0%** **34.9%**
Tất cả (loại trừ tài chính) **13.8%** **33.6%**

Nguồn: Compustat

10A Một công ty thường tính lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT), sau đó khấu trừ lãi vay để có lợi nhuận trước thuế, và chính số tiền này là cơ sở để công ty tính và nộp thuế. Cổ tức được trả cho cổ đông trên cơ sở sau thuế từ lợi nhuận ròng.

Hãy xem một ví dụ. Giả sử Tập đoàn ABC tạo ra một dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity) an toàn trị giá 100 triệu đô la mỗi năm và tỷ suất sinh lời phi rủi ro là 10%. Công thức tính dòng tiền vĩnh viễn là:11

Giá trị hiện tại (Present Value) = dòng tiền hàng năm / lãi suất

Công thức trên tính toán rằng giá trị cho Tập đoàn ABC của chúng ta là 1 tỷ đô la. Như M&M đã chỉ ra, khi không có thuế, giá trị này không phụ thuộc vào cách thức doanh nghiệp được tài trợ.

Bây giờ, giả sử có thuế doanh nghiệp 21% nhưng không có thuế cá nhân (chúng ta sẽ thêm thuế cá nhân ngay sau đó). Sự hiện diện của thuế có nghĩa là chính phủ có quyền yêu cầu một phần trong giá trị 1 tỷ đô la. Giá trị còn lại sau thuế sẽ thuộc về những người nắm giữ nợ và vốn chủ sở hữu.
Điều này thường được phát biểu rằng giá trị của doanh nghiệp bằng giá trị của nợ cộng với giá trị của vốn chủ sở hữu.

$$Vf = Vd + Ve$$

trong đó Vf là giá trị của doanh nghiệp,

Vd là giá trị của nợ, và

Ve là giá trị của vốn chủ sở hữu.

Cơ cấu vốn (capital structure)—cách công ty được tài trợ bằng nợ và vốn chủ sở hữu—hiện nay trở nên quan trọng vì các khoản thanh toán lãi vay làm giảm hóa đơn thuế của công ty. Do đó, nhiều nợ hơn làm tăng giá trị công ty vì nó làm giảm gánh nặng thuế của công ty.

Quay lại ví dụ của chúng ta về hai công ty: giá trị của một công ty được tài trợ bằng nợ và vốn chủ sở hữu và giá trị của một công ty giống hệt được tài trợ chỉ bằng vốn chủ sở hữu sẽ khác nhau. Điều này có thể thấy trong Bảng 6.2. Trong ví dụ, cả hai công ty đều bắt đầu với thu nhập trước lãi vay, thuế, khấu hao và khấu trừ (EBITDA) là 100 triệu USD.12 Để đơn giản, chúng ta giả định khấu hao và khấu trừ bằng 0 cho cả hai công ty. Điều này có nghĩa là thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT) cũng là 100 triệu USD cho cả hai công ty. Chúng ta cũng giả định một tỷ lệ chiết khấu phi rủi ro là 10% cho dòng tiền của cả hai công ty.

Trong cột một, chúng ta giả định một công ty có khoản vay 300 triệu USD với lãi suất 10% và chi trả lãi hàng năm là 30 triệu USD (tức là 30% của EBITDA và EBIT, tương ứng với mức tối đa cho phép theo luật thuế doanh nghiệp Hoa Kỳ năm 2018). Thu nhập chịu thuế là 70 triệu USD, và thuế là 14,7 triệu USD (21% nhân với 70 triệu USD). Thu nhập ròng là 55,3 triệu USD (70,0 – 14,7), khi chiết khấu như một dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity) ở mức 10% sẽ cho giá trị vốn chủ sở hữu là 553,0 triệu USD. Cộng thêm giá trị nợ 300 triệu USD, ta có giá trị công ty là 853,0 triệu USD.13

11Để biết giải thích chi tiết về dòng tiền vĩnh viễn và giá trị thời gian của tiền, xem Chương 14.
12Các thuật ngữ income, earnings và profit đôi khi được sử dụng thay thế cho nhau trong kế toán và tài chính. EBIT (viết tắt của earnings before interest and taxes) là một từ viết tắt phổ biến trong tài chính. PBT (viết tắt của profit before taxes) cũng thường được gọi là earnings hoặc income before taxes.
13Mặc dù chúng tôi không trình bày phép tính ở đây, chi phí lãi vay được khấu trừ càng cao (thấp) thì thuế càng thấp (cao). Đó là chi phí lãi vay được khấu trừ càng cao (thấp) thì giá trị của tấm chắn thuế từ lãi vay càng cao (thấp). Chi phí lãi vay được khấu trừ cao hơn sẽ đến từ mức nợ cao hơn cho đến khi đạt mức trần EBITDA 30%.

BẢNG 6.2
Giá trị doanh nghiệp với thuế doanh nghiệp

	Công ty có nợ $300 million	**100% Vốn chủ sở hữu Công ty**
Lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao (EBITDA)	$100.0 million	$100.0 million
Khấu hao và phân bổ	$0.0 million	$0.0 million
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT)	$100.0 million	$100.0 million
Chi phí lãi vay (10%)	$30.0 million	$0.0 million
Lợi nhuận trước thuế	$70.0 million	$100.0 million
Thuế doanh nghiệp (thuế suất 21%)	$14.7 million	$21.0 million
Thu nhập ròng (lợi nhuận sau thuế)	$55.3 million	$79.0 million
Giá trị vốn chủ sở hữu (dòng tiền vĩnh viễn với r = 10%)	$553.0 million	$790.0 million
Giá trị nợ	$300.0 million	$0.0 million
Giá trị doanh nghiệp (giá trị nợ + vốn chủ sở hữu)	$853.0 million	$790.0 million

Cột thứ hai của Bảng 6.2 thể hiện doanh nghiệp sử dụng 100% vốn chủ sở hữu. EBITDA và EBIT
là 100 triệu đô la giống như doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ và vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, vì không có nợ, doanh nghiệp thứ hai không có chi phí lãi vay. Điều này có nghĩa là lợi nhuận trước thuế là
100 triệu đô la. Nhân lợi nhuận trước thuế 100 triệu đô la với thuế suất doanh nghiệp 21% cho ra số thuế phải nộp là 21 triệu đô la. Điều này có nghĩa là
100 triệu đô la lợi nhuận trước thuế được chia ra, với 21 triệu đô la nộp cho chính phủ và 79 triệu đô la còn lại cho các cổ đông. Do đó, giá trị vốn chủ sở hữu là 79 triệu đô la mỗi năm vĩnh viễn, chiết khấu ở mức 10%, tổng cộng là 790 triệu đô la. Tổng giá trị doanh nghiệp (giá trị nợ + giá trị vốn chủ sở hữu) hiện cũng là 790 triệu đô la vì không có nợ.

Do đó, nếu doanh nghiệp được tài trợ một phần bằng nợ, giá trị của nó là 853 triệu đô la, trong khi nếu nó được tài trợ 100% bằng vốn chủ sở hữu, giá trị là 790 triệu đô la.13 Doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ có giá trị
cao hơn 63 triệu đô la so với doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu, vì cách chính phủ xử lý các khoản thanh toán lãi vay. Giá trị này được gọi là lá chắn thuế. Giá trị vĩnh viễn của các khoản thuế —số tiền nộp cho chính phủ—là 147 triệu đô la cho doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ
và 210 triệu đô la cho doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu. Đây là giá trị vĩnh viễn của $14.7
triệu đô la và $21 triệu đô la tiền thuế được chiết khấu ở mức 10% ($14.7 triệu đô la/0.10 = $147 triệu đô la; và $21 triệu đô la/0.10 = $210 triệu đô la, tương ứng). Bằng cách sử dụng nợ thay vì vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp "tiết kiệm" được 63 triệu đô la tiền nộp cho chính phủ.

Lưu ý: M&M vẫn đúng vì kích thước của chiếc bánh tổng thể không thay đổi—vẫn là 1 tỷ đô la. Kích thước của chiếc bánh được xác định bởi dòng tiền trước thuế. Sự khác biệt giữa hai công ty là gì? Sự khác biệt nằm ở ai nhận được phần bánh. Trong công ty được tài trợ bằng nợ, chủ nợ và cổ đông nhận được 853 triệu đô la và chính phủ nhận được 147 triệu đô la. Trong công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, cổ đông nhận được 790 triệu đô la (không có chủ nợ) và chính phủ nhận được 210 triệu đô la. Với việc đưa thuế vào, bây giờ có một phần bánh dành cho chính phủ. Từ nay, chúng ta nên coi mọi công ty như có thêm một bên có quyền đòi hỏi: chính phủ.

Như chúng tôi đã nói ở đầu chương này, một lợi ích chính của lý thuyết M&M là giúp chúng ta đặt ra những câu hỏi đúng đắn. Câu hỏi mà M&M khiến chúng ta đặt ra, khi chúng ta đã thêm thuế doanh nghiệp, là: Lựa chọn tài trợ của công ty ảnh hưởng như thế nào đến phần bánh của IRS?

Một câu trả lời chuẩn, trong một số sách giáo khoa, là việc sử dụng nợ tạo ra một tấm chắn thuế (tax shield) bằng:

$$Tc \quad D,$$

trong đó Tc là thuế suất thuế doanh nghiệp (corporate tax rate) và D là giá trị của khoản nợ đang lưu hành (debt outstanding).

Tuy nhiên, hãy nhớ cách chúng ta đạt được 147 triệu đô la và 210 triệu đô la ở trên. Chúng ta bắt đầu với khoản nợ vĩnh viễn (perpetual debt) và chiết khấu khoản nợ theo Kd. (Các tác giả thích dùng Kd thay vì Rd để biểu thị tỷ lệ chiết khấu của nợ. Kd thường giống với lãi suất của khoản nợ. Có một số trường hợp ngoại lệ mà chúng ta sẽ bỏ qua bây giờ và thảo luận muộn hơn nhiều trong cuốn sách, chẳng hạn như khi lãi suất áp dụng là mức lãi suất được trợ cấp theo thị trường.)

Giá trị hiện tại của tấm chắn thuế vĩnh viễn (perpetuity tax shield) là tấm chắn thuế mỗi năm (thuế suất Tc nhân với Kd nhân với D, trong đó thuế suất là 21%, lãi suất là 10%, và số nợ là 300 triệu đô la) được chiết khấu bằng tỷ lệ chiết khấu Kd. Kd ở tử số và mẫu số triệt tiêu lẫn nhau, để lại Tc nhân với D, bằng 63 triệu đô la (21% nhân 300 triệu đô la).

$$\begin{array}{c} Tc \quad Kd \quad D \\ \hline Kd \end{array} = Tc \quad D$$

Thật không may, mọi chuyện không đơn giản như vậy. Công thức trên chỉ là bước đầu tiên để hiểu giá trị của các tấm chắn thuế; nó chưa phải là bức tranh hoàn chỉnh. Hơn nữa, công thức giả định rằng khoản nợ là vĩnh viễn, lãi suất luôn dưới mức giới hạn 30% (tức là toàn bộ lãi có thể được khấu trừ), và không có thuế cá nhân. Trên thực tế, Tc * D chưa hoàn chỉnh cho đến khi chúng ta thêm thuế cá nhân.

Lưu ý: Thuế suất biên

Trước khi thêm thuế cá nhân, hãy tạm dừng một chút để xem xét những lưu ý cho phân tích trên. Lưu ý đầu tiên là không phải mọi doanh nghiệp đều đóng thuế, hoặc nếu có, không phải doanh nghiệp nào cũng đóng 21%. Một cách để không đóng thuế là không có thu nhập chịu thuế. Không có thu nhập chịu thuế có thể xảy ra vì, như đã thấy ở trên, doanh nghiệp có chi phí lãi vay cao. Các cách khác khiến doanh nghiệp có ít hoặc không có thu nhập chịu thuế là do thu nhập thấp hoặc do các khoản khấu trừ thuế cao. Ví dụ, trong lịch sử, các công ty đường sắt không đóng thuế thu nhập doanh nghiệp vì các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng lớn của họ tạo ra các khoản khấu trừ thuế từ khấu hao, khiến thu nhập chịu thuế của họ gần bằng không. Do đó, đối với các công ty đường sắt, không có lá chắn thuế từ lãi vay (interest tax shield) vì họ đã sử dụng lá chắn thuế từ khấu hao. Không có lợi ích bổ sung nào từ việc khấu trừ thuế của chi phí lãi vay vì họ thường không đóng thuế.14 Vì vậy, bất kỳ doanh nghiệp nào không đóng thuế mà không có tài trợ bằng nợ sẽ không nhận được bất kỳ lá chắn thuế nào từ nợ.

Lưu ý thứ hai là việc phát hành nợ không tự nó tạo ra giá trị. Nếu một doanh nghiệp phát hành nợ và sau đó giữ tiền mặt dư thừa trong ngân hàng, việc phát hành nợ sẽ không tạo ra lá chắn

14Về mặt kỹ thuật, công ty đường sắt khấu hao tài sản nhanh hơn cho mục đích thuế so với mục đích báo cáo công khai. Điều này tạo ra một khoản thuế hoãn lại, nhưng nếu nó đủ xa trong tương lai, thì giá trị hiện tại gần bằng không.

thuế hoặc giá trị. Đây là một điểm quan trọng: Trong tài chính doanh nghiệp, tiền mặt dư thừa (excess cash) cũng giống như nợ âm (negative debt). Sau này trong cuốn sách, sẽ quan trọng khi xem xét cả beta có đòn bẩy và không có đòn bẩy (beta là thước đo rủi ro), và khi làm như vậy, tiền mặt dư thừa được coi là nợ âm. Ví dụ, nếu một doanh nghiệp vay 100 triệu đô la với lãi suất 10% và gửi 100 triệu đô la vào ngân hàng kiếm được 10%, thì không có lá chắn thuế hoặc giá trị nào được tạo ra. Doanh nghiệp trả 10 triệu đô la mỗi năm tiền lãi vay trong khi kiếm được 10 triệu đô la mỗi năm tiền lãi thu nhập, vì vậy tác động của nợ lên dòng tiền là bằng không và không có giá trị nào được thêm vào.

Để nhắc lại, việc đi vay không tạo ra giá trị. Giá trị từ lá chắn thuế chỉ được tạo ra khi doanh nghiệp sử dụng tiền vay thay vì vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản. Chính việc thay thế nợ bằng vốn chủ sở hữu tạo ra lá chắn thuế. Điều này có thể xảy ra nếu doanh nghiệp tài trợ cho một khoản đầu tư bằng nợ thay vì vốn chủ sở hữu hoặc nếu doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc vốn (mua lại một phần vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bằng tiền vay). Chỉ vay tiền và ngồi trên tiền mặt không tạo ra lá chắn thuế.

Điều lưu ý thứ ba là thuế không phải là lý do duy nhất để phát hành nợ! Thật đáng kinh ngạc khi thấy nhiều học viên MBA (tất nhiên, không bao giờ là các sinh viên cũ của tác giả) thường phát biểu như: "Ồ, công ty chỉ vay nợ vì lá chắn thuế." Lá chắn thuế làm cho nợ rẻ hơn (và do đó hấp dẫn hơn), nhưng không phải là lý do duy nhất để phát hành nợ. Nếu thuế bằng 0, liệu các công ty có còn phát hành nợ không? Nhiều học viên MBA sẽ trả lời: "Không, vì không có lá chắn thuế." Tuy nhiên, điều này không đúng. Thuế doanh nghiệp ở Mỹ chỉ được áp dụng từ năm 1914, nhưng các công ty vẫn sử dụng nợ trước năm 1914. Các tuyến đường sắt được xây dựng vào những năm 1870 và 1880 đã sử dụng rất nhiều nợ (và các công ty đường sắt vẫn tiếp tục sử dụng nợ mà không có lá chắn thuế lãi vay). Lá chắn thuế làm cho nợ hấp dẫn hơn, và các công ty có lẽ sẽ phát hành nhiều nợ hơn so với thế giới không có thuế doanh nghiệp, nhưng lá chắn thuế không phải là lý do duy nhất cho việc vay nợ. Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về các lý do khác để phát hành nợ ở phần sau của cuốn sách. Vào thời điểm này, điều quan trọng là người đọc phải hiểu rằng lá chắn thuế không phải là lý do duy nhất khiến các công ty phát hành nợ.

Thuế cá nhân

Bây giờ chúng ta chuyển sang việc bổ sung thuế cá nhân. Thuế doanh nghiệp làm cho việc sử dụng nợ thay vì vốn chủ sở hữu để tài trợ trở nên có lợi cho các công ty. Thuế cá nhân thường làm cho việc sử dụng vốn chủ sở hữu thay vì nợ để tài trợ trở nên có lợi cho các công ty. Tác động ròng của hai loại thuế này là nợ thường có lợi về thuế đối với công ty; tuy nhiên, lợi thế này nhỏ hơn so với khi chỉ xem xét thuế doanh nghiệp.

Đối với thuế doanh nghiệp, chúng ta có thể sử dụng một mức thuế suất doanh nghiệp duy nhất—hiện tại là 21%.15 Tuy nhiên, các nhà đầu tư phải đối mặt với hai hình thức thuế khác nhau đối với các khoản thanh toán từ vốn chủ sở hữu và một hình thức thuế đối với các khoản thanh toán từ nợ. Các khoản thanh toán cho cổ đông có thể dưới hình thức cổ tức hoặc lãi vốn, cả hai đều bị đánh thuế nhưng thường ở các mức thuế suất khác nhau. Các khoản thanh toán cho chủ nợ dưới hình thức lãi vay, thường bị đánh thuế ở mức thuế suất thu nhập cá nhân.

Trước năm 2003 và trong hầu hết thế kỷ 20, thu nhập từ lãi vay và thu nhập từ cổ tức bị đánh thuế ở cùng một mức, bằng với mức thuế suất đối với thu nhập thông thường, trong khi lãi vốn

15Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp liên bang của Mỹ là 21%. Thuế suất thu nhập của tiểu bang và địa phương dao động từ 0% đến 12%. Vì thuế của tiểu bang và địa phương được khấu trừ cho mục đích liên bang, nên mức thuế suất kết hợp khoảng 25%. Xem KPMG: "Công cụ và Tài nguyên Thuế," https://home.kpmg.com/vg/en/home/services/tax1/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html (truy cập ngày 16 tháng 5, 2018).

Các khoản lợi nhuận (gains) bị đánh thuế ở mức thuế suất thấp hơn. Ngày nay, lợi nhuận từ vốn (capital gains) và cổ tức thường bị đánh thuế ở cùng mức thuế suất thấp hơn. Ngược lại, thu nhập từ lãi suất (interest income) (các khoản thanh toán mà người nắm giữ nợ nhận được) vẫn bị đánh thuế ở mức thuế suất cao hơn tương đương với thuế suất đối với thu nhập thông thường.16

Lợi nhuận từ vốn (capital gains) có được khi bán cổ phiếu với giá cao hơn khoản đầu tư ban đầu. Hơn nữa, thuế đối với lợi nhuận từ vốn đã (và vẫn) được hoãn lại cho đến khi khoản lợi nhuận được hiện thực hóa (realized). Điều này khác với cổ tức và lãi suất, vốn bị đánh thuế trong năm nhận được. Ví dụ, nếu một nhà đầu tư mua một cổ phiếu của Goldman Sachs với giá 160 đô la và trong năm cổ phiếu này tăng giá trị lên 180 đô la, nhà đầu tư sẽ không phải trả bất kỳ khoản thuế nào cho khoản lợi nhuận 20 đô la cho đến khi khoản lợi nhuận đó được hiện thực hóa. Khi cổ phiếu được bán, nhà đầu tư "hiện thực hóa" khoản lợi nhuận và phải trả thuế. Điều này có nghĩa là thuế suất hiệu dụng đối với lợi nhuận từ vốn không chỉ là thuế suất lợi nhuận từ vốn, mà còn là thuế suất lợi nhuận từ vốn được chiết khấu từ thời điểm khoản lợi nhuận sẽ được hiện thực hóa.17

Ngược lại, hệ thống thuế đối với cá nhân ở nhiều quốc gia (ví dụ: Châu Âu và Canada) cung cấp cho nhà đầu tư một khoản tín dụng thuế (tax credit) cho cổ tức. Lý do là công ty đã nộp thuế đối với thu nhập hiện đang được chi trả dưới dạng cổ tức và điều này tránh việc đánh thuế hai lần. Ở Hoa Kỳ, công ty nộp thuế trên thu nhập của mình và sau đó cổ đông nộp thuế đối với cổ tức nhận được mà không có khoản tín dụng nào cho khoản thuế doanh nghiệp đã nộp.18

Từ quan điểm của công ty (bỏ qua tác động đến các nhà đầu tư), có một lợi thế lớn khi tài trợ bằng nợ (debt financing) vì công ty khấu trừ lãi vay trước khi tính lợi nhuận trước thuế. Điều này làm giảm số thuế doanh nghiệp phải nộp. Với tài trợ bằng vốn chủ sở hữu (equity financing), không có khoản khấu trừ thuế nào cho cổ tức hoặc lợi nhuận giữ lại (retained earnings) và do đó không giảm thuế.

Từ quan điểm của các nhà đầu tư cá nhân, thuế cá nhân ưu ái các khoản thanh toán từ vốn chủ sở hữu. Điều này là do mức thuế suất cá nhân tương đối trên thu nhập từ lãi suất, cổ tức và lợi nhuận từ vốn. Thuế suất cá nhân đối với cổ tức tối đa bằng và đôi khi (ví dụ: hiện tại) thấp hơn thuế suất cá nhân đối với các khoản thanh toán lãi suất. Thu nhập từ cổ tức chưa bao giờ bị đánh thuế ở mức cao hơn thu nhập từ lãi suất. Lợi nhuận từ vốn đã hiện thực hóa thường bị đánh thuế ở mức thấp hơn cả thu nhập từ lãi suất và thu nhập từ cổ tức.19

Vì vậy, từ quan điểm của công ty, có một lợi thế thuế khi sử dụng nợ thay vì vốn chủ sở hữu. Ngược lại, đối với nhà đầu tư khi chọn mua chứng khoán tài chính, có một lợi thế khi nhận được lợi nhuận từ vốn chủ sở hữu. Cuối cùng, điều quan trọng là dòng tiền sau thuế (after-tax cash flow) đến nhà đầu tư, sau khi trừ cả thuế doanh nghiệp lẫn thuế cá nhân. Một cách để nghĩ về điều này là nếu công ty sử dụng tài trợ bằng nợ, công ty sẽ nộp ít dòng tiền hơn cho chính phủ và do đó có nhiều dòng tiền hơn cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, với mức dòng tiền sau thuế doanh nghiệp bằng nhau

16Nếu nhà đầu tư không phải là cá nhân mà là công ty hoặc tổ chức ủy thác (fiduciary), hậu quả thuế sẽ khác nhau. Thuế suất đối với cổ tức và lãi vốn (capital gains) cũng phụ thuộc vào thời gian nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu cơ sở.

17Vì chúng ta không biết khi nào sẽ bán vốn chủ sở hữu, nên ngày được chọn để chiết khấu là mang tính chủ quan.

18Chúng ta sẽ không đề cập chi tiết về sự khác biệt trong các bộ luật thuế trong cuốn sách này. Đối với mục đích của chúng ta, đủ để biết rằng thu nhập từ cổ tức, lãi vốn và tiền lãi đều bị đánh thuế nhưng thường khác nhau.

19Cũng có thể có sự khác biệt về thuế suất đối với cả lãi vốn và cổ tức dựa trên thời gian nhà đầu tư đã sở hữu cổ phiếu cơ sở. Điều gì được coi là dài hạn hay ngắn hạn do chính phủ quy định và đã thay đổi theo thời gian.

dòng tiền, nhà đầu tư có ưu tiên đối với dòng tiền từ vốn chủ sở hữu hơn là từ nợ. Kết hợp lại, một công ty được tài trợ bằng nợ (vốn chủ sở hữu) sẽ có nhiều (ít) tiền hơn để trả cho nhà đầu tư,
nhưng số tiền mà các nhà đầu tư nhận được sẽ bị đánh thuế ở mức cao hơn (thấp hơn). Khi kết hợp lại, lợi thế ròng vẫn là công ty tài trợ bằng nợ, nhưng lợi thế này
bị giảm đi so với phần trên không xem xét thuế suất thuế thu nhập cá nhân của nhà đầu tư.20

Chúng ta hãy làm một ví dụ được minh họa trong Bảng 6.3. Có ba phương án. Trong trường hợp thứ nhất, công ty được tài trợ một phần bằng vốn chủ sở hữu và một phần bằng 300 triệu đô la nợ.
Lợi nhuận từ vốn chủ sở hữu được chi trả dưới dạng cổ tức. Trong trường hợp thứ hai, công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu và chi trả toàn bộ lợi nhuận dưới dạng cổ tức. Trong trường hợp thứ ba, công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu và không chi trả cổ tức, vì vậy nhà đầu tư nhận được lợi nhuận từ lãi vốn (capital gains). Như trên, giả định EBIT và EBITDA đều là 100 triệu đô la
cho cả ba trường hợp (tức là khấu hao và hao mòn bằng không).

Trong trường hợp đầu tiên, công ty được tài trợ một phần bằng 300 triệu đô la nợ và trả lãi 30 triệu đô la (tức là 300 triệu đô la * lãi suất 10%) và cổ tức (sau thuế doanh nghiệp) là 55.3 triệu đô la. Bây giờ hãy xem xét thuế cá nhân. Các chủ nợ, giả sử thuế suất cá nhân tối đa là 37%, trả 11.1 triệu đô la tiền thuế trên thu nhập lãi của họ. Các cổ đông, giả sử thuế suất cổ tức tối đa là 20%,

BẢNG 6.3
Lợi thế tương đối của nợ

	Công ty có nợ	100% Vốn chủ sở hữu Tất cả cổ tức	100% Vốn chủ sở hữu Tất cả lãi vốn
Cấp độ doanh nghiệp:			
EBIT	100 triệu USD	100 triệu USD	100 triệu USD
Chi phí lãi vay	30 triệu USD	0 USD	0 USD
Lợi nhuận trước thuế	70 triệu USD	100 triệu USD	100 triệu USD
Thuế doanh nghiệp 21%	14,7 triệu USD	21,0 triệu USD	21,0 triệu USD
Lợi nhuận ròng doanh nghiệp	55,3 triệu USD	79,0 triệu USD	79,0 triệu USD
Cấp độ cá nhân:			
Tổng thu nhập cho người nắm giữ nợ	30,0 triệu USD	0 USD	0 USD
Thuế cá nhân 37%	11,1 triệu USD	0 USD	0 USD
Lợi ròng cho người nắm giữ nợ	18,9 triệu USD	0 USD	0 USD
Tổng thu nhập cho cổ đông	55,3 triệu USD	79,0 triệu USD	79,0 triệu USD
Thuế cổ tức 20%	11,1 triệu USD	15,8 triệu USD	0 USD
Thuế lãi vốn 20%	0 USD	0 USD	15,8 triệu USD
Lợi ròng cho cổ đông	44,2 triệu USD	63,2 triệu USD	63,2 triệu USD
Lợi ròng cho nhà đầu tư	63,1 triệu USD	63,2 triệu USD	63,2 triệu USD
Tổng thuế	36,9 triệu USD	36,8 triệu USD	36,8 triệu USD

20Cuộc thảo luận cho đến nay vẫn coi nhà đầu tư là một cá nhân trả thuế theo biểu thuế cá nhân. Nếu nhà đầu tư là một công ty hoặc một tổ chức ủy thác tài chính (như công ty bảo hiểm hoặc quỹ hưu trí), mức thuế thường thấp hơn so với cá nhân. Điều này thêm một lớp phức tạp cho việc tài trợ vốn của chúng ta và củng cố lợi thế thuế của việc tài trợ bằng nợ đối với doanh nghiệp.

cũng trả $11.1 triệu đô la cho cổ tức. Thu nhập ròng sau thuế cho các nhà đầu tư là $63.1 triệu đô la ($18.9 triệu đô la cho các chủ nợ và $44.2 triệu đô la cho các cổ đông). Tổng thuế, cả thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân, tổng cộng là $36.9 triệu đô la. Tất cả điều này được trình bày trong Bảng 6.3, cột một.

Trong trường hợp thứ hai, doanh nghiệp được tài trợ bằng 100% vốn chủ sở hữu và chi trả toàn bộ thu nhập ròng dưới dạng cổ tức. EBIT một lần nữa là $100 triệu. Tuy nhiên, trong trường hợp này không có chi phí lãi vay, vì vậy lợi nhuận trước thuế là $100 triệu, và doanh nghiệp sẽ phải trả $21 triệu tiền thuế với thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 21%. Điều này có nghĩa là cổ tức trả cho các cá nhân sau khi trừ thuế doanh nghiệp là $79 triệu ($100 triệu * (1 – Tc), trong đó Tc là thuế suất thuế doanh nghiệp). Sau khi cổ đông nhận được cổ tức 79 triệu đô la, họ phải nộp thuế thu nhập cá nhân cho khoản này. Nếu thuế đánh trên cổ tức là 20%, cổ đông nộp thuế 15,8 triệu đô la và nhận thu nhập sau thuế là 63,2 triệu đô la.

Trong trường hợp thứ ba, doanh nghiệp lại được tài trợ 100% bằng vốn chủ sở hữu và không trả cổ tức. Lợi nhuận sau thuế 79 triệu đô la được chuyển vào lợi nhuận giữ lại (retained earnings), khoản này chưa bị đánh thuế cho đến khi hiện thực hóa. Cổ đông sẽ nhận được lãi vốn (capital gain) khi bán cổ phần. Giả sử giá trị cổ phiếu tăng lên đúng bằng số lợi nhuận giữ lại và các cổ đông bán cổ phiếu để hiện thực hóa lãi ngay lập tức, cổ đông sẽ nộp thuế trên khoản lãi 79 triệu đô la theo thuế suất thuế lãi vốn cá nhân. Nếu chúng ta giả định thuế suất lãi vốn là 20%, cổ đông nộp thuế 15,8 triệu đô la (79 * 20%) và nhận thu nhập sau thuế là 63,2 triệu đô la (79 – 15,8). Vì trong ví dụ của chúng ta, thuế suất đối với cổ tức và lãi vốn là giống nhau, các nhà đầu tư không quan tâm đến việc họ nhận thu nhập từ vốn chủ sở hữu bằng cách nào (nếu họ nhận lãi vốn ngay lập tức).

Tuy nhiên, lưu ý rằng lợi thế thuế của nợ đã giảm khi chúng ta cũng xem xét thuế cá nhân. Với chỉ thuế doanh nghiệp, 300 triệu đô la tài trợ bằng nợ có nghĩa là có thêm 6,3 triệu đô la mỗi năm được trả cho các nhà đầu tư của doanh nghiệp (hay nói cách khác, các nhà đầu tư nhận ít hơn 6,3 triệu đô la mỗi năm vì số tiền đó đi vào thuế của chính phủ). Khi bao gồm cả thuế cá nhân, các nhà đầu tư trong doanh nghiệp tài trợ bằng nợ nhận được 63,1 triệu đô la ròng sau cả thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân. Với doanh nghiệp được tài trợ 100% bằng vốn chủ sở hữu, các nhà đầu tư nhận được 63,2 triệu đô la ròng sau thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân. Vẫn còn lợi thế thuế đối với tài trợ bằng nợ, nhưng nó giảm đi cả về giá trị tuyệt đối lẫn tương đối.

Điều quan trọng là, trong ví dụ ở Bảng 6.3, chúng ta giả định lãi vốn là ngay lập tức. Nếu một nhà đầu tư hoãn lãi vốn, điều mà họ có thể làm chỉ bằng cách không bán cổ phiếu (nếu bạn nhớ lại, trước đó chúng ta đã giải thích rằng lãi vốn chỉ bị đánh thuế khi được hiện thực hóa), thì thuế suất lãi vốn hiệu dụng sẽ thấp hơn 20%. Nghĩa là, thuế suất lãi vốn là 20% trong tương lai, nhưng giá trị hiện tại của nó thấp hơn hôm nay. Ngoài ra, trong thực tế, thuế suất thay đổi thường xuyên. Ví dụ, thuế suất lãi vốn và cổ tức chỉ tăng lên mức tối đa 20% vào năm 2013. Điều này có nghĩa là quy mô lợi thế của tài trợ bằng nợ so với tài trợ bằng vốn chủ sở hữu cũng thay đổi.

Nếu các cổ đông không phải là cá nhân mà là các công ty hoặc tổ chức ủy thác (fiduciaries), thuế suất đối với các khoản thanh toán lãi, cổ tức và lợi nhuận vốn (capital gains) thường thấp hơn. Các mức thuế suất khác nhau này không làm thay đổi logic của ví dụ trên. Để tránh làm phức tạp thêm phần này, chúng ta sẽ không đề cập đến tất cả các mức thuế suất có thể có ở Hoa Kỳ hoặc giữa các quốc gia.

TÁC ĐỘNG CỦA VIỆC HOÃN LỢI NHUẬN VỐN

Nếu một nhà đầu tư bắt đầu với 79 triệu đô la lợi nhuận vốn và hoãn việc hiện thực hóa chúng, thì thuế suất lợi nhuận vốn hiệu dụng sẽ dưới 20%, như được trình bày trong bảng dưới đây.

Hãy tưởng tượng một nhà đầu tư đầu tư 1 triệu đô la vào một công ty kiếm được 7.9% sau thuế thu nhập doanh nghiệp. Nếu công ty không trả cổ tức, giá trị cổ phần của nhà đầu tư tăng thêm 79.000 đô la (một khoản lợi nhuận vốn chịu thuế) lên 1.079.000 đô la. Nếu nhà đầu tư không bán cổ phần trong công ty mà giữ chúng thêm một năm nữa, giá trị cổ phần tăng (với 7.9%) lên 1.164.241 đô la vào cuối năm thứ hai. Nếu sau đó bán giá trị cổ phần này, thuế lợi nhuận vốn là 32.848 đô la (20% của khoản lãi 164.241 đô la) và nhà đầu tư còn lại 1.131.393 đô la (khoản đầu tư ban đầu 1 triệu đô la, cộng 164.241 đô la thu nhập sau thuế của công ty, trừ đi thuế lợi nhuận vốn 32.848 đô la).

Ngược lại, nếu nhà đầu tư bán cổ phần vào cuối năm đầu tiên với giá 1.079.000 đô la, thuế lợi nhuận vốn là 15.800 đô la (20% của 79.000 đô la), còn lại 1.063.200 đô la vào cuối năm đầu tiên. Nếu số tiền sau thuế này được tái đầu tư vào công ty, công ty lại kiếm được 7.9% sau thuế trong năm thứ hai, giá trị cổ phần của nhà đầu tư tăng thêm 83.993 đô la (1.063.200 đô la * 7.9%) lên 1.147.193 đô la. Bán cổ phần lần thứ hai tạo ra thuế lợi nhuận vốn là 16.799 đô la (20% của 83.993 đô la), còn lại 1.130.394 đô la.

Sự chênh lệch 999 đô la (1.131.393 đô la trừ đi 1.130.394 đô la) là do hoãn lợi nhuận vốn—nhà đầu tư kiếm thêm 1.248 đô la (7.9% * 15.800 đô la) trừ thuế 249 đô la (20% * 1.248 đô la) để có ròng 999 đô la. Số dư cuối cùng 1.131.393 đô la cũng xảy ra nếu nhà đầu tư hiện thực hóa lợi nhuận vốn mỗi năm nhưng chỉ phải trả thuế 19.405%. Nhà đầu tư càng hoãn lãi lâu, thuế suất hiệu dụng càng thấp.

Tác động của việc hoãn lợi nhuận vốn

	Hoãn lãi	Hiện thực hóa lãi	Hiện thực hóa lãi
Năm 1			
Thuế suất 20% Thuế suất 20% Thuế suất 19.405%			
Đầu tư ban đầu			
$1,000,000			
$1,000,000			
$1,000,000			
Tỷ suất sinh lời sau thuế 7.9%			
79,000			
79,000			
79,000			
Đầu tư trước thuế			
$1,079,000			
$1,079,000			
$1,079,000			
Thuế năm 1			
0			
15,800			
15,330			
Đầu tư sau thuế			
$1,079,000			
$1,063,200			
$1,063,670			
Tỷ suất sinh lời sau thuế năm 2 7.9%			
85,241			
83,993			
84,030			
Đầu tư trước thuế			
$1,164,241			
$1,147,193			
$1,147,700			
Thuế năm 2			
32,848			
16,799			
16,306			
Đầu tư sau thuế			
$1,131,393			
$1,130,394			
$1,131,394			

CHI PHÍ KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH

Nếu chỉ xét đến thuế và tất cả lãi vay đều được khấu trừ (như trước năm 2018 ở Mỹ và hiện vẫn vậy ở hầu hết các quốc gia), thì các tấm chắn thuế (tax shields) từ nợ cho thấy hầu hết các công ty nên được tài trợ bằng nợ 100%. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm cho thấy điều ngược lại. Nếu gánh nặng nợ của công ty quá cao, công ty có thể gặp khó khăn trong việc trả nợ. Điều gì xảy ra nếu công ty không trả được cho các chủ nợ? Các chủ nợ có thể buộc công ty phá sản. Chúng ta định nghĩa một công ty gặp khó khăn trong việc trả nợ là công ty đang trong tình trạng kiệt quệ tài chính (financial distress).

Ngược lại, nếu công ty không trả cho các cổ đông (hoặc nếu công ty giảm chi trả cổ tức), các cổ đông có thể tỏ ra thù địch tại cuộc họp thường niên và bầu ra ban giám đốc mới.21 Tuy nhiên, không giống như các chủ nợ, các cổ đông không thể buộc công ty phá sản. Hơn nữa, như chúng ta đã thấy trong chương trước kể về trường hợp của Massey Ferguson, các công ty trong tình trạng kiệt quệ tài chính cũng dễ bị tấn công cạnh tranh, mất tập trung quản lý, cũng như tăng chi phí hành chính.

Trong thế giới M&M, chi phí phá sản được giả định bằng không và do đó có thể bỏ qua. Quan trọng hơn, M&M lập luận rằng một công ty chỉ phá sản khi dòng tiền của công ty thấp hơn số tiền cần thiết để trả cho các chủ nợ. Giả định lớn ở đây—và bạn nên gạch chân nó—là trong thế giới M&M, dòng tiền không thay đổi do kiệt quệ tài chính. Lý do chính khiến công ty rơi vào kiệt quệ tài chính là doanh số giảm và/hoặc chi phí tăng. Điều này làm giảm dòng tiền. Vì kiệt quệ tài chính trong thế giới M&M không có chi phí, nó không ảnh hưởng đến dòng tiền. Do đó, trong thế giới M&M, kiệt quệ tài chính không ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Tuy nhiên, như chúng ta đã mô tả trong trường hợp Massey Ferguson, trên thực tế điều này không đúng. Có những chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress) có thể làm giảm dòng tiền của doanh nghiệp. Vì vậy, để sử dụng M&M một cách hợp lý, điều quan trọng là phải hiểu rằng lý thuyết M&M không phải là một tuyên bố về thế giới thực mà là một điểm khởi đầu hữu ích để suy nghĩ về kiệt quệ tài chính.

Câu hỏi bây giờ là: Việc rơi vào kiệt quệ tài chính (financial distress) làm giảm dòng tiền của doanh nghiệp như thế nào? Để xem xét câu hỏi này, chúng ta hãy chia chi phí kiệt quệ tài chính thành chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp. Chi phí trực tiếp là chi phí của bản thân quá trình đó: chi phí pháp lý, kế toán và hành chính. Chi phí gián tiếp là tác động đến hoạt động của doanh nghiệp (khách hàng, nhà cung cấp, nhà quản lý, chi phí đại diện (agency costs), gánh nặng nợ (debt overhang), khả năng huy động vốn mới, không thể đầu tư vào các dự án có NPV dương, v.v.).

Đầu tiên, chi phí phá sản trực tiếp (direct bankruptcy costs) là gì và lớn như thế nào? Theo thực nghiệm, người ta ước tính rằng chi phí trực tiếp (chi phí pháp lý, chi phí tòa án, phí tư vấn, v.v.) trung bình từ 2–5% tổng giá trị doanh nghiệp đối với các công ty lớn (Fortune 500) và có thể là 20–25% đối với các công ty vừa (mid-cap).22 Vì vậy, đối với một công ty lớn như Massey, hóa đơn luật sư, phí kế toán, phí ngân hàng đầu tư, và chi phí của khách sạn Dorchester

---

21Mặc dù có thể, nhưng thực sự rất khó thực hiện. Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về điều này ở phần sau của cuốn sách.

22Xem Lawrence A. Weiss, "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims," Journal of Financial Economics 27, số 2 (tháng 10 năm 1990): 285–314; và Elizabeth Tashjian, Ronald C. Lease, và John J. McConnell, "An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies," Journal of Financial Economics 40 (1996): 135–162.

không quá lớn so với quy mô của khoản nợ được tái cấu trúc. Hơn nữa, để tính toán chính xác chi phí phá sản trực tiếp của doanh nghiệp, các chi phí này cần được điều chỉnh theo xác suất doanh nghiệp rơi vào phá sản. Điều này có nghĩa là nếu chi phí phá sản của doanh nghiệp là 2–5% và xác suất bất kỳ doanh nghiệp nào phá sản là, ví dụ, 1%, thì chi phí dự kiến nằm trong khoảng 0.02% và 0.05%. Do đó, chi phí phá sản trực tiếp đối với các doanh nghiệp lớn thường rất thấp và không ảnh hưởng nhiều đến giá trị doanh nghiệp.

Chi phí gián tiếp của phá sản lại là một câu chuyện khác. Chính những chi phí gián tiếp của khó khăn tài chính (financial distress) mới có thể làm giảm đáng kể giá trị doanh nghiệp. Một khi doanh nghiệp tiến gần đến tình trạng khó khăn tài chính, họ có khả năng mất khách hàng và có thể cả nhà cung cấp. Khách hàng có xu hướng biến mất vì họ lo lắng về dịch vụ trong tương lai, bảo hành và cả giá trị bán lại. Điều này có thể không phải là vấn đề lớn đối với khách khách sạn, người chỉ lưu trú qua đêm rồi rời đi. Tuy nhiên, nó lại rất quan trọng nếu bạn đang mua máy gặt đập liên hợp từ Massey Ferguson. Nếu Massey Ferguson gặp khó khăn tài chính, nông dân sẽ có xu hướng mua máy gặt John Deere hơn là của Massey Ferguson. Một nông dân sở hữu máy gặt trong nhiều năm và phải có khả năng tìm được phụ tùng để sửa chữa và bảo dưỡng. (Thú vị là, khi Chrysler gặp khó khăn tài chính vào đầu những năm 1980, họ đã cung cấp chế độ bảo hành miễn phí 5 năm, 100.000 dặm để thu hút khách hàng. Thật không may, điều này có thể đã không thuyết phục được nhiều người mua vì họ lo ngại Chrysler không tồn tại đủ lâu để thực hiện bảo hành.) Do đó, một chi phí của khó khăn tài chính là mất khách hàng.

Tương tự, một doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính có thể mất nhà cung cấp. Nếu một nhà cung cấp bán hàng cho một doanh nghiệp mà doanh nghiệp đó đang rơi vào khó khăn tài chính, nhà cung cấp có thể thay đổi điều kiện bán từ trả chậm (credit) sang thanh toán khi giao hàng (cash on delivery). Tuy nhiên, một doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính có thể không đủ tiền mặt để trả ngay khi giao hàng. Hơn nữa, yêu cầu mới rằng doanh nghiệp phải tự tài trợ cho khoản phải trả trước đây là một gánh nặng tài chính bổ sung. Điều này đặc biệt đúng nếu các chủ nợ không sẵn lòng cấp các khoản vay mới vì chúng có thể làm tăng xác suất phá sản của doanh nghiệp. Cuối cùng, chi phí vốn của doanh nghiệp cũng có khả năng tăng lên khi các nhà đầu tư yêu cầu lợi nhuận cao hơn để bù đắp cho rủi ro gia tăng.

Khó khăn tài chính cũng ảnh hưởng đến ban quản lý và nhân viên của doanh nghiệp. Thời gian và công sức của ban quản lý bị dành cho việc xử lý khó khăn tài chính thay vì tập trung vào hoạt động và chiến lược của doanh nghiệp. Ngoài ra, nhân viên chủ chốt có thể rời bỏ doanh nghiệp để sang làm cho đối thủ cạnh tranh. Điều này sẽ làm doanh nghiệp suy yếu thêm. Cũng có ý kiến cho rằng tỷ lệ trộm cắp của nhân viên cao hơn ở các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính, vì nhân viên có ít lòng trung thành hơn.

Chi phí đại diện (agency costs) cũng có thể ảnh hưởng đến hành vi của ban quản lý trong thời kỳ khó khăn tài chính. Khi gặp khó khăn tài chính, các nhà quản lý có thể bị thúc đẩy hành động theo những cách gây tổn hại đến giá trị. Ví dụ, các nhà quản lý có thể trì hoãn việc thanh lý vì họ muốn tiếp tục nhận lương, mặc dù việc trì hoãn sẽ làm giảm giá trị mà cổ đông có thể nhận được. Các nhà quản lý cũng có thể chấp nhận rủi ro quá mức. Giả sử một công ty bị phá sản, nợ 100 đô la, và nếu các nhà quản lý thanh lý công ty vào thứ Sáu, họ sẽ có 80 đô la tiền mặt để trả cho các chủ nợ vào thứ Hai. Các chủ nợ sẽ không hài lòng vì họ được trả ít hơn số tiền được nợ, nhưng họ sẽ nhận được 80 xu cho mỗi đô la. Các cổ đông sẽ nhận được gì? Không gì cả. Vậy các nhà quản lý có thể làm gì vào cuối tuần? Đi đến Las Vegas, nhận phòng khách sạn đẹp nhất, xuống bàn roulette và đặt tất cả số tiền đó vào số 00. Nếu họ thắng, họ được trả 35 ăn 1 và mọi người đều vui. Các chủ nợ được trả đầy đủ, và các cổ đông nhận được một khoản tiền bất ngờ. Nếu họ thua, các cổ đông không tệ hơn (và các nhà quản lý đã có một cuối tuần vui vẻ ở Las Vegas).

Đây là lý do tại sao các nhà quản lý có động cơ để đánh bạc (tức là chấp nhận các dự án rủi ro cao) khi công ty đang gặp khó khăn tài chính.

Không cần thiết công ty phải đối mặt với khó khăn tài chính để các nhà quản lý chấp nhận rủi ro quá mức hoặc thực hiện các khoản đầu tư có NPV âm. Ví dụ, giả sử một công ty có 100 triệu đô la tiền mặt và có cơ hội mua lại một công ty khởi nghiệp Internet với giá 50 triệu đô la. Công ty khởi nghiệp được ước tính có giá trị tương lai là 0 đô la với xác suất 2/3 hoặc 120 triệu đô la với xác suất 1/3. Giá trị kỳ vọng của công ty khởi nghiệp do đó là 40 triệu đô la (2/3 * 0 đô la + 1/3 * 120 đô la). Công ty phải mất 50 triệu đô la để đầu tư vào một dự án có giá trị tương lai kỳ vọng là 40 triệu đô la.

Thông thường, các nhà quản lý sẽ không thực hiện khoản đầu tư này. Nhưng giả sử bạn là nhà quản lý của một công ty trị giá 100 triệu đô la với 90 triệu đô la nợ đang lưu hành. Nếu không có khoản đầu tư mới, công ty vẫn trị giá 100 triệu đô la, với nợ 90 triệu đô la và vốn chủ sở hữu 10 triệu đô la. Nếu công ty thực hiện dự án và gặp may, giá trị của công ty tăng thêm 70 triệu đô la (120 triệu đô la từ dự án mới thành công trừ đi 50 triệu đô la đầu tư). Có một phần ba cơ hội điều này xảy ra. Trong trường hợp đó, giá trị của công ty là 170 triệu đô la (100 triệu đô la cộng với 70 triệu đô la). Khoản nợ vẫn trị giá 90 triệu đô la, và vốn chủ sở hữu bây giờ trị giá 80 triệu đô la. Mặt khác, nếu công ty không may và khoản đầu tư thất bại, giá trị của công ty sẽ là 50 triệu đô la (100 triệu đô la giá trị ban đầu cộng với 0 đô la từ khoản đầu tư trừ đi 50 triệu đô la đã trả cho khoản đầu tư). Giá trị của công ty giảm từ 100 triệu đô la xuống còn 50 triệu đô la. Điều này có nghĩa là các chủ nợ sẽ không nhận lại đầy đủ 90 triệu đô la và vốn chủ sở hữu bị xóa sạch: công ty phá sản. Điều này được thể hiện trong Bảng 6.4.

*Tuy nhiên, dưới góc nhìn của cổ đông, giá trị của công ty có và không có khoản đầu tư là bao nhiêu? Với khoản đầu tư, vốn chủ sở hữu (equity) trị giá 26,7 triệu đô la (1/3 * 80 triệu + 2/3 * 0). Không đầu tư, vốn chủ sở hữu trị giá 10 triệu đô la. Thực hiện đầu tư làm tăng giá trị vốn chủ sở hữu thêm 16,7 triệu đô la. Vì vậy, các cổ đông thực sự có thể quyết định chấp nhận một khoản đầu tư có NPV âm. Khoản đầu tư là một canh bạc tồi, NPV âm, nhưng về bản chất, các cổ đông đang đánh bạc bằng tiền của người khác. Họ đang đánh bạc bằng tiền của các chủ nợ. Điều này tương tự như lý do khiến một công ty gặp khó khăn có thể áp dụng các chiến lược quá rủi ro.*

Chi phí gián tiếp thứ ba của khó khăn tài chính (financial distress) xảy ra khi một công ty từ chối một dự án sinh lời. Tại sao công ty lại làm vậy? Vì cái gọi là gánh nặng nợ (debt overhang). Về cơ bản, nếu cổ đông phải bỏ tiền mới để thực hiện một dự án sinh lời mới, nhưng các chủ nợ hiện tại nhận được hầu hết hoặc toàn bộ lợi ích, thì cổ đông sẽ không đầu tư.

BẢNG 6.4 Ví dụ về Chi phí đại diện (Agency Cost)

Hãy giải thích bằng một ví dụ. Hãy tưởng tượng một công ty có hai trạng thái tương lai tiềm năng: một nửa thời gian, công ty trị giá 100 đô la; một nửa thời gian, công ty trị giá 10 đô la. Vì vậy, giá trị kỳ vọng của công ty là 55 đô la (50% * 100 + 50% * 10). Tiếp theo, giả sử công ty có thể thực hiện một dự án mới với chi phí đầu tư 15 đô la và đảm bảo thu về 22 đô la sau một năm. Nếu tỷ lệ chiết khấu là 10%, dự án có NPV là 5 đô la. 22 đô la sau một năm được chiết khấu về hiện tại với lãi suất 10% là 20 đô la ngày hôm nay (22/1.1).

Công ty có nên thực hiện dự án không? Chắc chắn rồi. Đây là một NPV đảm bảo là 5 đô la (bạn tạo ra giá trị 20 đô la ngày hôm nay với chi phí 15 đô la ngày hôm nay). Liệu công ty có làm không? Có thể, có thể không. Điều đó phụ thuộc vào cách dự án được tài trợ, tình hình tài chính hiện tại của công ty, và liệu có gánh nặng nợ (debt overhang) hay không. Hãy để chúng tôi giải thích thêm.

Giả sử công ty có 40 đô la nợ. Điều này có nghĩa là trong trạng thái tương lai tốt, khi tài sản của công ty trị giá 100 đô la (xảy ra với xác suất 50%), các chủ nợ sẽ được trả đủ 40 đô la, và các cổ đông sẽ nhận phần còn lại là 60 đô la. Trong trạng thái tương lai xấu, khi tài sản trị giá 10 đô la (cũng xảy ra với xác suất 50%), các chủ nợ chỉ nhận được 10 đô la (mất 30 đô la) và các cổ đông nhận được 0 đô la.

*Trong ví dụ ở trên của chúng ta, tổng giá trị của nợ và vốn chủ sở hữu là bao nhiêu? Giá trị của nợ là 25 đô la (50% * 40 đô la + 50% * 10 đô la). Giá trị của vốn chủ sở hữu là 30 đô la (50% * 60 đô la + 50% * 0). Do đó, như đã lưu ý ở trên, doanh nghiệp có giá trị 55 đô la, là giá trị kết hợp của nợ (25 đô la) và vốn chủ sở hữu (30 đô la), như được trình bày trong Bảng 6.5.*

Bây giờ, giả sử dự án mới chỉ có thể được thực hiện với vốn chủ sở hữu mới. Điều này có nghĩa là các cổ đông phải bỏ thêm 15 đô la. Điều này ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp, nợ và vốn chủ sở hữu như thế nào? Như được thấy trong Bảng 6.5, trong trường hợp kinh tế tốt, doanh nghiệp lúc này sẽ có giá trị 120 đô la (100 đô la trước đó cộng với 20 đô la từ dự án mới), các chủ nợ sẽ được trả lại 40 đô la, và các cổ đông sẽ nhận được 80 đô la. Trong trường hợp kinh tế xấu, doanh nghiệp sẽ có giá trị 30 đô la (10 đô la trước đó cộng với 20 đô la từ dự án mới), và các chủ nợ sẽ nhận toàn bộ 30 đô la trong khi các cổ đông vẫn nhận được 0 đô la mặc dù họ đã đầu tư thêm 15 đô la.

*Giá trị hiện tại của vốn chủ sở hữu nếu doanh nghiệp thực hiện dự án mới và nó được tài trợ bởi các cổ đông là bao nhiêu? 40 đô la (50% * 80 đô la + 50% * 0). Giá trị vốn chủ sở hữu cũ của họ là bao nhiêu? 30 đô la. Liệu các cổ đông có trả 15 đô la để nâng giá trị vốn chủ sở hữu kỳ vọng của họ từ 30 đô la lên ...?*

BẢNG 6.5
Ví dụ về gánh nặng nợ (Debt Overhang)

Không có khoản đầu tư mới

Good	50%	100	40.0	60.0
Bad	50%	10	10.0	0.0
Expected		55	25.0	30.0

Có khoản đầu tư mới

Good	50%	100 + 20 =120	40.0	80.0
Bad	50%	10 + 20 = 30	30.0	0.0
Expected		55 + 20 = 75	35.0	40.0

xuống 40 đô? Không, mặc dù đó là một NPV dương đảm bảo. Các cổ đông sẽ không tài trợ cho dự án vì họ phải chịu toàn bộ chi phí đầu tư và chỉ nhận được lợi nhuận trong trạng thái tốt của thế giới. Các chủ nợ hiện hữu không đầu tư gì cả nhưng vẫn nhận được một phần lợi nhuận ngay cả trong trạng thái xấu của thế giới. Điều này được gọi là gánh nặng nợ (debt overhang) (do khó khăn tài chính, giá trị kỳ vọng của khoản nợ, 25 đô, nhỏ hơn mệnh giá khoản nợ, là 40 đô trong trạng thái ban đầu của chúng ta). Việc không đầu tư vào một dự án có NPV dương là một chi phí gián tiếp của khó khăn tài chính.

Đây là lý do tại sao rất khó phát hành cổ phiếu trong một công ty đang gặp khó khăn tài chính. Ví dụ: Nếu Massey Ferguson phát hành cổ phiếu để thực hiện một dự án đầu tư mới, ai sẽ nhận được phần tăng giá trị công ty? Sẽ không phải là các cổ đông (những người đưa vốn mới vào) mà là các chủ nợ đang bị lỗ. Sự tồn tại của nợ rủi ro hoạt động như một sự không khuyến khích các khoản đầu tư mới. Các cổ đông của một công ty có đòn bẩy cao có thể miễn cưỡng tài trợ cho các dự án mới mà phần lớn lợi ích thuộc về các chủ nợ hiện hữu của công ty. Hiệu ứng này trở nên mạnh hơn khi khó khăn tài chính tăng lên.

Như vậy, chúng ta đã thấy rằng nếu các cổ đông có thể đánh bạc với tiền của các chủ nợ, họ sẽ vui vẻ chấp nhận những rủi ro mà các chủ nợ không muốn họ gánh lấy. Ngược lại, nếu các cổ đông phải bỏ thêm tiền nhưng không nhận được toàn bộ phần lợi nhuận tăng thêm, thì sẽ có một số dự án sinh lời mà họ sẽ không thực hiện.

Vậy, có thể làm gì về vấn đề này? Giải pháp hiển nhiên dường như là phát hành nợ thay vì vốn cổ phần để tài trợ cho dự án mới. Nghĩa là, để các chủ nợ mới góp vào 15 đô la. Tuy nhiên, nếu khoản nợ mới có quyền ưu tiên (seniority) thấp hơn so với khoản nợ cũ, thì điều này cũng giống như phát hành vốn cổ phần. (Quyền ưu tiên thấp hơn có thể chỉ được thanh toán sau những người có quyền ưu tiên cao hơn.) Trong ví dụ của chúng ta, tất cả mọi người (nợ cũ, nợ mới và vốn cổ phần) đều được thanh toán trong trạng thái tốt của nền kinh tế. Trong trạng thái xấu, chủ nợ có quyền ưu tiên cao hơn nhận được phần tăng giá trị đến từ dự án mới trong khi các chủ nợ mới và cổ đông không nhận được gì. Nếu khoản nợ mới có cùng quyền ưu tiên với khoản nợ cũ, thì đó là trường hợp hỗn hợp: phần tăng giá trị do dự án được chia cho cả chủ nợ mới và chủ nợ cũ trong trạng thái xấu. Nếu công ty có thể phát hành nợ mới có quyền ưu tiên cao hơn nợ hiện hữu, thì các chủ nợ mới bỏ ra 15 đô la sẽ nhận lại 15 đô la cộng với lãi suất trong mọi trạng thái của nền kinh tế. Vấn đề với cách tiếp cận này là nó thường bị cấm bởi các điều khoản ràng buộc (covenants) trên khoản nợ hiện hữu. Nợ thường có các điều khoản ràng buộc không cho phép phát hành nợ mới có quyền ưu tiên cao hơn nó. Do đó, giải pháp phát hành nợ thay vì vốn cổ phần thường không khả thi vì bạn thường không thể phát hành nợ mới có quyền ưu tiên cao hơn nợ hiện hữu và do đó, các chủ nợ mới sẽ không muốn cho một công ty đang gặp khó khăn tài chính vay tiền.

*Một giải pháp khác là công ty tái cấu trúc các nghĩa vụ nợ của mình. Hãy nhớ rằng, dự án mới mang lại giá trị tăng thêm 5 đô la mà không có rủi ro. Các chủ nợ trong công ty hiện tại (không có dự án mới) có giá trị kỳ vọng là 25 đô la (40 đô la trong nửa thời gian và 10 đô la trong nửa thời gian). Giả sử công ty đề xuất một phương án tái cấu trúc trong đó họ đảm bảo cho các chủ nợ cũ 1 đô la trong số 5 đô la NPV từ dự án mới. Các chủ nợ cũ nên chấp nhận điều này vì nó làm cho họ khấm khá hơn. Và điều gì xảy ra với các cổ đông? Họ nhận được 4 đô la trong số 5 đô la NPV từ dự án mới. Hiện tại họ kỳ vọng nhận được 30 đô la (50% * 60 đô la). Với việc tái cấu trúc, các cổ đông có giá trị kỳ vọng là 34 đô la (50% * 64 đô la + 50% * 4 đô la). Việc tái cấu trúc đã chia khoản lợi 5 đô la, trao 1 đô la cho các chủ nợ cũ và 4 đô la cho các cổ đông.*

Công ty cũng có thể thay đổi tỷ lệ phân chia trong quá trình tái cấu trúc và trao cho các chủ nợ cũ $2, $3, hoặc $4. Tuy nhiên, nếu các chủ nợ cũ nhận được $5, thì không rõ vì sao các cổ đông lại đồng ý với phương án đó. Nghĩa là, có một khoảng giá trị nào đó mà cả hai bên đều có lợi hơn và việc tái cấu trúc có thể được thực hiện. Chúng ta sẽ đề cập đến các vụ tái cấu trúc và giải quyết nợ trong Chương 13. Một yếu tố quan trọng là tìm ra những lợi ích từ việc tái cấu trúc và chia sẻ chúng để tất cả các bên đều có lợi và đồng ý với thỏa thuận. Điều đó có nghĩa là, so với việc không tái cấu trúc và không có khoản đầu tư mới, mọi người sẽ đều tốt hơn. Vấn đề là chi phí đàm phán tái cấu trúc có thể ngăn cản việc đó xảy ra (trong ví dụ trên, chúng ta giả định chi phí tái cấu trúc bằng không).

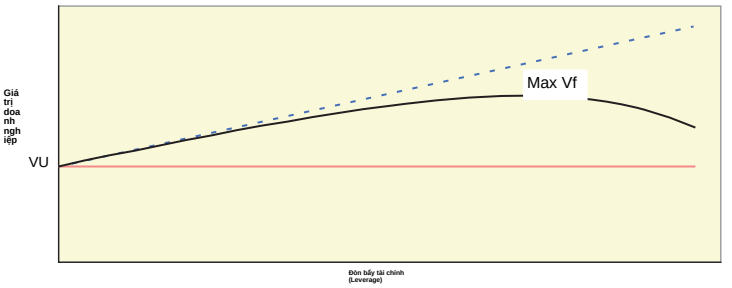
Cách để tối thiểu hóa chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress) là doanh nghiệp cần giảm chi phí kiệt quệ ngay từ đầu và tránh các vấn đề đại diện (agency issues) và dư nợ quá mức (debt overhang). Điều này có thể đạt được bằng cách dự đoán nhu cầu huy động vốn trong tương lai của doanh nghiệp và tránh có quá nhiều nợ (mức nợ bao nhiêu là quá nhiều sẽ được thảo luận trong các chương sau). Nếu doanh nghiệp không thể tránh được đòn bẩy quá mức (excess leverage), ít nhất nên chủ động quản lý đòn bẩy để tạo điều kiện cho việc tái cấu trúc trong tương lai. Ví dụ, 250 ngân hàng mà Massey Ferguson có mà không có ngân hàng đầu mối (lead bank) để quản lý nhóm khiến việc đàm phán lại và chia sẻ lợi ích từ một dự án tốt trở nên khó khăn. Với một ngân hàng duy nhất hoặc một ngân hàng đầu mối, chi phí tái cấu trúc sẽ thấp hơn (thường là đáng kể).

QUAN ĐIỂM SÁCH GIÁO KHOA VỀ CẤU TRÚC VỐN

Hiểu lý thuyết cấu trúc vốn bắt đầu từ mệnh đề bất biến (irrelevance proposition) của M&M (1958) — cấu trúc vốn không có ý nghĩa trong một thế giới M&M thuần túy. Tiếp theo, chúng ta nới lỏng hai giả định nền tảng đầu tiên của M&M bằng cách thêm thuế và chi phí kiệt quệ tài chính. Khi thêm thuế, chúng ta thảo luận về sự đánh đổi giữa thuế doanh nghiệp (khuyến khích doanh nghiệp tăng nợ) và thuế cá nhân (nơi nhà đầu tư ưa thích thu nhập từ vốn chủ sở hữu). Tiếp theo, chúng ta xem xét chi phí kiệt quệ tài chính có thể ảnh hưởng đến hoạt động và dòng tiền của doanh nghiệp (và tạo động lực cho doanh nghiệp giảm, hoặc ít nhất giới hạn, nợ). Cuối cùng, chúng ta xem xét sự đánh đổi giữa lợi ích từ nợ và chi phí kiệt quệ tài chính. Sự đánh đổi này, theo quan điểm "sách giáo khoa", dẫn đến một điểm tối ưu tĩnh cho doanh nghiệp, nơi mức nợ ổn định theo thời gian.

Đoạn văn trên được thể hiện bằng đồ thị trong Hình 6.3. Khẳng định của M&M (1958) rằng giá trị doanh nghiệp không bị ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính (leverage) được thể hiện bằng đường liền nét tại Vu. Đường chấm chấm trong Hình 6.3 là M&M (1963) có tính đến thuế. Nó cho thấy định giá doanh nghiệp tăng lên khi sử dụng nợ một khi chúng ta tính đến thuế, bởi vì với nhiều nợ hơn, doanh nghiệp có tấm chắn thuế (tax shield) lớn hơn (từ đó làm tăng giá trị doanh nghiệp). Ở đây giả định rằng tấm chắn thuế có sẵn trên toàn bộ phạm vi được vẽ. Nếu tấm chắn thuế bị giới hạn thì đường chấm chấm sẽ phẳng lại ở nơi khấu trừ lãi vay bị hạn chế. Đường liền nét, được gắn nhãn Max Vf, cộng thêm giá trị của khó khăn tài chính (financial distress) và cho thấy rằng việc tăng mức nợ cũng làm tăng rủi ro khó khăn tài chính, khiến giá trị doanh nghiệp bắt đầu đi xuống.

Chi phí khó khăn tài chính dự kiến (xác suất xảy ra khó khăn nhân với chi phí) ban đầu được giả định là nhỏ. Điều này có nghĩa là lợi thế ròng của doanh nghiệp từ tầng nợ đầu tiên gần bằng toàn bộ tấm chắn thuế. Khi doanh nghiệp vay nợ nhiều hơn, chi phí khó khăn tài chính tăng lên và làm giảm giá trị ròng của doanh nghiệp. Giá trị của doanh nghiệp với thuế



HÌNH 6.3
Quan điểm "giáo trình" về Cơ cấu vốn tối ưu

tấm chắn thuế và chi phí khó khăn tài chính được thể hiện trong Hình 6.3 bằng đường liền nét màu đen. Chi phí khó khăn tài chính là khoảng cách giữa đường liền nét màu đen và đường chấm chấm phía trên. Tại một thời điểm nào đó, nợ của doanh nghiệp đạt đến mức mà tấm chắn thuế từ việc vay thêm nợ bằng với mức tăng trong chi phí khó khăn tài chính dự kiến. Đây là cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp. Điều này được thể hiện là Max Vf trong Hình 6.3.

LƯU Ý

Lưu ý: Điểm mà giá trị doanh nghiệp đạt đỉnh không chỉ là cơ cấu vốn tối ưu của nó, mà còn là điểm mà chi phí vốn (cost of capital) ở mức tối thiểu. Bao lâu, tức là ở bao nhiêu phần trăm nợ trong cơ cấu vốn, thì giá trị doanh nghiệp đạt đỉnh? Điều đó còn phụ thuộc. Tấm chắn thuế từ nợ là như nhau đối với tất cả các doanh nghiệp nộp thuế suất thuế doanh nghiệp. Chi phí khó khăn tài chính khác nhau giữa các doanh nghiệp. Nếu chi phí khó khăn tài chính thấp đối với một doanh nghiệp, thì giá trị doanh nghiệp sẽ tăng trong một phạm vi dài hơn trước khi bắt đầu suy giảm. Giá trị doanh nghiệp sẽ tăng miễn là giá trị của tấm chắn thuế lớn hơn chi phí khó khăn tài chính.

Điều này có nghĩa gì trong thực tế? Nó có nghĩa là các công ty có chi phí kiệt quệ tài chính (cost of financial distress) dự kiến thấp nên phát hành nhiều nợ hơn so với các công ty có chi phí kiệt quệ tài chính dự kiến cao. Ví dụ, hãy xem xét cấu trúc vốn của một công ty trong ngành tiện ích. Các công ty này cung cấp điện, nước hoặc khí đốt tự nhiên cho một cộng đồng và theo truyền thống là các công ty độc quyền được quản lý. Dòng tiền của công ty ổn định mức nào? Rất ổn định. Xác suất công ty phá sản là bao nhiêu? Rất thấp. Lợi thế thuế từ nợ (tax advantages of debt) của công ty là gì? Giống như bất kỳ công ty nộp thuế nào khác. Vậy, công ty tiện ích nên có bao nhiêu nợ? Một mức nợ rất cao vì chi phí kiệt quệ tài chính tăng chậm và không vượt quá lợi thế thuế của việc vay nợ thêm cho đến khi mức nợ rất cao. Điều này được phản ánh trong mức nợ thực tế của các công ty tiện ích. Như được nêu trong Bảng 6.1, các công ty tiện ích (tức là điện, khí đốt và vệ sinh) có mức nợ thị trường cao nhất ở mức 38.7%.23

23Sử dụng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (book value of equity), tỷ lệ nợ (debt ratio) là 54.4% trong năm 2017.

Bây giờ, hãy so sánh mức nợ của một công ty tiện ích với mức nợ của một công ty trong ngành có rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk – BBR) cao và dòng tiền biến động, do đó chi phí kiệt quệ tài chính (cost of financial distress) cao hơn. Ví dụ, hãy xem xét một công ty trong lĩnh vực công nghệ máy tính. Một sản phẩm mới có thể đưa một công ty lên vị trí dẫn đầu và làm giảm nghiêm trọng thị phần của các công ty khác. Ví dụ, một bước tiến mới của một công ty có thể làm lu mờ sản phẩm hiện tại của một công ty máy tính khác. Do đó, các công ty này có dòng tiền rủi ro hơn nhiều so với các công ty trong ngành tiện ích.

Một công ty trong ngành rủi ro nên có bao nhiêu nợ? Họ đủ điều kiện được hưởng cùng một lá chắn thuế (tax shield) như một công ty trong ngành tiện ích; tuy nhiên, rủi ro cao của dòng tiền công ty đòi hỏi mức nợ thấp. Một lần nữa, đó là những gì chúng ta thấy trong thực tế. Google, Apple, Intel, Pfizer và Merck đều có mức nợ thấp (và luôn có mức nợ thấp, ngay cả trước khi họ có lãi). Các công ty có rủi ro cao hoặc dòng tiền biến động nên có tỷ lệ nợ (debt ratio) thấp hơn so với các công ty có rủi ro thấp và dòng tiền ổn định.

CHI PHÍ VỐN

Chi phí vốn là chi phí mà một công ty phải bỏ ra để có được nguồn vốn tài trợ cho các tài sản mà công ty sử dụng để vận hành hoạt động kinh doanh. Trong chương này, chúng ta tính chi phí này như một tỷ lệ kết hợp: bình quân gia quyền của chi phí nợ và chi phí vốn chủ sở hữu, được gọi là Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (Weighted Average Cost of Capital – WACC). Cách tính tiêu chuẩn cho tỷ lệ này là lấy tỷ trọng nợ nhân với chi phí nợ sau thuế cộng với tỷ trọng vốn chủ sở hữu nhân với chi phí vốn chủ sở hữu.24

$$WACC = \frac{Debt}{Debt + Equity} Kd \ (1 - Tc) + \frac{Equity}{Debt + Equity} Ke$$

trong đó:

Kd = chi phí nợ (cost of debt)
Tc = thuế suất doanh nghiệp (corporate tax rate)
Ke = chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity)

Lưu ý

Giảm thiểu chi phí nợ không phải là mục tiêu của CFO. Giảm thiểu chi phí vốn mới là. Làm như vậy sẽ tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Sinh viên thường nói rằng doanh nghiệp nên giảm thiểu chi phí nợ. Đây là một ngụy biện. Bạn luôn có thể giảm thiểu chi phí nợ

24Định nghĩa WACC này đã tồn tại từ lâu trước M&M và tài chính hiện đại. Công thức này giả định rằng lá chắn thuế từ lãi vay (interest tax shield) được sử dụng đầy đủ. Điều này có nghĩa là khoản khấu trừ thuế từ lãi vay nhỏ hơn 30% EBITDA. Nếu lãi vay lớn hơn 30% EBITDA, chúng ta phải điều chỉnh định giá một chút. Chúng ta sẽ đề cập vấn đề này sau trong Chương 19 của cuốn sách.

bằng cách duy trì rất ít nợ và xếp hạng AAA.25 Ngoài ra, nợ gần như luôn rẻ hơn vốn chủ sở hữu (theo định nghĩa, ngay cả khi không có lá chắn thuế, nó ít rủi ro hơn đối với nhà đầu tư nên chi phí thấp hơn). Do đó, doanh nghiệp gần như luôn có thể vay với chi phí thấp hơn chi phí phát hành vốn chủ sở hữu mới. Nhưng công việc của CFO không phải là giảm thiểu chi phí nợ hay giảm thiểu chi phí huy động vốn tăng thêm mới. Một trong ba nhiệm vụ chính của CFO, như chúng tôi đã nêu trong Chương 1, là đưa ra các quyết định tài trợ đúng đắn. Điều này có nghĩa là công việc của CFO là giảm thiểu chi phí vốn bình quân gia quyền (weighted average cost of capital) bằng cách đưa sự đánh đổi giữa nợ và vốn chủ sở hữu đến điểm tối ưu. Giảm thiểu chi phí vốn tổng thể không được thực hiện chỉ bằng cách giảm thiểu chi phí nợ.

TÓM TẮT

Chúng ta hãy xem lại những gì đã đề cập đến nay. Chúng ta bắt đầu với bằng chứng thực nghiệm về cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Chúng ta nhận thấy rằng đòn bẩy đo lường theo giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (market value of equity) và đòn bẩy đo lường theo giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (book value of equity) đã dao động nhưng vẫn nằm trong một biên độ nhỏ. Ngoài ra, cấu trúc vốn thay đổi rất nhiều theo ngành. Quan trọng hơn nhiều, chúng ta so sánh cách các doanh nghiệp tài trợ vốn. Trong phần lớn trường hợp, ở Mỹ và quốc tế, doanh nghiệp sử dụng vốn nội bộ trước, sau đó sử dụng tài trợ bằng nợ, và cuối cùng là vốn chủ sở hữu.

Sau những bằng chứng thực nghiệm này, chúng ta đã xem xét lý thuyết cấu trúc vốn, trọng tâm thực sự của chương này. Chúng ta bắt đầu với công trình nghiên cứu mang tính đột phá của M&M vào năm 1958, cho thấy rằng trong một thế giới M&M, cấu trúc vốn không quan trọng. Tiếp theo, chúng ta liệt kê năm giả định quan trọng cần thiết cho một thế giới M&M.

Cuộc thảo luận của chúng ta sau đó đã đề cập đến những hệ quả của việc nới lỏng hai giả định đầu tiên của M&M. Chúng ta đã cho phép tồn tại thuế (cả thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân) và chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress).26

Việc nới lỏng hai giả định này đã mang lại cho chúng ta quan điểm "kinh điển" (textbook) về tài chính doanh nghiệp (khoảng năm 1980), trong đó có sự đánh đổi (trade-off) giữa lá chắn thuế (tax shield) và chi phí kiệt quệ tài chính tăng lên do nợ vay thêm.

Mặc dù lý thuyết thì hay, nhưng cấu trúc vốn (capital structure) thực tế được xác lập như thế nào? Bây giờ chúng ta đưa ra một danh sách kiểm tra (checklist) với ba câu hỏi:

1. Nội bộ: Doanh nghiệp có thể đáp ứng được bao nhiêu nợ bằng nguồn vốn nội bộ? Điều này được tính bằng cách dự phóng dòng tiền tương lai sử dụng các báo cáo dự phòng (pro forma). Nó bao gồm việc tính toán các kịch bản có khả năng tốt nhất và xấu nhất. Nó cũng bao gồm việc trả lời các câu hỏi như: Liệu doanh nghiệp có thể trả các nghĩa vụ nợ, lãi vay và gốc trong mọi trạng thái dự kiến của nền kinh tế? Liệu doanh nghiệp có bao giờ vi phạm các giao ước nợ (debt covenants) không? Có kịch bản nào mà doanh nghiệp rơi vào kiệt quệ tài chính không? Bằng cách trả lời các câu hỏi này, chúng ta biết được mức nợ mà doanh nghiệp có thể chi trả từ nguồn vốn nội bộ.

25Ba tổ chức xếp hạng tín nhiệm chính là S&P, Moody's và Fitch. Mỗi tổ chức có một cơ chế xếp hạng hơi khác nhau, nhưng về cơ bản, xếp hạng an toàn nhất đối với trái phiếu là AAA, tiếp theo là AA+, v.v. Xếp hạng thấp nhất là D, nghĩa là doanh nghiệp bị vỡ nợ hoặc hiện không trả lãi và gốc theo hợp đồng nợ. Ngay trên D là C, nhưng hạng này chỉ dành cho trái phiếu thu nhập (income bonds). Đối với thương phiếu (commercial paper), xếp hạng an toàn nhất là P-1.
26Trong M&M (1963), giả định không có thuế được nới lỏng.

2. Bên ngoài: Các nhà đánh giá bên ngoài tin rằng doanh nghiệp có thể hỗ trợ mức nợ bao nhiêu? Các đánh giá bên ngoài đến từ các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, các nhà phân tích, ngân hàng và nhà đầu tư. Xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp là gì, việc phát hành thêm nợ có làm giảm xếp hạng đó không, liệu các ngân hàng có cho doanh nghiệp vay tiền và với điều kiện gì?
3. So sánh ngang: Cấu trúc vốn của doanh nghiệp so với các đối thủ cạnh tranh như thế nào? Tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có nằm ngoài phạm vi, thấp hơn hoặc cao hơn nhiều so với phần còn lại của ngành không? Cụ thể hơn (nếu bạn đọc Chương 5), nếu John Deere có mức nợ 30%, thì Massey Ferguson có thực sự muốn ở mức 47% không? Câu hỏi có thể được diễn đạt lại là: Liệu doanh nghiệp có đang ở mức nợ phù hợp, hay các đối thủ cạnh tranh mới đang ở mức phù hợp? Trong thời kỳ suy thoái của ngành: Doanh nghiệp nào sẽ sống sót và doanh nghiệp nào không, và tỷ lệ nợ của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến khả năng sống sót hay không?

Ba câu hỏi ở trên giải thích sự khác biệt trong cấu trúc vốn (capital structure) giữa các ngành (ví dụ, điện và gas tiện ích so với phần cứng máy tính và các hãng phần mềm). Tuy nhiên, nó không giải thích tốt sự khác biệt trong cùng một ngành vì còn có các yếu tố khác cũng quan trọng. Chúng ta sẽ thêm một số yếu tố khác này, chẳng hạn như tác động của thông tin bất cân xứng (asymmetric information) và chi phí giao dịch (transaction costs), trong Chương 12.

Điểm hấp dẫn sắp tới

Hai chương tiếp theo nói về Tập đoàn Marriott, một trong những phần quan trọng nhất của cuốn sách vì nó minh họa tất cả các yếu tố chính của việc tài trợ vốn cho doanh nghiệp. Đây là nơi chúng ta thực sự bắt đầu làm tài chính doanh nghiệp (corporate finance) và nơi chúng ta sẽ đưa vào thông tin bất cân xứng (asymmetric information) và các biến số khác. Như đã lưu ý, chương hiện tại đã đưa tài chính doanh nghiệp đến khoảng năm 1980. Trong hai chương tiếp theo, chúng ta xem xét tài chính doanh nghiệp đã phát triển như thế nào đến hiện tại.

Chúng ta đã thấy sự căng thẳng trong PIPES (Chương 2) giữa các mục tiêu thị trường sản phẩm và sự cần thiết phải tài trợ cho các mục tiêu đó. Trong PIPES, vấn đề là tài trợ cho tăng trưởng doanh số. Trong Chương 5, chúng ta thấy rằng các công ty tăng trưởng nhanh mà ngại phát hành cổ phiếu, như Massey Ferguson, cuối cùng có tỷ lệ nợ (debt ratio) cao hơn tỷ lệ nợ mục tiêu (target debt ratio) (hoặc tối ưu). Các công ty tăng trưởng chậm không mua lại cổ phiếu của họ sẽ có quá ít nợ và phải trả thuế cao hơn mức cần thiết. Mặc dù việc một công ty đi chệch một chút khỏi cấu trúc vốn tối ưu (optimal capital structure) là chấp nhận được, vì có yếu tố động trong cấu trúc vốn, công ty phải luôn nhớ nơi cuối cùng mình muốn đến. Quan trọng là, các công ty đi chệch quá xa khỏi cấu trúc vốn tối ưu của họ theo một hướng sẽ tăng rủi ro kiệt quệ tài chính (financial distress). Như chúng ta sẽ thấy trong các chương phía trước, đi chệch quá xa theo hướng khác dẫn đến chi phí vốn (cost of capital) quá cao và giá cổ phiếu quá thấp; điều này cũng có hậu quả tiêu cực, chẳng hạn như bị thâu tóm thù địch (hostile takeover). Cuối cùng, các công ty phải nhất quán trong việc đánh đổi giữa tiết kiệm thuế từ nợ và chi phí từ việc tăng rủi ro kiệt quệ tài chính.

CHƯƠNG 7
Quyết định cấu trúc vốn

(Marriott Corporation và Gary Wilson)

Chương này minh họa cách các công ty nên suy nghĩ về các chính sách tài chính của họ, đặc biệt là cấu trúc vốn (capital structure). Bối cảnh của chúng ta là Tập đoàn Marriott vào năm 1980 và CFO xuất sắc của nó, Gary Wilson.

Tập đoàn Marriott khởi đầu là một quầy bán A&W Root Beer vào năm 1927, hai năm trước cuộc Đại khủng hoảng. Năm 1937, công ty bắt đầu cung cấp dịch vụ ăn uống trên máy bay tại Hoover Field, một sân bay ở Arlington, VA, nơi ngày nay là vị trí của Lầu Năm Góc. Marriott lên sàn với giá cổ phiếu 10,53 USD vào năm 1953 và mở khách sạn "motor lodge" đầu tiên vào năm 1957. Đến cuối những năm 1950, Tập đoàn Marriott đã đi đầu trong cả dịch vụ suất ăn hàng không lẫn ngành nhà nghỉ. Đến năm 1979, công ty đã phát triển vượt bậc và đa dạng hóa thành Khách sạn (35% doanh số), Dịch vụ ăn uống theo hợp đồng (32% doanh số), Nhà hàng (25% doanh số) và Công viên chủ đề và Tàu du lịch (8% doanh số); tổng doanh số vượt 1,5 tỷ USD. Công ty vẫn do gia đình kiểm soát (nắm giữ 6,5 triệu trong số khoảng 36,2 triệu cổ phiếu đang lưu hành), và các thành viên trong gia đình chiếm bốn trong tám ghế trong hội đồng quản trị. Vào thời điểm có ít phụ nữ hoặc người thiểu số trong hội đồng quản trị, công ty cũng tự hào là một trong số ít công ty trong danh sách Fortune 500 có phụ nữ trong hội đồng quản trị—Mẹ.

Vào cuối những năm 1970, Marriott đã thực hiện một thay đổi chính sách lớn trong hoạt động thị trường sản phẩm. Marriott chuyển từ sở hữu các khách sạn sang quản lý chúng. Nghĩa là, trước đây Marriott từng xây dựng, sở hữu và vận hành các khách sạn. Giờ đây, Marriott xây dựng khách sạn rồi bán cho nhà đầu tư, đồng thời giữ hợp đồng vận hành cơ sở đó như một khách sạn Marriott. Như được giải thích trong Báo cáo thường niên 1980 của Marriott: "Điều này cho phép hoạt động kinh doanh khách sạn của Marriott mở rộng 25% mỗi năm mà không cần yêu cầu vốn tương xứng, qua đó giải phóng năng lực đầu tư để tài trợ cho sự tăng trưởng bổ sung của doanh nghiệp." (trang 18)

CẤU TRÚC VỐN

Cũng vào khoảng thời gian đó, Gary Wilson, CFO của Marriott, đang cân nhắc thay đổi cơ cấu vốn của công ty bằng cách phát hành nợ và dùng số tiền thu được để mua lại vốn chủ sở hữu. Câu hỏi đầu tiên chúng ta muốn đặt ra là: Những tác động của việc thay đổi cơ cấu vốn của một công ty là gì?

Để trả lời câu hỏi, trước tiên chúng ta cần hiểu cơ cấu vốn là gì. Nói một cách đơn giản nhất, cơ cấu vốn là cách một công ty tài trợ cho tài sản của mình. Ví dụ, Marriott sử dụng nợ thông thường, thế chấp, nợ chuyển đổi, hợp đồng thuê và vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản của mình (xem Phụ lục 7A, Thông tin tài chính của Marriott, và Phụ lục 7B để biết một số tỷ số chọn lọc).

Tuy nhiên, chúng ta hãy bắt đầu bằng cách giữ mọi thứ đơn giản và chỉ tập trung vào hai loại lớn nhất: nợ và vốn chủ sở hữu. Việc doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ hay vốn chủ sở hữu có tạo ra khác biệt không? Một yếu tố chính trong quyết định đó là chi phí tương đối của việc sử dụng tài trợ bằng nợ so với vốn chủ sở hữu. Thường có sự khác biệt lớn về chi phí giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Năm 1979, chi phí nợ sau thuế của Marriott (Kd) khoảng 5% so với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) khoảng 18%.1 Tuy nhiên, đây không phải là những so sánh chính xác: chúng ta muốn so sánh chi phí "thị trường" của nợ và vốn chủ sở hữu. Chi phí nợ của chúng ta đã dựa trên thị trường: chi phí nợ trước thuế của Marriott khoảng 10%, và thuế suất biên khoảng 46%.2 Vì các khoản thanh toán lãi vay được khấu trừ thuế, chi phí nợ hiệu quả sau thuế bằng lãi suất nợ nhân với một trừ đi thuế suất, tức khoảng 5%. Chúng ta có thể viết điều này như sau:

$$Kd = Rm(1 - Tc)$$

trong đó:

Rm là chi phí nợ thị trường trước thuế của doanh nghiệp, và

Tc là thuế suất thuế của doanh nghiệp.

Chi phí vốn chủ sở hữu không dễ dàng quan sát được trên thị trường. ROE là một con số dựa trên kế toán và không phải là ước tính chính xác cho chi phí vốn thị trường. Các chuyên gia tài chính doanh nghiệp thường tính chi phí vốn chủ sở hữu bằng Mô hình Định giá Tài sản Vốn (CAPM). Mô hình đó nói rằng:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

trong đó:

Rf là tỷ suất phi rủi ro (risk-free rate) trên thị trường

Rm là tỷ suất sinh lời của thị trường (rate of return)

β (Beta) là thước đo rủi ro.3

Chúng ta thường sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ làm tỷ suất phi rủi ro (Rf). Tại thời điểm ra quyết định, con số này là 10.4%.4 Trong công thức CAPM, Rm không được sử dụng một mình.

1Lợi nhuận ròng năm 1979 là 71 triệu USD ÷ vốn chủ sở hữu đầu năm là 397 triệu USD = 17.9% (nếu chia cho vốn chủ sở hữu cuối năm là 414 triệu USD thì ROE là 17.2%). Như đã lưu ý trước đó (Chương 2), ROE nên được tính bằng lợi nhuận ròng ÷ vốn chủ sở hữu đầu năm.
2Trong khi thuế suất trung bình của Marriott là 42% (thuế thu nhập 52 triệu USD/lợi nhuận trước thuế 123 triệu USD), thuế suất doanh nghiệp cận biên của Mỹ tại thời điểm đó là 46% cho các khoản thu nhập trên 100,000 USD.
3Beta là thước đo mức độ biến động của tỷ suất sinh lời cổ phiếu của một công ty so với tỷ suất sinh lời của thị trường. Beta được định nghĩa là hệ số trong hồi quy Rstock = + βRmarket.
4Có một số tranh cãi về việc nên sử dụng lãi suất kỳ hạn 5 hay 10 năm. Chúng ta sẽ thảo luận vấn đề này cùng các vấn đề khác liên quan đến tỷ suất phi rủi ro trong phần sau của cuốn sách.

Thay vào đó, một ước tính của Rm – Rf, được gọi là phần bù rủi ro thị trường (market risk premium), được sử dụng. Ước tính này thường được lấy từ giá trị trung bình lịch sử của Rm − Rf. Tại thời điểm của tình huống nghiên cứu, beta của Marriott là 1,25, và một ước tính tốt cho phần bù rủi ro thị trường là 8%. Sử dụng CAPM, chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) của Marriott do đó được ước tính là 20,4%, cao hơn đáng kể so với ROE 18%.

$$\text{Marriott's } K_e = 10.4\% + 1.25^* (8\%) = 20.4\%.$$

Bây giờ, nếu vốn chủ sở hữu (equity) đắt hơn nhiều so với nợ (debt), tại sao các công ty không sử dụng toàn bộ nợ? Lý do các công ty không sử dụng 100% nợ là vì, trong khi nợ an toàn hơn đối với nhà đầu tư, nó lại rủi ro hơn đối với công ty. Nợ an toàn hơn (đối với nhà đầu tư) so với vốn chủ sở hữu vì các chủ nợ (debt holders) có quyền ưu tiên (priority claim) đối với tài sản của công ty khi phá sản (bankruptcy) (tức là, trong trường hợp phá sản, chủ nợ được trả trước, trước cổ đông). Các chủ nợ cũng có quyền buộc công ty phá sản nếu các điều khoản trả nợ không được tôn trọng. Ngược lại, các công ty không bắt buộc theo hợp đồng phải thực hiện bất kỳ khoản thanh toán nào cho cổ đông. Hãy xem xét điều gì xảy ra nếu một công ty không thể thực hiện bất kỳ khoản thanh toán nào cho cổ đông: biện pháp chính của các chủ sở hữu (tức là các cổ đông) là bán cổ phần của họ cho người khác. Tuy nhiên, nếu một công ty không thể trả được nợ, các chủ nợ có quyền buộc công ty phá sản.

Tóm tắt ngắn gọn, các công ty lựa chọn tài trợ cho tài sản của mình bằng một sự kết hợp nào đó của nợ và vốn chủ sở hữu. Trong khi nợ rẻ hơn đối với công ty so với vốn chủ sở hữu, nó cũng rủi ro hơn vì nó làm tăng khả năng phá sản.

Điều gì xảy ra nếu cơ cấu vốn (capital structure) thay đổi?

Bây giờ, chi phí nợ (cost of debt) và chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) không giữ nguyên. Nếu một công ty thêm nhiều nợ vào cơ cấu vốn của mình, chi phí nợ tăng lên vì rủi ro vỡ nợ (default) tăng, và các chủ nợ sẽ yêu cầu lợi suất cao hơn để bù đắp cho rủi ro gia tăng. Nghĩa là, nếu chi phí nợ trước thuế (before-tax cost of debt) hiện tại là 10%, khi công ty thêm nợ, khoản nợ bổ sung trở nên đắt đỏ hơn. Tốc độ gia tăng chi phí nợ (hoặc lãi suất) không cố định cho tất cả các mức nợ. Khi một công ty đã có mức nợ cao, cùng một tỷ lệ phần trăm tăng nợ sẽ gây ra sự gia tăng lãi suất lớn hơn so với khi mức nợ thấp. Nghĩa là, khi chúng ta thêm nợ vào cơ cấu vốn của công ty, các mức tăng nợ tăng dần trở nên rủi ro hơn và do đó đắt đỏ hơn.

Khi tỷ lệ nợ tăng, chi phí nợ tiếp tục tăng. Vậy, liệu chi phí nợ có thể vượt quá chi phí vốn chủ sở hữu không? Modigliani và Miller5 (M&M) đã chỉ ra rằng khi bạn thêm nợ, trong khi chi phí nợ tăng lên, thì chi phí vốn chủ sở hữu cũng tăng theo. Các mức tăng của chi phí vốn chủ sở hữu, giống như nợ, sẽ tăng với lượng lớn hơn khi tỷ lệ nợ tăng.

5Có hai bài báo quan trọng của Franco Modigliani và Merton Miller về chi phí vốn như được thảo luận trong Chương 6. Bài báo đầu tiên chứng minh sự không liên quan của cấu trúc vốn trong những điều kiện nhất định (những điều kiện này không đúng trong thực tế). Bài tiếp theo chứng minh tác động của thuế doanh nghiệp lên cấu trúc vốn. Xem F. Modigliani và M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review 48 (June 1958): 261–297; và F. Modigliani và M. Miller, "Taxes and the Cost of Capital: A Correction," American Economic Review 53 (June 1963): 433–443.

trong cơ cấu vốn của công ty tăng lên. Điều này có nghĩa là (trong hầu hết các trường hợp) ở bất kỳ mức nợ nào, chi phí nợ vẫn thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu.

Ví dụ, hãy xem xét một công ty phá sản. Do rủi ro không được thanh toán, chi phí nợ của một công ty phá sản có thể lên tới 20–30%. Câu hỏi đặt ra là: Nếu chi phí nợ của một công ty là 25%, thì thị trường yêu cầu lợi suất bao nhiêu trên vốn chủ sở hữu của công ty đó? Câu trả lời là một con số lớn hơn 25%. Tại sao? Vì các cổ đông được thanh toán sau các chủ nợ và do đó chịu nhiều rủi ro hơn và yêu cầu lợi suất cao hơn. Trên thế giới có rất ít trường hợp ngoại lệ. Vì vậy, chúng ta thường nói rằng chi phí nợ thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu ở mọi mức nợ.

Để tổng kết, khi chúng ta tăng tỷ lệ nợ, chi phí nợ tăng và chi phí vốn chủ sở hữu cũng tăng, nhưng chi phí nợ vẫn thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu.

Theo ký hiệu: %D ↑nghĩa là Kd ↑ và Ke ↑, nhưng Ke > Kd

Tiếp theo, hãy xem xét điều gì xảy ra với các chỉ số tài chính khác nếu một công ty thay thế nợ bằng vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn của mình, như Wilson muốn Marriott làm. Đầu tiên, hãy nhìn vào thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS), trong đó

EPS = Net Income (NI)/Number of Shares

Khi một doanh nghiệp thay thế nợ rẻ hơn cho vốn chủ sở hữu đắt đỏ, lợi nhuận ròng (NI) giảm do chi phí lãi vay tăng, nhưng số lượng cổ phiếu cũng giảm. Miễn là chi phí nợ (Kd) nhỏ hơn chi phí vốn chủ sở hữu (Ke), số lượng cổ phiếu sẽ giảm theo tỷ lệ phần trăm lớn hơn lợi nhuận ròng. Do đó, tác động ròng sẽ là sự tăng lên của thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS).

Tiếp theo, nếu EPS tăng, điều gì xảy ra với giá cổ phiếu? Nó tăng rồi giảm. Giá cổ phiếu có thể được xem như một hàm của tỷ lệ chiết khấu, Ke, và EPS.6

Nếu một doanh nghiệp tăng EPS, giá cổ phiếu sẽ tăng với điều kiện tỷ lệ chiết khấu không đổi. Tuy nhiên, chúng ta biết rằng khi tăng nợ trong cơ cấu vốn, tỷ lệ chiết khấu sẽ tăng. Do đó, việc thay thế nợ cho vốn chủ sở hữu làm tăng EPS và tăng Ke. Ban đầu, phần trăm tăng của EPS lớn hơn mức tăng của tỷ lệ chiết khấu Ke. Trong trường hợp đó, giá cổ phiếu sẽ tăng. Cuối cùng, khi chúng ta thêm ngày càng nhiều nợ, tỷ lệ chiết khấu tăng nhanh hơn EPS. Trong trường hợp đó, giá cổ phiếu sẽ giảm.

Do đó, %D↑ có nghĩa là Kd↑ và Ke↑, nhưng Ke > Kd, EPS↑ và giá cổ phiếu ↑, sau đó giá cổ phiếu ↓.

Ví dụ về Marriott minh họa rõ ràng tác động của việc thay đổi tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu, vì công ty không phát hành nợ để tài trợ cho một dự án mới. Trong trường hợp này, Wilson đang xem xét việc cho Marriott hoán đổi nợ lấy vốn chủ sở hữu mà không có bất kỳ thay đổi nào khác đối với công ty. Tài sản vẫn giữ nguyên, hoạt động kinh doanh vẫn giữ nguyên, ban quản lý vẫn giữ nguyên—thay đổi duy nhất mà công ty thực hiện là cách thức tài trợ vốn cho.

6Như đã thảo luận ở một chương trước, giá của bất kỳ tài sản nào cũng phải bằng giá trị hiện tại của các dòng tiền của nó được chiết khấu theo chi phí vốn. Đối với cổ phiếu, đây là các dòng tiền vốn chủ sở hữu được chiết khấu theo Ke, nhưng lợi nhuận là một thành phần chính của dòng tiền vốn chủ sở hữu. Chúng tôi sử dụng phát biểu đơn giản hóa ở trên cho đến khi chúng tôi thảo luận đầy đủ về dòng tiền ở phần sau của cuốn sách.

tài sản. Nói cách khác, thay đổi duy nhất nằm ở cấu trúc vốn (capital structure) của công ty và mức độ sử dụng nợ (debt) so với vốn chủ sở hữu (equity).

Vậy bây giờ chúng ta biết rằng khi thay thế nợ bằng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn, chi phí nợ (cost of debt) tăng, chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) tăng, nhưng như đã thảo luận, chi phí nợ vẫn thấp hơn chi phí vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, EPS (thu nhập trên mỗi cổ phần) tăng, giá cổ phiếu lúc đầu tăng rồi sau đó giảm.

Câu hỏi tiếp theo của chúng ta là: Điều gì xảy ra với tỷ lệ Giá/Thu nhập (P/E)? Nó giảm. Giả sử tỷ lệ chiết khấu là hằng số. Nếu một công ty tăng EPS của mình lên một tỷ lệ phần trăm nhất định
với tỷ lệ chiết khấu không đổi, thì giá cổ phiếu sẽ tăng cùng tỷ lệ phần trăm đó.
Ví dụ, nếu một công ty tăng thu nhập lên 10% (giả sử không có dòng tiền nào khác lúc này), nó sẽ tăng dòng tiền lên 10%. Nếu chi phí vốn là hằng số và dòng tiền
tăng 10%, thì giá cổ phiếu tăng 10%. Tuy nhiên, như chúng ta đã biết từ
trên, khi công ty thêm nhiều nợ hơn, tỷ lệ chiết khấu vốn chủ sở hữu không cố định mà tăng lên thay vì giữ nguyên. Do đó, nếu thu nhập tăng 10% và Ke cũng tăng, thì giá cổ phiếu
sẽ tăng ít hơn 10%.

Tóm lại, nếu EPS tăng 10% và giá cổ phiếu tăng ít hơn 10%,
tỷ lệ của hai cái này, tức là P/E, sẽ giảm. Hơn nữa, (như chúng ta biết từ trên)
chi phí vốn chủ sở hữu (Ke) sẽ tăng chậm lúc đầu rồi sau đó nhanh hơn. Cuối cùng chúng ta có thể đạt đến điểm mà chi phí vốn tăng nhiều hơn mức tăng của EPS, nhưng một lần nữa tác động là P/E giảm.

Một cách giải thích khác cho cùng điểm này: coi tỷ lệ P/E như là mức giá mà người ta sẽ trả cho 1 đô la thu nhập. Ví dụ, thu nhập 1 đô la với P/E là 10 sẽ có giá cổ phiếu 10 đô la. Khi bạn thêm rủi ro vào công ty, P/E sẽ giảm vì mức giá người ta sẵn sàng trả cho thu nhập rủi ro hơn thấp hơn mức giá người ta sẵn sàng trả cho thu nhập an toàn hơn. Bây giờ, khi
bạn thêm nợ, bạn đang thêm rủi ro, và khi bạn thêm rủi ro, P/E giảm. Vì vậy, P/E chỉ giảm, và chỉ giảm, khi tỷ lệ phần trăm nợ tăng lên.

Tóm lại một lần nữa: Nếu tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tăng lên, thì chi phí của cả nợ và vốn chủ sở hữu đều tăng, và chi phí vốn chủ sở hữu luôn lớn hơn chi phí nợ. Ngoài ra, nếu nợ/vốn chủ sở hữu tăng, EPS tăng, giá cổ phiếu tăng rồi giảm, và P/E chỉ giảm và chỉ giảm.

Một câu hỏi mới: Điều gì xảy ra với beta khi công ty thêm nợ? Nó tăng lên vì
có nhiều rủi ro hơn. Khái niệm beta tài sản rất hữu ích trong việc hiểu tại sao beta tăng khi công ty thêm nợ. Beta tài sản, thường được gọi là beta không vay nợ (unlevered beta), là beta trên tài sản của một
công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu (tức là không có nợ).7 Nếu beta tài sản là 1, điều đó có nghĩa
rằng nếu lợi nhuận thị trường tăng 10%, lợi nhuận tài sản cũng sẽ tăng 10%. Vì
công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tăng 10%. Nếu thị trường giảm
10%, thì lợi nhuận trên tài sản giảm 10%, và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu sẽ
giảm 10%.

7Các beta vốn chủ sở hữu thường được gán cho một công ty thực chất là beta có đòn bẩy (levered betas); tức là chúng là beta của vốn chủ sở hữu theo cơ cấu vốn (hay đòn bẩy tài chính) của công ty. Beta tài sản (asset beta) là beta của riêng tài sản, không xét đến cơ cấu vốn. Khi không có nợ, beta tài sản chính là beta vốn chủ sở hữu phi đòn bẩy (unlevered equity beta).

Hãy tưởng tượng một công ty thường có lợi nhuận $100 và không có nợ hay chi phí lãi vay. Vốn chủ sở hữu của công ty nhận toàn bộ $100 vì không có phần lợi nhuận nào phải dùng để trả nợ. Nếu thị trường tăng 10% và beta tài sản là 1, lợi nhuận trên tài sản tăng 10% lên $110. Vốn chủ sở hữu cũng sẽ nhận được $110. Đây là mức tăng 10% cho vốn chủ sở hữu. Nếu thị trường giảm 10%, lợi nhuận trên tài sản giảm 10% xuống $90. Vốn chủ sở hữu lúc này nhận $90, và đây là mức giảm 10%.

Bây giờ hãy thêm đòn bẩy vào hỗn hợp (tức là công ty sẽ có tài trợ bằng nợ ngoài tài trợ bằng vốn chủ sở hữu). Giả sử chi phí lãi vay là $50. Công ty này, vốn thường nhận được lợi nhuận $100 trên tài sản, giờ phải trả lãi $50, để lại $50 cho vốn chủ sở hữu. Nếu thị trường tăng 10%, lợi nhuận trên tài sản tăng 10% lên $110 vì beta tài sản là 1 và không thay đổi. Nợ vẫn phải nhận $50, nhưng vốn chủ sở hữu sẽ nhận phần còn lại là $60. Đây là mức tăng 20%, không phải 10%, cho vốn chủ sở hữu. Nếu thị trường giảm 10%, lợi nhuận trên tài sản giảm 10% xuống $90. Nợ vẫn nhận $50, chỉ còn $40 cho vốn chủ sở hữu. Đây là mức giảm 20%. Do đó, công ty càng có nhiều đòn bẩy, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu càng biến động. Vì beta vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào độ biến động của lợi nhuận dành cho các cổ đông, bạn càng có nhiều đòn bẩy, beta vốn chủ sở hữu càng cao.

Để tổng kết, nếu công ty không có nợ, beta vốn chủ sở hữu bằng beta tài sản. Khi bạn thêm đòn bẩy, beta tài sản vẫn giữ nguyên, nhưng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trở nên biến động hơn, làm tăng beta vốn chủ sở hữu. Điều thú vị là điều này bạn đã biết theo trực giác. Nếu một công ty trừ một chi phí cố định khỏi một dòng thu nhập biến đổi, lợi nhuận sẽ trở nên biến động hơn. Điều này được thể hiện trong Bảng 7.1.

Lợi nhuận trên tài sản tăng hoặc giảm 10%, và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tăng 20%. Do đó, beta vốn chủ sở hữu = 2, beta tài sản = 1.

BẢNG 7.1
Tác động của thay đổi lên Beta

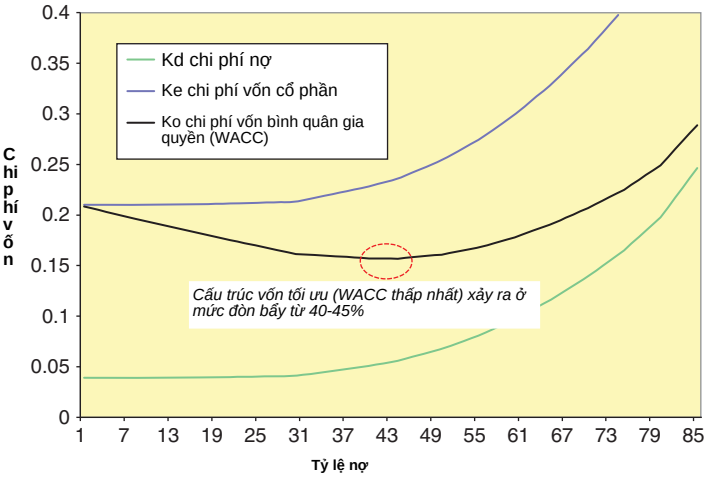
Giả sử beta phi đòn bẩy (unlevered beta) là 1. Đây là beta tài sản (asset beta). Giả sử dòng tiền tài sản thông thường là 100 đô la. Trường hợp 1 không có nợ, do đó dòng tiền đến nợ là 0 đô la. Vốn chủ sở hữu nhận toàn bộ dòng tiền tài sản. Trường hợp 2 có nợ với dòng tiền đến nợ là 50 đô la. Vốn chủ sở hữu nhận dòng tiền tài sản trừ đi 50 đô la.		
Trường hợp 1: Dòng tiền đến nợ là 0 Dòng tiền đến Tài sản	Dòng tiền đến Nợ	Dòng tiền đến Vốn chủ sở hữu
Lợi nhuận của tài sản tăng hoặc giảm 10%, và lợi nhuận của vốn chủ sở hữu tăng hoặc giảm 10%. Do đó, beta vốn chủ sở hữu (equity beta) = beta tài sản (asset beta) = 1.		
Trường hợp 2: Dòng tiền đến Nợ (Cash Flow to Debt) là 50 Dòng tiền đến Tài sản (Cash Flow to Assets)	Dòng tiền đến Nợ (Cash Flow to Debt)	Dòng tiền đến Vốn chủ sở hữu (Cash Flow to Equity)

Quay lại phương trình CAPM của chúng ta, Ke = Rf + β(Rm – Rf), trong đó β ở đây là β vốn chủ sở hữu (equity β). Việc tăng nợ làm tăng β vốn chủ sở hữu, từ đó làm tăng Ke. Điều này nhất quán với những gì chúng ta đã nói ở trên: khi chúng ta tăng nợ, Kd tăng và Ke cũng tăng vì Ke luôn cao hơn Kd.

Tóm lại một lần nữa: Điều gì xảy ra nếu một công ty thay đổi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (debt/equity ratio)?
Khi công ty thêm nợ, chi phí nợ (cost of debt) tăng, chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) tăng, chi phí vốn chủ sở hữu vẫn cao hơn chi phí nợ, EPS tăng, giá cổ phiếu tăng rồi giảm, P/E giảm, và beta tăng. Beta tăng làm cho chi phí vốn chủ sở hữu tăng. Điều này nhất quán với việc Ke tăng khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tăng và Ke vẫn cao hơn Kd.

Tiếp theo, hãy vẽ đồ thị chi phí nợ và vốn chủ sở hữu theo sự thay đổi của đòn bẩy (leverage). Chúng ta làm điều này trong Hình 7.1. Bắt đầu với Kd ở mức nợ bằng không. Đây là mức lãi suất mà người cho vay sẽ tính khi chúng ta vay đồng đô la đầu tiên. Nó được biểu diễn như một điểm trên trục tung. Bây giờ, chúng ta biết rằng khi thêm nợ, chi phí nợ tăng do rủi ro tăng. Ngoài ra, tốc độ tăng cũng tăng khi chúng ta thêm nợ. Tức là, tốc độ tăng chi phí nhỏ ở mức nợ thấp và lớn hơn khi mức nợ tăng. Nói cách khác, chi phí nợ ban đầu tăng chậm, vì người cho vay sẵn sàng tăng nợ mà không tăng lãi suất nhiều. Tuy nhiên, khi mức nợ của công ty tăng, rủi ro vỡ nợ (default) (tức là rủi ro người cho vay không được hoàn trả) tăng, làm cho khoản nợ bổ sung rủi ro hơn. Người cho vay yêu cầu lãi suất tăng dần để bù đắp cho sự gia tăng rủi ro. Điều này có nghĩa là lãi suất không chỉ tăng mà còn tăng với tốc độ ngày càng nhanh. Điều này được vẽ trong Hình 7.1 với đường được ký hiệu là Kd.

Tiếp theo, hãy vẽ đồ thị Ke. Chúng ta sẽ bắt đầu với Ke ở mức nợ bằng không. Đây là tỷ suất sinh lời mà các nhà đầu tư cổ phiếu kỳ vọng khi không có nợ. Lưu ý rằng Ke ở mức nợ bằng không cao hơn Kd ở mức nợ bằng không vì chi phí vốn cổ phần lớn hơn chi phí nợ. Điều này là do vốn cổ phần rủi ro hơn nợ đối với nhà đầu tư, như đã nói ở trên. Khi chúng ta thêm nợ, chi phí vốn cổ phần hành xử tương tự như chi phí nợ: nó tăng lên. Ke cũng tăng chậm lúc đầu và sau đó nhanh hơn, luôn nằm trên chi phí nợ ở bất kỳ mức nợ nào.



HÌNH 7.1 Chi phí cấu trúc vốn

CHI PHÍ VỐN

Tuy nhiên, mối quan tâm chính của chúng ta với tư cách CFO không phải là chi phí riêng lẻ của nợ hay vốn cổ phần, mà là chi phí vốn tổng thể. Mục tiêu của chúng ta không phải là giảm thiểu chi phí nợ hoặc vốn cổ phần một cách riêng lẻ—chúng ta có thể làm điều đó đơn giản bằng cách không có nợ (như thấy trong Hình 7.1). Mục tiêu của chúng ta là giảm thiểu chi phí vốn tổng thể (Ko). Vì vậy, bây giờ hãy vẽ đồ thị chi phí vốn tổng thể, là bình quân gia quyền của chi phí nợ và chi phí vốn cổ phần. Với không có nợ, chi phí vốn tổng thể là Ke, chỉ bao gồm chi phí vốn cổ phần (vì doanh nghiệp là 100% vốn cổ phần). Khi chúng ta thay đổi mức nợ/vốn cổ phần, tỷ lệ nợ tăng lên và tỷ lệ vốn cổ phần giảm xuống. Về mặt khái niệm, chúng ta đang thay thế nợ (rẻ hơn) cho vốn cổ phần (đắt hơn). Điều này làm cho chi phí vốn tổng thể ban đầu giảm xuống. Tuy nhiên, khi chúng ta tăng tỷ lệ nợ/vốn cổ phần, cả chi phí nợ và chi phí vốn cổ phần đều tăng. Trong khi nợ vẫn rẻ hơn vốn cổ phần tại bất kỳ thời điểm nào, chi phí vốn tổng thể (sau khi giảm ban đầu) cuối cùng cũng sẽ tăng vì cả hai thành phần của nó đều tăng. Điều này được thấy bằng đồ thị trong biểu đồ Ko của Hình 7.1. Lưu ý chi phí vốn tổng thể, trong khi bằng Ke ở mức nợ bằng không, sau đó nằm giữa Kd và Ke.8

Chúng ta vừa thêm một yếu tố nữa vào sự hiểu biết của mình về cấu trúc vốn và tác động của những thay đổi trong tỷ lệ nợ/vốn cổ phần. Trước đây chúng ta đã giải thích rằng khi tăng tỷ lệ nợ/vốn cổ phần, chi phí nợ tăng, chi phí vốn cổ phần tăng, chi phí vốn cổ phần vẫn nằm trên chi phí nợ, EPS tăng, giá cổ phiếu tăng rồi giảm, P/E giảm, và beta tăng. Bây giờ chúng ta có thể bổ sung rằng khi tỷ lệ nợ/vốn cổ phần tăng, chi phí vốn tổng thể giảm rồi tăng.

Như đã đề cập ở trên, CFO quan tâm đến việc tối thiểu hóa chi phí vốn cho công ty. Tuy nhiên, không nhất thiết phải có một tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu duy nhất để tối thiểu hóa chi phí vốn cho một công ty. Và chắc chắn rằng không có một tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu duy nhất nào có thể tối thiểu hóa chi phí vốn cho các công ty khác nhau.

Đối với một công ty cụ thể, trong thực tế, CFO không cố gắng tìm một điểm tối ưu duy nhất. Thay vào đó, họ cố gắng tìm một khoảng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tối ưu. Như thấy trong Hình 7.1, chi phí vốn của một công ty giảm rồi phẳng ra trong một khoảng trước khi tăng trở lại. Vì không thể đo chính xác chi phí vốn cho từng mức nợ/vốn chủ sở hữu trong công ty, một khoảng mục tiêu là điều tốt nhất CFO có thể đạt được.

Khoảng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu mục tiêu tối ưu khác nhau theo ngành. Ví dụ: Điều gì xảy ra với chi phí nợ khi một công ty tiện ích (có dòng tiền ổn định) thêm nợ? Vì dòng tiền ổn định, rủi ro thêm nợ thấp hơn so với nhiều công ty khác, và do đó người cho vay sẽ không tăng chi phí nợ nhiều ngay từ đầu (tức là, Kd tăng chậm hơn cho công ty tiện ích so với công ty trong ngành có dòng tiền rủi ro hơn). Chi phí vốn chủ sở hữu cho công ty tiện ích cũng tăng chậm hơn. (Hãy nhớ rằng, chi phí nợ và vốn chủ sở hữu liên quan đến rủi ro mà nhà đầu tư nhận được lợi nhuận của họ. Với dòng tiền ổn định, rủi ro này được giảm thiểu ở mọi mức nợ.) Điều này có nghĩa là đối với công ty tiện ích, chi phí vốn giảm trong thời gian dài hơn hoặc trong một khoảng dài hơn trước khi bắt đầu tăng.

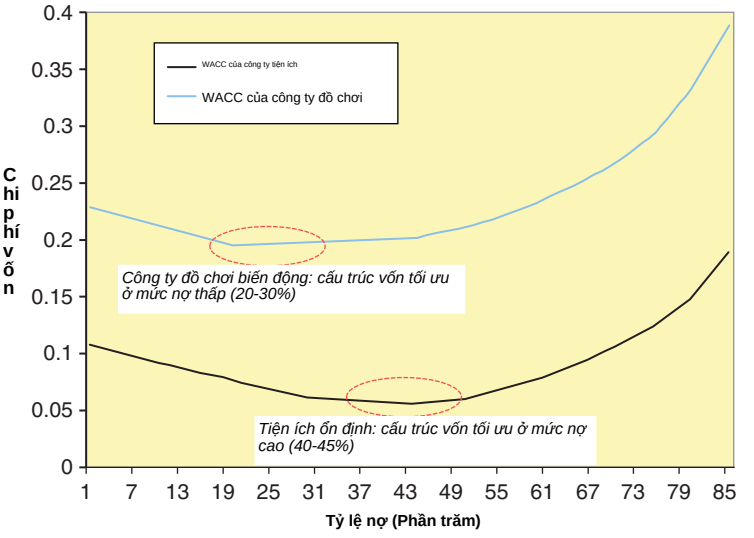
Một doanh nghiệp trong ngành có dòng tiền biến động mạnh hơn sẽ có chi phí nợ (cost of debt) tăng sớm hơn và nhanh hơn so với các công ty tiện ích. Do đó, Ke cũng sẽ tăng sớm hơn

8Modigliani và Miller (1958) giả định rằng trong thế giới không thuế (no-tax world), sự thay đổi của Kd và Ke sẽ cân bằng lẫn nhau để Ko không đổi ở mọi mức nợ.

và nhanh hơn, và Ko sẽ không giảm xuống quá xa hoặc trên một phạm vi dài. Điều này có nghĩa là không chỉ chi phí vốn tổng thể (overall cost of capital) sẽ cao hơn đối với các doanh nghiệp này mà còn là cơ cấu vốn tối ưu (optimal capital structure) sẽ xuất hiện ở mức nợ/vốn chủ sở hữu thấp hơn so với các công ty tiện ích. Ví dụ, một công ty như Wham-O9 (với dòng sản phẩm dễ bị ảnh hưởng bởi mốt tiêu dùng) sẽ có dòng tiền mang tính chu kỳ/biến động hơn và do đó sẽ có chi phí vốn cao hơn và đạt mức tối thiểu ở tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thấp hơn.

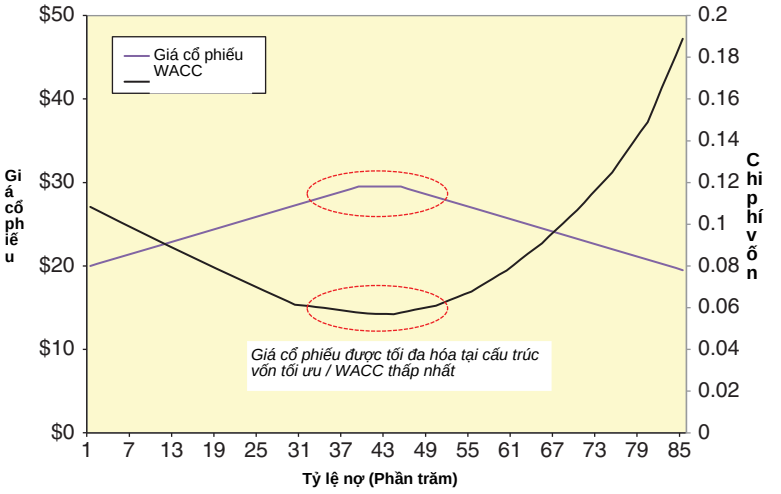
Hình 7.2 biểu diễn Ko cho hai công ty giả định: một công ty tiện ích với dòng tiền ổn định và một công ty đồ chơi với dòng tiền biến động. Như đã thấy, Ko của công ty tiện ích không chỉ thấp hơn công ty đồ chơi mà còn có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tối ưu ở mức nợ phần trăm cao hơn. Tác động của mức nợ cao hơn sẽ giống nhau đối với hai công ty (tức là khi nợ tăng, chi phí nợ tăng, chi phí vốn chủ sở hữu tăng, giá cổ phiếu tăng rồi giảm, v.v.), nhưng những tác động này sẽ xảy ra ở các điểm khác nhau và ở các tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu khác nhau.

Tiếp theo, trong Hình 7.3, chúng ta biểu diễn giá cổ phiếu so với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu trên một biểu đồ, và so với chi phí vốn trên một biểu đồ khác. Nếu chúng ta xem xét điểm (hoặc phạm vi) tại đó giá cổ phiếu được tối đa hóa, chúng ta nhận thấy đó cũng chính là điểm (hoặc phạm vi) tại đó chi phí vốn, Ko, được tối thiểu hóa. Do đó, tối thiểu hóa chi phí vốn sẽ tối đa hóa giá cổ phiếu. Điều này không đáng ngạc nhiên khi bạn suy nghĩ về nó. Giữ mọi thứ khác không đổi, bạn đạt được giá cổ phiếu tối đa khi bạn tối thiểu hóa chi phí. Điều này đúng với mọi chi phí: ví dụ, nếu bạn tối thiểu hóa chi phí lao động, mọi thứ khác bằng nhau, bạn tối đa hóa giá cổ phiếu, hoặc nếu bạn tối thiểu hóa chi phí nguyên vật liệu, mọi thứ khác bằng nhau, bạn tối đa hóa giá cổ phiếu. Về mặt logic, nếu bạn tối thiểu hóa chi phí vốn, giữ mọi thứ khác không đổi, thì bạn tối đa hóa giá cổ phiếu.



HÌNH 7.2
Chi phí cấu trúc vốn

Công ty Đồ chơi Wham-O đã phát minh ra Hula-Hoop, Frisbee và Boogie Board, cùng với các đồ chơi khác.



HÌNH 7.3
Tác động của cấu trúc vốn đến giá cổ phiếu

Trái phiếu doanh thu công nghiệp là một ví dụ về tầm quan trọng của khái niệm chi phí vốn này. Các trái phiếu này tạo ra lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ cho các công ty phát hành chúng. Tiền lãi từ các trái phiếu này được miễn thuế giống như tiền lãi từ trái phiếu đô thị, nhưng các trái phiếu này được phát hành bởi một công ty thay vì một đô thị. Do lợi thế thuế này, lãi suất trả cho các trái phiếu này thấp hơn so với trái phiếu công ty có rủi ro tương tự.

Trái phiếu doanh thu công nghiệp (industrial revenue bonds) được tạo ra để khuyến khích phát triển kinh tế. Các đô thị (municipalities) muốn thu hút các công ty đến đặt trụ sở tại thị trấn của mình, xây dựng nhà máy và mở rộng việc làm địa phương đã ủy quyền cho các doanh nghiệp phát hành trái phiếu này. Vì các khoản thanh toán lãi của những trái phiếu này không phải chịu thuế thu nhập đối với người mua trái phiếu, lãi suất của trái phiếu này thường thấp hơn trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ (U.S. Treasury bonds). Điều này làm giảm đáng kể chi phí vốn của doanh nghiệp phát hành. Ban đầu, các trái phiếu doanh thu công nghiệp này được phát hành không có giới hạn về quy mô, nhưng chính phủ Hoa Kỳ cuối cùng đã giới hạn số tiền mà một đô thị có thể ủy quyền (với mức giới hạn gắn với quy mô dân số địa phương). Các chuỗi bán lẻ (retail chains) là những nhà phát hành chính của các trái phiếu này. Việc sử dụng các trái phiếu này mang lại cho các chuỗi lớn này lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp địa phương.10

Ví dụ giả định, giả sử một cửa hàng quần áo nhỏ ở Springfield (MA hoặc MO hoặc IL hoặc OR) tài trợ hàng tồn kho của mình từ ngân hàng địa phương với chi phí bằng lãi suất cơ bản của ngân hàng (bank prime rate) cộng thêm 2%.11 Tiếp theo, giả sử một Kmart hoặc Walmart tham gia thị trường địa phương bằng cách xây dựng một cửa hàng bên cạnh đường cao tốc. Cửa hàng lớn (mega-store) này sẽ có lợi thế đáng kể về sức mua, cũng như lợi thế kinh tế theo quy mô trong quảng cáo và các khía cạnh khác, so với cửa hàng quần áo địa phương. Giả sử cửa hàng lớn đó cũng phát hành trái phiếu doanh thu công nghiệp để tài trợ hàng tồn kho. Điều này có nghĩa là cửa hàng lớn đang tài trợ hàng tồn kho với lãi suất thấp hơn 2% đến 3% so với Hoa Kỳ.

10Để biết thêm chi tiết về Trái phiếu doanh thu công nghiệp, xem Alan Hall, “Industrial Bond Basics,” www.rodey.com/downloads/rodey_industrial_revenue_bond_basics.pdf, truy cập ngày 20 tháng 12 năm 2014.
11Thông thường, một doanh nghiệp nhỏ sẽ phải trả lãi suất cao hơn prime từ 2% đến 3%.

lãi suất của chính phủ, trong khi thương nhân địa phương trả prime + 2% (hoặc khoảng lãi suất của chính phủ Hoa Kỳ + 5% hiện nay). Cửa hàng lớn thực sự có lợi thế về tổng chi phí ít nhất 6% trong tài trợ hàng tồn kho. Tất cả mọi thứ bằng nhau, ngay cả khi không có các lợi thế chi phí khác của cửa hàng lớn, việc có chi phí vốn thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh cho phép bạn hoặc là tính giá thấp hơn, đạt lợi nhuận cao hơn, hoặc cả hai. Tương tự, thay đổi cấu trúc vốn của một công ty làm thay đổi chi phí vốn của nó, từ đó ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh, lợi nhuận và giá cổ phiếu của công ty so với các đối thủ cạnh tranh.

CÁCH DOANH NGHIỆP THIẾT LẬP CẤU TRÚC VỐN TRONG THỰC TẾ

Bây giờ, hãy lùi lại một bước. Chúng ta vừa trình bày lý thuyết về lý do tại sao cấu trúc vốn (capital structure) và tỷ lệ nợ (debt ratio) lại quan trọng. Mặc dù về mặt lý thuyết thì điều này rất hay, nhưng trên thực tế, các doanh nghiệp nghĩ như thế nào về mức nợ phù hợp? Rất ít, nếu không muốn nói là không có CFO nào vẽ các biểu đồ trong Hình 7.1, 7.2 và 7.3. Thay vào đó, họ xác định chi phí vốn tối ưu (optimal cost of capital) của mình bằng cách xem xét ba yếu tố:

1. Nội bộ: Xác định công ty có thể chịu được bao nhiêu nợ trong thời kỳ suy thoái. Điều này được thực hiện bằng cách dự phóng dòng tiền tương lai và chạy các báo cáo tài chính dự phòng (pro forma) trong các kịch bản tiêu cực khác nhau để xem tại điểm nào công ty sẽ bắt đầu gặp khó khăn trong việc thanh toán nợ.
2. Bên ngoài: Xem xét tác động của các tỷ lệ nợ (debt ratio) của công ty đối với mối quan hệ với ngân hàng, ngân hàng đầu tư, nhà phân tích và các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Cụ thể, các tổ chức xếp hạng có hạ bậc tín nhiệm công ty không, các nhà phân tích có đưa ra cảnh báo và báo động không, và/hoặc các ngân hàng có đối xử khác với công ty không?
3. Cắt ngang (cross-sectional): Nhìn vào những gì các đối thủ cạnh tranh của công ty đang làm. Như đã thấy trong Chương 5 với Massey Ferguson: Liệu công ty có thực sự muốn có tỷ lệ nợ 47% nếu trung bình ngành hoặc của đối thủ cạnh tranh gần nhất là 30%? Nếu CFO làm giống như các đối thủ cạnh tranh, thì ngay cả khi CFO sai, họ đều cùng chịu chung. Nếu CFO chọn một cấu trúc vốn (capital structure) hoàn toàn khác biệt so với các công ty còn lại trong ngành và cô ấy sai, CFO đã đặt công ty, và chắc chắn là công việc của mình, vào rủi ro.

Vậy chúng ta hãy đặt hai câu hỏi. Thứ nhất: Một công ty có thể có quá nhiều nợ không? Chắc chắn là có! Báo động vang lên, các giao ước (covenants) bị vi phạm, xếp hạng tín nhiệm bị hạ bậc, công ty có thể phải chịu các chi phí khó khăn tài chính (costs of financial distress), và công ty mở cửa cho sự tấn công của đối thủ cạnh tranh. Về cơ bản, công ty trở thành một Massey Ferguson đang chờ xảy ra.12 CFO không muốn làm điều này. CFO muốn ngủ ngon vào ban đêm thay vì lo lắng, điều này tạo động lực để họ giữ mức nợ thấp.

Thứ hai: Một công ty có thể có quá ít nợ không? Chắc chắn là có! Quá ít nợ có nghĩa là chi phí vốn (cost of capital) không được tối thiểu hóa (tức là, khi không có nợ, chi phí vốn của công ty sẽ là chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), luôn cao hơn chi phí nợ (cost of debt)) và do đó giá cổ phiếu không được tối đa hóa. Quá ít nợ cũng có nghĩa là công ty không tận dụng tối đa lá chắn thuế (tax shield) và đang trả thêm thuế cho chính phủ thay vì tạo ra giá trị cho

12Chúng ta đã thảo luận về Massey Ferguson ở Chương 5.

cổ đông. Giá cổ phiếu thấp có nghĩa là công ty dễ bị tấn công theo một cách khác: nó trở thành mục tiêu thâu tóm.13

Vì vậy, với tư cách là CFO, bạn không thể bỏ qua cơ cấu vốn. Bạn phải làm cho đúng. Quá nhiều nợ không tốt, vì bạn trở thành Massey Ferguson và có một John Deere đuổi theo bạn trên thị trường. Quá ít nợ cũng không tốt, vì bạn phải lo lắng về việc ai đó sẽ mua lại công ty. Điều quan trọng là phải làm đúng—để tối thiểu hóa chi phí vốn và tối đa hóa giá trị của công ty.

CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Khi Gary Wilson lên làm CFO của Marriott, ông đã đề xuất một loạt các chính sách tài chính cho công ty mà Hội đồng quản trị đã phê duyệt. Các chính sách này nêu rõ:14

1. Nợ nên được duy trì ở mức từ 40% đến 45% (hoặc nợ + thuê tài sản ở mức 50–55%) của nguồn tài trợ.
2. Xếp hạng thương phiếu của Moody's nên ở mức P-1 hoặc tốt hơn (điều này gần tương đương với xếp hạng trái phiếu A trở lên).15

3. Nguồn tài trợ chính nên là trái phiếu dài hạn, lãi suất cố định, không bảo đảm, trong nước.
4. Không phát hành nợ chuyển đổi mới hoặc cổ phiếu ưu đãi trực tiếp.
5. Ngoài ra, mặc dù không chính thức là một hướng dẫn, Marriott bắt đầu trả cổ tức bằng tiền mặt vào tháng 1 năm 1978 (trước đó họ đã trả cổ tức bằng cổ phiếu).

Bây giờ chúng ta hãy thảo luận tại sao các chính sách này lại hợp lý với Marriott.

1. Cơ cấu vốn nợ 40–45% (một mục tiêu được công bố trong báo cáo thường niên của Marriott) là nơi CFO Gary Wilson tin rằng chi phí vốn được tối thiểu hóa, từ đó tối đa hóa giá trị của công ty. Nghĩa là, nếu chúng ta vẽ Hình 7.3 cho Marriott, chi phí vốn tối thiểu sẽ đạt được trong khoảng nợ 40–45%.
2. Xếp hạng thương phiếu P-1 của Moody's (tương đương A) cho phép tiếp tục tiếp cận thị trường vốn.16 Marriott đang vay tiền để xây dựng các khách sạn mới. Vì chưa bao giờ có thời điểm trái phiếu xếp hạng A không thể phát hành, điều này đã cho Marriott một sự đảm bảo hiệu quả rằng công ty sẽ có thể huy động nợ trên thị trường vốn công khai.

13Công ty thâu tóm thậm chí có thể sử dụng khả năng vay nợ (chưa dùng) của chính công ty mục tiêu để giúp tài trợ cho việc thâu tóm.
14Danh sách các chính sách tài chính này được lấy từ ba nguồn: báo cáo thường niên của Tập đoàn Marriott (1978–1980), Marriott Corporation (1986) 9-282-042 Harvard Business School Publishing, Boston, và một cuộc trò chuyện với một cựu thành viên hội đồng quản trị của Marriott.
15Như đã lưu ý trong chương trước, ba tổ chức xếp hạng tín nhiệm lớn là S&P, Moody's và Fitch. Mỗi tổ chức có một cơ chế xếp hạng hơi khác nhau, nhưng về cơ bản, xếp hạng an toàn nhất cho trái phiếu là AAA, tiếp theo là AA+, v.v. Xếp hạng thấp nhất là D, có nghĩa là công ty đang vỡ nợ hoặc không trả lãi và gốc theo hợp đồng nợ. Đối với thương phiếu, xếp hạng an toàn nhất là P-1.
16Trước những năm 1980 và sự trỗi dậy của thị trường trái phiếu rác (do Michael Milken và công ty của ông, Drexel Burnham Lambert), có những thời điểm các công ty có xếp hạng dưới A không thể có được nguồn tài trợ trên thị trường nợ. Ngay cả sau khi Drexel thay đổi thị trường, trong thời gian tín dụng thắt chặt, các nhà đầu tư tìm kiếm trái phiếu có xếp hạng cao hơn (hoặc chính phủ).

3. Phát hành nợ trong nước là một chính sách dựa trên bản chất của thị trường trái phiếu. Có hai thị trường trái phiếu/nợ lớn trên thế giới: thị trường Mỹ và thị trường Eurobond.17

Lý do phát hành tại Hoa Kỳ không phải do sở thích về đồng tiền, vì nhiều trái phiếu Eurobond được phát hành bằng đô la Mỹ. Lý do thực sự dựa trên sự khác biệt về bản chất của hai thị trường vào thời điểm đó. Thị trường Eurobond là một thị trường "tên tuổi" — nơi các nhà đầu tư cá nhân đóng vai trò lớn hơn các nhà đầu tư tổ chức. Thị trường này được đặc trưng bởi việc sự quen thuộc của nhà đầu tư với tên của tổ chức phát hành quan trọng hơn xếp hạng tín dụng và các thước đo bên ngoài khác. Do đó, trong thị trường Eurobond, các khoản đầu tư ít dựa vào xếp hạng tín dụng hơn là dựa vào tên tuổi và danh tiếng của tổ chức phát hành.

Điều ngược lại đúng với thị trường nợ của Mỹ, vốn chủ yếu là thị trường xếp hạng (ratings market). Trong thị trường xếp hạng, các công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ (mutual funds) và kế hoạch hưu trí (retirement plans) mua trái phiếu dựa trên xếp hạng của chúng. Vào thời điểm đó, Marriott không được biết đến rộng rãi ở châu Âu (khác với, chẳng hạn, Exxon) và sẽ gặp khó khăn khi huy động một đợt phát hành lớn ở châu Âu cho các nhà đầu tư "tên tuổi". Do đó, Marriott đã chọn phát hành nợ trên thị trường Mỹ.

Lý do phát hành nợ không bảo đảm (unsecured debt) dựa trên quyết định hoạt động của Marriott, được công bố trong báo cáo thường niên năm 1978, là chuyển từ sở hữu và vận hành các khách sạn sang chỉ vận hành chúng. Chiến lược mới của Marriott là mua và/hoặc xây dựng khách sạn rồi bán các tài sản này cho các nhà đầu tư bên ngoài nhưng tiếp tục vận hành chúng. Marriott có thể đã phát hành nợ có bảo đảm (secured debt)18 để tài trợ ban đầu cho các khách sạn, điều này sẽ rẻ hơn. Thay vào đó, Marriott đã chọn phát hành nợ không bảo đảm vì điều này mang lại sự linh hoạt để bán bớt tài sản mà không cần mua lại trái phiếu.

Một câu trả lời điển hình cho việc tại sao một công ty phát hành nợ dài hạn là để khớp kỳ hạn của tài sản với kỳ hạn của nợ phải trả (liabilities).19 Trong trường hợp này, tuy nhiên, kỳ hạn của tài sản (vì Marriott bán các khách sạn sau khi xây dựng) ngắn hơn kỳ hạn của khoản nợ. Gary Wilson muốn phát hành nợ dài hạn với lãi suất cố định (fixed-rate debt) vì ông tin rằng lạm phát và lãi suất sẽ tăng. Liệu thị trường vốn có đồng ý không? Vào thời điểm quyết định, có một đường cong lợi suất đảo ngược (inverted yield curve) (lãi suất ngắn hạn cao hơn lãi suất dài hạn), nghĩa là thị trường dự báo lạm phát trong tương lai thấp hơn và do đó lãi suất sẽ giảm. Nếu một CFO có cùng kỳ vọng với thị trường, thì việc công ty đi vay ngắn hạn hay dài hạn không tạo ra khác biệt đáng kể. Đường cong lợi suất (yield curve) đã phản ánh (prices-in) kỳ vọng của thị trường về tương lai. Nếu Wilson tin rằng lãi suất sẽ tăng trong tương lai, trong khi thị trường tin rằng chúng sẽ giảm, điều này có nghĩa là ông sẽ muốn vay dài hạn với lãi suất cố định. Nếu ông đúng, điều này sẽ mang lại một

17Trái phiếu Euro (Eurobonds) là trái phiếu được định danh bằng bất kỳ loại tiền tệ nào và được bán cho các nhà đầu tư bên ngoài Hoa Kỳ.
Chúng không phải chịu sự điều chỉnh và đăng ký của SEC.
18Nợ có bảo đảm (secured debt) có tài sản thế chấp cụ thể, như khách sạn, mà người cho vay có thể tịch thu trong trường hợp không thanh toán.
Điều này trái ngược với nợ không có bảo đảm (unsecured debt), nơi người cho vay không thể tịch thu bất kỳ tài sản cụ thể nào mà phải yêu cầu thanh toán từ tài sản chung của công ty sau khi các chủ nợ có bảo đảm đã được thanh toán.
19Quy tắc này thực ra không đúng vì điều bạn thực sự muốn là khớp kỳ hạn của thị trường sản phẩm và chiến lược tài chính. Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về vấn đề này sau.

tiết kiệm chi phí tài chính. Nếu ông ấy không đúng, miễn là khoản nợ có thể được mua lại (callable),20 công ty có thể tái cấp vốn trong tương lai (mặc dù phải chịu chi phí).

Cuối cùng, chính sách của Marriott sử dụng thị trường công khai thay vì ngân hàng là do các ngân hàng chỉ cho vay với lãi suất thả nổi.

4. Việc loại trừ trái phiếu chuyển đổi (convertibles)21 và cổ phiếu ưu đãi thẳng (straight preferred)22 có thể được giải thích bởi kỳ vọng của Marriott về dòng tiền tương lai và bản chất kinh doanh của công ty.

Trái phiếu chuyển đổi thường được phát hành bởi các công ty như công ty khởi nghiệp, thường có tiềm năng tăng trưởng cao, giá trị quyền chọn cao và rủi ro cao cho người cho vay. Tại sao? Bởi vì các công ty như vậy có thể phát hành nợ chuyển đổi với lãi suất thấp hơn so với nợ thẳng. Nợ thẳng cho các công ty này đòi hỏi lãi suất rất cao. Nợ chuyển đổi, nơi người nắm giữ có thể, theo lựa chọn của họ, chuyển đổi thành vốn cổ phần, cung cấp cho công ty lãi suất thấp hơn nếu có một xác suất hợp lý rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai. Giá trị quyền chọn này là lý do mà những người nắm giữ nợ chuyển đổi chấp nhận lãi suất thấp hơn so với những người nắm giữ nợ thẳng.23 Vì Marriott được xem là một công ty ổn định với ít tiềm năng tăng trưởng, thị trường cảm thấy công ty có ít, nếu có, giá trị quyền chọn, và do đó, Marriott sẽ không nhận được lợi ích gì khi phát hành trái phiếu chuyển đổi (tức là sẽ có ít hoặc không có sự giảm lãi suất so với lãi suất của nợ thẳng).

Tại sao Marriott lại chọn không phát hành cổ phiếu ưu đãi thẳng (straight preferred stock)? Hầu hết cổ phiếu ưu đãi thẳng được phát hành bởi các ngân hàng và công ty tiện ích (utilities), do cấu trúc vốn chịu sự quản lý của họ. Cụ thể, các cơ quan quản lý yêu cầu các ngân hàng và công ty tiện ích duy trì mức vốn chủ sở hữu tối thiểu nhất định trong cấu trúc vốn của họ (đối với ngân hàng, mức này hiện tại là 8%). Từ góc nhìn của ngân hàng hoặc công ty tiện ích, vì thường có sự bảo lãnh của chính phủ, dù ngầm hay công khai, ngăn chặn công ty rơi vào phá sản, các công ty này có động cơ để tăng đòn bẩy càng nhiều càng tốt. Để hạn chế đòn bẩy này, chính phủ yêu cầu mức vốn chủ sở hữu tối thiểu. Từ quan điểm quản lý, cổ phiếu ưu đãi được tính là vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, cổ phiếu ưu đãi có cổ tức cố định và hoạt động giống nợ hơn là cổ phiếu phổ thông. Do đó, nếu một công ty muốn nhiều đòn bẩy hơn trong cấu trúc vốn so với quy định cho phép, công ty sẽ cố gắng phát hành loại vốn chủ sở hữu hoạt động giống nợ nhất—đó là cổ phiếu ưu đãi thẳng.

Điểm mấu chốt là các ngân hàng và các công ty tiện ích muốn sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn so với mức mà các cơ quan quản lý cho phép, và do đó họ chọn cổ phiếu ưu đãi thông thường (straight preferred stock) để đáp ứng các yêu cầu về vốn chủ sở hữu khi có thể. Vì Marriott không có cấu trúc vốn bị quản lý bởi quy định, công ty không có lý do gì để phát hành cổ phiếu ưu đãi thông thường. Ngoài ra, cổ phiếu ưu đãi thông thường có tỷ lệ cổ tức cố định, nhưng các khoản thanh toán cổ tức không được khấu trừ thuế, không giống như các khoản thanh toán lãi vay, vốn cố định nhưng được khấu trừ thuế. Do đó, đối với hầu hết các công ty, nếu xác suất vỡ nợ thấp, việc phát hành nợ thông thường (straight debt) là

20Trái phiếu có thể mua lại (callable bonds) có thể được công ty phát hành mua lại (gọi lại) trước ngày đáo hạn của trái phiếu. Do đó, nếu lãi suất giảm, công ty phát hành có thể gọi lại các trái phiếu cũ và phát hành trái phiếu mới với lãi suất thấp hơn. Để bảo vệ trái chủ khỏi điều này, trái phiếu doanh nghiệp thường không thể gọi lại trong một thời gian nhất định và/hoặc có phí bù gọi lại (call premium), nghĩa là lãi suất thực tế cao hơn so với trái phiếu được giữ đến khi đáo hạn. 21Trái phiếu chuyển đổi (convertible bonds) có thể được chuyển đổi thành vốn cổ phần theo tỷ giá chuyển đổi được quy định trong hợp đồng. 22Cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) mang lại cho người nắm giữ một số quyền mà cổ phiếu thường không có. Thông thường, đây là quyền nhận cổ tức trước cổ phiếu thường và quyền ưu tiên trong trường hợp phá sản. 23Ví dụ, vào năm 1981, MCI đang trả khoảng 14% cho nợ thông thường (straight debt) và 10% cho nợ chuyển đổi (convertible debt).

đáng ưu tiên hơn việc phát hành cổ phiếu ưu đãi thông thường, vì việc khấu trừ thuế đối với lãi vay làm giảm chi phí vốn hiệu lực sau thuế. 5. Quyết định bắt đầu trả cổ tức bằng tiền mặt của Marriott được một số cổ đông hoan nghênh. Tuy nhiên, vào thời điểm đó, cổ tức bị đánh thuế theo thuế suất thu nhập cá nhân, khiến lãi vốn (capital gains) hấp dẫn hơn nhiều vì chúng bị đánh thuế với mức thấp hơn. Vậy tại sao vẫn trả cổ tức bằng tiền mặt khi chúng bị đánh thuế cao hơn? Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết về chính sách cổ tức trong Chương 11.

TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG VÀ DÒNG TIỀN THẶNG DƯ (SUSTAINABLE GROWTH AND EXCESS CASH FLOW)

Quyết định của Marriott về việc thiết lập giới hạn 45% đối với nợ cao cấp (senior debt) và nghĩa vụ thuê tài chính (capital lease) đã được công bố trong báo cáo thường niên ngày 31 tháng 12 năm 1978. Chỉ hai năm sau, Marriott quyết định phát hành 235 triệu đô la nợ và mua lại 10 triệu cổ phiếu. Điều này sẽ tác động như thế nào đến nguyên tắc 45%? Việc mua lại chắc chắn sẽ vi phạm các nguyên tắc này. Vậy tại sao lại thực hiện việc mua lại? Điều gì đã xảy ra trong hai năm qua để thuyết phục ban quản lý vi phạm các nguyên tắc?

Câu trả lời là Marriott tin rằng họ hiện đang tạo ra lượng tiền mặt dư thừa. Nếu công ty không thay đổi chính sách của mình, họ tin rằng tỷ lệ nợ sẽ giảm. Điều này là kết quả của sự thay đổi trong tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Marriott. Tăng trưởng bền vững là tỷ lệ mà một công ty có thể tăng trưởng nội bộ mà không cần sử dụng nguồn tài chính bên ngoài.

Nếu ROE của một công ty lớn hơn tổng của tỷ lệ tăng trưởng nội bộ và tỷ lệ chi trả cổ tức, và công ty không làm gì khác, đòn bẩy sẽ giảm. Năm 1976, ROE của Marriott là 9.8%, trong khi tài sản đang tăng trưởng 14.6%. Một công ty có thể tăng trưởng nhanh hơn ROE không? CÓ! Chúng ta đã thảo luận điều này trước đó trong ví dụ PIPES ở Chương 2. Làm thế nào một công ty tăng trưởng nhanh hơn ROE? Công ty tài trợ cho sự tăng trưởng bằng nợ hoặc vốn chủ sở hữu. Nếu một công ty tăng trưởng nhanh hơn tỷ lệ tăng trưởng bền vững của mình, họ cần phát hành nợ hoặc vốn chủ sở hữu. Một công ty có thể tăng trưởng chậm hơn ROE không? Có, nhưng kết quả là ngược lại: công ty phải chi trả tiền mặt dư thừa hoặc mua lại nợ hoặc vốn chủ sở hữu.

Tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Marriott gần đây đã tăng lên. Tại sao? Một lý do là tỷ lệ doanh số/tài sản đã tăng (từ 1.05 năm 1976 lên 1.51 năm 1979). Tức là Marriott đang tạo ra nhiều doanh số hơn trên mỗi đô la tài sản. Điều này chủ yếu là do Marriott đã bán tài sản. Như đã đề cập trước đó, Marriott đã thay đổi chính sách trong chiến lược sản phẩm để không còn sở hữu và vận hành tất cả các tài sản khách sạn của mình. Ban quản lý quyết định phát triển các tài sản khách sạn rồi bán chúng cho các nhà đầu tư bên ngoài trong khi vẫn tiếp tục vận hành các khách sạn. Do sự thay đổi này, lượng tài sản cần thiết để tạo ra cùng một dòng doanh thu đã giảm đáng kể. Do đó, tỷ lệ doanh số/tài sản, thường được gọi là cường độ vốn, đã tăng vọt.

Ngoài ra, tỷ lệ lợi nhuận/tài sản của Marriott, hay tỷ lệ sinh lời, cũng tăng (từ 3.5% năm 1976 lên 4.7% năm 1979). Công ty không chỉ thay đổi chiến lược kinh doanh mà còn rút lui khỏi các mảng kinh doanh không sinh lời, từ đó tăng lợi nhuận/tài sản.

Tại thời điểm này, chúng ta hãy giới thiệu lại công thức DuPont, được định nghĩa như sau:

$$ROE = (\text{Net Income}/\text{Sales}) \quad (\text{Sales}/\text{Assets}) \quad (\text{Assets}/\text{Equity})$$

Công thức DuPont nói rằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của một công ty là tích của khả năng sinh lời, cường độ vốn và đòn bẩy. Các yếu tố này được đo lường lần lượt bằng lợi nhuận ròng/doanh số (NI/sales), doanh số/tài sản (sales/assets) và tài sản/vốn chủ sở hữu (assets/equity). Nghĩa là có ba đòn bẩy mà một công ty có thể tăng ROE: bạn có thể tăng khả năng sinh lời, cường độ vốn hoặc đòn bẩy.

Trong phương trình trên, nếu bạn thực hiện phép nhân chéo, doanh thu triệt tiêu với doanh thu, tài sản triệt tiêu với tài sản, và bạn còn lại ROE = NI/equity.

Lưu ý rằng đòn bẩy (leverage) được đo bằng nhiều cách. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (Debt/equity) hoặc nợ/tài sản (Debt/assets) là các thước đo đòn bẩy phổ biến và trực quan hơn, khi nợ tăng thì thước đo tăng. Tỷ lệ tài sản/vốn chủ sở hữu (Assets/equity) (thước đo được sử dụng trong công thức DuPont) cũng là một thước đo đòn bẩy. Khi vốn chủ sở hữu/tài sản (equity/assets) tăng, đòn bẩy giảm. Ngược lại, khi tài sản/vốn chủ sở hữu (assets/equity) tăng, đòn bẩy tăng.

Trong công thức DuPont, hai số hạng đầu tiên (NI/sales và sales/assets) khi nhân với nhau sẽ bằng NI/assets. Đây cũng được gọi là Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA).24 Đối với Marriott, cả biên lợi nhuận (NI/sales) và Vòng quay tài sản (sales/assets) đều tăng từ năm 1976 đến 1979. Điều này khiến ROA (NI/assets) của Marriott tăng từ 3.7% năm 1976 lên 7.1% năm 1979—tức tăng 92%. Quay lại công thức DuPont, nếu ROA tăng 92% trong khi đòn bẩy không đổi, thì ROE cũng tăng 92%. Tuy nhiên, đòn bẩy của Marriott đã không giữ nguyên. Trong toàn bộ giai đoạn (1976 đến 1979), Tỷ lệ đòn bẩy (TA/equity) giảm 17% (từ 2.9 xuống 2.4). Kết quả ròng là ROE của Marriott tăng 76%, từ 10.6% lên 17.2%.

Chúng ta hãy xem xét sự thay đổi trong các đòn bẩy (levers) của ROE của Marriott. Năm 1976, ROA của Marriott là 3.7%. Đến năm 1979, ROA của Marriott đã tăng lên 7.1%. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (interest coverage) (tức là EBIT/chi phí lãi vay) của Marriott năm 1976 là 3.5 lần (xem Phụ lục 7B). Năm 1979, con số này là 5.4 lần. Do đó, Marriott đã trở nên có lợi nhuận hơn và ít thâm dụng vốn hơn so với khi các nguyên tắc được ban hành. Kết quả là, Marriott đang tạo ra tiền mặt dư thừa, nếu không có gì khác thay đổi, sẽ làm giảm đòn bẩy của Marriott.

DuPont	12/30/1976	12/30/1977	12/29/1978	12/28/1979

LÀM GÌ VỚI TIỀN MẶT DƯ THỪA?

Trong trường hợp của Marriott hoặc bất kỳ công ty nào, chỉ có năm khả năng cho những gì một công ty có thể làm với tiền mặt dư thừa.25 Đó là:

1. Trả bớt nợ
2. Trả cổ tức cao hơn

24Định nghĩa này phụ thuộc vào cấu trúc vốn hiện tại của công ty vì NI là sau lãi vay và thuế. Để tính tỷ suất sinh lời trên tài sản một cách độc lập với ảnh hưởng của tài trợ, công thức sẽ là (NI + (chi phí lãi vay) (1 – thuế suất))/TA.
25Tiền mặt dư thừa là tiền mặt mà công ty không cần để tài trợ cho hoạt động. Như đã đề cập trong Chương 6, trong mối quan hệ với cấu trúc vốn của công ty, nó có thể được coi là nợ âm.

3. Đầu tư nhiều hơn vào các doanh nghiệp hiện tại
4. Mua lại các công ty khác
5. Mua lại cổ phiếu

Một công ty có thể làm gì khác với lượng tiền mặt dư thừa? Chỉ có vậy. Đó là năm điều mà một công ty có thể làm. Lưu ý rằng khả năng thứ nhất, thứ hai và thứ năm là các giải pháp thị trường tài chính, trong khi thứ ba và thứ tư là các giải pháp thị trường sản phẩm. Điều này hoàn toàn ngược lại với việc một công ty cần
dòng tiền dư thừa để tăng trưởng. Nếu một công ty không có đủ tiền mặt, ban quản lý có thể vay tiền, cắt giảm cổ tức, làm chậm tốc độ tăng trưởng kinh doanh, bán bớt tài sản hoặc phát hành cổ phiếu mới. Đây chính là năm quyết định tương tự nhưng theo chiều ngược lại.

Trong năm khả năng đó, Marriott nên làm gì? Còn việc trả bớt nợ thì sao? Trong Báo cáo thường niên năm 1980 của Marriott, chúng ta thấy trích dẫn sau:

> *Duy trì khả năng vay nợ (debt capacity) dư thừa không nhất quán với mục tiêu tối đa hóa tài sản của cổ đông: Khả năng vay nợ không được sử dụng cũng giống như công suất nhà máy không được sử dụng,*
> *bởi vì cơ sở vốn chủ sở hữu hiện tại có thể hỗ trợ thêm các tài sản sản xuất có năng suất. Việc tận dụng tối đa khả năng này sẽ tối đa hóa lợi nhuận của cổ đông. . . . Nợ có chi phí thấp hơn vốn chủ sở hữu vì được khấu trừ thuế. Do đó, tỷ trọng nợ cao sẽ làm giảm chi phí vốn bình quân gia quyền (weighted cost of capital) và lợi nhuận thực tế của công ty.*
> *(trang 20)*

Marriott ngầm nói rằng họ tin vào một cấu trúc vốn tối ưu (optimal capital structure) và rằng tỷ lệ nợ thấp hơn phạm vi tối ưu không làm tối thiểu hóa chi phí vốn (cost of capital) cũng như không tối đa hóa giá cổ phiếu.

Marriott có nên tăng cổ tức không? Một lần nữa, từ Báo cáo thường niên năm 1980 của công ty:

> *Marriott có thể chi trả cổ tức lớn nếu không thể tìm được các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận vượt chi phí vốn (cost of capital) của công ty. Tuy nhiên, cổ tức sẽ bị đánh thuế theo thuế suất thu nhập thông thường. (trang 20)*

Điều này có thể được hiểu rằng Marriott khó có thể quyết định phân phối tiền theo cách, dưới góc độ thuế, bất lợi cho các cổ đông lớn nhất của mình – gia đình Marriott.

Marriott có nên tăng đầu tư vào các lĩnh vực kinh doanh hiện tại không? Một lần nữa, từ Báo cáo thường niên năm 1980:

> *Vì Marriott đã phát triển kinh doanh nhanh chóng, việc tăng tốc hơn nữa có thể vượt quá khả năng của công ty trong việc phát triển đội ngũ quản lý điều hành đầy đủ. (trang 20)*

Ở đây, Marriott đang nói rằng họ đang phát triển nhanh nhất có thể với đội ngũ quản lý hiện tại. Liệu Marriott có nên mua lại các công ty khác? Báo cáo thường niên năm 1980 cho biết:

> *Sự chú ý của ban quản lý cấp cao tập trung vào chương trình mở rộng khách sạn mạnh mẽ. Rủi ro làm phân tán nguồn lực này vào nỗ lực đa dạng hóa đồng thời dường như là thiếu thận trọng. Hơn nữa, nhiều công ty khác đang cố gắng giải quyết vấn đề thanh khoản dư thừa của họ bằng cách mua lại — dẫn đến giá cả không hấp dẫn cho các cơ hội chất lượng. (trang 20)*

Marriott đang nói rằng các lĩnh vực kinh doanh mới không hợp lý do hạn chế về quản lý và giá mua lại cao.

Liệu Marriott có nên mua lại cổ phiếu của chính mình? Theo Báo cáo thường niên năm 1980:

> *Nếu cổ phiếu của công ty bị định giá thấp, việc mua lại cổ phiếu có thể mang lại lợi nhuận tài chính cao. Hơn nữa, công ty cũng có thể tận dụng khả năng vay nợ (debt capacity) của mình mà không gây áp lực lên hoạt động quản lý hoặc chấp nhận các rủi ro liên quan đến đa dạng hóa. Sau khi nghiên cứu kỹ lưỡng về triển vọng kinh doanh và dòng tiền dự kiến của công ty, ban quản lý kết luận rằng cổ phiếu đang bị định giá thấp. (trang 20)*

Điều này nói trực tiếp đến quan điểm của Marriott về quyết định chính sách hiện tại là phát hành nợ và mua lại vốn chủ sở hữu.

Liệu Marriott có nên phát hành nợ mới và mua lại cổ phiếu? Gary Wilson tin rằng Marriott đang có lợi nhuận và sẽ tiếp tục như vậy. Hơn nữa, ông tin rằng mức dòng tiền lớn hơn tốc độ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) của Marriott. Do đó, nếu Marriott không làm gì, tỷ lệ đòn bẩy (leverage ratio) của họ sẽ giảm (hoặc bằng cách tăng số dư tiền mặt hoặc trả bớt nợ). Marriott sau đó xác định đúng năm điều mà một công ty có thể làm với lượng tiền mặt dư thừa và loại bỏ bốn trong số chúng.26

Điều này đưa chúng ta trở lại câu hỏi ban đầu: Liệu Marriott có nên thay đổi cấu trúc vốn (capital structure) của mình?

TÓM TẮT

Cho đến nay, chúng ta đã thảo luận về cấu trúc vốn và liệu Marriott có gần mức tối ưu hay không. Đây là một quyết định tài trợ. Vì việc mua lại cổ phiếu là giải pháp tài trợ mà Marriott đã chọn, chúng ta phải đặt câu hỏi thứ hai, một câu hỏi đầu tư. Marriott nên trả bao nhiêu để mua lại cổ phiếu của mình?

Vì vậy, thực sự có hai quyết định phải được đưa ra đồng thời. Đây có phải là một quyết định tài trợ tốt, và đây có phải là một quyết định đầu tư tốt? Câu trả lời không nhất thiết phải giống nhau cho cả hai quyết định. Công ty có thể có cấu trúc vốn chưa tối ưu, nhưng giá cổ phiếu có thể quá cao khiến việc mua lại cổ phiếu trở thành một khoản đầu tư kém hấp dẫn. Công ty có thể có cấu trúc vốn tối ưu, nhưng giá cổ phiếu có thể quá thấp đến mức mua lại cổ phiếu là một khoản đầu tư tốt. Lưu ý rằng luôn có một mức giá khiến một khoản đầu tư trông xấu đi, và thường có một mức giá khiến một khoản đầu tư trông tốt lên. Nói cách khác, dòng tiền của bất kỳ dự án nào khi kết hợp với mức giá đủ cao sẽ có giá trị hiện tại ròng (NPV) âm. Nếu bạn hiểu điểm cuối cùng này, bạn hiểu 50% tất cả các quyết định mua bán và sáp nhập (M&A). Mức giá phù hợp để trả cho một thứ gì đó là bao nhiêu? Sự khôn ngoan của bất kỳ khoản đầu tư nào, dù tốt hay xấu, phụ thuộc rất nhiều vào mức giá bạn bỏ ra.

26Để rõ ràng, Marriott đã chọn loại bỏ bốn trong năm lựa chọn. Một công ty có thể thực hiện nhiều lựa chọn cùng lúc. Quan trọng là, chỉ có năm điều một công ty có thể làm với dòng tiền dư thừa hoặc ngược lại, chỉ có năm điều một công ty có thể làm khi thiếu hụt dòng tiền.

Nội dung tiếp theo

Chương tiếp theo bắt đầu với việc Marriott xem xét một lời đề nghị mua lại (tender offer) 10 triệu cổ phiếu của mình với giá 23,50 đô la mỗi cổ phiếu. Chúng ta bắt đầu bằng cách hỏi liệu đề nghị 23,50 đô la để mua lại cổ phiếu có phải là một quyết định đầu tư tốt hay không. Lưu ý, giá trị sổ sách (book value) của Marriott lúc đó là 12,90 đô la và giá thị trường của cổ phiếu là 195/8.27 Chúng ta sẽ không thực hiện định giá đầy đủ cổ phiếu của Marriott trong chương tiếp theo (chúng ta sẽ làm định giá sau trong cuốn sách), nhưng chúng ta sẽ bắt đầu về chủ đề công việc thứ hai của CFO: làm thế nào để đưa ra quyết định đầu tư tốt.

27Trước khi thập phân hóa vào năm 1991, tất cả giá cổ phiếu trên sàn NYSE đều được niêm yết theo đơn vị 1/8.

PHỤ LỤC 7A: BÁO CÁO THU NHẬP VÀ BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN CỦA TẬP ĐOÀN MARRIOTT

($000s)	1976	1977	1978	1979
Sales	890,403	1,090,313	1,249,595	1,509,957
Operating expenses	817,884	990,984	1,130,608	1,358,972
Net income	30,845	39,050	54,300	71,000

($000s)	**1976**	**1977**	**1978**	**1979**
Inventory	35,504	41,498	41,108	46,629
Current assets	114,130	129,416	180,710	177,722
Other assets	48,703	68,174	74,501	77,465
Total assets	844,226	949,510	1,000,255	1,080,365
Mortgage notes	219,906	214,090	175,565	163,520
Unsecured notes	115,022	107,332	110,457	178,075

PHỤ LỤC 7B: CÁC CHỈ SỐ CHỌN LỌC CỦA MARRIOTT CORPORATION

	1976	1977	1978	1979

CHƯƠNG 8
Quyết định đầu tư (Marriott

Tập đoàn và Gary Wilson)

Tôi Trong Chương 7, chúng tôi đã vạch ra năm hướng dẫn chính sách mà Hội đồng quản trị của Marriott đã đề ra. Để xem lại, các hướng dẫn đó là:

1. Nợ nên được duy trì ở mức từ 40% đến 45% (hoặc nợ + thuê tài sản ở mức 50–55%) của cơ cấu tài trợ.
2. Xếp hạng thương phiếu của Moody's nên ở mức P-1 hoặc cao hơn (điều này tương đương với xếp hạng trái phiếu A hoặc cao hơn).
3. Nguồn tài trợ chính nên là trái phiếu trong nước, không bảo đảm, dài hạn, lãi suất cố định.
4. Không nên phát hành nợ chuyển đổi hoặc cổ phiếu ưu đãi thông thường.
5. Tỷ lệ chi trả cổ tức không nên tăng đáng kể.

Lý do cho việc thiết lập các hướng dẫn này được mô tả trong Chương 7.
Hai năm sau, Marriott đang tạo ra lượng tiền mặt dư thừa, và nếu không có sự thay đổi trong chính sách, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của công ty sẽ giảm xuống dưới mức mà Marriott coi là tối ưu. Như đã thảo luận, từ quan điểm tài chính doanh nghiệp, tiền mặt dư thừa tương đương với nợ âm. Nghĩa là, một công ty có 0 đô la tiền mặt và 500 triệu đô la nợ thì đòn bẩy cao hơn nhiều so với một công ty có 500 triệu đô la tiền mặt và 600 triệu đô la nợ. Khi chúng ta tính toán tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu thực tế, chúng ta phải bù trừ tiền mặt dư thừa với nợ (chúng ta cũng bù trừ tiền mặt dư thừa và nợ khi điều chỉnh beta đòn bẩy và phi đòn bẩy).

Với lượng tiền mặt dư thừa, như chúng ta đã đề cập trong Chương 7, Marriott có năm lựa chọn. Công ty có thể:

1. Phát triển các mảng kinh doanh hiện có nhanh hơn
2. Mua lại các doanh nghiệp mới
3. Trả bớt nợ
4. Trả cổ tức cao hơn
5. Mua lại cổ phiếu

Hai giải pháp đầu tiên là các giải pháp trên thị trường sản phẩm. Ba giải pháp cuối cùng là các giải pháp tài chính.

Chúng ta đã kết thúc chương trước bằng việc lưu ý rằng Marriott đã quyết định rằng việc mua lại cổ phiếu là một quyết định tài chính tốt. Câu hỏi bây giờ là: Với mức giá nào (tức là, họ có nên mua lại 10 triệu cổ phiếu ở mức $23,50 không)?

Như đã đề cập trước đó, đối với bất kỳ dự án nào, luôn có một mức giá đủ cao để làm cho NPV âm. Ngoài ra, nhưng không phải lúc nào, thường có một mức giá đủ thấp để làm cho NPV dương. Nghe có vẻ đơn giản, nhưng đây thực sự là một điểm rất quan trọng trong tài chính. Một dự án có thể chuyển từ NPV âm sang NPV dương, hoặc ngược lại, tùy thuộc vào mức giá đặt. Điều này nghe có vẻ đơn giản, nhưng nó rất quan trọng cho việc định giá, và chúng ta sẽ thảo luận kỹ hơn về điều này trong phần sau của cuốn sách.

Marriott đang đưa ra cả quyết định tài trợ (financing decision) lẫn quyết định đầu tư (investment decision). Việc đưa ra một quyết định tài trợ đúng không đảm bảo công ty cũng sẽ đưa ra một quyết định đầu tư đúng—và ngược lại. Một quyết định có thể đúng trong khi quyết định kia có thể sai, hoặc cả hai đều đúng, hoặc cả hai đều sai. Nghĩa là, mua lại cổ phiếu có thể đưa Marriott đến cấu trúc vốn (capital structure) đúng, nhưng công ty có thể trả giá quá cao cho số cổ phiếu đó. Mặt khác, Marriott có thể có một quyết định cấu trúc vốn sai, nhưng lại có giá mua lại thấp (ví dụ, ở mức giá mỗi cổ phiếu mà Marriott muốn mua). Vì vậy, các quyết định này, dù có liên quan, không nhất thiết phải cùng đúng. Trong chương trước, chúng ta đã thảo luận về quyết định tài trợ. Trong chương này, chúng ta sẽ tìm hiểu và thảo luận về quyết định đầu tư. Chúng ta sẽ không thực hiện một định giá hoàn chỉnh. Chúng ta sẽ xử lý việc định giá ở phần sau của cuốn sách.

GIÁ ĐÚNG LÀ BAO NHIÊU?

Vậy, giá chào mua $23.50 cho cổ phiếu của chính Marriott có quá cao không? Giá cổ phiếu lúc đó là $19 5/8 (cổ phiếu trên sàn NYSE trước năm 2001 thường được niêm yết theo đơn vị 1/8, sau đó mới chuyển sang hệ thập phân). EPS của Marriott là $1.96, tương ứng P/E là 10. Giá trị sổ sách là $12.90. Nên một câu hỏi quan trọng đặt ra là: Thị trường cho rằng cổ phiếu đáng giá $19.63. Tại sao lại có người trả nhiều hơn giá thị trường? Tại sao Marriott lại trả $23.50 thay vì $19.63?

Marriott đang chào giá cao hơn thị trường bao nhiêu? $3,87, tức 20%. Phần bù (premium) $39 triệu cho 10 triệu cổ phiếu. Nếu Marriott thực sự có lượng tiền mặt dư thừa, họ có thể chỉ trả phần bù này, nhưng liệu có nên? Tại sao cổ phiếu lại đáng giá hơn giá trị thị trường $39 triệu? Thị trường sai và Marriott đúng, hay thị trường đúng và Marriott sai?

Đôi khi phần bù được trả để giành quyền kiểm soát công ty.1 Đây không phải là trường hợp của Marriott, vì gia đình Marriott đã kiểm soát công ty—họ sở hữu 20% cổ phiếu và chiếm một nửa Hội đồng Quản trị. Do đó, kiểm soát rõ ràng không phải là vấn đề đối với Marriott, mặc dù trong các trường hợp khác nó có thể là vấn đề.

MARRIOTT NÊN MUA LẠI CỔ PHIẾU CỦA MÌNH NHƯ THẾ NÀO?

Hãy tạm dừng và đặt một câu hỏi hơi khác một chút. Nếu cổ phiếu đang được bán với giá $19,63 trên thị trường, tại sao Marriott không ra thị trường và mua nó ở đó? Tại sao phải trả $23,50 trong một lời đề nghị mua lại (tender offer), nếu công ty có thể mua nó trên thị trường với giá $19,63? Một lý do Marriott chào giá cao hơn giá thị trường là vì họ không nghĩ mình có thể mua được 10 triệu

1Phần bù kiểm soát (control premiums) liên quan đến các vấn đề quản trị doanh nghiệp (corporate governance) và thường xảy ra trong các vụ sáp nhập có tranh chấp
và thâu tóm.

cổ phiếu với giá 19.63 đô la. Khi mua cổ phiếu, giá sẽ tăng lên. Tuy nhiên, giả sử Marriott có thể mua 1 triệu cổ phiếu với giá 20 đô la, rồi thêm một triệu nữa với giá 20.50 đô la, rồi triệu tiếp theo với giá 21.00 đô la, v.v. Điều này có nghĩa là trên triệu cổ phiếu đầu tiên, công ty tiết kiệm được 3.5 triệu đô la. Trên triệu cổ phiếu thứ hai, công ty tiết kiệm được 3 triệu đô la, v.v. Thực ra, có một lý do quan trọng khiến Marriott không mua cổ phiếu theo cách này. Việc mua lại cổ phiếu theo cách đó là bất hợp pháp nếu Marriott không thông báo trước cho thị trường. Nếu Marriott cố gắng mua cổ phiếu một cách lặng lẽ (không thông báo cho thị trường), các quy định sẽ hạn chế việc mua lại ở mức 25% của khối lượng giao dịch bốn tuần (four-week float).

Hãy xem điều này có nghĩa là gì. Khối lượng giao dịch của Marriott trong tháng 10 năm 1980 là 17,825,000 cổ phiếu. Điều này có nghĩa là số cổ phiếu tối đa Marriott có thể mua riêng trong khoảng thời gian bốn tuần đó là 4,456,250 cổ phiếu. Khối lượng giao dịch trong tháng 11 là 5,844,000, vì vậy số cổ phiếu tối đa Marriott có thể mua riêng trong tháng 11 là 1,461,000. Trong tháng 12, khối lượng là 7,014,000, vì vậy số tối đa Marriott có thể mua riêng là 1,753,500. Vì vậy, nếu Marriott muốn mua 10 triệu cổ phiếu một cách lặng lẽ mà không thông báo trước cho thị trường, công ty phải mua cổ phiếu rất chậm theo thời gian.

Tuy nhiên, có một lựa chọn khác: Marriott có thể công khai tuyên bố ý định của mình, sau đó mua cổ phiếu dưới hình thức mua lại trên thị trường mở ("open-market"). Nghĩa là, nếu Marriott công khai tuyên bố kế hoạch mua lại, công ty sẽ không bị giới hạn bởi quy tắc 25%. Quy tắc 25% được đưa ra để ngăn chặn các công ty thao túng giá cổ phiếu.2 Nếu một công ty tuyên bố sẽ mua tối đa 10 triệu cổ phiếu trên thị trường, công ty có thể mua bao nhiêu cổ phiếu tùy ý và với mức giá nào tùy ý. Vậy tại sao không làm theo cách đó? Vấn đề của việc công bố ý định mua là giá cổ phiếu thường tăng lên khi có thông báo. Nhưng liệu giá có tăng lên trên 23.50 đô la không? Câu hỏi là, nếu 10 triệu cổ phiếu sẽ được chào bán ở mức 23.50 đô la, chẳng lẽ một số cổ phiếu trong số đó lại được bán với giá thấp hơn 23.50 đô la sao? Chẳng lẽ Marriott không thể mua một triệu cổ phiếu với giá 21 đô la trên thị trường, rồi mua thêm một triệu với giá 21.50 đô la, và cứ thế? Nói cách khác, liệu một công ty có thể đi dọc theo đường cung, hay toàn bộ đường cung sẽ dịch chuyển?

Chào mua cổ phần (tender offer) là một phương án thay thế cho việc công ty mua lại cổ phần của chính mình theo thời gian, dù là mua riêng lẻ hay thông qua chương trình mua lại trên thị trường mở công khai (open-market repurchase). Trong một đợt chào mua cổ phần, công ty mua lại một số lượng cổ phần tại một thời điểm. Một đợt chào mua phải công bố số lượng cổ phần dự kiến mua lại và phạm vi giá mà công ty sẵn sàng trả, hoặc phải công bố một mức giá cố định mà công ty sẽ trả và phạm vi số lượng cổ phần sẽ mua lại. Điều này là do chào mua cổ phần được quy định phải có hoặc phạm vi giá hoặc phạm vi số lượng cổ phần mua lại, nhưng không được có cả hai. Quy định này nhằm bảo vệ cổ đông. Ngoài ra, chào mua cổ phần có thời hạn cố định, mặc dù chúng phải mở tối thiểu 20 ngày giao dịch.

Một đặc điểm quan trọng của chào mua cổ phần (tender offer) so với mua lại trên thị trường mở là mua lại trên thị trường mở thường là cách mua lại cổ phần ít tốn kém hơn, nhưng lại mất nhiều thời gian hơn. Ngược lại, chào mua cổ phần đắt hơn nhưng nhanh hơn. Chào mua cổ phần và các biến thể của chúng sẽ được thảo luận sau trong bối cảnh thâu tóm thù địch (hostile takeover).

2Ngoài lề, giao dịch khối (block trade) được miễn trừ khỏi quy tắc 25% vì giao dịch khối được coi là diễn ra giữa hai nhà đầu tư am hiểu. Vì vậy, nếu Goldman Sachs bán một khối lượng cổ phiếu lớn cho J.P. Morgan trong một giao dịch khối, họ không cần lo lắng về quy tắc 25%. Nhưng đó là một câu chuyện khác và phức tạp hơn.

Vì mua trên thị trường mở rẻ hơn nhưng chậm hơn chào mua công khai, doanh nghiệp phải tự hỏi: Họ nghĩ giá cổ phiếu sẽ đi về đâu và tốc độ đến đó nhanh bao nhiêu? Nếu doanh nghiệp tin giá cổ phiếu sẽ duy trì ở mức thấp, thì mua trên thị trường mở sẽ rẻ hơn. Nếu doanh nghiệp tin giá cổ phiếu sẽ tăng gấp đôi trong vòng sáu tháng, thì chào mua công khai có thể rẻ hơn.

Quay lại với Giá Cổ Phiếu

Hãy quay lại việc định giá. Để xem lại, Marriott đang xem xét một chào mua công khai ở mức 23,50 USD. Giá trị tăng thêm đến từ EPS cao hơn hay từ lá chắn thuế? Chúng ta biết EPS của Marriott sẽ tăng nếu họ phát hành nợ để mua lại cổ phiếu. Bảng 8.1 cho thấy sự thay đổi pro forma trong EPS từ 1,96 USD lên 2,19 USD sau đề xuất mua lại cổ phiếu. Ở mức P/E là 10, điều này khiến giá cổ phiếu là 21,90 USD. Tuy nhiên, chúng ta biết P/E 10 là mức tối đa. Từ chương trước, chúng ta biết rằng nếu tăng tỷ lệ nợ, chúng ta có thể tăng EPS, nhưng đồng thời cũng làm giảm P/E. Do đó, EPS có thể lên đến 2,19 USD, nhưng P/E sẽ giảm xuống dưới 10. Vì vậy, chúng ta không thể đạt giá cổ phiếu 23,50 USD bằng hiệu ứng P/E.

Lá chắn thuế (tax shield) trị giá bao nhiêu đối với Marriott? Lá chắn thuế3 cho Marriott trên khoản nợ $235 triệu là khoảng $47 triệu nếu chúng ta giả định một lá chắn thuế 20%.4 Với mức phụ trội (premium) $3.90/cổ phiếu so với giá thị trường hiện tại, các cổ đông có cổ phiếu được mua lại sẽ nhận được tổng phụ trội là $39 triệu. Hiện có 36.2 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Nếu Marriott mua lại 10 triệu cổ phiếu, sẽ còn lại 26.2 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Vì vậy, với lá chắn thuế $47 triệu, trong đó $39 triệu được trao cho các cổ đông bán, giá của 26.2 triệu cổ phiếu còn lại sẽ không bao giờ đạt tới $23.50.

BẢNG 8.1
Marriott Corporation - Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) hiện tại và dự phóng (Pro Forma)

Thu nhập ròng như đã nêu $71,000,000 Số cổ phiếu đang lưu hành 36,225,000 EPS hiện tại $1.96

Thu nhập ròng như đã nêu $71,000,000 Nợ mới (10 triệu cổ phiếu $23.50/cổ phiếu) $235,000,000 Chi phí lãi vay sau thuế = 10.6% (1 – 0.46) = 5.724% Chi phí nợ sau thuế của cổ phiếu được mua lại ($13,451,400) Thu nhập ròng điều chỉnh dự phóng (Pro forma adjusted net income) $57,548,600 Số cổ phiếu đang lưu hành điều chỉnh dự phóng (Pro forma adjusted outstanding shares) (36.225 triệu −10 triệu) 26,225,000 EPS dự phóng (Pro forma EPS) $2.19

Giả định mức phí bảo hiểm 0,5% so với lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ kỳ hạn 30 năm, ở mức 10,1% vào cuối năm 1979, và thuế suất thuế doanh nghiệp là 46%.

Marriott có 36,225 triệu cổ phiếu đang lưu hành vào cuối năm 1979.

3Tấm chắn thuế được giải thích trong Chương 6 trong phần thảo luận của chúng tôi về M&M.
4Việc định giá tấm chắn thuế của doanh nghiệp đòi hỏi phải xem xét cả thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp và cá nhân. Điều này được đề cập thêm trong Chương 6. 20% là ước tính của chúng tôi về hiệu ứng ròng.

Liệu giá cổ phiếu cao hơn có thể được hợp lý hóa vì lạm phát trong tương lai? Thị trường có đang bỏ qua thực tế rằng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai do lạm phát? Vì giá thị trường của cổ phiếu là 19,60 đô la nhưng giá trị sổ sách là 12,90 đô la, rõ ràng là các nhà đầu tư hiểu rằng công ty có giá trị hơn giá trị sổ sách. Do đó, lạm phát trong tương lai ít nhất được tính đến một phần và có lẽ không thể giải thích cho khoản phí bảo hiểm 3,90 đô la mỗi cổ phiếu mà Marriott sẵn sàng trả.

Vì vậy, chúng ta lại quay lại câu hỏi: Lý do thực sự khiến Marriott (và Gary Wilson) sẵn sàng trả nhiều hơn thị trường cho cổ phiếu của Marriott là gì? Câu trả lời dường như là vì Marriott hiện có quan điểm rất khác về triển vọng tương lai của mình so với thị trường. Năm 1980, dự báo EPS trung bình cho Marriott từ tất cả các nhà phân tích là 2,08 đô la, với ước tính cao nhất là 2,20 đô la.5 Dự báo ROE trung bình là 14,8%, với ước tính cao nhất là 16%. Dự báo cho năm 1983 là EPS trung bình 3,38 đô la (ước tính cao nhất là 3,80 đô la) với ROE trung bình 15,4% (ước tính cao nhất là 17%). Đây là những gì các nhà phân tích (và có lẽ là thị trường) mong đợi. Marriott mong đợi điều gì? Wilson, vào năm 1980, tuyên bố rằng ông kỳ vọng ROE của Marriott sẽ đạt ít nhất 20% vào năm 1983—cao hơn nhiều so với ước tính cao nhất của nhà phân tích. Hơn nữa, ông kỳ vọng lợi nhuận trên tài sản sẽ tăng từ 6,6% lên 8,7% trong giai đoạn 1979 đến 1981. Đây là mức tăng 32% trong lợi nhuận trên tài sản của Marriott.

Hãy thảo luận về mối quan hệ giữa ROE và ROA. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) bằng lợi nhuận trên tài sản, có thể được viết là lợi nhuận trên doanh thu (biên lợi nhuận) nhân với doanh thu trên tài sản (cường độ vốn).

ROA = Net Income⁄Sales Sales⁄Total Assets = Net Income⁄Total Assets

Nếu bạn nhân phương trình này với đòn bẩy tài chính, được đo bằng tỷ số tài sản trên giá trị ròng (assets/equity), bạn sẽ có ROE (tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu hoặc lợi nhuận trên giá trị ròng).

ROE = Net Income⁄Sales Sales⁄Total Assets Assets⁄Net Worth

= Net Income⁄Net Worth

Công thức này rất quan trọng trong tài chính và, như đã đề cập trước đó, được gọi là công thức DuPont.6 Nó nói rằng tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) bằng lợi nhuận trên doanh thu nhân với doanh thu trên tài sản nhân với tài sản trên giá trị ròng. Nó cũng nói rằng bạn có thể tăng ROE bằng cách tăng khả năng sinh lời (tạo ra nhiều lợi nhuận hơn trên mỗi đô la doanh thu), tăng vòng quay tài sản (tạo ra nhiều doanh thu hơn với cùng một lượng tài sản), hoặc tăng đòn bẩy tài chính (vay một phần trăm tài sản lớn hơn).

Do đó, nếu một công ty giữ tỷ số tài sản trên giá trị ròng không đổi, tức là giữ đòn bẩy tài chính không đổi và tỷ suất sinh lời trên tài sản tăng 32%, thì ROE cũng sẽ tăng 32%. Vì vậy, các nhà phân tích (tức là thị trường) đang nói rằng họ kỳ vọng ROE là 16% và 17% trong năm 1980 và 1983 (và họ kỳ vọng EPS từ 2 đến 4 đô la). Trong khi đó, Marriott tuyên bố rằng họ kỳ vọng ROE tối thiểu 20%, và nếu bạn tính toán qua công thức DuPont, con số đó thậm chí có thể là

5Xem Marriott Corporation, Harvard Business School Case 9-282-042 (1986), 13.
6Công thức DuPont được thảo luận chi tiết trong Chương 5.

cao hơn. Rõ ràng, Wilson và Marriott lạc quan hơn thị trường về tương lai của công ty.

Vậy tình hình như sau: thị trường cho rằng cổ phiếu của Marriott trị giá 19,60 đô la. Wilson và Marriott rõ ràng tin rằng nó đáng giá hơn thế. Điều này không phải do các lá chắn thuế. Nó cũng chẳng liên quan gì đến lạm phát. Đơn giản chỉ là một cách nhìn khác về tương lai. Hơn nữa, Wilson không cho rằng thị trường đúng về dự báo lạm phát của mình. Vì vậy, các lá chắn thuế và lạm phát có thể giúp ảnh hưởng đến quan điểm của Wilson và Marriott nhưng không phải là yếu tố quyết định chính. Quan điểm khác biệt của Wilson về tương lai kết hợp với quan điểm rằng mức nợ sẽ giảm khi Marriott ngày càng có lợi nhuận khiến ông khuyến nghị Marriott mua lại cổ phiếu của mình.

Quyết định của gia đình Marriott

Vậy nếu Marriott đang chào mua 10 triệu cổ phiếu, thì gia đình Marriott đang đặt cược như thế nào? Nghĩa là, họ sẽ làm gì với số cổ phiếu của mình? Vào thời điểm này, gia đình Marriott dự định giữ cổ phiếu của họ và không bán. Vậy câu hỏi tiếp theo là: Bạn tin ai? Bạn tin Wilson và gia đình Marriott, hay bạn tin các nhà phân tích?

Giả sử Gary Wilson sai. Hậu quả đối với Marriott là gì? Thứ nhất, Marriott sẽ phải trả một khoản phí bảo hiểm 39 triệu đô la trên giá thị trường. Ngoài ra, mức nợ của Marriott sẽ tăng lên đáng kể. Mặc dù mức nợ sẽ không đẩy Marriott vào tình trạng khó khăn tài chính, nhưng điều đó có nghĩa là Marriott có thể mất đi sự linh hoạt tài chính và phải từ bỏ các cơ hội trong tương lai. Liệu Wilson/Marriott có đang đặt cược cả công ty vào điều này không? Không, họ không làm vậy. Không có lo lắng thực sự nào về việc mất công ty do phá sản hay bị thâu tóm. Sẽ không ai thâu tóm Marriott vì gia đình Marriott sở hữu 20% cổ phiếu, và nếu chào mua thành công, họ sẽ sở hữu 29%.

Marriott sẽ thêm một lượng nợ lớn nhưng không đủ để gây rủi ro cho sự tồn tại của công ty. Dù vậy, Marriott sẽ đánh cược rất nhiều vào điều này. Vậy đây là một câu hỏi mới. Giả sử bạn đã mua cổ phiếu tuần trước với giá $19.60 một cổ phiếu. Marriott đề nghị $23.50 trong một đề nghị mua lại (tender offer). Bạn có nên giao nộp cổ phiếu của mình không? Câu hỏi đó thực sự hỏi liệu bạn tin Wilson và Marriott hay tin thị trường.

Hãy thảo luận về việc gia đình Marriott đang làm gì với cổ phiếu của họ. Nếu Marriott mua lại tổng cộng 10 triệu cổ phiếu và gia đình Marriott nói, "Chúng tôi tham gia hoàn toàn, chúng tôi sẽ giao nộp tất cả 6.5 triệu cổ phiếu chúng tôi sở hữu." Điều này có ảnh hưởng đến quyết định của bạn không? Ngược lại, vì chúng ta biết gia đình Marriott quyết định không giao nộp bất kỳ cổ phiếu nào của họ, điều này ảnh hưởng đến quyết định của bạn như thế nào? Việc xem xét những gì người nội bộ của công ty làm với cổ phiếu của họ hoặc cổ phiếu của công ty được gọi là phát tín hiệu (signaling).

Hãy tóm tắt một chút. Marriott có thể thực hiện việc mua lại cổ phiếu này như một giao dịch mua trên thị trường mở (open-market purchase). Marriott có thể làm điều này như một đề nghị mua lại (tender offer). Tuy nhiên, Marriott không thể mua cổ phiếu một cách bí mật trên thị trường vì điều đó là bất hợp pháp, như đã nêu ở trên, theo quy định của SEC khi mua hơn 25% khối lượng giao dịch trung bình trong bất kỳ khoảng thời gian bốn tuần nào.

CÁC ĐIỀU KHOẢN RÀNG BUỘC KHOẢN VAY

Chuyển chủ đề, chúng ta hãy nói một chút về các điều khoản ràng buộc khoản vay (loan covenants). Điều khoản ràng buộc khoản vay là những hạn chế được người cho vay đặt ra trong hợp đồng nợ để giám sát và kiểm soát hành động của công ty đi vay. Nếu một điều khoản bị vi phạm, ngay cả khi lãi được trả đúng hạn, người vay sẽ

chính thức bị coi là vỡ nợ và có thể bị buộc trả lại khoản nợ ngay lập tức.7 Các điều khoản ràng buộc thường được biểu thị bằng các chỉ số bao gồm số tiền và tỷ lệ phần trăm nợ.

Nếu Marriott phát hành nợ để mua lại 10 triệu cổ phiếu vốn chủ sở hữu, điều gì sẽ xảy ra với các điều khoản ràng buộc khoản vay của công ty? Mặc dù không được liệt kê ở đây, việc nợ tăng lên rất lớn sẽ khiến Marriott vi phạm một số điều khoản ràng buộc. Thực tế, ngay cả trước khi mua lại, Marriott đã vi phạm một trong các điều khoản, đó là điều khoản cấm vốn lưu động âm (negative working capital).

Tuy nhiên, dù vi phạm kỹ thuật này, các chủ nợ của Marriott đã không yêu cầu trả nợ. Gary Wilson/Marriott đã không khắc phục vi phạm và các bên cho vay đã miễn trừ điều khoản này. Thực tế, trên trang 18 của Báo cáo thường niên năm 1979, Marriott tuyên bố: “Marriott không yêu cầu vốn lưu động dương, vì công ty chủ yếu bán dịch vụ thay vì hàng hóa để lấy tiền mặt. Do đó, công ty duy trì các khoản phải thu và số dư tiền mặt thấp... đó là những tài sản tiền tệ bị giảm giá trị do lạm phát.” Tiếp đó, báo cáo nói: “Vốn lưu động âm là một nguồn tài trợ không tính lãi.” Điều Marriott và Wilson thực chất muốn nói là Marriott có vốn lưu động âm, và có vốn lưu động âm thật tuyệt vì đó là nguồn tài trợ miễn phí. Chúng tôi cố gắng để có vốn lưu động âm. Chúng tôi có các khoản phải thu rất thấp, và nếu chúng tôi có thể kéo dài các khoản phải trả, thì các nhà cung cấp của chúng tôi sẽ tài trợ cho chúng tôi mà không tính phí.

Các ngân hàng của Marriott có quan tâm nếu công ty có vốn lưu động âm không? Rõ ràng là không. Các ngân hàng có thể buộc trả nợ vì Marriott vi phạm một trong các điều khoản ràng buộc. Điều này đúng mặc dù Marriott vẫn trả lãi và gốc. Vậy tại sao không một ngân hàng nào của Marriott gọi các khoản vay của Marriott? Câu trả lời đơn giản là Marriott sẽ đến ngân hàng khác và vay ở đó thay thế. Các ngân hàng của Marriott đã ngầm miễn trừ các vi phạm điều khoản. Trên thực tế, hợp đồng vay có các điều khoản ràng buộc để bảo vệ người cho vay, nhưng nếu ngân hàng cảm thấy rằng điều khoản bị vi phạm không gây rủi ro cho khoản vay, ngân hàng sẽ miễn trừ.

Tóm lại, Marriott có nợ chiếm 40–45%, có nhiều tài sản đảm bảo cho đòn bẩy (leverage), đang thanh toán đúng hạn, và có dòng tiền dương (positive cash flow) ngày càng tốt hơn. Mặc dù Marriott vi phạm một trong các điều khoản ràng buộc (covenants), nếu các ngân hàng muốn ép trả nợ, Marriott sẽ chỉ cần chuyển sang một nhóm ngân hàng (syndicate) khác. Các ngân hàng sẽ không chơi cứng rắn vì Marriott là khách hàng tốt, đang kinh doanh hiệu quả.

Ngoài ra, Marriott có quan điểm rất khác so với các nhà phân tích về định hướng của công ty và xu hướng lãi suất thị trường. Gary Wilson đến gặp gia đình Marriott và nói: “Chúng ta nên vay 235 triệu đô la và dùng số tiền đó để chào mua (tender offer) 10 triệu cổ phiếu với giá 23,50 đô la.” Kết quả là gia đình quyết định cho phép mua lại cổ phiếu nhưng không chào bán cổ phiếu của họ.

TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG SẢN PHẨM ĐẾN CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH

Như đã nói ở trên, Marriott đang thực hiện hai quyết định tài chính doanh nghiệp đồng thời. Chúng tốt hay xấu? Quyết định đầu tiên là quyết định về cấu trúc vốn (capital structure). Bằng việc vay 235 triệu đô la, Marriott sẽ tăng nợ trong cấu trúc vốn lên trên 40–45%, nhưng có thể chỉ

7Ngoài ra, hầu hết các khoản nợ đều có điều khoản vỡ nợ chéo (cross-default). Điều này có nghĩa là nếu một công ty vỡ nợ bất kỳ khoản nợ nào, công ty đó tự động bị coi là vỡ nợ trên tất cả các khoản nợ.

tạm thời. Nếu Gary Wilson đúng và Marriott không phát hành thêm nợ, thì công ty sẽ giảm xuống dưới tỷ lệ nợ mục tiêu. Đợt phát hành nợ này ban đầu vượt mức, nhưng sẽ tự động giảm xuống theo thời gian. Quyết định thứ hai là quyết định đầu tư. Nếu thị trường đúng, thì 23,50 đô la là quá cao để trả cho cổ phiếu của Marriott. Tuy nhiên, nếu Gary Wilson đúng, 23,50 đô la là một mức giá hợp lý, và Marriott có thể đang mua cổ phiếu với giá rẻ so với giá trị tương lai của chúng.

Điều thúc đẩy các quyết định này là sự thay đổi chính sách lớn của Marriott trong hoạt động thị trường sản phẩm. Như đã nói ở chương trước, Marriott đã chuyển từ sở hữu các khách sạn sang quản lý chúng. Nghĩa là, Marriott hiện xây dựng khách sạn rồi bán cho các nhà đầu tư trong khi vẫn giữ hợp đồng vận hành cơ sở đó như một khách sạn Marriott. Do đó, trước đây Marriott có nhiều tài sản hiện hữu, và hậu quả là Marriott nhất thiết phải có quyền tiếp cận thị trường vốn để tài trợ cho việc mở rộng. Giờ đây công ty đã thay đổi. Họ chuyển từ sở hữu sang quản lý, và nhu cầu tài chính để tăng trưởng tài sản không còn lớn như trước.

Điều này có ý nghĩa gì đối với mục tiêu xếp hạng nợ của chúng ta? Liệu Marriott có còn phải duy trì xếp hạng A không? Có thể, nhưng điều đó không còn quan trọng như trước. Ngoài ra, Marriott không cần phải có khả năng huy động vốn mọi lúc. Công ty có thể mạnh dạn hơn với tỷ lệ nợ của mình; nghĩa là, công ty có thể tăng tỷ lệ nợ, đặc biệt trong ngắn hạn. Thêm vào đó là việc Marriott cho rằng giá cổ phiếu của mình đang thấp, và chúng ta hiểu được sự sẵn lòng trả phụ trội (premium) 39 triệu đô la so với thị trường hiện tại. Nếu Marriott không đúng, công ty sẽ phải gánh một khoản nợ lớn trong thời gian dài. Quan trọng hơn, nếu không đúng, công ty sẽ bỏ lỡ nhiều cơ hội đầu tư.

Quyết định mua lại cổ phiếu của Marriott

Vậy điều gì đã xảy ra? Vào ngày 24 tháng 1 năm 1980, Marriott công bố sẽ mua 5 triệu cổ phiếu với giá 22 đô la một cổ phiếu, tổng cộng 110 triệu đô la. Lời chào mua (tender) của Marriott nêu rõ công ty sẽ mua tất cả cổ phiếu lên đến 5 triệu, nhưng có thể mua tối đa 11 triệu, nhưng không vượt quá. Điều này có nghĩa là Marriott đảm bảo rằng nếu cổ đông chào bán bất kỳ số lượng nào lên đến 5 triệu cổ phiếu, công ty sẽ mua tất cả với giá 22 đô la. Nếu cổ đông chào bán trên 5 triệu cổ phiếu, Marriott có quyền mua hoặc không mua. Marriott cũng cho biết sẽ không mua quá 11 triệu cổ phiếu.

Chúng ta hãy bàn ngắn gọn về chào mua cổ phần (tender offer). Khi một công ty đưa ra lời chào mua, công ty có thể đảm bảo một mức giá cố định và một số lượng cổ phiếu cố định. Ví dụ, một công ty có thể chào mua 5 triệu cổ phiếu ở mức 22 đô la một cổ phiếu. Tuy nhiên, hiện nay hiếm khi có lời chào mua dạng này với giá cố định và số lượng cổ phiếu cố định. Thông thường, công ty sẽ thay đổi một trong hai yếu tố. Công ty sẽ cố định giá, chẳng hạn 22 đô la, và đề nghị mua một khoảng số lượng cổ phiếu, ví dụ từ 5 đến 11 triệu, như Marriott đã làm. Hoặc, công ty sẽ cố định số lượng cổ phiếu, 10 triệu, và đưa ra một khoảng giá, chẳng hạn 18 đến 25 đô la. Đây được gọi là chào mua kiểu đấu giá Hà Lan (Dutch auction).8 Vậy tại sao một công ty không thay đổi cả giá lẫn số lượng cổ phiếu, chẳng hạn như đề nghị mua từ 5 đến 10 triệu cổ phiếu ở mức 18 đến

8Để hiểu về việc đấu giá kiểu Hà Lan và kết quả từ phản hồi chào bán thực tế của cổ đông, xem Laurie Simon Bagwell, “Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity,” Journal of Finance 47, số 1 (1992): 71–105.

22 đô la mỗi cổ phiếu? Việc không cố định một trong hai tham số là bất hợp pháp. SEC đã phán quyết rằng các lời chào mua công khai (tender offers) thay đổi cả giá lẫn số lượng sẽ đặt cổ đông vào thế bất lợi. Một số lời chào mua công khai đã được thực hiện theo cách này trong quá khứ, nhưng điều đó không còn được phép theo quy định của SEC. Một công ty có thể đặt giá và thay đổi số lượng, hoặc đặt số lượng và thay đổi giá.

Vì vậy, lời chào mua công khai ban đầu của Marriott vào ngày 24 tháng 1 năm 1980 là từ 5 đến 11 triệu cổ phiếu với giá 22 đô la mỗi cổ phiếu. Một tuần sau, vào ngày 31 tháng 1, Marriott đã bán sáu khách sạn cho Equitable Life với giá 159 triệu đô la, sau đó Marriott thuê lại. Do đó, Marriott đã thay đổi lời chào mua công khai lên 23,50 đô la mỗi cổ phiếu cho tối đa 10,6 triệu cổ phiếu. Một tháng sau, vào ngày 28 tháng 2 năm 1980, lời chào mua công khai hết hạn và 7,5 triệu cổ phiếu đã được chào bán.
Đây có phải là một lời chào mua công khai thành công hay không? Nếu một công ty đưa ra lời chào mua công khai ở mức 23,50 đô la mỗi cổ phiếu cho 10 triệu cổ phiếu, điều tồi tệ nhất có thể xảy ra với công ty là gì? Công ty có thể nhận được tất cả 36,2 triệu cổ phiếu được chào bán. Tại sao điều này lại tệ? Trước hết, điều đó có nghĩa là công ty đã đưa ra mức giá quá cao. Rõ ràng công ty không cần phải đưa ra mức giá cao như vậy. Điều đó cũng có nghĩa là, trong một số trường hợp, công ty đã tự định giá chính mình. Nếu một công ty đưa ra lời chào mua công khai cho cổ phiếu của mình ở mức 23,50 đô la và tất cả cổ phiếu đều được chào bán, một kẻ thâu tóm tiềm năng giờ đây biết mức giá mà họ có thể tiếp quản công ty. Nếu một công ty thực hiện lời chào mua công khai cho 10 triệu cổ phiếu, họ không thực sự muốn nhiều hơn 10 triệu cổ phiếu. Nếu bạn thấy một lời chào mua công khai cho 10 triệu cổ phiếu và 15 triệu cổ phiếu được đưa vào, thì công ty đã định giá sai. Công ty muốn định giá lời chào mua công khai sao cho khoảng 10 triệu cổ phiếu được đưa vào.

Giả sử một công ty chào mua 10 triệu cổ phiếu ở mức 23,50 đô la và không có cổ phiếu nào hoặc chỉ 1 triệu cổ phiếu được đưa vào. Điều này cũng không tốt. Trong trường hợp này, công ty đã không thay đổi cấu trúc vốn của mình, vì họ đã không mua lại số cổ phiếu mong muốn. Tại sao? Vì giá quá thấp. Vì vậy, một trong những cách chúng ta có thể biết liệu một công ty đã định giá lời chào mua công khai đúng hay không là thông qua số lượng cổ phiếu được đưa vào. Do đó, chúng ta có thể suy ra rằng lời chào mua ban đầu của Marriott ở mức 22 đô la mỗi cổ phiếu cho 5 triệu cổ phiếu đã không thu hút đủ cổ đông chào bán. Kết quả là, Marriott đã tăng giá lên 23,50 đô la, và sau đó 7,5 triệu cổ phiếu đã được chào bán. Đây không phải là một kết quả tồi. Đủ số cổ phiếu để thay đổi cấu trúc vốn, và lời chào mua công khai không bị đăng ký vượt mức (oversubscribed).9

Làm thế nào một công ty quyết định giá và số lượng cổ phiếu cho một đợt chào mua công khai (tender offer)? Trong một đợt chào mua công khai, công ty đang cố gắng xác định đường cung cổ phiếu của mình và sau đó chọn điểm trên đường cung để định giá cho đợt chào mua. Đây không phải là một quá trình hoàn hảo, và công ty phụ thuộc nhiều vào lời khuyên từ các ngân hàng đầu tư về đường cung.

TÁC ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỐN VÀ TƯƠNG LAI

Mười ngày sau khi đợt chào mua công khai hết hạn vào ngày 10 tháng 3 năm 1980, Moody's, do tỷ lệ nợ của Marriott tăng lên, đã hạ xếp hạng thương phiếu (commercial paper) của Marriott từ P-1 xuống P-2. Marriott có quan tâm không? Điều đó có ảnh hưởng một chút, nhưng không ảnh hưởng nhiều,

9Có lẽ tốt hơn là ban đầu đặt giá quá thấp rồi nâng lên hơn là đặt giá quá cao. Nếu công ty bắt đầu quá cao, quá nhiều cổ phiếu sẽ được chào bán. Động thái của việc thiết lập các đợt chào mua công khai là thú vị nhưng nằm ngoài phạm vi của cuốn sách này.

vì Marriott không còn phụ thuộc vào thị trường như trước nữa. Ngoài ra, mức giảm tối đa mà xếp hạng trái phiếu của Marriott dự kiến giảm chỉ là một bậc, từ mức A sang mức BBB. Marriott chấp nhận điều này.

Hãy xem lại những gì đã xảy ra. Năm 1979, EPS của Marriott là 1,96 đô la, ROE là 17,2%, và thu nhập ròng là 71 triệu đô la. Nợ dài hạn và thuê tài sản chiếm 49,6% cơ cấu vốn. Tổng nợ là 407 triệu đô la. Vốn lưu động của Marriott là 3,8 triệu đô la. Giá cổ phiếu cuối năm là 19,63 đô la. Sau đó Marriott đã mua 7,5 triệu cổ phiếu với giá chào mua 23,50 đô la.

Đây có phải là một thương vụ tốt cho các cổ đông đã chào bán cổ phiếu, và do đó là một thương vụ tồi cho gia đình Marriott? Điều quan trọng cần lưu ý là chỉ có 7,5 triệu cổ phiếu được chào bán. Điều này có nghĩa là số cổ đông quyết định không chào bán nhiều hơn số cổ đông đã chào bán—nhiều người tin tưởng gia đình Marriott hơn là các nhà phân tích.

Nhìn chung, thị trường xem việc công ty sẵn sàng mua lại cổ phiếu với giá cao hơn (premium) trong khi ban quản lý không chào bán cổ phiếu của chính mình là một tín hiệu tích cực. Ngoài ra, như chúng ta sẽ thảo luận trong một chương sau, nếu một công ty phát hành cổ phiếu, giá cổ phiếu thường giảm. Tức là, nếu một công ty công bố phát hành cổ phần, giá cổ phiếu thường giảm. Thị trường giải thích giá cổ phiếu của một công ty sẵn sàng bán cổ phiếu ở mức giá hiện tại đồng nghĩa với việc mức giá hiện tại có lẽ là quá cao.10

Bảng 8.2 ghi lại kết quả hoạt động tài chính của Marriott từ năm 1979 đến năm 1983.11

Doanh số tăng trưởng với tỷ lệ kép trung bình 18,2% (từ 1,51 tỷ đô la năm 1979 lên 2,95 tỷ đô la năm 1983), thu nhập ròng tăng với tỷ lệ kép trung bình 12,9% (từ 71,0 triệu đô la năm 1979 lên 115,2 triệu đô la năm 1983), trong khi thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng từ 1,95 đô la năm 1979 lên 4,15 đô la năm 1983. Đồng thời, ROA và ROE của Marriott đều tăng rồi sau đó giảm. Thú vị là, trong khi EPS tăng tổng cộng 113% (($4,15 – $1,95)/$1,95), thu nhập ròng chỉ tăng 62,3% (($115,2 – $71,0)/$71,0). Tại sao EPS lại tăng nhiều hơn nhiều so với thu nhập ròng? Vì mức nợ của Marriott tăng từ 49,6% lên 63,9%. Như chúng ta đã biết, nếu một công ty tăng đòn bẩy tài chính và thu nhập ròng không đổi, thì cả ROE và EPS đều sẽ tăng. Trong trường hợp của Marriott, công ty chỉ đơn giản là phát hành nợ để thay thế vốn chủ sở hữu. Vẫn là cùng một công ty với cùng tài sản và cùng hoạt động kinh doanh. Marriott không mở rộng hay thay đổi ban quản lý. Marriott chỉ đơn giản là thay đổi cách thức tài trợ cho công ty.

Cũng lưu ý rằng vốn lưu động của Marriott là âm 4,5 triệu đô la vào cuối năm 1980 (tài sản lưu động 218,2 triệu đô la trừ đi nợ ngắn hạn 222,7 triệu đô la). Điều này có nghĩa là phần lớn nguồn tài trợ của Marriott được các nhà cung cấp cung cấp miễn phí lãi suất. Cuối cùng, giá cổ phiếu của Marriott vào cuối năm 1980 là 32,00 đô la mỗi cổ phiếu. Và bây giờ chúng ta hiểu quyết định của Marriott không thực hiện chương trình mua lại trên thị trường mở (open-market repurchase program). Mua lại trên thị trường mở rẻ hơn nếu giá cổ phiếu không thay đổi nhiều vì công ty không phải trả khoản phí bảo hiểm liên quan đến chào mua công khai (tender offer). Tuy nhiên, nếu công ty tin rằng giá cổ phiếu sẽ tăng đáng kể trong thời gian chương trình mua lại diễn ra, thì có thể rẻ hơn cho công ty nếu chào mua toàn bộ cổ phiếu cùng một lúc.

10Điều này chỉ áp dụng cho các đợt phát hành cổ phiếu mới cho nhà đầu tư hiện hữu (seasoned equity offers). IPO, phát hành lần đầu ra công chúng, hoạt động khác đi.
11Marriott đã thay đổi năm tài chính của họ vào năm 1978 từ ngày 31 tháng 7 sang ngày 31 tháng 12. Tất cả các tỷ lệ tăng trưởng sử dụng số liệu ngày 31 tháng 12.

BẢNG 8.2
Thông tin tài chính tổng hợp của Tập đoàn Marriott từ năm 1979 đến năm 1983

($000s)	**1979**	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**
Sales	1,509,957	1,718,725	2,000,314	2,458,900	2,950,527
Operating expenses	1,358,972	1,551,817	1,809,261	2,218,569	2,710,196
Operating profit	150,985	166,908	191,053	240,331	240,331
Interest expense, net	(27,840)	(46,820)	(52,024)	(55,270)	(55,270)
Operating income	71,000	72,030	86,136	134,817	108,414
Net income	71,000	72,030	86,136	145,704	115,245

($000s)	**1979**	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**
Current assets	177,722	218,156	267,290	381,672	401,370
PP&E net	825,178	916,383	1,072,770	1,494,227	1,791,782
Other assets	77,465	79,725	114,816	186,749	308,276
Total	1,080,365	1,214,264	1,454,876	2,062,648	2,501,428
Total debt	406,748	575,006	628,324	926,378	1,110,305
Other liabilities	86,166	105,028	137,986	229,174	307,692
Shareholders' equity	413,503	311,505	421,729	516,005	628,204
Total	1,080,365	1,214,264	1,454,876	2,062,648	2,501,428
	1979	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**
ROA (NI/TA_{open})	7.10%	6.70%	7.10%	10.00%	5.60%
ROE ($NI/equity_{open}$)	17.00%	17.40%	27.70%	34.50%	22.30%

Đến năm 1981, EPS của Marriott là 3,20 đô la, ROE là 27,7%, và thu nhập ròng là 86 triệu đô la. Nợ chiếm 60% cơ cấu vốn, tổng nợ là 628 triệu đô la, và vốn lưu động ở mức 0,5 triệu đô la. Giá cổ phiếu của Marriott vào cuối năm là 35,88 đô la mỗi cổ phần.

Năm 1982, EPS của Marriott là 3,44 đô la; năm 1983 là 4,15 đô la. Điều này trái ngược với mức dự báo tối đa của các nhà phân tích là 3,80 đô la mỗi cổ phần vào năm 1983. Đồng thời, ROE của Marriott năm 1982 và 1983 lần lượt là 34,5% và 22,3%. Thu nhập ròng lần lượt là 145,7 triệu đô la và 115,2 triệu đô la. Mức nợ là 64,2% và 63,9% với tổng nợ lần lượt là 926,4 triệu đô la và 1.110,3 triệu đô la. Vốn lưu động là –9,4 triệu đô la và –53,9 triệu đô la. Giá cổ phiếu là 58,50 đô la/cổ phần năm 1982 và 71,25 đô la/cổ phần năm 1983.

Hãy xem xét những kết quả này kỹ hơn. Một thực tế nổi bật là tỷ lệ nợ phần trăm của Marriott không giảm xuống—vẫn ở mức cao. Điều này xảy ra không phải vì Wilson đã sai về dòng tiền tương lai, mà vì Marriott tiếp tục mua các tài sản khác và phát hành nợ để tài trợ cho chúng. Ví dụ, năm 1982 Marriott mua Host International. Host International vận hành các quán cà phê tại nhiều nhà ga sân bay ở Hoa Kỳ. Nhớ rằng Marriott đã bán dịch vụ thực phẩm trực tiếp cho các hãng hàng không, trong khi Host International bán thức ăn cho hành khách trong nhà ga.12

Chiến lược của Marriott khi mua Host International có thể tóm tắt nhanh: vì Marriott đã có mặt tại sân bay, tại sao không chiếm toàn bộ hoạt động kinh doanh thực phẩm ở đó. Marriott cũng mua Gino's, một chuỗi cửa hàng bánh hamburger khu vực, vào năm 1982, bổ sung cho các thương hiệu nhượng quyền Roy Rogers hamburger/thịt bò nướng hiện có của họ. Năm 1985, Marriott cũng mua Howard Johnson's, một chuỗi nhà hàng toàn quốc.

Khi mua những tài sản này, Marriott thường phát hành thêm nợ, đó là lý do tại sao mức nợ vẫn ở mức cao. Điều quan trọng cần hiểu là: nếu Marriott đã sai và không tạo ra đủ dòng tiền trong tương lai, mức nợ tăng lên do việc mua lại cổ phiếu (stock repurchases) có thể đã ngăn cản họ tận dụng cơ hội mua Host International, Gino’s và Howard Johnson’s.

Ngoài việc mua lại các tài sản dịch vụ thực phẩm, Marriott cũng khởi động chuỗi khách sạn Marriott Courtyard cho thị trường khách sạn tầm trung. Sau đó, công ty bước vào lĩnh vực nhà ở cho người cao tuổi, nhận thấy rằng cũng giống như chính cha mẹ họ đang già đi, phân khúc này có khả năng sẽ mở rộng. Marriott cũng khởi động Marriott Residence Inns. Điều này tạo ra tình huống có nhiều khách sạn Marriott khác nhau nằm đối diện nhau trên cùng một con phố. Như vậy, Marriott đang mở rộng cả qua mua lại lẫn tăng trưởng nội bộ. Hơn nữa, công ty làm điều này bằng dòng tiền vượt trội (excess cash flow) của mình, mặc dù họ đã mua lại 235 triệu đô la cổ phiếu của chính mình.

Để nhắc lại và tóm tắt, những gì Marriott làm với dòng tiền vượt trội (excess cash flow) của mình phụ thuộc vào giá cổ phiếu của công ty. Khi giá cổ phiếu thấp, Marriott mua lại cổ phiếu của chính mình. Và khi Marriott cho rằng giá cổ phiếu của mình đang cao, họ dùng dòng tiền vượt trội để mua tài sản hữu hình (hard assets) và mở rộng nội bộ. Đến năm 1986, giá cổ phiếu của Marriott đạt 37,00 đô la—nhưng đây là sau khi chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ 5:1[13] tức là 185 đô la một cổ phiếu trên cơ sở trước khi chia tách. Về cơ bản, đến năm 1986, giá cổ phiếu của Marriott đã tăng gần mười lần.

Gary Wilson, bạn định làm gì tiếp theo? Tôi sẽ đến Disney World!

Nhân tiện, năm 1985, Gary Wilson rời Marriott để trở thành CFO của Disney.14

Được thành lập bởi Walt Disney, công ty rất có lãi ở khía cạnh thị trường sản phẩm nhưng lại thiếu các chính sách tài chính tốt. Ví dụ, vào năm 1985, Disney gần như hoàn toàn

12Ai có thể muốn tránh thức ăn của Marriott trên máy bay.
13Chia tách cổ phiếu (stock split) là việc công ty cấp cho cổ đông hiện hữu nhiều cổ phiếu cho mỗi cổ phiếu hiện tại.
Hệ quả là giá cổ phiếu giảm. Tuy nhiên, có một hiệu ứng tín hiệu (signaling effect), và thị trường thường coi việc chia tách cổ phiếu là tin tốt. Xem P. Asquith, P. Healy, và K. Palepu, “Earnings and Stock Splits,” Accounting Review 44 (1989): 387–403.
14Disney đã chạy một chiến dịch quảng cáo, bắt đầu từ năm 1987, trong đó một cầu thủ bóng bầu dục NFL vừa giành chiến thắng
Super Bowl sẽ được hỏi: “Bạn sẽ làm gì tiếp theo?” Người chơi sẽ trả lời:
“Tôi sẽ đến Disney World!” Và rồi họ sẽ.

được tài trợ bằng vốn cổ phần. Lý do là khi Walt mới bắt đầu và muốn xây dựng Disneyland đầu tiên, các ngân hàng cho rằng nó quá rủi ro. Họ coi các công viên giải trí (theme park) giống như hội chợ (carnival), vốn có danh tiếng rất kém, và do đó họ không cho Disney vay tiền cho mục đích này. Walt vẫn mua một mảnh đất nhỏ và xây Disneyland (ở California). Sau đó, toàn bộ đất đai xung quanh công viên trở nên rất có giá trị, nhưng nó thuộc sở hữu của những người khác, những người đã kiếm lời rất nhiều nhờ có Disneyland gần đó. Tất cả các khách sạn và cơ sở hạ tầng hỗ trợ không thuộc sở hữu của Disney. Đây là lý do khi Walt bắt đầu xây dựng Disney World (ở Florida), ông đã mua tổng cộng 27,743 acres vào thời điểm đó, gần như là cả một quận ở Florida. Kết quả là, các khách sạn gần công viên giải trí Florida nhất đều nằm trên khu đất của Disney và thuộc sở hữu của Disney.

Khi Walt Disney qua đời (năm 1966), quyền kiểm soát công ty vẫn nằm trong gia đình (đầu tiên là cho anh trai ông, sau đó đến cháu trai, rồi đến con rể), nhưng công ty và giá cổ phiếu bắt đầu trì trệ. Hậu quả là, Disney trở thành mục tiêu thâu tóm (takeover target), và cuối cùng anh em nhà Bass giành được quyền kiểm soát. Họ đưa Michael Eisner lên làm chủ tịch công ty và thuê Gary Wilson làm CFO. Một trong những điều đầu tiên Gary Wilson làm là tăng giá vé tại cả các công viên giải trí và khách sạn. Nếu bạn từng đến Disney World, bạn có thể đã ở một trong các khách sạn nằm trong khuôn viên. Trước đây có bốn khách sạn nằm trên tuyến monorail với giá cơ bản 110 đô la một đêm. Chúng thường cháy phòng. Gary Wilson đã tăng giá lên 170 đô la/đêm. Điều gì đã xảy ra với tỷ lệ lấp đầy? Tỷ lệ lấp đầy vẫn giữ nguyên 100%. Ngoài ra, Disney bắt đầu xây thêm nhiều khách sạn.

Vé vào cửa công viên giải trí trước đây là 19 đô la cho một vé ngày. Gary Wilson đã tăng giá lên 28 đô la một ngày. Điều gì đã xảy ra với lượng khách tham quan? Lượng khách vẫn giữ nguyên trong khi doanh thu tăng gần 50%. Điều Wilson hiểu là giá gần như không co giãn (inelastic). Mọi người lên kế hoạch kỳ nghỉ quanh việc đến Disney World, lái xe hoặc bay đến Orlando, và khi họ đến cổng, họ sẽ không quay về chỉ vì giá vào cửa cao hơn 9 đô la mỗi ngày.

Quay lại với Marriott

Quay lại công việc cũ của Marriott và Wilson: Wilson có đúng về lạm phát năm 1979 không? Ông ấy đã đúng. Để điểm lại, Wilson cho rằng lãi suất dài hạn năm 1979 đang thấp, và ông đã khóa chặt các mức lãi suất này bằng cách phát hành nợ dài hạn với lãi suất cố định. Đầu những năm 1980, lãi suất tăng vọt, với lãi suất cho vay ưu đãi (prime rate) đạt đỉnh 21,5% vào tháng 12 năm 1980.15 Với sự thay đổi của lãi suất và đường cong lợi suất, Wilson cũng đã thay đổi cấu trúc lãi suất của Marriott. Như Wilson đã ghi chú trong Báo cáo thường niên năm 1985 (báo cáo cuối cùng ông viết tại Marriott):

> *Marriott giảm thiểu chi phí vốn và rủi ro bằng cách tối ưu hóa sự kết hợp giữa nợ lãi suất thả nổi và nợ lãi suất cố định. . . . Các mục tiêu về nợ lãi suất thả nổi đã bị vượt qua trong đầu những năm 1980 để sử dụng nhiều hơn nợ lãi suất thả nổi với giá thấp hơn, thay vì đầu cơ vào lãi suất cố định ở mức cao.*

15 Lãi suất này là 11,75% vào cuối năm 1978 và 15,25% vào cuối năm 1979. Sau đó, lãi suất giảm ổn định xuống 10% vào đầu năm 1990. Xem Hội đồng Thống đốc Hệ thống Dự trữ Liên bang (Board of Governors of the Federal Reserve System), "Thay đổi lãi suất cho vay ưu đãi của ngân hàng: Ngày thay đổi và lãi suất lịch sử," https://research.stlouisfed.org/fred2/data/PRIME.txt.

Vì vậy, khi lãi suất thấp và Wilson cho rằng chúng sẽ tăng, Marriott đã phát hành nợ dài hạn với lãi suất cố định. Sau khi lãi suất tăng, Marriott phát hành nợ ngắn hạn với lãi suất thả nổi. Khi lãi suất quay trở lại mức thấp, Wilson đã thực hiện hoán đổi lãi suất từ cố định sang thả nổi để khóa chặt các mức lãi suất thấp hơn.

Về vốn lưu động, Wilson cho biết trong Báo cáo thường niên năm 1980:

Vốn lưu động âm và thuế hoãn lại cung cấp cho Marriott . . . một nguồn vốn lớn, không tính lãi. Nhờ quản lý bảng cân đối kế toán với kỷ luật chặt chẽ và tính chất dịch vụ của . . . hoạt động kinh doanh, vốn lưu động âm sẽ tiếp tục tăng khi công ty phát triển.

Báo cáo thường niên của Marriott còn nói thêm:

Marriott không yêu cầu vốn lưu động dương vì công ty chủ yếu bán dịch vụ (thay vì hàng hóa) để lấy tiền mặt. Do đó, công ty duy trì số dư khoản phải thu và tiền mặt tương đối thấp—các tài sản tiền tệ bị mất giá trong thời kỳ lạm phát. Vốn lưu động âm là một nguồn tài trợ không tính lãi.16

Điều này về cơ bản có nghĩa là Marriott sẽ tiếp tục tài trợ cho chính mình miễn phí từ các nhà cung cấp.

Đối với sinh viên tài chính doanh nghiệp, điều quan trọng ở đây không phải là Gary Wilson đã đúng, mặc dù điều đó tự nó đã ấn tượng. Điều quan trọng là việc Gary Wilson đã suy nghĩ về những tương tác này và hiểu rằng khi chiến lược thị trường sản phẩm thay đổi, chiến lược tài chính cũng cần phải thay đổi. Ngoài ra, khi điều kiện thị trường vốn thay đổi, cách Marriott tự tài trợ cũng cần thay đổi.

Chúng ta hãy tham khảo lại sơ đồ về chiến lược doanh nghiệp đã thảo luận trong Chương 1 và 5.17 Ở đầu sơ đồ là chiến lược doanh nghiệp của công ty (tức là thiết lập các mục tiêu doanh nghiệp). Đây không phải là công việc của CFO theo nghĩa riêng, mặc dù CFO nên tham gia. Công ty đặt ra chiến lược doanh nghiệp của mình. Đối với Marriott, chiến lược doanh nghiệp đã thay đổi từ sở hữu khách sạn sang vận hành khách sạn. Về mặt hoạt động, điều này có nghĩa là công ty sẽ sở hữu ít tài sản hơn đáng kể. Điều này ảnh hưởng đến chiến lược tài chính, là cấp độ thứ hai của sơ đồ và thuộc trách nhiệm của CFO. Sự thay đổi trong chiến lược doanh nghiệp có nghĩa là công ty có thể tích cực hơn với chiến lược tài chính và cũng tích cực hơn trong các quyết định cấu trúc vốn (capital structure). Đối với các chính sách tài chính của Marriott (được minh họa ở cấp độ thứ ba của sơ đồ), một số thay đổi và một số vẫn giữ nguyên. Chúng ta giả định rằng cổ tức (dividends) của Marriott sẽ giữ nguyên.18 Vì cấu trúc vốn của Marriott sẽ thay đổi, số nợ công ty duy trì và xếp hạng trái phiếu (bond rating) sẽ thay đổi. Việc cấu trúc bậc thang đáo hạn của nợ (maturity ladder of debt), bao gồm việc lựa chọn sự kết hợp giữa nợ dài hạn và ngắn hạn, phụ thuộc vào những gì Marriott nghĩ rằng lãi suất sẽ diễn ra trong tương lai. Liệu lãi suất nên cố định hay thả nổi cũng phụ thuộc vào dự báo tương lai.

16Báo cáo thường niên Tập đoàn Marriott (1980), 18.
17Xem Chương 1 hoặc Chương 5.
18Cổ tức có xu hướng 'dính' (sticky). Chính sách cổ tức được giải thích chi tiết hơn trong Chương 11.

về lãi suất. Các vấn đề như giao ước nợ (debt covenants) và việc khoản nợ nên được bảo đảm (secured) hay không bảo đảm (unsecured) đều là những vấn đề mà CFO nên suy nghĩ và đánh giá khi quyết định chiến lược và chính sách tài chính của công ty.

TÓM TẮT

Tóm lại, chương này và chương trước thực sự nói về các chính sách tài chính của một công ty.
Một trong những chính sách quan trọng nhất là chính sách cơ cấu vốn (capital structure policy). Quyết định cơ cấu vốn cố gắng đạt được đồng thời chi phí vốn thấp với giá cổ phiếu tối đa. Thực tế, như chúng ta đã thảo luận, nếu bạn tối thiểu hóa chi phí vốn, bạn sẽ tối đa hóa giá cổ phiếu. Nếu làm đúng, đây là một cách mà CFO tạo ra giá trị cho công ty. Đây cũng là mặt tích cực (aggressive) của chính sách tài chính. Đồng thời, CFO muốn đảm bảo công ty có quyền tiếp cận thị trường vốn và có thể huy động được nguồn tài trợ cần thiết cho tăng trưởng. Đây là mặt hỗ trợ của chính sách tài chính. Chính sách tài chính không nhất thiết phải chỉ là một trong hai. CFO muốn đảm bảo công ty có vốn để tăng trưởng nhưng đồng thời tối đa hóa giá cổ phiếu. CFO muốn có sự linh hoạt tài chính (financial flexibility) và sự dư dả tài chính (financial slack) cùng lúc.

Ôn tập: Hai Chương Này Chứa Đựng Chín Khái Niệm Chính Sau

1. Cơ cấu vốn (capital structure). Khi nghĩ về cơ cấu vốn, điều quan trọng là nhận ra rằng các cơ hội trong tương lai gắn liền với quyết định đó. Nếu Wilson đã sai, Marriott sẽ không thể mua lại Host, Gino's, hoặc Howard Johnson's. Mặc dù điều đó không phá hủy công ty, nhưng nó sẽ làm chậm đáng kể tốc độ tăng trưởng.
2. Chính sách tài chính (financial policies). Năm 1979, Marriott huy động nợ từ thị trường nợ dài hạn trong nước, không bảo đảm (unsecured), lãi suất cố định. Tại sao? Thứ nhất, Marriott sử dụng nợ dài hạn lãi suất cố định vì Gary Wilson có quan điểm rằng lạm phát sẽ tăng trong tương lai. Với quan điểm này, nợ dài hạn lãi suất cố định tối đa hóa giá trị công ty. Tiếp theo, Marriott phát hành nợ không bảo đảm vì Marriott muốn có khả năng bán tài sản khách sạn của mình mà không cần phải tái cấp vốn trong những thời điểm có thể khó khăn. Chính sách này có nghĩa là Marriott phải trả lãi suất cao hơn—nợ không bảo đảm đắt hơn nợ có bảo đảm—nhưng nó tăng sự linh hoạt tài chính và cho phép Marriott bán tài sản mà không phải trả hết nợ. Sau đó, Marriott phát hành ở thị trường trong nước vì Marriott không được biết đến rộng rãi ở nước ngoài và sẽ gặp khó khăn khi phát hành ở đó.
3. Vốn lưu động (working capital). Chính sách vốn lưu động của Marriott có thể được diễn đạt đơn giản là tối đa hóa vốn lưu động âm (negative working capital). Ngoài ra, vốn lưu động trên toàn nền kinh tế sẽ cân bằng về không. Khoản phải trả của một công ty là khoản phải thu của công ty khác và ngược lại. Gary Wilson về cơ bản tuân theo câu nói truyền thống: thu tiền sớm, trả tiền muộn.
4. Chính sách cổ tức (dividend policy). Chính sách cổ tức của Marriott được thiết lập để giảm thiểu thuế cho các cổ đông—những người lớn nhất là gia đình Marriott. Vì họ là những cá nhân chịu thuế cao, không có lý do gì để họ phải trả thuế cao hơn cho cổ tức khi họ có thể nhận lợi nhuận dưới dạng lãi vốn (capital gains).

5. Vốn chủ sở hữu (Equity). Marriott cũng không có cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) hoặc nợ chuyển đổi (convertible debt) vì các chính sách tài chính của công ty. Vì Marriott không có cấu trúc vốn bị quản lý (regulated capital structure), không có lý do gì để phát hành cổ phiếu ưu đãi thông thường (straight preferred stock) trong khi thay vào đó công ty có thể phát hành nợ, mà lãi vay được khấu trừ thuế. Marriott không có nợ chuyển đổi vì thị trường không kỳ vọng nhiều tiềm năng tăng giá cổ phiếu của Marriott. Nói cách khác, thị trường cho rằng cổ phiếu của Marriott có giá trị quyền chọn (option value) thấp hơn so với những gì Gary Wilson tin tưởng. Nếu Marriott phát hành nợ chuyển đổi, nó sẽ mang lại cho Marriott lãi suất thấp hơn so với nợ thông thường, nhưng chỉ một chút ít vì giá trị quyền chọn thấp. Nếu một công ty tin rằng giá trị quyền chọn của mình lớn hơn những gì thị trường tin tưởng, công ty đó không nên phát hành nợ chuyển đổi nếu có thể phát hành nợ thông thường. Marriott đã có thể phát hành nợ thông thường với lãi suất hợp lý và không bị hạn chế về tiền mặt, vì vậy họ không có lý do gì để phát hành nợ chuyển đổi.
6. Thị trường vốn nội bộ (Internal capital markets). Ngoài chiến lược tài chính và các chính sách tài chính, hai chương này cho thấy tầm quan trọng của thị trường vốn nội bộ. Điều này được thể hiện qua khái niệm tăng trưởng bền vững (sustainable growth), yếu tố trung tâm cho câu hỏi liệu một công ty có tự tài trợ nội bộ hay phải huy động vốn bên ngoài.
7. Tiền mặt dư thừa (Excess cash). Hai chương này cũng nhấn mạnh rằng chỉ có năm điều một công ty có thể làm với tiền mặt dư thừa. Việc công ty nên làm điều nào trong năm điều này phụ thuộc vào những gì công ty tin rằng dòng tiền tương lai và giá cổ phiếu của mình sẽ như thế nào. Năm cách sử dụng tiền mặt bao gồm cả các giải pháp tài chính (ví dụ: mua lại cổ phiếu, trả bớt nợ, hoặc tăng cổ tức) cũng như các giải pháp thị trường sản phẩm (ví dụ: tăng trưởng nhanh hơn nội bộ hoặc mua lại tài sản bên ngoài). Trong tình huống của Marriott, khi Wilson nghĩ giá cổ phiếu thấp, ông dùng tiền mặt dư thừa để mua lại cổ phiếu. Khi ông nghĩ giá cổ phiếu cao, ông không mua lại cổ phiếu mà thay vào đó mua các tài sản khác.
8. Thông tin bất đối xứng (Asymmetric information). Các chương này cũng chứng minh tầm quan trọng của thông tin bất đối xứng. Khi các công ty công bố chào mua công khai (tender offer), thị trường chứng khoán trung bình sẽ tăng giá cổ phiếu. Khi một công ty công bố mua lại cổ phiếu trên thị trường mở (open-market share repurchase), thị trường cũng tăng giá, nhưng không nhiều như khi chào mua công khai. Điều này là do thị trường tin rằng một chào mua công khai, nơi công ty sẵn sàng trả phí bảo hiểm ngay lập tức, là bằng chứng mạnh hơn cho việc giá cổ phiếu của công ty đang tăng và sẽ sớm tăng. Khi một công ty phát hành cổ phiếu (equity), thị trường thường hạ giá cổ phiếu. Như thể thị trường nói: "Nếu công ty đang bán cổ phiếu, thì công ty đó cần tiền, hoặc công ty tin rằng giá cổ phiếu của mình đang cao." Nếu bạn hỏi một CEO "Tại sao công ty hiện không phát hành cổ phiếu?" câu trả lời thường là "Giá chưa đủ cao." Nếu một ngày CEO tuyên bố: "Ồ, nhân tiện, chúng tôi đang phát hành cổ phiếu," thị trường hiểu đó là thông tin. Chính sách cổ tức cũng có thể được giải thích qua lăng kính thông tin bất đối xứng này. Chương tiếp theo sẽ thảo luận dài hơn về thông tin bất đối xứng và tín hiệu thị trường.
9. Tương tác (Interactions). Có mối quan hệ giữa các quyết định tài trợ và các quyết định đầu tư. Một thay đổi chính sách có thể là một quyết định đầu tư tốt và/hoặc một quyết định tài trợ tốt. Thông thường, các thay đổi chính sách ảnh hưởng đến cả hai, và chúng ta nên xem xét chúng cùng nhau. Trong trường hợp này, quyết định mua lại cổ phiếu và phát hành nợ vừa là

quyết định tài trợ ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và một quyết định đầu tư xác định giá dùng để mua lại cổ phiếu. Chúng tôi kết luận rằng đây có lẽ là một quyết định tài chính tốt, mặc dù nó là một quyết định mang tính năng động. Wilson đã vượt quá cấu trúc vốn tối ưu của mình với dự đoán rằng dòng tiền sẽ đưa nó trở lại mức cân bằng. Chúng tôi cũng kết luận rằng quyết định đầu tư là một quyết định tốt, vì $23.50 sau đó được chứng minh là một mức giá rẻ để trả cho cổ phiếu Marriott.

Lời bạt

Năm 1993, Marriott quyết định chia công ty thành hai công ty: Marriott International – nơi họ đặt hầu hết các khách sạn, và Host Marriott – nơi họ đặt mọi thứ khác.19 Vào thời điểm đó, các khách sạn hoạt động tốt hơn phần còn lại của Marriott. Marriott đã lấy phần lớn nợ của công ty và gán cho Host Marriott, khiến Marriott International gần như không sử dụng đòn bẩy tài chính. Điều này gây tranh cãi lớn vào thời điểm đó, và ít nhất một giám đốc đã từ chức. Hai phần được chia của công ty được báo chí gọi là Marriott tốt và Marriott xấu. Marriott tốt chứa các công ty hoạt động tốt nhất với nợ thấp. Marriott xấu là công ty hoạt động yếu hơn, phải gánh phần lớn nợ. Cổ phiếu Marriott cũng được tách thành hai. Việc tách này về cơ bản là chia cổ tức bằng cổ phiếu, với cổ đông hiện tại nhận được cổ phiếu của cả Marriott International và Host Marriott.

Sắp tới

Chúng ta sẽ đi đến đâu tiếp theo? Trong hai chương tới, chúng ta sẽ thảo luận lại những vấn đề này với các công ty khác: AT&T và MCI. Chúng ta sẽ xem xét AT&T và các chính sách tài chính của họ trước khi được bãi bỏ quy định, sau đó chúng ta sẽ thảo luận về các chính sách của họ và những gì chúng nên là sau khi bãi bỏ quy định. Sau đó, chúng ta sẽ xem xét MCI trước và sau khi bãi bỏ quy định.

19Theo như báo cáo trong mục Discordant Note của WSJ, "For Bill Marriott Jr., the Hospitality Trade Turns Inhospitable," Wall Street Journal, ngày 18 tháng 12 năm 1992.

CHƯƠNG 9
Quyết định chính sách tài chính
(AT&T: Trước và sau

khi thoái vốn năm 1984)

Trong chương này, chúng ta sẽ thảo luận lại các chính sách tài chính. Chương này nên được đọc sau các chương về Marriott, nơi chúng ta đã giới thiệu cách các chính sách tài chính được sử dụng để thực hiện chiến lược tài chính. Các chính sách tài chính là một lĩnh vực của tài chính doanh nghiệp thường không được nhấn mạnh trong các giáo trình tài chính nhập môn. Chúng ta sẽ thảo luận về các khái niệm mà các ngân hàng đầu tư sử dụng trong công việc tư vấn. Các công ty gọi điện cho ngân hàng đầu tư của họ và xin lời khuyên về việc thiết lập chính sách cổ tức hoặc đạt được một xếp hạng trái phiếu cụ thể. Đây là những câu hỏi mà một công ty hỏi trên cơ sở ad hoc, mặc dù có lẽ không đủ thường xuyên. Các câu hỏi liên quan đến các quyết định được đưa ra ở cấp CFO của công ty.

Chương này không khó về mặt khái niệm, nhưng phức tạp vì có nhiều phần chuyển động. Trọng tâm của hầu hết các công việc tài chính, dù là trong bộ phận tài chính doanh nghiệp (corporate finance department) của một công ty hay trong ngân hàng đầu tư (investment bank), đều liên quan đến định giá (valuations) và định hướng giao dịch. Do đó, phần lớn thời gian của chuyên gia tài chính được dành để sử dụng các mô hình định giá các khoản đầu tư tiềm năng, dù là nhà máy mới hay mua lại doanh nghiệp (corporate acquisitions).

Trong chương này, chúng ta sẽ xem xét và cung cấp thêm một số ví dụ thực tế về chính sách tài chính (financial policies). Chúng ta sẽ khám phá các chính sách tài chính của AT&T "cũ" (trước khi tách vào ngày 1 tháng 1 năm 1984) để xác định mức độ đáp ứng nhu cầu tài chính của công ty. Sau đó, chúng ta sẽ xem xét ngắn gọn AT&T "mới" (sau ngày 1 tháng 1 năm 1984, sau khi tách) và thảo luận về cách các chính sách tài chính của công ty đã thay đổi theo sự thay đổi trong nhu cầu tài chính cũng như liệu những thay đổi đó có đúng hay không.

Chương này đi kèm với chương tiếp theo về MCI và được thiết kế như một ví dụ so sánh và đối chiếu. Chúng ta xem xét hai công ty rất khác nhau trong cùng một ngành tại cùng một thời điểm để thảo luận về các chính sách tài chính phù hợp với từng công ty.

Chúng ta bắt đầu bằng việc tập trung vào cấu trúc vốn (capital structure) và mọi thứ mà nó bao hàm. "Cấu trúc vốn" không chỉ có nghĩa là nợ và vốn chủ sở hữu, mà còn là cấu trúc kỳ hạn (maturity structure), lãi suất cố định so với lãi suất thả nổi (fixed versus floating interest rates), v.v. Chúng ta cũng sẽ xem xét chính sách cổ tức (dividend policy) và ý nghĩa của nó đối với việc tài trợ vốn, bởi vì khi một công ty trả cổ tức, số tiền mặt chi ra phải được tạo ra từ nơi khác. Cuối cùng, chúng ta sẽ giới thiệu về phát hành chứng khoán (security issuance) và thiết kế. Trước tiên, chúng ta sẽ bao quát tất cả các chủ đề này trong một khuôn khổ tĩnh (static framework), như chúng ta đã làm trong các chương trước.

Các tác giả của cuốn sách này tin rằng nếu bạn có thể hiểu được tác động mà sự thay đổi trong
hoạt động của AT&T đã gây ra đối với các chỉ số tài chính của công ty, và do đó đối với tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate), và nếu,

suy rộng ra, bạn có thể hiểu được tác động mà sự thay đổi hoạt động đã gây ra đối với nhu cầu tài trợ của AT&T, thì bạn đã đi được một chặng đường dài trong việc hiểu về tài chính doanh nghiệp.

BỐI CẢNH VỀ AT&T

Công ty Điện thoại và Điện báo Hoa Kỳ (AT&T) được thành lập vào ngày 3 tháng 3 năm 1885, với tư cách là công ty con do American Bell sở hữu hoàn toàn. (Công ty được thành lập vào năm 1877 bởi Alexander Graham Bell, người đã phát minh ra điện thoại vào năm 1876, và những cộng sự của ông là Gardiner Hubbard và Thomas Sanders.) AT&T đã xây dựng mạng lưới điện thoại đường dài của Mỹ, được gọi là Bell System. Trong phần lớn lịch sử của mình, AT&T hoạt động như một công ty độc quyền được pháp luật công nhận và quản lý. Tỷ lệ hộ gia đình Mỹ có dịch vụ điện thoại đã đạt 50% vào năm 1945, 70% vào năm 1955 và 90% vào năm 1969.

Những thay đổi trong ngành viễn thông cuối cùng đã dẫn đến một vụ kiện chống độc quyền (antitrust suit) của chính phủ Hoa Kỳ chống lại AT&T. Vụ kiện bắt đầu vào năm 1974 và được dàn xếp vào tháng 1 năm 1982 (thỏa thuận được tòa án xét xử vụ án phê chuẩn vào ngày 24 tháng 8 năm 1982), khi AT&T đồng ý thoái vốn (divestiture) khỏi các bộ phận địa phương của 22 công ty hoạt động Bell do nó sở hữu hoàn toàn, các công ty này cung cấp dịch vụ tổng đài nội hạt (local exchange service). 22 công ty hoạt động này đại diện cho khoảng ba phần tư tài sản của AT&T vào thời điểm đó. Chính phủ muốn tách những bộ phận của AT&T mà lập luận độc quyền tự nhiên (natural monopoly) vẫn được coi là hợp lệ (các tổng đài nội hạt) khỏi những bộ phận mà cạnh tranh có lợi (đường dài, sản xuất, và nghiên cứu phát triển). Việc thoái vốn diễn ra vào ngày 1 tháng 1 năm 1984, tạo ra một AT&T mới và bảy công ty hoạt động Bell khu vực được gọi là "Baby Bells."1

Trước khi thoái vốn, AT&T là công ty lớn nhất thế giới, với doanh số đạt đỉnh gần 68 tỷ đô la, tổng tài sản hơn 148 tỷ đô la, và hơn một triệu nhân viên. Sau khi thoái vốn, AT&T có doanh thu 33 tỷ đô la, tài sản 34 tỷ đô la, và sử dụng 373.000 người.

Hoạt động của AT&T đã thay đổi đáng kể từ ngày 31 tháng 12 năm 1983 đến ngày 1 tháng 1 năm 1984. Chương này trình bày chi tiết tác động của sự thay đổi đó đối với các chính sách tài chính của công ty nhằm làm nổi bật cách các chính sách tài chính của một công ty gắn kết với hoạt động và cách chúng được sử dụng để thực hiện thay đổi. Ví dụ về AT&T của chúng ta được đặt vào cuối năm 1982, ngay sau khi thỏa thuận thoái vốn với chính phủ nhưng trước khi việc thoái vốn thực tế được tiến hành.

M&M VÀ THỰC HÀNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Hãy bắt đầu với việc xem xét lại tài chính doanh nghiệp và cách nó đã thay đổi theo thời gian.

Lý thuyết tài chính doanh nghiệp hiện đại bắt đầu với Modigliani và Miller (1958). Như chúng ta đã thảo luận trong Chương 6, Modigliani và Miller (M&M) đã chỉ ra rằng cấu trúc vốn (capital structure)

1Trích từ lịch sử của AT&T tại ATT.com.

không quan trọng trong những điều kiện nhất định. Đó là, giá trị của công ty trong thế giới M&M (1958) không thay đổi với những thay đổi trong cấu trúc vốn của công ty. Ý tưởng này gây tranh cãi khi mới được giới thiệu và đã bị bác bỏ bởi các nhà thực hành tài chính và nhiều học giả tài chính.

Tuy nhiên, M&M (1958) giả định thuế bằng không. Trong Modigliani và Miller (1963), M&M đã nới lỏng giả định trước đó về thuế bằng không, và điều này đã thay đổi kết luận năm 1958 của họ. Trong M&M (1963), giá trị của công ty được chứng minh là thay đổi theo cấu trúc vốn của công ty vì lá chắn thuế từ lãi vay. Trong một "thế giới" M&M (1963), đòn bẩy càng cao, công ty càng có giá trị.

Trong M&M (1958) và M&M (1963) (và trong nhiều sách giáo khoa), cấu trúc vốn của công ty chỉ được thảo luận dưới góc độ tỷ lệ phần trăm nợ và tỷ lệ phần trăm vốn chủ sở hữu. Các vấn đề như thang đáo hạn của các khoản nợ phải trả (tức là công ty tài trợ bằng nợ dài hạn hay ngắn hạn), thị trường phát hành nợ (tức là đô la Mỹ so với euro), và lãi suất cố định hay thả nổi không bao giờ được xem xét. Chúng ta sẽ nêu ra những vấn đề này trong chương này.

M&M cũng thiết lập lý thuyết ban đầu về chính sách cổ tức của công ty. Miller và Modigliani (1961)2 đã chỉ ra rằng giá trị công ty không bị ảnh hưởng bởi việc công ty có trả cổ tức hay không hoặc bởi mức cổ tức. Bài báo M&M này một lần nữa gây tranh cãi trong giới chuyên gia tài chính và học thuật vì phần lớn các công ty lớn vào thời điểm đó trả cổ tức đều đặn và ổn định. Do bài báo này, trước khoảng năm 1985, sách giáo khoa dạy rằng các nhà quản lý không cần lo lắng về việc công ty có trả cổ tức hay trả bao nhiêu. Hơn nữa, sách giáo khoa không thảo luận về các hàm ý tài chính của chính sách cổ tức.

Cuối cùng, trước năm 1985, bản chất và loại chứng khoán phát hành (ví dụ: cổ phiếu ưu đãi thường, cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, cổ phiếu ưu đãi lãi suất điều chỉnh) cũng không được các học giả thảo luận.

Ngày nay chúng ta dạy rằng thị trường xem cổ tức và phát hành cổ phiếu như là tín hiệu và rằng giá cổ phiếu của công ty bị ảnh hưởng bởi các chính sách tài chính của công ty. Sự chuyển dịch khỏi một thế giới M&M "thuần túy" là kết quả của nghiên cứu cho thấy các chính sách tài chính ảnh hưởng đến giá trị công ty. Các chính sách tài chính đã được thảo luận rộng rãi trong các chương Marriott. Ngoài ra, như chúng ta đã thấy trong trường hợp Massey Ferguson, chi phí thực sự của phá sản không chỉ bao gồm chi phí của quá trình tự nó (tức là chi phí pháp lý và chuyên môn) mà còn bao gồm cả việc mất lợi thế cạnh tranh.3 Chi phí lớn nhất của khó khăn tài chính là tác hại mà các đối thủ cạnh tranh gây ra cho chiến lược thị trường sản phẩm của công ty. Ngoài ra, khi giá cổ phiếu của công ty giảm, công ty trở thành mục tiêu thâu tóm.

Nói cách khác, điều chúng ta học được từ M&M là các chính sách tài chính ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Điều này có nhiều hàm ý đối với những gì một CFO nên làm. Hãy xem xét một ví dụ.

2Lưu ý sự thay đổi thứ tự của hai tên. Có ba bài báo M&M thiết yếu cho việc thiết lập tài chính doanh nghiệp: M&M (1958), là Modigliani và Miller về cấu trúc vốn không có thuế; M&M (1961), là Miller và Modigliani về chính sách cổ tức; và M&M (1963), là Modigliani và Miller về cấu trúc vốn có thuế. Cả Modigliani (1984) và Miller (1990) đều đoạt giải Nobel. Là sinh viên/chuyên gia tài chính, chúng tôi nghĩ bạn nên biết sự khác biệt và thứ tự của các tác giả của ba bài báo này. 3Điều này làm mất hiệu lực giả định của M&M rằng chi phí kiệt quệ tài chính là không liên quan.

điều này không phải là hiếm. Giả sử một doanh nghiệp không có cơ hội đầu tư thực sự vì nó nằm trong ngành tăng trưởng chậm, trì trệ. Do đó, giá cổ phiếu của doanh nghiệp tương đối thấp. Cũng giả sử doanh nghiệp có tiền mặt dư thừa hoặc tài sản thanh khoản khác từ quá khứ có lợi nhuận. Điều này làm cho doanh nghiệp trở thành mục tiêu thâu tóm tiềm năng. Để tránh bị thâu tóm, ban quản lý của doanh nghiệp phải nâng giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Trước năm 1985, các giáo sư tài chính sẽ không có khuyến nghị nào về cách tránh bị thâu tóm vì các chính sách tài chính được cho là không quan trọng. Ngày nay, hầu hết các giáo sư và bất kỳ ngân hàng đầu tư hoặc công ty tư vấn tài chính nào sẽ khuyên mua lại cổ phiếu (share buyback) hoặc tăng chi trả cổ tức (dividend payout). Cả hai đều nên tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Đây là quy trình vận hành tiêu chuẩn ngày nay nhưng không phải trước năm 1985.4

Thảo luận của chúng ta về các chính sách tài chính dưới đây không chỉ dựa trên lý thuyết. Cũng có nhiều nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ nó. Mục tiêu của chúng ta cho cuộc thảo luận này là để suy ra trạng thái cân bằng tĩnh (static equilibrium) của doanh nghiệp cũng như quá trình động (dynamic process) để doanh nghiệp đạt được trạng thái đó. Ngoài ra, chúng ta sẽ cố gắng gắn kết các mục tiêu tĩnh của doanh nghiệp, các chính sách tài chính của nó, và các khái niệm về tín hiệu (signaling), tăng trưởng bền vững (sustainable growth), nhu cầu tài chính (financial needs), v.v.

Các doanh nghiệp có lợi nhuận có dòng tiền cao và ổn định. Điều này có nghĩa là họ có thể duy trì mức nợ cao hơn (có ít rủi ro hơn khi vay nếu dòng tiền trong tương lai có khả năng xảy ra cao hơn) và do đó đạt được lợi ích từ tấm chắn thuế (tax shields) từ các khoản thanh toán lãi vay. Ngược lại, các doanh nghiệp không có lợi nhuận có dòng tiền thấp hoặc không ổn định và do đó có mức rủi ro lớn hơn. Các doanh nghiệp này nên giảm rủi ro ở các nơi khác bằng cách giảm mức nợ của họ. Tuy nhiên, các nghiên cứu thường cho thấy các doanh nghiệp làm điều ngược lại: các doanh nghiệp không có lợi nhuận có xu hướng có nhiều nợ hơn, và các doanh nghiệp có lợi nhuận có xu hướng có ít nợ hơn. Điều này xảy ra vì các doanh nghiệp có lợi nhuận thường dùng tiền mặt dư thừa để trả bớt nợ, trong khi các doanh nghiệp không có lợi nhuận tài trợ cho thâm hụt dòng tiền của họ bằng nợ bổ sung.

Bây giờ chúng ta hãy xem ví dụ thực tế của AT&T trước và sau khi bị buộc phải thoái vốn khỏi các công ty vận hành địa phương.

AT&T CŨ (TRƯỚC 1984)

Chúng ta bắt đầu bằng câu hỏi: Các chính sách tài chính của AT&T cũ là gì? Để trả lời đúng câu hỏi này, trước tiên chúng ta cần xem xét thông tin tài chính của AT&T. Thông tin này, được trình bày trong Bảng 9.1–9.2, giúp trả lời các câu hỏi sau: Chính sách nợ rõ ràng của AT&T là gì? Chính sách cổ tức của AT&T là gì? AT&T đang cố gắng duy trì xếp hạng trái phiếu nào?

Những dòng cuối của Bảng 9.2 cho thấy AT&T cũ đã trả lời các câu hỏi này một cách nhất quán theo thời gian. Công ty duy trì tỷ lệ nợ (debt ratio) khoảng 46% trong giai đoạn 1979–1983, với khả năng thanh toán lãi vay (interest coverage) khoảng 3,5 lần. Bảng 9.1 cho thấy cổ tức của nó

4 Trong Chương 1, chúng tôi cung cấp một lịch sử ngắn về tài chính. Giai đoạn 1958–1963 chứng kiến ba bài báo của M&M về tài chính doanh nghiệp. Thập niên 1960 bị chi phối bởi Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) và những hàm ý của nó đối với lý thuyết đầu tư. Thập niên 1970 chứng kiến sự ra đời của Mô hình định giá quyền chọn và các công trình tiếp theo về định giá tài sản. Thập niên 1980 xem xét lại thế giới M&M và chỉ ra rằng nhiều giả định trong thế giới đó không còn giá trị. Năm 1985 đánh dấu bài báo học thuật đầu tiên trong số các bài báo tư duy lại về tài chính doanh nghiệp.

BẢNG 9.1
Báo cáo thu nhập của AT&T, 1979–19835

Year ($ millions)	1979	1980	1981	1982	1983

BẢNG 9.2
Bảng cân đối kế toán AT&T, 1979–19836

Year ($ millions)	1979	1980	1981	1982	1983

5Tất cả thông tin tài chính của AT&T, ngoại trừ các báo cáo dự phóng (pro forma), được lấy trực tiếp từ các báo cáo thường niên của AT&T.
6Các tỷ số của AT&T nhất quán trong một giai đoạn dài hơn so với giai đoạn được trình bày. Ví dụ, từ năm 1972 đến 1978, tỷ lệ nợ của AT&T nằm trong khoảng từ 47% đến 52% trong khi hệ số thanh toán lãi vay (times interest earned) dao động từ 3.93 đến 4.25.

tỷ lệ chi trả cổ tức (payout) trung bình là 62% (trong tất cả các năm trừ 1983), nghĩa là trung bình AT&T đã trả 62% lợi nhuận dưới dạng cổ tức.7 Tình hình tài chính của AT&T cho phép công ty duy trì xếp hạng trái phiếu AAA trong suốt giai đoạn đó. (Tất cả các tỷ số được trình bày dưới đây cũng khá nhất quán trong lịch sử trước đó của AT&T.)

Các tỷ số này có liên quan với nhau, cũng như các chính sách tài chính của công ty. Hệ số thanh toán lãi vay là một hàm số của tỷ lệ nợ mà công ty có, và xếp hạng trái phiếu là hàm số của cả tỷ lệ nợ và hệ số thanh toán lãi vay. Tỷ lệ nợ của công ty càng thấp, hệ số thanh toán lãi vay càng cao (vì có ít lãi phải thanh toán hơn) và thông thường xếp hạng của công ty sẽ càng cao. Ngoài ra, chính sách cổ tức ảnh hưởng đến lợi nhuận giữ lại của công ty và do đó ảnh hưởng đến tổng vốn chủ sở hữu.

Tính toán tỷ lệ nợ

Các tỷ lệ nợ của AT&T trong Bảng 9.2 được tính toán sử dụng giá trị sổ sách của nợ và vốn chủ sở hữu. Chúng không được điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa (excess cash). Chúng nên được điều chỉnh.

Tiền mặt dư thừa là gì? Đối với một người làm tài chính, tiền mặt dư thừa là tiền mặt không cần thiết cho hoạt động kinh doanh. Nó tương đương với nợ âm vì công ty không cần phải giữ nó và có thể dùng nó để trả nợ. Ví dụ, nếu một công ty phát hành 2 tỷ đô la nợ nhưng không cần đến số tiền này, công ty vẫn ghi nhận số tiền đó trên Bảng cân đối kế toán là tiền mặt và các khoản tương đương tiền. Số tiền mặt 2 tỷ đô la là không cần thiết cho hoạt động kinh doanh và do đó là tiền mặt dư thừa. Mặc dù có khoản nợ 2 tỷ đô la, công ty cũng có 2 tỷ đô la tiền mặt dư thừa và do đó thực sự không bị đòn bẩy (leverage) (vì công ty có thể lấy 2 tỷ đô la tiền mặt dư thừa để trả hết khoản nợ 2 tỷ đô la bất cứ lúc nào). Lưu ý rằng không nhất thiết tiền mặt dư thừa phải là kết quả từ việc phát hành nợ: bất kỳ công ty nào có 2 tỷ đô la nợ và 2 tỷ đô la tiền mặt dư thừa sẽ có đòn bẩy rất khác so với một công ty có 2 tỷ đô la nợ và không có tiền mặt dư thừa.

Đây là lý do vì sao, với tư cách là một chuyên gia tài chính, bạn nên coi tiền mặt dư thừa (excess cash) như là nợ âm (negative debt) (tiếc là không phải ai cũng làm vậy). Lưu ý rằng điều này nghe có vẻ đơn giản và có thể không đặc biệt đáng nhớ. Tuy nhiên, tiền mặt dư thừa là một khái niệm quan trọng có tác động đáng kể đến cấu trúc vốn (capital structure) của công ty và cuối cùng là cách chúng ta đo lường rủi ro của công ty (tức là beta của nó).

*Một lượng tiền mặt nhất định là cần thiết để bất kỳ doanh nghiệp nào vận hành hoạt động của mình. Ví dụ đơn giản, một siêu thị sẽ cần tiền mặt trong quầy thu ngân. Từ Bảng 9.2, AT&T kết thúc năm 1982 với gần 2,5 tỷ đô la tiền mặt và các khoản tương đương tiền (cash and cash equivalents). Câu hỏi đặt ra là: Bao nhiêu trong số tiền mặt và các khoản tương đương tiền là cần thiết cho hoạt động, và bao nhiêu là tiền mặt dư thừa? Nếu tính tỷ lệ phần trăm tiền mặt so với doanh số của AT&T theo thời gian, chúng ta thấy tỷ lệ này dao động từ mức thấp 1,9% trong năm 1979 và 1980 đến mức cao 3,7% trong năm 1982. Giả sử rằng tiền mặt cần thiết là 2,0% doanh số, điều đó có nghĩa là trong số 2.454 triệu đô la tiền mặt và các khoản tương đương tiền của AT&T năm 1982, chỉ có 1.302 triệu đô la (2,0% * doanh số 65.093 triệu đô la) là cần thiết cho hoạt động, và phần còn lại 1.152 triệu đô la (tiền mặt 2.454 triệu đô la trừ đi lượng yêu cầu 1.302 triệu đô la) là tiền mặt dư thừa.*

Vậy bây giờ chúng ta hãy tính tỷ lệ nợ (debt ratio) của AT&T cho năm 1982 có và không có tiền mặt dư thừa.

7Loại trừ năm 1983 khi AT&T vẫn duy trì cổ tức (dividend) mặc dù lợi nhuận giảm mạnh do các khoản ghi giảm (write-downs) liên quan đến việc thoái vốn (divestiture).

Một cách để tính tỷ lệ nợ (debt ratio) là như sau:

$$\frac{\text{Debt}}{\text{Debt + Equity, where}}$$

$$\text{Debt = Short-Term Debt + Long-Term Debt}$$

Đối với AT&T năm 1982:

Debt = $47,150 million = $3,045 million short-term + $44,105 million long-term

Equity = $63,764

Vì vậy:

$$\frac{\text{Debt}}{\text{Debt + Equity}} = \frac{\$47{,}150}{47{,}150 + 63{,}764} = 42.5\%$$

Tuy nhiên, cách tính đúng thực ra là:

$$\frac{\text{Net Debt}}{\text{Net Debt + Equity, where}}$$

$$\text{Net Debt = Short-Term Debt + Long-Term Debt} - \text{Excess Cash.}$$

Đối với AT&T năm 1982:

Nợ (như trên) =
$47,150
Tổng tiền mặt và các khoản tương đương tiền =
$2,454
Tiền mặt yêu cầu (2,0% doanh số) =
$ 1,302
Tiền mặt dư thừa
$ 1,152
Nợ ròng = nợ – tiền mặt dư thừa =
$45,998
Vốn chủ sở hữu (như trên) =
$63,764

$$\frac{\text{Net Debt}}{\text{Net Debt + Equity}} = \frac{\$45{,}998}{\$45{,}998 + \$63{,}764} = 41.9\%$$

Trong ví dụ này, sự khác biệt về tỷ lệ nợ (debt ratio) khi tính đến tiền mặt dư thừa và khi không tính đến là tương đối nhỏ. Điều này là do tiền mặt dư thừa chỉ chiếm 2,4% tổng nợ.
. Tuy nhiên, trong trường hợp tiền mặt dư thừa (excess cash) chiếm tỷ lệ lớn hơn trong tổng nợ, sự khác biệt có thể trở nên quan trọng. Tất cả các tính toán tỷ lệ nợ trong chương này đều sử dụng nợ ròng (net debt) (và giả định mức tiền mặt yêu cầu là 2,0% doanh số).

Tóm lại ngắn gọn, tiền mặt dư thừa (excess cash) là một khái niệm quan trọng trong tài chính và có thể làm cho tỷ lệ đòn bẩy (leverage ratio) và mức độ rủi ro “thực sự” rất khác so với mức được đo lường mà không loại bỏ tiền mặt dư thừa.

Chính sách nợ của AT&T trước đây

Tại sao AT&T lại chọn các chính sách nợ này? Hãy bắt đầu thảo luận bằng cách nói về một số khía cạnh của chính sách nợ. Có lẽ khía cạnh quan trọng nhất của chính sách nợ là quyết định tỷ lệ phần trăm nào của cơ cấu vốn (capital structure) sẽ là nợ và tỷ lệ phần trăm nào sẽ là

Vốn chủ sở hữu (equity). Tỷ lệ nợ sẽ ảnh hưởng đến khả năng thanh toán lãi vay (interest coverage), từ đó ảnh hưởng đến xếp hạng tín nhiệm (debt rating) của doanh nghiệp. Một khi doanh nghiệp đã quyết định tỷ lệ nợ mục tiêu, họ phải quyết định loại nợ. Các lựa chọn bao gồm nợ dài hạn so với ngắn hạn, nợ lãi suất cố định so với lãi suất thả nổi, nợ có bảo đảm so với không bảo đảm, và nợ phát hành công khai so với nợ phát hành riêng lẻ. Doanh nghiệp cũng phải quyết định phát hành nợ ở đâu và bằng loại tiền tệ nào.

Vấn đề đầu tiên trong chính sách nợ—tỷ lệ nợ so với vốn chủ sở hữu—như đã được M&M đề cập, đã được thảo luận ở trên và trong các Chương 5, 6, và 7, vì vậy chúng ta sẽ không lặp lại ở đây. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng AT&T đã có dòng tiền ổn định và cao trong suốt lịch sử của mình. Điều này có nghĩa là rủi ro khi phát hành nợ của họ thấp hơn, và họ nên có tỷ lệ nợ cao để tận dụng các tấm chắn thuế (tax shields). Nói cách khác, hoạt động của AT&T kết hợp với tỷ lệ nợ cao là phù hợp với các hàm ý của M&M (1963).

Các vấn đề thứ yếu—như nợ dài hạn so với ngắn hạn, lãi suất cố định so với lãi suất thả nổi, có bảo đảm so với không bảo đảm, công khai so với riêng lẻ, thị trường phát hành và loại tiền tệ phát hành—không được đề cập một cách tích cực trong các tài liệu tài chính. Phần sau đây là thảo luận về những vấn đề thứ yếu này từ góc độ nhà thực hành, được hỗ trợ bởi kiến thức tài chính hàn lâm.

Như đã nêu trong Chương 7 về Marriott, điều doanh nghiệp nên làm là khớp kỳ hạn (maturity) của thị trường sản phẩm với chiến lược tài trợ. Trong trường hợp đó, Gary Wilson muốn phát hành nợ dài hạn với lãi suất cố định vì ông tin rằng lạm phát và lãi suất sẽ tăng. Nếu một CFO có cùng kỳ vọng với thị trường, thì việc doanh nghiệp vay ngắn hạn hay dài hạn không có nhiều khác biệt. Đường cong lợi suất (yield curve) phản ánh kỳ vọng của thị trường về tương lai. Nếu CFO tin rằng lãi suất sẽ tăng (giảm) trong tương lai, trong khi thị trường tin rằng chúng sẽ giảm (tăng), điều đó có nghĩa là ông ta sẽ muốn vay dài hạn (ngắn hạn) với lãi suất cố định (thả nổi).

Trong trường hợp của AT&T, không có bằng chứng nào cho thấy công ty có lập trường khác với thị trường về lãi suất tương lai. Tuy nhiên, chiến lược sản phẩm dài hạn của họ, như đã thảo luận ở trên, là ổn định và việc tài trợ dài hạn phù hợp tốt với chiến lược đó. AT&T, với nhu cầu tài chính khổng lồ, không cần phải chịu thêm rủi ro từ việc vay ngắn hạn và do đó phải ra thị trường thường xuyên hơn và với quy mô lớn hơn.

Quyết định phát hành nợ có tài sản đảm bảo (secured debt) hay nợ không có tài sản đảm bảo (unsecured debt) xoay quanh sự linh hoạt so với chi phí. Thông thường, như đã thảo luận trong Chương 7 về Marriott, nợ có tài sản đảm bảo sẽ rẻ hơn nợ không có tài sản đảm bảo vì thị trường sẽ chấp nhận lãi suất thấp hơn khi có tài sản đảm bảo tốt hơn. Tuy nhiên, với nợ có tài sản đảm bảo, các tài sản đảm bảo cho khoản nợ không thể được bán trừ khi khoản nợ được thanh toán đồng thời. AT&T, với tư cách là một công ty độc quyền, không có kế hoạch bán tài sản và do đó nên phát hành nợ có tài sản đảm bảo để có được lãi suất thấp hơn.

Nợ doanh nghiệp có thể là nợ công (public debt) hoặc nợ tư nhân (private debt). Nợ công liên quan đến việc mua nợ bởi các tổ chức và cá nhân. Nợ tư nhân có thể đề cập đến nợ ngân hàng (bank debt) hoặc nợ đặt riêng (private placement). Nợ ngân hàng đơn giản là tiền vay từ các ngân hàng. Đặt riêng (private placement) liên quan đến việc bán trực tiếp khoản nợ cho một nhà đầu tư tổ chức, chẳng hạn như công ty bảo hiểm, thay vì chào bán nợ cho công chúng.

Có những khác biệt về thể chế giữa thị trường nợ công, nợ ngân hàng và các loại nợ đặt riêng khác. Phát hành nợ công và nợ từ các nhà đầu tư tổ chức thường có lãi suất cố định với kỳ hạn dài hơn (thường lên đến 30 năm). Như đã đề cập trong Chương 7, nợ ngân hàng gần như chỉ có lãi suất thả nổi và thường là ngắn hoặc trung hạn (đến năm năm). Sự khác biệt chính giữa phát hành nợ công và đặt riêng với các nhà đầu tư tổ chức là nợ công, ngoài việc được nắm giữ rộng rãi hơn, có thể có các điều khoản có lợi hơn cho công ty (lãi suất coupon, điều khoản mua lại, v.v.) so với nợ tư nhân. Tuy nhiên, trong các tình huống khó khăn tài chính, việc đàm phán sẽ dễ dàng hơn

với một chủ nợ duy nhất (như trường hợp nợ tư nhân) hơn là đàm phán với nhiều chủ nợ (như trường hợp nợ công).

Lại như đã đề cập ở Chương 7 về Marriott, hai thị trường nợ công lớn nhất thế giới là thị trường đô la Mỹ và thị trường euro.8 Mặc dù có những thị trường khác, đặc biệt là nợ chính phủ, gần như toàn bộ nợ doanh nghiệp được phát hành ở một trong hai thị trường này. Lý do chọn thị trường này thay vì thị trường kia là thị trường nào có chi phí thấp nhất dựa trên các tiêu chí khác mà công ty đã chọn (tức là dài hạn so với ngắn hạn, lãi suất cố định so với thả nổi, có bảo đảm so với không bảo đảm, và công khai so với riêng tư).

Câu trả lời của AT&T cho loại nợ và thị trường để phát hành là phát hành nợ dài hạn, lãi suất cố định9 trên thị trường nợ công của Mỹ. Vào thời điểm đó, đây có lẽ là nguồn tài trợ nợ có chi phí thấp nhất cho AT&T.

Chính sách Vốn chủ sở hữu

Với vốn chủ sở hữu, một công ty có các lựa chọn tương tự như với nợ. Lựa chọn đầu tiên là về số lượng—và do đó là tỷ lệ phần trăm—vốn chủ sở hữu được sử dụng để tài trợ cho tài sản. Tất nhiên, đây là quyết định nghịch đảo với tỷ lệ nợ. Công ty cũng có lựa chọn về loại vốn chủ sở hữu mà mình có thể phát hành. Ví dụ, một công ty có thể phát hành cổ phiếu thường (straight equity), còn được gọi là cổ phiếu phổ thông (common stock). Một công ty cũng có thể phát hành cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) với cổ tức bắt buộc. Có các đặc điểm khác của cổ phiếu ưu đãi, bao gồm việc liệu cổ đông ưu đãi có quyền biểu quyết hay không và liệu cổ tức bị bỏ lỡ có tích lũy theo thời gian hay không. Cuối cùng, một công ty có thể phát hành chứng khoán chuyển đổi (convertibles), là một dạng lai giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Chúng ta sẽ thảo luận về chứng khoán chuyển đổi trong chương tiếp theo.10

Tài trợ bằng vốn chủ sở hữu thường gắn liền với một số "nguyên tắc Phố Wall". Chúng bao gồm những câu nói như "Đừng phát hành cổ phiếu nếu nó sẽ làm giảm EPS", "Đừng phát hành cổ phiếu nếu công ty có trái phiếu chuyển đổi đang lưu hành" (mà chúng ta sẽ thảo luận trong chương tiếp theo về MCI), "Đừng phát hành cổ phiếu dưới giá phát hành lần trước", và "Đừng phát hành cổ phiếu dưới giá trị sổ sách". Chúng ta sẽ thảo luận về các quy tắc này sau.

AT&T cũ đã trả lời câu hỏi về loại vốn chủ sở hữu nên phát hành bằng cách chọn phát hành chủ yếu là cổ phiếu phổ thông.11 (Tại sao AT&T lại chọn làm điều này sẽ trở nên rõ ràng hơn sau chương tiếp theo, về MCI.)

8Trái phiếu Euro đầu tiên, trị giá 15 triệu đô la, được phát hành vào tháng 7 năm 1963. Thị trường này được tạo ra để tránh các quy định của Mỹ hạn chế số tiền lãi trả cho tài khoản tiền gửi. Thị trường đã tăng trưởng từ 1 tỷ đô la vào năm 1966 lên 4,5 nghìn tỷ đô la vào năm 2009. (Xem The Economist, ngày 6 tháng 7 năm 2013, trang 14.) Để biết thảo luận chi tiết về trái phiếu Euro và việc tìm nguồn nợ trên toàn cầu, xem Laurent L. Jacque, International Corporate Finance (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2014), Chương 10.

9Nợ của AT&T là nợ không bảo đảm, trái ngược với những gì người ta có thể mong đợi, nhưng vì công ty là một con nợ có xếp hạng AAA, điều này có lẽ ít ảnh hưởng đến lãi suất của họ. Hơn nữa, không có hạn chế nào đối với chính sách chi trả cổ tức của AT&T.

10Ngoài cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi cũng như nợ chuyển đổi, còn có các biến thể khác của vốn chủ sở hữu. Một trong số đó là cổ phiếu theo mục tiêu (targeted stock). Đây là khi một công ty có vốn chủ sở hữu đại diện cho các doanh nghiệp khác nhau trong công ty. General Motors từng có cổ phiếu phổ thông của General Motors, cổ phiếu E của General Motors, cổ phiếu H của General Motors, cổ phiếu ưu đãi của General Motors và trái phiếu chuyển đổi của General Motors. Trên thực tế, General Motors từng có nhiều dạng vốn chủ sở hữu đến mức có người nhận xét rằng General Motors có nhiều loại cổ phiếu phổ thông hơn cả số thương hiệu ô tô. Quan điểm của chúng tôi rất đơn giản: có nhiều dạng vốn chủ sở hữu (mặc dù cổ phiếu phổ thông, như tên gọi của nó, là phổ biến nhất).

11Trong quá khứ, AT&T đã phát hành một số cổ phiếu ưu đãi mà họ đang chuộc lại.

Chính sách cổ tức

Câu hỏi tiếp theo của chúng ta là: Chính sách cổ tức của AT&T là gì? Như được trình bày trong Bảng 9.1, AT&T chi trả trung bình 62% thu nhập dưới dạng cổ tức tiền mặt. Khi làm điều này, AT&T giữ mức thanh toán tiền mặt của mình theo thời gian—nghĩa là, thu nhập biến động, nhưng số tiền cổ tức thực tế ổn định và trung bình bằng 62% thu nhập qua thời gian.12 Ngoài cổ tức tiền mặt thông thường như vậy, một số công ty trả cổ tức đặc biệt được công bố theo từng thời điểm, nhưng AT&T không phải là một trong những công ty đó.13

AT&T cũng có một kế hoạch tái đầu tư cổ tức, được giới tài chính biết đến với tên gọi DRP (phát âm là "drip"). DRP là gì? DRP cho phép cổ đông lựa chọn nhận cổ tức của họ dưới dạng cổ phiếu thay vì tiền mặt. DRP đôi khi cho phép cổ đông nhận cổ phiếu với mức chiết khấu và không phải trả hoa hồng môi giới. DRP của AT&T cho phép cổ đông nhận cổ phiếu với mức chiết khấu 5% so với giá thị trường. Tại sao một công ty lại bán cổ phiếu của mình với mức chiết khấu so với giá thị trường? Công ty đang cố gắng đạt được điều gì? Các công ty có chương trình DRP đang cố gắng để cổ đông tái đầu tư khoản cổ tức của họ vào chính công ty.14 DRP tương đương với việc phát hành cổ phiếu mới nhưng với chi phí thấp hơn cho công ty so với chào bán ra công chúng. Mặc dù có chiết khấu trong các chương trình DRP, cổ phiếu được bán ra vẫn ít tốn kém hơn cho công ty vì công ty không phải chịu các chi phí liên quan đến chào bán ra công chúng, chẳng hạn như phí bảo lãnh phát hành, thường chiếm 5–6% số tiền phát hành. DRP là một cách rất phổ biến để các công ty phát hành vốn cổ phần: hơn 1.000 công ty cung cấp DRP.15

AT&T cũng có các chương trình mua cổ phiếu cho nhân viên, cho phép nhân viên mua cổ phiếu với giá chiết khấu. Các chương trình này thường quy định thời gian cố định và số lượng cổ phiếu mà nhân viên có thể mua với mức giá được ấn định dựa trên 30–60 ngày trước đó.

Như sẽ thấy ở phần sau, AT&T thường có khoảng một phần ba cổ tức tiền mặt của mình được tái đầu tư vào chương trình DRP và các chương trình mua cổ phiếu cho nhân viên.

Cuộc thảo luận này không nhằm bao quát tất cả các chính sách tài chính mà một công ty có thể có. Các chính sách khác bao gồm các lựa chọn như tài trợ trước (prefunding) (tức là huy động vốn trước khi công ty có nhu cầu đầu tư một cách đáng kể, như trường hợp của MCI) và quản lý thanh khoản.

12Điều này là điển hình cho tất cả các công ty trả cổ tức. Cổ tức bằng tiền mặt có xu hướng bền vững và ổn định theo thời gian. Số tiền cổ tức hiếm khi thay đổi, và khi thay đổi, mức mới sẽ trở nên bền vững và ổn định. Nói cách khác, cổ tức hoạt động giống như một 'hàm bước' (step function). Chương 11 tập trung vào chính sách cổ tức (dividend policy).

13Cũng có những khoản chi trả gọi là cổ tức bằng cổ phiếu (stock dividend), nhưng thực chất đây là một hình thức phát hành cổ phiếu hơn là cổ tức thực sự.

14Như một lưu ý, các cổ đông vẫn phải nộp thuế thu nhập cá nhân cho khoản phân phối này, giống như khi họ nhận cổ tức bằng tiền mặt.

15Xem Investopedia, 'Những lợi ích của kế hoạch tái đầu tư cổ tức' (The Perks of Dividend Reinvestment Plans), www.investopedia.com/articles/02/011602.asp#axzz1wxPkXEp1, truy cập ngày 5 tháng 10 năm 2014. Như một lưu ý, sự kết hợp giữa DRP (kế hoạch tái đầu tư cổ tức) và bán khống (short selling) từng tạo ra cơ hội kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage). Để biết ví dụ, xem Myron S. Scholes và Mark A. Wolfson, 'Ngân hàng đầu tư phi tập trung: Trường hợp các kế hoạch tái đầu tư cổ tức và mua cổ phiếu chiết khấu' (Decentralized Investment Banking: The Case of Discount Dividend-Reinvestment and Stock Purchase Plans), Tạp chí Kinh tế Tài chính (Journal of Financial Economics) 24, số 1 (1989): 7–35. Tuy nhiên, Myron Scholes, chính là Scholes của Mô hình định giá quyền chọn Black-Scholes, từng nói với một trong các tác giả của bạn rằng vấn đề khi kinh doanh chênh lệch giá DRP là tần suất giao dịch khiến tờ khai thuế của ông dài hơn 200 trang (do Biểu D (Schedule D), nơi người nộp thuế phải liệt kê tất cả các giao dịch khác nhau trong một năm).

Để xem lại, trước năm 1984, AT&T cũ đã đưa ra các lựa chọn sau đây về khoản nợ của mình:

■*Lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi?*	Lãi suất cố định
■*Dài hạn hay ngắn hạn?*	Dài hạn
■*Phát hành qua ngân hàng, công khai hay riêng lẻ?*	Phát hành công khai
■*Thị trường Mỹ hay Châu Âu?*	Thị trường Mỹ

Nhìn chung, cơ cấu vốn của AT&T bao gồm 45% nợ (55% vốn chủ sở hữu), và khoản nợ của hãng được xếp hạng AAA. AT&T đã đưa ra các lựa chọn sau đây liên quan đến vốn chủ sở hữu của mình:

■*Vốn chủ sở hữu công khai hay tư nhân?*	Cổ phiếu đại chúng (public equity)
■*Cổ phiếu thường hay cổ phiếu ưu đãi?*	Cổ phiếu thường (common stock)
■*Cổ phiếu không chuyển đổi (straight) hay cổ phiếu chuyển đổi (convertible)?*	Không chuyển đổi (straight)

Quyết định của AT&T về chính sách cổ tức là cung cấp một mức cổ tức ổn định với mức chi trả trung bình trên 60% theo thời gian. Ngoài ra, AT&T chưa bao giờ cắt giảm cổ tức. Nhiều người coi AT&T là cổ phiếu chi trả cổ tức tối thượng. Các nhà đầu tư gọi cổ phiếu của AT&T là cổ phiếu dành cho "góa phụ và trẻ mồ côi" (tức là cổ phiếu dành cho những người cần một khoản cổ tức ổn định).

■*Có trả cổ tức hay không?*	Cổ tức tiền mặt
■*Tỷ lệ chi trả (payout level)?*	60% trở lên
■*Chương trình DRP?*	Có

Điều này đưa chúng ta đến câu hỏi trọng tâm: Các chính sách của AT&T có hợp lý không?

Mục tiêu chính sách tài chính

Hãy quay lại. Lý do chính cho các chính sách tài chính của một công ty là gì? Lý do số một là để bảo vệ chiến lược thị trường sản phẩm của công ty. Tài chính có nhiều vai trò trong một công ty, nhưng vai trò chính của tài chính doanh nghiệp là bảo vệ chiến lược thị trường sản phẩm của công ty. Đây là một trong những chức năng chính của CFO. Điều quan trọng là đảm bảo công ty có thể thực hiện các khoản đầu tư cần thiết. (Chúng ta vừa nói điều tương tự nhiều lần vì nó quan trọng đến vậy.)

Lý do thứ hai để một công ty có các chính sách tài chính là để gia tăng giá trị cho công ty. Công ty muốn tối đa hóa các tấm chắn thuế (tax shields), giảm chi phí vốn, và tối đa hóa giá cổ phiếu ở mức rủi ro chấp nhận được trong khi vẫn duy trì khả năng đạt được mục tiêu số một.

Mục tiêu tài chính của AT&T

Vậy bây giờ chúng ta hãy xem xét AT&T cụ thể. Để xác định liệu các chính sách tài chính của AT&T trước năm 1984 có phù hợp hay không, trước tiên chúng ta cần trả lời: AT&T là loại công ty gì? Đó là một công ty tiện ích được quản lý (regulated utility). Điều này có nghĩa là công ty hầu như không có lựa chọn nào trong việc có đầu tư vào cơ sở hạ tầng hay không. Mức độ đầu tư mà chiến lược thị trường sản phẩm của AT&T yêu cầu không thuộc quyền quyết định của ban quản lý.

Trước năm 1984, AT&T là một công ty độc quyền được chính phủ bảo hộ. Đổi lại cho vị thế độc quyền của mình, AT&T bắt buộc phải cung cấp dịch vụ điện thoại theo yêu cầu của bất kỳ khách hàng nào. Nếu một khu dân cư mới được xây dựng ngoài thị trấn, AT&T không thể nói, "Chúng tôi không có kế hoạch xây dựng mạng lưới ở đó trong ba năm tới, vì vậy cư dân sẽ phải sống mà không có dịch vụ điện thoại cho đến lúc đó." (Hãy nhớ, đây là trước khi điện thoại di động tiêu dùng tồn tại.) AT&T không có lựa chọn từ chối cung cấp dịch vụ. Ngoài ra, AT&T không thể nói, "Bạn ở xa trung tâm hơn, vì vậy chúng tôi sẽ tính phí cao hơn cho đường dây điện thoại của bạn." AT&T bắt buộc phải tính phí giống nhau cho tất cả mọi người cho dịch vụ địa phương.

Nói cách khác, AT&T không thể chọn chỉ đầu tư vào các dự án có NPV dương. Công ty bị buộc phải xây dựng. Chính phủ trao cho AT&T quyền độc quyền, và đổi lại, AT&T chấp nhận cơ cấu giá do chính phủ đặt ra và đồng ý lắp đặt dịch vụ điện thoại ở bất cứ nơi nào mọi người yêu cầu. Điều này có nghĩa là AT&T liên tục thực hiện các khoản đầu tư mới và do đó cần nguồn tài trợ liên tục. Vậy điều gì là quan trọng đối với AT&T liên quan đến thị trường vốn? AT&T phải có quyền tiếp cận vốn. Do đó, về phía thị trường sản phẩm, AT&T không có lựa chọn nào trong chiến lược đầu tư của mình: công ty phải liên tục xây dựng mạng lưới, lắp đặt đường dây, và xây dựng các trạm phụ. Vì vậy, AT&T liên tục huy động tiền trên thị trường vốn. Vì AT&T phải đảm bảo có thể có được vốn trong thời điểm tốt và xấu, quyền tiếp cận thị trường vốn là cực kỳ quan trọng.

Giống như bất kỳ tập đoàn nào, tổng đầu tư của AT&T trong bất kỳ năm nào được tài trợ từ thu nhập từ hoạt động kinh doanh của công ty trừ đi các khoản thanh toán cổ tức cộng với bất kỳ khoản nợ và phát hành cổ phiếu mới nào trong năm đó. Điều này có nghĩa là AT&T không chỉ phải dự báo nhu cầu đầu tư mà còn cả thu nhập từ hoạt động kinh doanh. Công ty cũng phải duy trì khả năng tiếp cận thị trường vốn, điều đó có nghĩa là quản lý rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk). Công ty thực hiện điều này trong khi cố gắng giảm thiểu chi phí tài trợ.

Sau khi đã xác lập chiến lược thị trường sản phẩm của AT&T trước khi tách (predivestiture), bây giờ chúng ta hãy thảo luận về các chính sách tài chính mà họ nên áp dụng.

Hãy bắt đầu với cấu trúc vốn thích hợp (capital structure) (tức là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu - debt-to-equity ratio). Chúng tôi khuyến nghị rằng một công ty xác định cấu trúc vốn của mình trước tiên nên trả lời ba câu hỏi sau (chúng tôi phân loại thành nội bộ, bên ngoài và chéo - cross-sectional):

1. Nội bộ: Công ty có thể phục vụ khoản nợ hiện tại và có được nguồn tài trợ mới có thể cần, ngay cả trong thời điểm khó khăn không? Câu hỏi này được trả lời bằng cách sử dụng báo cáo dự phóng (pro forma) và các kịch bản tốt nhất/xấu nhất. Các báo cáo dự phóng trước tiên xác định công ty cần bao nhiêu nguồn tài trợ mới. Chúng cũng kiểm tra doanh số và lợi nhuận của công ty có thể giảm bao xa mà vẫn cho phép công ty đáp ứng các khoản thanh toán tài chính hiện tại và có được nguồn tài trợ bổ sung cho bất kỳ khoản đầu tư mới nào được yêu cầu. Đánh giá nội bộ này về cơ bản cung cấp một thước đo rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk - BBR) của công ty. Để nhắc lại, các CFO nên sử dụng dự báo dự phóng để thực hiện một trong những nhiệm vụ cơ bản của họ, "Đừng để hết tiền mặt" (mà người đọc có thể nhớ là nhiệm vụ số 3 trong Chương 1).

3. Chéo (Cross-sectional): Các đối thủ cạnh tranh của công ty đang tài trợ cho chính họ như thế nào? Đây là một cách khác để nghĩ về rủi ro của công ty. Như chúng ta đã học trong Chương 5 khi thảo luận về Massey Ferguson, nếu một công ty chấp nhận nhiều rủi ro tài chính hơn các đối thủ cạnh tranh, nó có thể đặt hoạt động kinh doanh sản phẩm của mình vào rủi ro. Trong trường hợp này, không có đối thủ cạnh tranh nào của AT&T trước năm 1984 vì AT&T là công ty độc quyền vào thời điểm đó và do đó rủi ro chéo không có liên quan.

Vậy AT&T đã làm gì để duy trì khả năng tiếp cận thị trường vốn một cách liên tục?16 Điều quan trọng là AT&T đảm bảo khả năng tiếp cận bằng cách duy trì xếp hạng tín dụng AAA. Chính sách tài chính này có thể hơi nghiêm ngặt, nhưng với xếp hạng AAA, công ty biết rằng gần như chắc chắn sẽ có thể huy động được vốn. Chưa từng có thời điểm nào kể từ cuộc Đại khủng hoảng (và có thể cả trước đó) mà một công ty có xếp hạng trái phiếu AAA lại không thể tiếp cận thị trường vốn.

Bảng 9.3 trình bày một báo cáo lưu chuyển tiền tệ đơn giản hóa17 của AT&T cũ trong giai đoạn 1979–1983.18 Báo cáo này bao gồm cả nhu cầu tài chính của công ty. Ví dụ, năm 1979, nhà máy và thiết bị mới của AT&T cần chi tiêu vốn (capital expenditures) 16,4 tỷ đô la trong khi chi trả cổ tức là 3,6 tỷ đô la, tổng nhu cầu tài trợ là 20,0 tỷ đô la (16,4 + 3,6). Hoạt động kinh doanh của công ty cung cấp 14,8 tỷ đô la trong tổng số đó. Điều này có nghĩa là AT&T có nhu cầu tài trợ bên ngoài năm 1978 là 5,2 tỷ đô la (20,0 – 14,8). Nhắc lại, hoạt động của AT&T tạo ra 14,8 tỷ đô la, nhưng công ty phải tài trợ cho khoản đầu tư mới vào nhà máy và thiết bị là 16,4 tỷ đô la cộng với khoản chi trả cổ tức 3,6 tỷ đô la, nghĩa là công ty phải tài trợ cho khoản chênh lệch 5,2 tỷ đô la.

Năm 1980, AT&T cần tổng cộng 6,0 tỷ đô la tài trợ mới; năm 1981 số tài trợ cần thiết là 5,5 tỷ đô la; năm 1982 là 3,3 tỷ đô la; và năm 1983 là 3,8 tỷ đô la. Do đó, mỗi năm từ 1979 đến 1983, AT&T phải huy động thêm vốn. Trung bình khoảng 4,8 tỷ đô la mỗi năm.

AT&T lấy tiền từ đâu? Bảng 9.3 cho thấy chương trình tái đầu tư cổ tức (dividend reinvestment program - DRP) và các chương trình phát hành cổ phiếu cho nhân viên đã cung cấp cho công ty lần lượt 1,7 tỷ đô la, 2,6 tỷ đô la, 2,2 tỷ đô la, 3,5 tỷ đô la và 3,5 tỷ đô la trong các năm từ 1979 đến 1983. Công ty đã phát hành nợ dài hạn 3,2 tỷ đô la, 3,1 tỷ đô la và 2,6 tỷ đô la trong giai đoạn 1979–1981, trả nợ dài hạn 205 triệu đô la vào năm 1982, và sau đó phát hành thêm 680 triệu đô la nợ dài hạn vào năm 1983. AT&T cũng phát hành cổ phiếu mới trị giá 1 tỷ đô la vào năm 1981 và 1 tỷ đô la vào năm 1982. Tổng cộng, AT&T đã tài trợ trung bình khoảng 4,8 tỷ đô la mỗi năm bằng nợ và vốn chủ sở hữu (bao gồm cả DRP) trong giai đoạn 1979–1983.

---

16 Nhắc lại, trong đoạn đầu của chương này chúng tôi đã nêu rằng chúng tôi sử dụng AT&T để minh họa cách các chính sách tài chính (financial policies) được gắn với môi trường hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, chúng tôi đã nói rằng chúng tôi sẽ định giá các chính sách tài chính cho AT&T "cũ" (tức AT&T khi còn là công ty độc quyền) và sau đó đánh giá các chính sách tài chính cho AT&T "mới" (tức AT&T khi không còn là công ty độc quyền).
17 Định dạng của Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Cash Flow Statement) đã được điều chỉnh một chút so với cách trình bày kế toán chuẩn để phù hợp hơn với nội dung thảo luận về tài chính.
18 Lưu ý rằng AT&T thực sự đã lập Báo cáo nguồn vốn và sử dụng vốn (Statement of Sources and Uses of Funds) theo các quy tắc kế toán được chấp nhận thời bấy giờ. Bảng biểu của chúng tôi đã chuyển đổi báo cáo gốc của AT&T thành Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Statement of Cash Flows) theo yêu cầu của các quy tắc kế toán hiện hành.

BẢNG 9.3
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ của AT&T, 1979–1983

Year ($ millions)	1979	1980	1981	1982	1983

Điều chỉnh chính sách tài chính theo nhu cầu tài chính của doanh nghiệp

Thông tin tài chính trong các Bảng 9.1–9.3 cho phép chúng ta trả lời câu hỏi lớn hơn: Liệu các chính sách tài chính của AT&T có phù hợp với nhu cầu của công ty hay không? Hay nói cách khác, AT&T đã đáp ứng nhu cầu tài trợ của mình mỗi năm ở mức gần đến đâu?

Từ Bảng 9.2, chúng ta có thể suy ra các mục tiêu chính sách tài chính của AT&T và thấy mức độ gần với
các mục tiêu đó mỗi năm. Tỷ lệ nợ của AT&T là bao nhiêu? Tỷ lệ nợ của AT&T (debt/(debt + equity)) lần lượt là 47%, 47%, 46%, 43%, và 43% cho các năm 1979–1983. Từ đó, chúng ta suy ra tỷ lệ nợ mục tiêu của công ty là khoảng 45%. AT&T đã đạt mục tiêu 45% tốt đến mức nào?
Rất tốt. Tỷ lệ thanh toán lãi vay của AT&T (EBIT/interest expense) là bao nhiêu? 3,8; 3,4; 3,3; 3,9; và 3,0. Khá ổn định và tập trung ở mức khoảng 3,5.
Tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu của AT&T là bao nhiêu? Có vẻ là khoảng 62%, với tỷ lệ chi trả thực tế là 62%, 61%, 63%, và 64% từ 1979 đến 1982 (1983 là một ngoại lệ như đã đề cập ở trên).

Chính sách của AT&T có phù hợp với nhu cầu của họ không? Rõ ràng là có! Nếu một công ty đạt được mục tiêu mỗi năm,
điều đó có nghĩa là công ty đang ở trạng thái cân bằng và có lẽ đang làm đúng. Điều này thể hiện nguyên tắc sinh tồn (survival principle), nói rằng bất kỳ chính sách nào tồn tại trong thời gian dài và/hoặc qua nhiều công ty/đơn vị khác nhau thường là đúng.19

Để ôn lại, AT&T trước đây đã thực hiện huy động vốn khổng lồ và có xếp hạng AAA
Tại sao AT&T duy trì xếp hạng AAA? Vì họ cần tiếp cận thị trường vốn (capital markets) mọi lúc.
AT&T đã huy động được nhiều tiền hơn trên thị trường vốn Mỹ so với bất kỳ tổ chức nào khác ngoài chính phủ Mỹ.
Hãy tưởng tượng rằng AT&T trước đây thuê bạn làm trợ lý

19Nguyên tắc sinh tồn, như được sử dụng trong kinh tế học, là một khái niệm rất đơn giản. Nó dựa trên ý tưởng rằng nếu mọi người đều làm điều gì đó và nó tiếp tục hoạt động theo thời gian, thì có lẽ nó đúng, mặc dù chúng ta không nhất thiết giải thích được.

thủ quỹ phụ trách huy động vốn: công việc của bạn là huy động $4.8 tỷ mỗi năm (hoặc $18.4 triệu mỗi ngày, năm ngày một tuần, 52 tuần một năm). Bạn phải huy động $9.2 triệu trước bữa trưa và $9.2 triệu sau bữa trưa. Nếu bạn chọn đi nghỉ hai tuần, bạn phải huy động $184 triệu trước khi đi. Mỗi ngày bạn bước vào văn phòng, bạn phải huy động $18.4 triệu trước khi bước ra ngoài. Đó là một số tiền lớn, và bạn phải làm điều đó mỗi ngày, suốt cả năm. Đó là lý do tại sao AT&T duy trì xếp hạng AAA: để có thể tiếp cận
thị trường vốn.

Nguồn Vốn Nội Bộ

Bây giờ chúng ta hãy thảo luận về tăng trưởng bền vững (sustainable growth), một khái niệm chúng ta đã đề cập ở Chương 5. (Các
tác giả tin rằng sự lặp lại là một cách quan trọng để học, đặc biệt khi sự lặp lại
nằm trong các bối cảnh khác nhau. Nếu bạn đọc kỹ cuốn sách này, bạn sẽ thấy các khái niệm quan trọng được lặp lại xuyên suốt. Khái niệm tăng trưởng bền vững là một trong số đó.)

Một bài học quan trọng trong tài chính doanh nghiệp là các mục tiêu tài chính phải nhất quán với nhau và với thị trường sản phẩm và thị trường vốn. Đây là lý do tại sao các chính sách tài chính phải nhất quán với tỷ lệ tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp.

Hãy giải thích về tăng trưởng bền vững. Giả sử một công ty có doanh số tăng với một tốc độ nhất định g (doanh số đang tăng lên).

$$\text{Doanh thu năm } t+1 = \text{Doanh thu năm } t \quad (1 + g), \text{ hoặc}$$

$$\text{Sales}_{t+1} = \text{Sales}_{t} \quad (1 + g)$$

Nếu tỷ lệ doanh thu trên tài sản (sales/total assets) của công ty không đổi, thì tốc độ tăng trưởng tài sản phải bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu (tức là tài sản phải tăng trưởng cùng tốc độ với doanh thu).

$$\text{Nếu } \frac{\text{Sales}_{t+1}}{\text{Assets}_{t+1}} = \frac{\text{Sales}_{t}}{\text{Assets}_{t}}, \text{ và}$$

$$\text{Sales}_{t+1} = \text{Sales}_{t} \quad (1 + g), \text{ thì}$$

$$\text{Assets}_{t+1} = \text{Assets}_{t} \quad (1 + g).$$

Bây giờ, vì phương trình kế toán cơ bản (Balance Sheet identity) của chúng ta là:

Tài sản (Assets) = Nợ phải trả (Liabilities) + Giá trị ròng (Net Worth)

Điều này có nghĩa là bất kỳ sự gia tăng nào về tài sản đều phải được bù đắp bằng sự gia tăng tương ứng trong tổng nợ phải trả và giá trị ròng. Nói cách khác, nợ phải trả cộng với giá trị ròng tăng cùng tốc độ với tài sản. Vì chúng ta đã thiết lập rằng tỷ lệ doanh thu trên tài sản không đổi có nghĩa là tài sản tăng trưởng cùng tốc độ với doanh thu, g, thì nợ phải trả và giá trị ròng cùng nhau cũng phải tăng cùng tốc độ đó, g.

Nói cách khác: nếu doanh thu tăng trưởng với tốc độ g và nếu doanh thu/tài sản không đổi theo thời gian, thì tài sản tăng trưởng với tốc độ g. Nếu tài sản tăng trưởng với tốc độ g và vì tài sản = (nợ phải trả + giá trị ròng), thì (nợ phải trả + giá trị ròng) cũng phải tăng trưởng với tốc độ g.

Cuối cùng, nếu tỷ lệ giữa nợ phải trả và giá trị ròng không đổi (tương đương với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (debt/equity ratio) không đổi), thì cả nợ phải trả và giá trị ròng

phải tăng trưởng cùng tốc độ với tài sản (vốn đang tăng trưởng cùng tốc độ với doanh thu). Logic là:

$$\text{Nếu } \frac{\text{Salest+1}}{\text{Assetst+1}} = \frac{\text{Salest}}{\text{Assetst}}\text{, và}$$

$$\text{Salest+1} = \text{Salest} \quad (1 + g), \text{ thì}$$

$$\text{Assetst+1} = \text{Assetst} \quad (1 + g).$$

$$\text{Hơn nữa, nếu } \frac{\text{Liabilitiest+1}}{\text{NetWortht+1}} = \frac{\text{Liabilitiest}}{\text{NetWortht}}\text{, sau đó}$$

Cả nợ phải trả (liabilities) và giá trị tài sản ròng (net worth) đang tăng trưởng với tốc độ g. Bây giờ, giá trị tài sản ròng tăng trưởng bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) trừ đi tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend Payout ratio - DPR). Trong đó:

$$\text{ROE} = \frac{\text{NI}}{\text{NW}}$$ (trong đó NI = thu nhập ròng (net income), NW = giá trị tài sản ròng (net worth)), và

$$\text{DPR} = \frac{\text{D}}{\text{NI}}$$ (trong đó D = cổ tức (Dividends))

Do đó, giá trị tài sản ròng tăng trưởng bằng:

$$\text{ROE} \quad (1 - \text{DPR})$$

Phép tính này cho sự tăng trưởng của giá trị tài sản ròng (hoặc vốn chủ sở hữu) đôi khi được gọi là tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate). Nó cung cấp tốc độ mà một công ty có thể duy trì sự tăng trưởng của mình mà không cần tài trợ từ bên ngoài—với điều kiện là tỷ lệ doanh số/tài sản và tỷ lệ nợ phải trả/giá trị tài sản ròng đều không đổi.

Bây giờ chúng ta hãy làm ngược lại toàn bộ điều này (tức là đảo ngược dòng logic). Chúng ta sẽ bắt đầu với tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) của công ty, mà chúng ta vừa định nghĩa là:

$$\text{ROE} \quad (1 - \text{DPR}) \text{ và đặt nó bằng g}$$

Như đã lưu ý ở trên, nếu tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (debt/equity ratio) không đổi theo thời gian (có nghĩa là tỷ lệ nợ phải trả/giá trị ròng (liabilities/net worth ratio) không đổi), thì nợ phải trả phải tăng với cùng tốc độ, g, như giá trị ròng.

Vì bảng cân đối kế toán (balance sheet) yêu cầu tài sản = (nợ phải trả + giá trị ròng), thì tốc độ tăng trưởng của tài sản phải bằng tốc độ tăng trưởng của nợ phải trả, cũng giống như tốc độ tăng trưởng của giá trị ròng.

Cuối cùng, nếu tỷ lệ doanh thu/tài sản (sales/asset ratio) không đổi, thì doanh thu cũng sẽ tăng với cùng tốc độ g, trong đó g là tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) và g = ROE * (1 – tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend payout)).

Bảng cân đối kế toán
– Tài sản * (1 + g) –
Nợ phải trả * (1 + g)
Giá trị ròng * (1 + g)

Để tăng trưởng nhanh hơn tỷ lệ tăng trưởng bền vững, công ty phải thực hiện một trong các điều sau:

- ■Tăng ROE
- ■Giảm tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend payout)
- ■Tăng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (bán thêm nợ)
- ■Tăng tỷ lệ doanh thu/tài sản
- ■Phát hành vốn chủ sở hữu từ bên ngoài (outside equity)

Quan trọng là, bạn không thể đặt mục tiêu tài chính một cách ngẫu nhiên. Giả sử một công ty có ROE là 20% và tỷ lệ chi trả cổ tức (payout ratio) là 50%. Doanh số có thể tăng nhanh như thế nào nếu tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu và tỷ lệ doanh số/tài sản không đổi? Doanh số chỉ có thể tăng 10%. Nếu ROE là 20% và tỷ lệ chi trả là 50%, thì giá trị ròng của công ty (tức vốn chủ sở hữu) đang tăng 10% (20% * (1 – 50%)). Nếu tỷ lệ nợ (nợ/vốn chủ sở hữu) của công ty không đổi, điều này có nghĩa là nợ của công ty đang tăng 10%. Điều này cũng có nghĩa tài sản của công ty đang tăng 10%. Nếu tài sản của công ty tăng 10% và công ty duy trì tỷ lệ doanh số/tài sản không đổi, thì doanh số chỉ có thể tăng 10%.

Hãy để chúng tôi đưa ra một ví dụ thực tế từ kinh nghiệm của các tác giả. Hàng năm, CEO của một tổ chức tài chính lớn (chúng tôi sẽ không nêu tên ông ta để bảo vệ người có lỗi) thường phát biểu trước Hiệp hội các nhà phân tích chứng khoán và trình bày các mục tiêu của công ty như tỷ lệ nợ, xếp hạng trái phiếu, tăng trưởng doanh số, tỷ suất sinh lời trên tài sản, v.v. cho năm tới. Năm nào cũng vậy, các mục tiêu được trình bày không nhất quán với nhau. Và năm nào công ty cũng không đạt được mục tiêu. Điều này không đáng ngạc nhiên vì không công ty nào có thể đạt được mục tiêu nếu các mục tiêu không nhất quán. Một công ty không thể dự đoán ROE 20%, tỷ lệ chi trả 50%, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu không đổi, tỷ lệ doanh số/tài sản không đổi và tăng trưởng doanh số 15%. Đơn giản là không thể. Công bằng mà nói với CEO, ông ta thăng tiến trong công ty từ mảng vận hành và chưa bao giờ có chuyên môn về tài chính. Bài học ở đây là mặc dù tài chính không phải là kế toán, nhưng tất cả vẫn phải khớp với nhau.

Tóm lại, nếu chúng ta giữ ba tỷ lệ này không đổi—nợ/vốn chủ sở hữu, doanh số/tài sản, và lợi nhuận/doanh số—thì tăng trưởng bền vững sẽ quyết định tốc độ tăng trưởng doanh số của công ty. ROE nhân với một trừ đi tỷ lệ chi trả cổ tức là tốc độ tăng trưởng bền vững của công ty.20

Tăng trưởng bền vững của AT&T

*Bây giờ, chúng ta hãy xem xét tốc độ tăng trưởng bền vững của AT&T. Trong giai đoạn 1979–1982, ROE trung bình của AT&T là 13.1% (xem Bảng 9.4). Tỷ lệ chi trả cổ tức của AT&T trong cùng giai đoạn là 62% (xem Bảng 9.1; lưu ý rằng chúng ta sử dụng 1979–1982 và bỏ qua 1983). Do đó, tốc độ tăng trưởng bền vững của công ty (ROE nhân với một trừ đi tỷ lệ chi trả cổ tức) là 4.98% (13.1% * (1 – 0.62)). Tuy nhiên, vốn chủ sở hữu của AT&T đã tăng từ $46.5 tỷ vào cuối năm 1979 lên $63.8 tỷ vào cuối năm 1982, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 11.1%. Làm thế nào AT&T làm được điều đó?*

Chúng ta biết rằng doanh số/tài sản của AT&T khá ổn định (như được trình bày trong Bảng 9.4, chúng tăng từ 39,9% năm 1979 lên 43,9% năm 1982 và sau đó lên 46,4% năm 1983). Các tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cũng gần như không đổi (như được trình bày trong Bảng 9.2, chúng là 47%, 47%, 46%, 43%,

---

20 Các công ty, tất nhiên, có thể tăng trưởng nhanh hơn hoặc chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng bền vững của họ. Họ làm điều này bằng cách thay đổi một trong các tỷ lệ quan trọng đã đề cập. Thông thường, công ty phát hành nợ hoặc vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tăng trưởng bổ sung. Trong trường hợp đó, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu sẽ thay đổi.

BẢNG 9.4
AT&T Các tỷ số chọn lọc bổ sung, 1979–1983

	1979	1980	1981	1982	1983

và 43% từ năm 1979 đến 1983, tương ứng). Nhìn kỹ hơn vào giá trị tài sản ròng của AT&T, nếu chúng ta bắt đầu với giá trị 46.5 tỷ đô la vào cuối năm 1979 và tăng trưởng nó với tốc độ tăng trưởng bền vững 4.98% trong bốn năm, chúng ta sẽ có giá trị 53.8 tỷ đô la ($46.51 * 1.04983) vào năm 1982. Điều này có nghĩa AT&T cần thêm vốn chủ sở hữu bên ngoài là 10.0 tỷ đô la
để đạt được vốn chủ sở hữu thực tế cuối kỳ là 63.8 tỷ đô la. (Chúng ta tính 10.0 tỷ đô la bằng cách lấy giá trị tài sản ròng thực tế là 63.8 tỷ đô la trừ đi 53.8 tỷ đô la, con số này được tính bằng cách tính lãi kép với tỷ lệ 4.98% trong ba năm.)

Vậy AT&T đã có được số vốn chủ sở hữu bên ngoài bổ sung 10.0 tỷ đô la bằng cách nào? Các chương trình tái đầu tư cổ tức (DRPs) và
các chương trình cổ phiếu cho nhân viên chiếm 8.2 tỷ đô la tài trợ trong giai đoạn (Bảng 9.3, 1980–1982), để lại số dư là 1.8 tỷ đô la (10.0 – 8.2). AT&T đã huy động 2.0
tỷ đô la với hai đợt phát hành cổ phiếu mới, mỗi đợt 1 tỷ đô la vào năm 1981 và 1982 (chênh lệch là do làm tròn số). Người mới tiếp cận khái niệm này có thể sẽ nói: "Nó
thực sự hoạt động." Chà, nó phải hoạt động thôi: cách duy nhất để một công ty tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng bền vững của mình trong khi vẫn giữ nguyên tỷ lệ nợ, tỷ lệ chi trả cổ tức và tỷ lệ doanh thu/tài sản
là phát hành thêm vốn cổ phần. Khi nhìn vào AT&T, chúng ta thấy một công ty đã giữ các tỷ lệ đòn bẩy và khả năng sinh lời không đổi. Công ty cũng giữ mức chi trả cổ tức gần như tương tự. Do đó, AT&T chỉ có thể tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng bền vững của mình (ROE nhân với 1 trừ đi tỷ lệ chi trả cổ tức) nếu AT&T phát hành vốn cổ phần bên ngoài, điều mà công ty đã làm. Đó chính là cách tăng trưởng bền vững hoạt động.

	(triệu đô la)
Giá trị ròng thực tế của AT&T năm 1979	46,509
Tăng thêm từ tăng trưởng bền vững	*1.04983
Giá trị ròng của AT&T năm 1982 chỉ với tăng trưởng bền vững	53,809
Vốn chủ sở hữu phát hành từ DRP và các kế hoạch cổ phiếu cho nhân viên	8,220
Vốn chủ sở hữu mới phát hành	2,000
Giá trị ròng tính toán của AT&T năm 1982	64,029
Giá trị ròng thực tế của AT&T năm 1982	63,764
Sai số làm tròn	265

Tóm lại, các chính sách tài chính của AT&T cũ là duy trì xếp hạng trái phiếu AAA21 để có thể tiếp cận thị trường vốn liên tục; phát hành nợ dài hạn với lãi suất cố định trên thị trường Mỹ; duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức khoảng 60% trở lên; và duy trì tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu là 45%. Điều này được thực hiện để đáp ứng nhu cầu tài chính của công ty là 4,8 tỷ đô la mỗi năm (hoặc 18,4 triệu đô la mỗi ngày). Bốn chính sách tài chính này khớp với nhau và bền vững.

AT&T MỚI (SAU NĂM 1984)

Bây giờ chúng ta hãy thảo luận về AT&T "mới": công ty sau các vụ thoái vốn lớn vào ngày 1 tháng 1 năm 1984. (Lưu ý rằng chúng ta bắt đầu từ năm 1984 vì việc thoái vốn chính thức diễn ra vào ngày 1 tháng 1 năm 1984 và vì 1983 là năm chuyển tiếp. Mặc dù điều này được viết sau sự kiện, chúng ta sẽ coi giai đoạn sau năm 1984 là tương lai.) Bây giờ chúng ta đặt ra những câu hỏi tương tự như đã hỏi về AT&T "cũ". Câu hỏi đầu tiên là: Nhu cầu tài chính của AT&T mới là gì? Lưu ý, nếu chúng ta hỏi những câu hỏi này vào đầu năm 1984, điều đó có nghĩa là chúng ta phải chuẩn bị một bộ báo cáo tài chính dự phóng (pro forma). Tuy nhiên, vì chương này tập trung vào sự nhất quán giữa các chính sách hoạt động và tài chính, thay vì về báo cáo dự phóng, chúng tôi chuyển các chi tiết về cách thực hiện báo cáo dự phóng sang Phụ lục 9A.

Các Bảng 9.5, 9.6 và 9.7 trình bày Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, Bảng cân đối kế toán và Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng (sau thoái vốn) của AT&T, tương ứng, cho giai đoạn 1984–1988.

Một lần nữa, Phụ lục 9A cung cấp chi tiết các giả định được nhúng trong các báo cáo dự phóng.

BẢNG 9.5
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh dự phóng của AT&T, 1984–1988 (Sau thoái vốn)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988
Revenue (+4%)	35,910	37,347	38,840	40,393	42,010
Operating costs (81.3% sales)	29,195	30,363	31,577	32,840	34,154
Operating profit (18.7% sales)	6,715	6,984	7,263	7,553	7,856
Interest expense (debt * 12%)	1,180	1,063	943	812	669
Profit before tax	5,535	5,921	6,320	6,741	7,187
Federal income tax (40%)	2,214	2,368	2,528	2,696	2,875
Net income (2%)	3,321	3,553	3,792	4,045	4,312
Dividend (NI * 60%)	1,993	2,131	2,275	2,427	2,587
DRP (dividend * 33%)	664	711	759	809	862

Lưu ý: Các tỷ lệ tăng trưởng và tỷ số giả định được nêu trong ngoặc đơn ở cột một. Ví dụ, doanh thu được giả định tăng trưởng 4% mỗi năm. Các tỷ số khác tương tự như các tỷ số được tính trong Bảng 9.1. Điều quan trọng là tại thời điểm này, chúng tôi giả định rằng cổ tức và DRP của AT&T không thay đổi.

21Xếp hạng trái phiếu (bond ratings) đã được thảo luận trong Chương 5, chú thích 3.

BẢNG 9.6
Bảng cân đối kế toán dự phóng (Pro Forma) của AT&T, 1984–1988 (Sau thoái vốn)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

BẢNG 9.7
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng (Pro Forma) của AT&T, 1984–1988 (Sau thoái vốn)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

Như trên, đây là một báo cáo lưu chuyển tiền tệ kế toán đơn giản hóa. (Lưu ý: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo kế toán có thể được tái lập thành một Báo cáo nguồn và sử dụng vốn.)

Nguồn tài trợ dự kiến

Vậy nhu cầu vốn mới dự kiến của AT&T trong tương lai là bao nhiêu? Như dự kiến trong Bảng 9.7, nhu cầu tài trợ của AT&T từ năm 1984 đến 1988 là khoảng 4.2 tỷ đô la mỗi năm. Nếu Bảng 9.7 (Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng) là chính xác, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, trung bình 4.6 tỷ đô la mỗi năm, là quá đủ để tài trợ cho nhà xưởng và thiết bị mới ước tính và cổ tức (nhớ rằng điều này giả định tăng trưởng PP&E bằng với tốc độ tăng trưởng doanh số 4%).

Điều này có nghĩa là gì? AT&T cũ cần 4.8 tỷ đô la mỗi năm cho vốn mới. AT&T mới đang tạo ra đủ tiền mặt để tài trợ cho việc tăng cường nhà xưởng, thiết bị và cổ tức. (Chúng ta sẽ giả định cổ tức tiếp tục là một tỷ lệ phần trăm cố định của thu nhập ròng. Trên thực tế, AT&T giữ chúng ở mức cố định và không thay đổi theo thu nhập ròng—chính sách cổ tức được giải thích chi tiết hơn trong Chương 11.)

Tại sao AT&T cần rất nhiều tài trợ bên ngoài trước năm 1983 nhưng không cần sau năm 1983? Một số thứ đã thay đổi. Đầu tiên, tỷ lệ doanh số/tài sản của AT&T đã tăng từ 46.4% năm 1983 (doanh số 69.4 tỷ đô la và tài sản 149.5 tỷ đô la) lên ước tính 105.6% (doanh số 35.9 tỷ đô la và tài sản 34.0 tỷ đô la năm 1984) sau khi thoái vốn khỏi Baby Bells vào năm 1983. Điều này có nghĩa là tài sản giảm theo tỷ lệ phần trăm lớn hơn so với doanh số. Sự sụt giảm xảy ra vì AT&T đã tách Baby Bells, công ty kiểm soát điện thoại gia đình, một ngành bị quản lý chặt chẽ và thua lỗ vào thời điểm đó. Công ty giữ lại mảng kinh doanh sinh lợi nhất của mình: đường dây điện thoại đường dài. Do đó, tài sản giảm đáng kể vì các mạng liên quan đến hộ gia đình đã bị tách ra, nhưng doanh số không giảm nhiều vì các mạng đó ban đầu không có lãi.22

Các kịch bản tốt nhất và xấu nhất

Tiếp theo, chúng ta chạy một số mô phỏng. Thông thường chúng ta sẽ làm ít nhất các kịch bản tốt nhất, xấu nhất và kỳ vọng. Tuy nhiên, ở đây chúng ta sẽ chỉ thực hiện kịch bản kỳ vọng và kịch bản xấu nhất. Kịch bản kỳ vọng của chúng ta là kịch bản đã đưa ra trước đó (Bảng 9.5–9.7). Không cần thực hiện kịch bản tốt nhất vì kịch bản kỳ vọng đã quá thuận lợi rồi.

Đối với kịch bản xấu nhất, hãy giả định AT&T gần như không có lợi nhuận trong tương lai. (Chúng ta đặt thu nhập ròng gần bằng 0 bằng cách giả định chi phí hoạt động bằng 96.5% doanh số và biên lợi nhuận gộp là 3.5%. Chúng ta cũng tăng trưởng doanh số chỉ 1% thay vì 4% trong

22Trên thực tế, các đường dây nội hạt đã được trợ cấp bởi các đường dây đường dài. Ngoài ra, AT&T không còn phải xây dựng đường dây và trạm biến áp hay dựng cột điện cho các hộ gia đình trong các khu dân cư mới. Điều đó trở thành nhiệm vụ của Verizon, Southern Bell, US West và các công ty khác. Do đó, AT&T không cần (và hiện không cần) nhiều tài sản như trước. Công ty đã thay đổi toàn bộ phương trình tăng trưởng bền vững (sustainable growth equation) của mình với việc thoái vốn (divestiture). AT&T giảm doanh số với tỷ lệ nhỏ hơn nhưng giảm tài sản với tỷ lệ rất lớn. Đây là lý do tại sao công ty không cần nhiều vốn như trước sau năm 1983.

Kịch bản dự kiến. Chi phí lãi vay vẫn ở mức 12% của khoản nợ—khoản nợ này vẫn tăng theo doanh số nhưng giờ đây với tỷ lệ thấp hơn là 1%.)23 Vì vậy, trong kịch bản dự kiến của chúng tôi, AT&T kiếm được chỉ hơn 3 tỷ đô la vào năm 1984, trong khi trong kịch bản xấu nhất, AT&T kiếm được 24 triệu đô la. Lưu ý rằng ngay cả khi AT&T thực sự có lợi nhuận âm, công ty vẫn có thể tránh thể hiện khoản lỗ một cách hiệu quả nhờ các khoản chuyển lỗ thuế (tax loss carryforwards).24 Một lần nữa, trong kịch bản dự kiến, AT&T có lãi, trong khi trong kịch bản xấu nhất vừa mô tả, AT&T kiếm được rất ít.25

Lưu ý rằng trong kịch bản xấu nhất, chúng tôi giả định AT&T cắt cổ tức (dividends) về 0. Tuy nhiên, trong thế giới thực, AT&T có lẽ sẽ không cắt cổ tức. Như đã nêu ở trên, chúng tôi sẽ thảo luận về chính sách cổ tức (dividend policy) trong Chương 11 (cho đến lúc đó, bạn sẽ phải tin chúng tôi).

Các Bảng 9.8, 9.9 và 9.10 trình bày các Báo cáo thu nhập, Bảng cân đối kế toán và Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng (pro forma) cho AT&T từ 1984 đến 1988 trong kịch bản xấu nhất của chúng tôi.

Kịch bản xấu nhất có ý nghĩa gì đối với nhu cầu tài trợ (financing needs) của AT&T? Với kịch bản xấu nhất, nhu cầu tài trợ của AT&T (chênh lệch giữa tiền từ hoạt động kinh doanh (cash from operations) và chi phí đầu tư (capital expenditures)) chỉ là 377 triệu đô la trong toàn bộ thời gian năm năm. Điều này có nghĩa là nếu AT&T hầu như không có thu nhập và không chi trả cổ tức, nhu cầu vốn hàng năm chỉ là 75 triệu đô la một năm, so với 4,8 tỷ đô la một năm trước năm 1984. Do đó, trong kịch bản xấu nhất, AT&T sẽ cần ít vốn hơn trong năm năm so với số vốn cần thiết trong một năm trước năm 1984. Tại sao? Vì AT&T không còn cần nhiều tài sản như trước và do đó có chi phí đầu tư thấp hơn nhiều—công ty hiện đang hoạt động trong một thế giới khác.

BẢNG 9.8
Báo cáo thu nhập dự phóng của AT&T, 1984–1988 (Kịch bản xấu nhất)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

23Các giả định của chúng tôi để đạt được kịch bản xấu nhất này là tăng trưởng doanh số chỉ 1% (thay vì 4% trong kịch bản dự kiến) và điều chỉnh chi phí hoạt động khoảng 96% (thay vì 92%), khiến lợi nhuận không đáng kể và biên lợi nhuận (NI/doanh số) giảm từ 2% xuống 0%.
24Khi một công ty nộp thuế trong một số năm và sau đó thua lỗ, công ty được phép chuyển các khoản lỗ về trước (carry back), về cơ bản là nộp lại các tờ khai thuế trước đó bằng cách kết hợp các khoản lợi nhuận trước đây và khoản lỗ hiện tại. Chi tiết của luật liên tục thay đổi, với các quy định trước đây cho phép công ty chuyển lỗ về trước tối đa ba năm và sau đó chuyển bất kỳ khoản lỗ nào chưa sử dụng sang tương lai trong mười năm. Các quy định mới theo Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2018 (Tax Cuts and Jobs Act of 2018) không còn cho phép chuyển lỗ về trước, nhưng các khoản lỗ hiện có thể được chuyển tiếp cho đến khi sử dụng hết (tức là mãi mãi). Điều này là một nguồn tiền mặt khi nó xảy ra, và chúng tôi sẽ giải thích chi tiết khi chúng ta định giá dòng tiền trong các Chương 15 và 16. Trong chương hiện tại, chúng ta chỉ đang giải quyết các nhu cầu tài trợ.
25Người ta luôn có thể tranh luận về một trường hợp xấu hơn. Ngoài ra, về mặt kỹ thuật, cần phải tạo Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma Income Statements) bằng cách dự báo doanh thu và chi phí. Tuy nhiên, vì chúng ta đang tập trung vào Bảng cân đối kế toán ở đây, chúng tôi đã chốt tại dòng cuối (bottom-lined) và đặt thu nhập ròng gần bằng không.

BẢNG 9.9 Bảng cân đối kế toán dự phóng của AT&T, 1984–1988 (Kịch bản xấu nhất)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

BẢNG 9.10
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng của AT&T, 1984–1988 (Kịch bản xấu nhất)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

Để tóm tắt chương cho đến thời điểm này, AT&T cũ phải tài trợ 4,8 tỷ đô la mỗi năm. AT&T mới, trong kịch bản kỳ vọng, sẽ tạo ra đủ lượng tiền mặt dư thừa để tài trợ nội bộ cho các khoản chi tiêu vốn cần thiết. Trong Bảng 9.7 (kịch bản kỳ vọng của chúng ta), tổng tiền từ hoạt động kinh doanh được ước tính là 22,9 tỷ đô la trong giai đoạn 1984–1988, trong khi chi tiêu vốn cần thiết là 9,7 tỷ đô la cộng với 11,4 tỷ đô la cho cổ tức, tổng cộng là 21,1 tỷ đô la. Điều này có nghĩa là AT&T có thể trả bớt 1,8 tỷ đô la nợ trong giai đoạn năm năm trong kịch bản kỳ vọng.

Ngược lại, trong kịch bản xấu nhất, chi tiêu vốn cao hơn 377 triệu đô la so với tiền từ hoạt động kinh doanh trong giai đoạn năm năm. Với thu nhập bằng không và cổ tức bằng không (hãy nhớ rằng chúng ta đã sử dụng các giả định để đặt cả thu nhập ròng và cổ tức bằng không trong kịch bản xấu nhất), nhu cầu tài trợ trung bình hàng năm của AT&T chỉ là 75 triệu đô la.

Như chúng tôi đã lưu ý lúc đầu, các tác giả của bạn tin rằng nếu bạn hiểu được tác động mà sự thay đổi trong hoạt động của AT&T gây ra đối với các tỷ số tài chính của công ty và do đó đối với tốc độ tăng trưởng bền vững của công ty, và nếu bạn hiểu được tác động mà sự thay đổi hoạt động gây ra đối với nhu cầu tài trợ của AT&T, thì bạn đã đi được một chặng đường dài để hiểu được tài chính doanh nghiệp.

Tác động tài chính (tỷ số) của những thay đổi trên thị trường sản phẩm

Tiếp theo, hãy xem xét sự thay đổi từ AT&T cũ sang AT&T mới bằng cách xem xét ảnh hưởng của nó đến phân tích tỷ số của công ty. Nếu bạn còn nhớ, chúng tôi đã đề cập ở Chương 2 rằng phân tích tỷ số (ratio analysis) được sử dụng như một công cụ chẩn đoán bởi công ty, các nhà phân tích bên ngoài và ngân hàng để xác định sức khỏe tài chính của công ty.

Tác động lên các tỷ số và xếp hạng tín nhiệm là loại nội dung mà một ngân hàng đầu tư sẽ có trong cuốn sách trình bày về AT&T của họ.26 Để đầy đủ, cuốn sách nên bao gồm các tỷ số sẽ trông như thế nào trong các kịch bản dự kiến, xấu nhất và tốt nhất.

Khi đi sâu vào các con số để thực hiện phân tích tỷ số, chúng ta sẽ đồng thời xác định một mức xếp hạng nợ tiềm năng cho AT&T mới. Hãy nhớ rằng nợ của AT&T cũ luôn được xếp hạng AAA. Bằng cách xem xét tỷ số nợ (debt ratio) của công ty (tức là D/(D+E)) và hệ số khả năng thanh toán lãi vay (interest coverage) (tức là EBIT/I, trong đó I là các khoản thanh toán lãi bắt buộc), chúng ta có thể ước tính xếp hạng nợ mới sau năm 1984 của AT&T. Các tỷ số này được trình bày trong Bảng 9.12 cho cả hai kịch bản dự kiến và xấu nhất trong các năm 1984 và 1988.

Hãy dành chút thời gian để giải thích các con số trong Bảng 9.12. Như đã lưu ý trước đó, chúng tôi thường cũng bao gồm kịch bản tốt nhất, nhưng kịch bản dự kiến của chúng tôi là

BẢNG 9.11
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ Pro Forma của AT&T, 1984–1988, Kịch bản Dự kiến và Xấu nhất

Năm (triệu USD) Kịch bản Dự kiến Kịch bản Xấu nhất	
Tiền từ hoạt động kinh doanh	
22,890	
5,718	
Chi tiêu vốn (CAPEX)	
9,708	
6,095	
Cổ tức	
11,414	
0	
Nhu cầu vốn	
21,122	
6,095	
Giảm nợ trong giai đoạn 5 năm	
1,768	
Tài trợ cần thiết trong giai đoạn 5 năm	
(377)	

26Ngân hàng đầu tư chuẩn bị một cuốn sách trình bày (presentation book) cho một công ty khi công ty đó thực hiện các đợt huy động vốn mới, mua lại, thay đổi chính sách tài chính (ví dụ: cổ tức), v.v. Cuốn sách so sánh công ty với chính nó và với các đối thủ trong ngành về cả cách thức hoạt động trong quá khứ lẫn cách thức sẽ thay đổi trong tương lai. Việc chuẩn bị những cuốn sách này chiếm phần lớn thời gian của một nhà phân tích mới vào nghề (tức là những người vừa tốt nghiệp trường kinh doanh).

BẢNG 9.12
Các Tỷ số Pro Forma Chọn lọc của AT&T, Kịch bản Dự kiến và Xấu nhất

	Kịch bản Dự kiến		Kịch bản Xấu nhất	
	1984	**1988**	**1984**	**1988**

vì vậy chúng tôi đã loại bỏ trường hợp tốt nhất. Các kịch bản dự kiến của AT&T cho năm 1984 và 1988 được đưa ra trong hai cột đầu tiên. Tỷ lệ nợ năm 1984 là 34,6% và năm 1988 là 14,0%. Tỷ lệ năm 1984 được tính như sau: nợ là 8.854 triệu đô la (366 triệu đô la nợ ngắn hạn cộng với 8.488 triệu đô la nợ dài hạn) trong khi vốn chủ sở hữu là 16.729 triệu đô la.

Khả năng thanh toán lãi vay của AT&T trong kịch bản dự kiến năm 1984 là 5,69 lần, và năm 1988 là 11,75 lần. Con số năm 1984 được tính bằng cách chia EBIT 6.715 triệu đô la cho chi phí lãi vay ước tính là 1.180 triệu đô la. (Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay bằng cách lấy tổng nợ của năm trước nhân với lãi suất giả định là 12%.27 Lưu ý rằng nếu bạn tính các con số này cho công ty của mình, bạn sẽ không cần ước tính vì bạn sẽ biết các khoản thanh toán lãi vay thực tế hoặc lãi suất vay.)

Bây giờ, vào năm 1984, trong kịch bản dự kiến với tỷ lệ nợ 34,6% và khả năng thanh toán lãi vay 5,69 lần, xếp hạng trái phiếu dự kiến của AT&T có lẽ là AA. Điều này chủ yếu là do AT&T mới không còn là một công ty tiện ích. Một công ty tiện ích có thể có mức nợ cao hơn với cùng xếp hạng. Điều này là do các công ty tiện ích, nếu được quản lý, thường có dòng tiền ổn định và do đó ít rủi ro hơn. Vì AT&T không còn là công ty tiện ích, nó giờ phải được so sánh với các công ty phi tiện ích có quy mô và hồ sơ rủi ro tương tự.

Bây giờ chúng ta hãy nhảy tới kịch bản dự kiến của AT&T cho năm 1988. Báo cáo tài chính dự kiến cho thấy tỷ lệ nợ dự kiến của AT&T giảm từ 34,6% xuống 14,0% từ năm 1984 đến năm 1988, và khả năng thanh toán lãi vay tăng lên 11,75 lần. Và xếp hạng trái phiếu của AT&T sẽ là gì vào năm 1988? Nó có lẽ sẽ là AA+ hoặc AAA vào năm 1984, do các tỷ lệ được cải thiện. Vì vậy trong kịch bản dự kiến của chúng tôi, thế giới của AT&T trông có vẻ thuận lợi.

Điều gì xảy ra nếu AT&T trải qua kịch bản xấu nhất (ví dụ: lợi nhuận bằng không) thay vào đó? Trong kịch bản xấu nhất, năm 1984, nợ ròng của AT&T là 10.003 triệu đô la, cao hơn một chút so với kịch bản dự kiến. Tỷ lệ nợ là 40,4%, và khả năng thanh toán lãi vay giảm xuống còn 1,03 lần. (EBIT về cơ bản bằng chi phí lãi vay khi lợi nhuận ròng gần bằng không.)

Xếp hạng trái phiếu dự kiến của AT&T, dựa trên cách các tổ chức xếp hạng chuyển đổi tỷ lệ khả năng thanh toán và quy mô công ty thành xếp hạng, có lẽ sẽ là BB. Nếu các tổ chức xếp hạng trong kịch bản xấu nhất của chúng tôi tin rằng lợi nhuận bằng không là một sự kiện một lần, thì xếp hạng cho công ty thậm chí có thể là BBB.28

27Như đã nêu trong Phụ lục 9A, tỷ lệ 12% được chọn vì nó gần với lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 10 năm của Mỹ ở mức 11,67% vào cuối năm 1983.
28Bạn cần biết thêm về xếp hạng trái phiếu để hiểu điều này, nhưng về cơ bản, mặc dù công ty có hệ số khả năng trả lãi bằng 0, nhưng đây vẫn là một công ty lớn với mức nợ tương đối khiêm tốn ở mức 38%.

Tiến tới năm 1988, tỷ lệ nợ của AT&T sẽ giảm nhẹ xuống còn 39,5%, trong khi hệ số khả năng trả lãi tăng lên 1,90.

Điều này có nghĩa là nếu AT&T gần như không tạo ra lợi nhuận trong năm năm và tiếp tục đầu tư vào chi tiêu vốn ở mức tương đương với mức tăng trưởng doanh số (mà chúng ta đặt là 1% trong kịch bản xấu nhất so với 4% trong kịch bản dự kiến), tỷ lệ nợ và hệ số khả năng trả lãi của công ty về cơ bản vẫn không đổi. AT&T vẫn sẽ là một công ty khổng lồ với nhiều tài sản; một công ty nhỏ hơn với các tỷ lệ tương tự có thể bị xếp hạng thấp hơn.

Do đó, trong kịch bản dự kiến, xếp hạng của AT&T chuyển từ AAA trước khi thoái vốn sang AA sau đó và trở lại AA+ hoặc AAA vào năm 1988. Trong kịch bản xấu nhất, AT&T sẽ chuyển từ AAA hiện tại xuống BB trong cùng khoảng thời gian.

Nếu bạn còn nhớ, chúng ta đã đề cập trước đó rằng một công ty thiết lập tỷ lệ nợ theo các tiêu chí nội bộ, bên ngoài và so sánh chéo (cross-sectional). Bạn sẽ phân loại phân tích tỷ lệ trên như thế nào? Đó là phân tích nội bộ. Chúng ta đã sử dụng báo cáo tài chính dự phóng (pro formas) của công ty, thể hiện các kịch bản dự kiến và xấu nhất, để ước tính các tỷ lệ trong tương lai và suy ra xếp hạng trong tương lai. Đó là tất cả những gì chúng ta đã làm. Nó không phức tạp về mặt phân tích, nhưng rất chi tiết.

Bây giờ, sau khi xem xét hiệu quả hoạt động, các tỷ lệ và chính sách tài chính của AT&T cũ cũng như báo cáo dự phóng của AT&T mới, chúng ta hãy xem xét một câu hỏi mới: Chính sách tài chính của AT&T mới nên như thế nào?

Có hai thay đổi lớn đối với AT&T mới. Thứ nhất, công ty không còn là một công ty tiện ích được quản lý (regulated utility). Thứ hai, công ty sẽ đầu tư ít hơn nhiều vào cơ sở hạ tầng mới và do đó nhu cầu tài trợ sẽ giảm mạnh. Sự giảm đầu tư này khiến tỷ lệ doanh số/tài sản của công ty tăng từ 0.46 lên 1.06. Điều này có nghĩa là mức độ thâm dụng vốn (capital intensity) của AT&T đã tăng vọt. Hơn nữa, AT&T không còn là công ty độc quyền. Đây là một công ty trong một ngành cạnh tranh, mặc dù là một công ty lớn. Vì vậy, BBR (rủi ro kinh doanh cơ bản) của AT&T cũng vừa mới tăng lên đáng kể.

Trước khi MCI và các đối thủ khác tham gia thị trường đường dài, AT&T đã nắm 95% thị trường đường dài và độc quyền hầu hết dịch vụ điện thoại nội hạt. Từ năm 1984, thị phần đường dài của AT&T đã sụt giảm và các công ty vận hành nội hạt giờ đây là các thực thể riêng biệt. Ngoài ra, trước năm 1984 nếu bạn muốn có một chiếc điện thoại, thì chỉ có công ty con của AT&T cung cấp mà thôi. Bây giờ, người tiêu dùng có thể mua điện thoại từ nhiều nhà sản xuất.

Tất cả điều này cũng có nghĩa là AT&T lần đầu tiên phải bắt đầu làm marketing. AT&T hiếm khi chạy quảng cáo trước khi bị chia tách. Chẳng có lý do gì để chạy quảng cáo khi công ty còn là một đế chế độc quyền. Sau năm 1984, AT&T, theo nhiều cách, đã bước vào một thế giới hoàn toàn khác.

Chính sách tài chính của AT&T "mới"

Vậy giờ hãy cùng bàn về các chính sách tài chính mới của AT&T. Câu hỏi đầu tiên trong loạt câu hỏi về chính sách tài chính cho AT&T mới là: AT&T nên hướng tới mức xếp hạng nợ (debt rating) nào? Vì AT&T không còn là công ty tiện ích (utility) nữa, liệu AT&T có nên cố duy trì xếp hạng AAA của mình? Nếu AT&T quyết định muốn duy trì xếp hạng nợ AAA, họ sẽ phải giảm nợ và/hoặc tăng khả năng thanh toán lãi vay (interest coverage) vì giờ đây họ là công ty công nghiệp (industrial firm) chứ không phải tiện ích. Như đã nói ở trên, các công ty tiện ích có thể có mức nợ cao hơn vì, phần lớn trong số họ là độc quyền, được coi là ổn định hơn các công ty công nghiệp. Xếp hạng AAA từng rất quan trọng với AT&T vì nó đảm bảo khả năng tiếp cận thị trường vốn (capital markets) mọi lúc. Với nhu cầu tài trợ thấp hơn, điều này có thể không còn quan trọng với AT&T mới nữa. Vậy đâu là mức xếp hạng phù hợp cho AT&T mới? Chúng ta sẽ sớm giải đáp.

Loạt câu hỏi thứ hai liên quan đến chính sách cổ tức (dividend policy) của AT&T. Liệu AT&T có nên duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend payout) ở mức 60%? Hay công ty nên thay đổi chính sách cổ tức? Và nếu thay đổi thì nên thay đổi như thế nào? Nếu công ty giảm cổ tức, thì nên giảm nhanh hay giảm dần? Nếu AT&T cắt giảm cổ tức, công ty sẽ gửi một tín hiệu đến các cổ đông (shareholders) của mình, những người đang kỳ vọng vào cổ tức.

Một loạt câu hỏi thứ ba có thể là: Liệu AT&T có nên tiếp tục phát hành nợ dài hạn với lãi suất cố định (fixed-rate debt) trên thị trường Mỹ, hay AT&T bây giờ nên tài trợ theo cách khác?

Như chúng ta thấy từ ba loạt câu hỏi này, AT&T giờ đây phải quyết định xem sẽ giữ nguyên các chính sách tài chính cũ hay áp dụng một bộ chính sách mới. Các chính sách thị trường sản phẩm mới của AT&T, với tư cách là một công ty trong ngành cạnh tranh, sẽ quyết định điều AT&T nên làm về mặt tài chính.

Hãy xem lại tình hình của AT&T vào cuối năm 1983. AT&T có 4,8 tỷ đô la tiền mặt. Công ty có tỷ lệ nợ là 43%, và hệ số thanh toán lãi vay (interest coverage) là 3,01 lần. Nợ của công ty được xếp hạng AAA. Tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend payout) của AT&T thực tế là 40% (nó là 60%, nhưng 20% trong số đó quay lại công ty thông qua các kế hoạch tái đầu tư cổ tức (DRPs) và các kế hoạch cổ phiếu cho nhân viên). Cuối cùng, giá cổ phiếu của AT&T đang ở mức cao nhất trong 17 năm là 68,50 đô la. Tuy nhiên, công ty đang đối mặt với nhiều sự không chắc chắn. Công ty vừa tách các Baby Bells, không còn là công ty độc quyền được quản lý, và giờ phải cạnh tranh trên thị trường với MCI và bất kỳ ai khác muốn tham gia.

Vậy AT&T nên làm gì? Không làm gì? Cắt giảm cổ tức? Bán cổ phiếu? Mua lại cổ phiếu? Phát hành nợ? Nếu đây là một lớp học, giảng viên của bạn sẽ dừng lại và hỏi cả lớp câu hỏi, thu thập các câu trả lời khác nhau, và tranh luận về các lựa chọn thay thế. Vậy hãy tự suy nghĩ trong đầu, và chúng tôi sẽ kể cho bạn nghe điều gì thực sự đã xảy ra và tại sao.

Chuyện gì đã xảy ra và tại sao

Vào ngày 28 tháng 2 năm 1983, AT&T đã công bố phát hành cổ phiếu (equity issue) trị giá 1 tỷ đô la. Bạn có ngạc nhiên về điều đó không? Thị trường đã ngạc nhiên. Vào ngày công bố, thị trường đã hạ giá cổ phiếu của AT&T xuống 3,5%, từ 68 3/8 đô la xuống 66 đô la. Điều này có vẻ không nhiều, nhưng AT&T có 896,4 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Điều này có nghĩa là giá trị thị trường của công ty đã giảm 2,1 tỷ đô la (từ 61,3 tỷ đô la xuống 59,2 tỷ đô la) trong ngày hôm đó. Về cơ bản, AT&T đã công bố phát hành cổ phiếu trị giá 1 tỷ đô la, và thị trường đáp lại: “Thật sao? Bây giờ bạn đáng giá ít hơn 2 tỷ đô la, một sự pha loãng 200%.”

Tại sao lại có sự sụt giảm như vậy trong vốn hóa thị trường (market cap)? AT&T là một công ty có vẻ khá ổn định nhưng có triển vọng không chắc chắn. Công ty có một đống tiền mặt, tỷ lệ nợ rất thấp, xếp hạng trái phiếu tốt, và giá cổ phiếu ở mức cao nhất mọi thời đại. Sau đó công ty công bố họ sẽ phát hành cổ phiếu. Thị trường đã hiểu điều này như thế nào? Hành động của công ty dường như báo hiệu rằng ban quản lý AT&T không kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tăng trong tương lai. Hơn nữa, việc phát hành cổ phiếu có thể đã báo hiệu cho những người bên ngoài rằng công ty tin rằng họ có thể không có đủ dòng tiền nội bộ trong tương lai để đáp ứng các nhu cầu tài chính. Đây chính là ý nghĩa của tín hiệu (signaling), và nó được thúc đẩy bởi thông tin bất đối xứng (asymmetric information). Trong thời điểm đầy bất ổn và không có nhu cầu rõ ràng về tiền, ban quản lý đã quyết định phát hành cổ phiếu. Thị trường đương nhiên bối rối và lo ngại! Kết quả là, giá cổ phiếu đã giảm.

Điều này có điển hình cho các công ty khác không? Thực ra là có. Khi các công ty phát hành cổ phiếu, trung bình 31% số tiền họ phát hành bị mất đi do giá cổ phiếu giảm.29 Điều này có nghĩa là nếu một công ty

29Xem Paul Asquith và David Mullins, “Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues,” Financial Management 15, số 3 (1986): 27–44, nghiên cứu về phản ứng của thị trường

công bố sẽ phát hành 100 triệu đô la cổ phiếu mới, vốn hóa thị trường của họ (giá cổ phiếu nhân với số cổ phiếu đang lưu hành) trung bình giảm 31 triệu đô la. Tuy nhiên, ban quản lý có 100 triệu đô la vốn mới được bơm vào từ đợt phát hành cổ phiếu để sử dụng.

Phát hành cổ phiếu mới không phải là sự kiện tài trợ duy nhất ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của công ty. Nếu một công ty mua lại cổ phiếu trong một đợt chào mua tự nguyện hoặc chương trình mua lại, giá cổ phiếu trung bình tăng lên. Nếu một công ty tăng cổ tức, giá cổ phiếu trung bình tăng lên. Nếu một công ty giảm cổ tức, giá cổ phiếu trung bình giảm xuống.30

Những sự kiện khác nhau này—phát hành cổ phiếu, mua lại cổ phiếu, tăng cổ tức, và giảm cổ tức—có thể được xem xét trong một khuôn khổ dòng tiền cổ phiếu vào và dòng tiền cổ phiếu ra. Nếu một công ty quyết định cần thêm dòng tiền cổ phiếu, họ bán cổ phiếu và/hoặc cắt cổ tức. Thị trường hiểu đây là tín hiệu tiêu cực và hạ giá cổ phiếu. Nếu công ty có đủ dòng tiền cổ phiếu để mua lại cổ phiếu và/hoặc tăng cổ tức, thị trường hiểu đây là tín hiệu tích cực, và giá cổ phiếu của công ty thường tăng.

Hãy xem xét điều này trong bối cảnh nguồn vốn và cách sử dụng vốn của một công ty điển hình. Đối với tất cả các công ty trung bình, vốn tạo ra nội bộ cung cấp khoảng 60% số vốn mà công ty cần cho các cơ hội đầu tư. Nói cách khác, trung bình 60% vốn đầu tư đến từ tăng trưởng bền vững. Phát hành nợ chiếm trung bình 24% vốn đầu tư cho các tập đoàn. Vốn lưu động cung cấp trung bình 12% tài trợ. Điều này để lại phát hành cổ phiếu ở mức 4% nhu cầu tài trợ.

Do đó, có vẻ như các công ty miễn cưỡng phát hành cổ phiếu. Phát hành cổ phiếu chiếm phần nhỏ nhất trong vốn đầu tư. Ví dụ thêm, trong một nghiên cứu về 360 công ty trong thời gian 10 năm, chỉ có 80 trong số 360 công ty phát hành cổ phiếu một hoặc nhiều lần trong thời gian 10 năm.31 Điều này tương đương khoảng 2% số công ty mỗi năm.

Tại sao các công ty lại ngại phát hành cổ phiếu? Sự ngại ngần này có thể xuất phát từ việc thị trường thường coi việc phát hành cổ phiếu là tín hiệu tiêu cực do thông tin bất đối xứng (asymmetric information). Như đã đề cập, nếu một công ty phát hành cổ phiếu, họ sẽ mất trung bình 31% giá trị của đợt phát hành cổ phiếu đó.

Việc một công ty ngại phát hành cổ phiếu có nhiều hàm ý đối với thực tiễn tài chính doanh nghiệp. Điều đó có nghĩa là:

1. Tăng trưởng bền vững có sức mạnh. Các quỹ không được tạo ra nội bộ từ sự tăng trưởng bền vững của công ty phải đến từ nợ hoặc tài trợ bằng cổ phiếu.
2. Thị trường vốn nội bộ và việc chuyển giao vốn trong công ty là quan trọng. Thị trường vốn nội bộ đóng vai trò thay thế cho thị trường bên ngoài.
3. Đệm tài chính (financial slack)32 quan trọng vì nó cho công ty khả năng đến thị trường vốn bên ngoài và phát hành nợ khi cần vốn mới. Nếu không có đệm tài chính, công ty có thể không có lựa chọn đó và có thể phải phát hành cổ phiếu thay thế.

đối với việc phát hành cổ phiếu. Đối với các đợt phát hành cổ phiếu mới, mức pha loãng trung bình là 31% và mức pha loãng trung vị là 28%.
Trong hơn 80% các trường hợp, giá cổ phiếu giảm khi một đợt phát hành cổ phiếu mới được công bố.
30Những thay đổi này, được mô tả chi tiết bởi Asquith và Mullins (1986), đã trích dẫn ở trên, đều có ý nghĩa thống kê.
31Xem W. Mikkleson và M. Partch, “Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process,” Tạp chí Kinh tế Tài chính 15 (tháng 1/2 năm 1986): 31–60.
32Cụm từ đệm tài chính (financial slack) được dùng để chỉ việc công ty có vốn dư thừa hoặc khả năng phát hành thêm nợ một cách dễ dàng.

4. Tỷ lệ nợ của công ty có thêm tầm quan trọng (ngoài tác động của nó đến rủi ro tài chính) do ảnh hưởng của nó đến xếp hạng trái phiếu và do đó đến khả năng tiếp cận thị trường nợ, điều mà các công ty cần để tránh phát hành cổ phiếu. Các công ty đầu tiên huy động vốn nội bộ và sau đó, nếu cần, thông qua nợ bên ngoài. Do đó, các công ty cần tiếp cận thị trường nợ.
5. Cổ tức có xu hướng khó thay đổi (sticky). Vì cổ tức là tín hiệu, các công ty ngại thay đổi cổ tức trừ khi họ có thể duy trì ở mức cao hơn mới. Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về cổ tức trong Chương 11. Hiện tại, chúng ta chỉ cần nói rằng cổ tức thường không thay đổi.
6. Có chi phí cho các tín hiệu sai lệch. Chúng ta sẽ thảo luận về định nghĩa của tín hiệu sai lệch và tác động của chúng trong chương tiếp theo.
7. Cuối cùng, việc ngại phát hành cổ phiếu cũng củng cố niềm tin vào nhiều câu ngạn ngữ Phố Wall về phát hành cổ phiếu, chẳng hạn như "Đừng phát hành cổ phiếu nếu bạn làm loãng EPS của mình," và "Đừng phát hành cổ phiếu nếu bạn có trái phiếu chuyển đổi còn lưu hành."33 Chúng ta cũng sẽ thảo luận về những điều này trong chương tiếp theo.

Vì vậy, các quyết định cấu trúc vốn của công ty bị ảnh hưởng bởi tín hiệu tài chính (financial signaling) kết hợp với thông tin bất đối xứng (asymmetric information). Cùng với nhau, điều này tạo ra một yếu tố động cho các mô hình M&M tĩnh của chúng ta (đã thảo luận ở Chương 6). Giả sử một công ty không ở trạng thái cân bằng của mô hình tĩnh và cần vốn mới. Công ty nên chọn nguồn tài trợ nào? Nếu công ty tuân thủ trạng thái cân bằng của mô hình tĩnh, công ty nên chọn giữa nợ hoặc vốn chủ sở hữu bằng cách xác định điều gì sẽ đưa công ty trở lại trạng thái cân bằng. Tuy nhiên, có những khuyến khích do tín hiệu và thông tin bất đối xứng có thể khuyến khích các nhà quản lý tài trợ cho các khoản đầu tư bằng cách dựa vào thu nhập nội bộ trước tiên. Điều này đặc biệt đúng trong trường hợp các nhà quản lý không muốn thay đổi cổ tức. Sau thu nhập nội bộ, thông tin bất đối xứng và tín hiệu khiến các công ty chọn nợ làm lựa chọn thứ hai. Lựa chọn thứ ba là vốn chủ sở hữu.

Ý tưởng rằng các công ty chọn nguồn tài trợ bằng cách ưu tiên dòng tiền nội bộ, nợ, rồi đến vốn chủ sở hữu được mô tả là 'trật tự mổ cắn' (pecking order). Lý thuyết trật tự mổ cắn (pecking order theory) cho rằng các công ty sử dụng vốn nội bộ trước, sau đó đến nợ, và cuối cùng là vốn chủ sở hữu vì những lý do đã nêu trên. Nói một cách đơn giản, nếu một công ty bán vốn chủ sở hữu, thị trường tin rằng công ty đó đang bán vốn chủ sở hữu vì giá cổ phiếu hiện tại đang quá cao.

Quan trọng là, động lực chọn nguồn tài trợ theo trật tự mổ cắn này đôi khi có thể đưa công ty rời xa trạng thái cân bằng M&M tĩnh của nó. Chúng ta sẽ quay lại vấn đề này, mô hình M&M trong một thế giới động, ở Chương 12.

Các dự báo của chúng ta tốt đến mức nào?

Như có thể thấy từ Bảng 9.13 và 9.14, thể hiện kết quả hoạt động thực tế của AT&T, AT&T đạt kết quả thấp hơn đáng kể so với trường hợp kỳ vọng của chúng ta nhưng cao hơn nhiều so với trường hợp xấu nhất. Trong Bảng 9.5, chúng ta đã dự báo doanh thu pro forma của AT&T năm 1984 là 35,9 tỷ USD, tăng 4% mỗi năm lên 42,0 tỷ USD vào năm 1988. Như có thể thấy dưới đây, doanh thu thực tế của AT&T năm 1984 là 33,2 tỷ USD (thấp hơn 7,5% so với dự báo của chúng ta) và chỉ tăng lên 35,2 tỷ USD vào cuối năm 1988.

33Trái phiếu chuyển đổi treo (overhanging convertible) là trái phiếu chuyển đổi có giá cổ phiếu hiện tại thấp hơn giá chuyển đổi. Chúng ta sẽ định nghĩa các thuật ngữ này trong chương tiếp theo.

BẢNG 9.13
Báo cáo thu nhập của AT&T, 1984–1988 (Sau khi tách máng)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

BẢNG 9.14
Bảng cân đối kế toán của AT&T, 1984–1988 (Sau khi tách máng)

Year ($ millions)	1984	1985	1986	1987	1988

(mức tăng hàng năm là 1.5%). Chi phí hoạt động cao hơn nhiều so với dự báo trong trường hợp dự kiến của chúng tôi là 81.3% và trung bình (ở mức 96.4%) rất gần với dự báo trong trường hợp xấu nhất của chúng tôi là 96.5% trong giai đoạn năm năm. Dự báo trong trường hợp dự kiến của chúng tôi là thu nhập ròng 3.3 tỷ đô la
vào năm 1984 với tổng cộng 19.0 tỷ đô la trong giai đoạn 1984–1988. Thu nhập ròng thực tế của AT&T là 1.4 tỷ đô la vào năm 1984, nhưng do khoản lỗ tái cơ cấu vào năm 1988, chỉ còn 3.6 tỷ đô la trong giai đoạn 1984–1988. Mức nợ của AT&T, trung bình 29%, khá gần với mức trung bình dự kiến của chúng tôi là 24%. Cuối cùng, việc chi trả cổ tức vượt xa dự báo 60% vì AT&T không cắt giảm cổ tức bằng tiền mặt (như đã lưu ý, chính sách cổ tức sẽ được thảo luận trong Chương 11).

TÓM TẮT

Chúng ta bắt đầu bài học này bằng cách nói về cách cấu trúc vốn ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp. Sau đó, chúng ta giới thiệu lý thuyết cấu trúc vốn của M&M (cả khi có và không có thuế). Chúng ta sử dụng ví dụ về Marriott Corporation để cho thấy quyết định cấu trúc vốn chỉ là một trong nhiều chính sách tài chính mà doanh nghiệp phải xem xét. Với AT&T, chúng ta cho thấy lý thuyết tài chính hoạt động như thế nào trong thực tế.

Các chủ đề sắp tới

Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ làm lại tất cả điều này cho MCI (một đối thủ cạnh tranh của AT&T). Chúng ta sẽ xem xét MCI cả trước và sau năm 1984 để xác định liệu các chính sách tài chính của công ty có đáp ứng nhu cầu tài chính của MCI trước và sau khi AT&T tách ra hay không. Chúng ta cũng sẽ xem xét lại cách một sự thay đổi trong hoạt động ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính, chiến lược và chính sách của công ty. Đây là tài chính doanh nghiệp ứng dụng.

PHỤ LỤC 9A: XÂY DỰNG DỰ PHÓNG AT&T, 1984–1988 (TRƯỜNG HỢP KỲ VỌNG)

Phụ lục này cung cấp thêm chi tiết về cách các tác giả tạo ra các dự phóng (pro formas) cho AT&T được trình bày trước đó. Vì dự phóng đã được trình bày chi tiết trong Chương 3 và 4, các tác giả không muốn làm phân tâm thông điệp chính của chương này, đó là các chính sách tài chính. Đồng thời, độc giả bắt đầu từ chương này hoặc những người cần thêm bài tập về dự phóng, được khuyến khích đọc phụ lục này.

Để chuẩn bị các dự phóng, chúng tôi bắt đầu, như mọi khi, với dự báo doanh số. Đối với AT&T, chúng tôi bắt đầu với sự phân chia doanh thu của AT&T (được cung cấp trong Báo cáo thường niên năm 1983 của công ty) cho giai đoạn 1979–1983 như được trình bày trong Bảng 9A.1. AT&T sẽ mất toàn bộ doanh thu dịch vụ nội hạt (vì phần này được tách ra) cũng như một phần không xác định từ quảng cáo danh bạ và các doanh thu khác. Có vẻ như hầu hết quảng cáo danh bạ sẽ được giữ lại bởi các công ty nội hạt. Để đơn giản, các tác giả giả định AT&T sẽ chỉ giữ doanh thu dịch vụ toll (đường dài). Các tác giả cũng giả định doanh thu này sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng gần nhất của năm 1983 là 4%. Vì vậy, trong Bảng 9.5, doanh số được đặt ở mức 35,9 tỷ USD cho năm 1984 (34,5 tỷ USD dịch vụ toll năm 1983 nhân với 1,04) và sau đó ước tính tiếp tục tăng 4% mỗi năm.

Với việc thiếu thông tin về cách chi phí hoạt động sẽ thay đổi sau khi tách, các tác giả đã xem xét tổng chi phí hoạt động so với tổng doanh thu, được trình bày trong Bảng 9A.2. Với xu hướng tăng gần đây và để thận trọng, mức 81,3% của năm 1983 được chọn cho các dự phóng.

BẢNG 9A.1
Doanh thu của AT&T theo hạng mục, 1979–1983

	1979	1980	1981	1982	1983

BẢNG 9A.2
Tài chính hoạt động của AT&T, 1979–1983

Year ($ millions)	1979	1980	1981	1982	1983
Total revenue	45,408	50,864	58,214	65,093	69,403
Operating expenses*	33,807	38,234	43,776	49,905	56,423
Operating profit	11,601	12,630	14,438	15,188	12,980
Total revenue	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Operating expenses	74.5%	75.2%	75.2%	76.7%	81.3%
Operating profit	25.5%	24.8%	24.8%	23.3%	18.7%

Lưu ý, thuế tài sản và chi phí tiền lương, mà AT&T liệt kê riêng trong các báo cáo thường niên, được bao gồm ở đây (và trong các biểu đồ trước) với chi phí hoạt động.

Chi phí lãi vay dựa trên mức nợ cuối kỳ trước nhân với lãi suất 12%.
Điều này phản ánh ước tính của tác giả về chi phí lãi vay của AT&T tại thời điểm đó
(con số này cao hơn một chút so với lãi suất trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ kỳ hạn 10 năm là 11,67% vào cuối năm 1983).

Như được trình bày trong Bảng 9.1, thuế suất của AT&T luôn trung bình 40%, vì vậy con số này sẽ được sử dụng cho các báo cáo dự phóng (pro forma).

Tiếp theo, để tính Bảng cân đối kế toán của AT&T sau cuộc thoái vốn dự kiến (vào ngày 1 tháng 1, 1984), chúng ta bắt đầu với Bảng 9A.3, Bảng cân đối kế toán rút gọn thực tế và dự phóng tính đến ngày 30 tháng 6, 1983, được cung cấp trong Báo cáo thường niên ngày 31 tháng 12, 1983 của AT&T.
AT&T cung cấp
Bảng cân đối kế toán cho ngày 30 tháng 6 trong Báo cáo thường niên ngày 31 tháng 12 vì họ không có dữ liệu ngày 31 tháng 12 cho tất cả các công ty đã thoái vốn tại thời điểm công bố báo cáo thường niên cuối năm
(các ước tính dự phóng là của AT&T).

Rõ ràng Bảng cân đối kế toán ngày 30 tháng 6, 1983 là một đại diện sơ bộ cho các số dư đã thoái vốn vào ngày 1 tháng 1, 1984. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của AT&T không mang tính chu kỳ cao, và bất kỳ ước tính nào
khác dựa trên các báo cáo thường niên cũ hơn của công ty (trước thoái vốn) có lẽ sẽ kém
chính xác hơn.

Thật không may, Bảng 9A.3 không phân tích chi tiết mức tiền mặt sau thoái vốn của AT&T.
Về mặt lịch sử, tiền mặt của AT&T nằm trong khoảng 2,0% đến 4,0% doanh thu (1978–1982 như có thể
tính từ Bảng 9.1 và 9.2). Vì nhu cầu tiền mặt của AT&T sau thoái vốn
dự kiến vẫn giống như trước, tiền mặt yêu cầu được đặt ở mức 2,0% doanh thu.

Tổng tài sản lưu động trong Bảng 9A.3 là 33,5% doanh thu thoái vốn ước tính cho năm 1983 ($11,556/$34,528). Trừ đi 2,0% tiền mặt còn lại ước tính 31,5% của doanh thu cho tài sản lưu động khác.

BẢNG 9A.3
Bảng cân đối kế toán của AT&T vào ngày 30 tháng 6, 1983 và Dự phóng sau khi tách (Pro Forma Divested)

Tài sản ngắn hạn
14,886
11,556
–22%
Tài sản cố định hữu hình, ròng
130,085
19,914
–34%
Các khoản đầu tư
5,960
625
–90%
Tài sản khác
2,615
625
–77%
Tổng tài sản
153,518
32,720
–39%

Nợ vay ngắn hạn
1,617
366
–77%
Nợ ngắn hạn khác
11,275
4,051
–64%
Tổng nợ ngắn hạn
12,892
4,417
–65%
Nợ dài hạn
45,520
9,469
–79%
Nợ khác
27,807
4,098
–85%
Tổng nợ phải trả
86,019
17,984
–79%
Lợi ích cổ đông thiểu số
536
–100%
Vốn góp
37,382
12,148
–68%
Lợi nhuận giữ lại
29,581
2,588
–91%
Vốn chủ sở hữu
67,499
14,736
–78%
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu
153,518
32,720
–79%

Số tiền $19.9 billion của tài sản, nhà xưởng và thiết bị trong Bảng 9A.3 sẽ được sử dụng làm số liệu cuối năm 1983. PP&E được ước tính sẽ tăng trưởng theo doanh số với tốc độ 4% một năm—sau khấu hao. Khấu hao được ước tính bằng số dư PP&E đầu kỳ chia cho 20 năm (con số này sẽ cần cho Báo cáo lưu chuyển tiền tệ).

Các tài sản và khoản đầu tư khác, tổng cộng 1,25 tỷ đô la trong Bảng 9A.3, được giả định là không đổi theo thời gian.

Để đơn giản, nợ ngắn hạn được giả định giữ nguyên ở mức 366 triệu đô la như trong Bảng 9A.3.

Tương tự như cách tính cho tài sản ngắn hạn khác, khoản phải trả và nợ ngắn hạn khác (không bao gồm nợ ngắn hạn) được đặt ở mức 12% doanh số, tương ứng với số liệu trong Bảng 9A.3 chia cho doanh số ước tính sau thoái vốn năm 1983 ($4,051/$34,528).

Nợ dài hạn là số dư (balancing) hoặc số 'chốt' (plug) của báo cáo pro forma. Các khoản nợ dài hạn khác, để đơn giản, sẽ được giữ nguyên. Vốn góp (contributed capital) trong pro forma sẽ được sử dụng làm số liệu ngày 1/1/1984, và sau đó AT&T được giả định tiếp tục các kế hoạch tái đầu tư cổ tức (DRP) và kế hoạch cổ phiếu cho nhân viên. Điều này sẽ dẫn đến tăng vốn góp bằng một phần ba tỷ lệ chi trả cổ tức của công ty (mà trong chương này chúng tôi dự báo sẽ giữ ở mức 60% như lịch sử).

Lợi nhuận giữ lại (retained earnings) trong pro forma sẽ được sử dụng làm số liệu ngày 1/1/1984, sau đó tăng lên bởi lợi nhuận pro forma và giảm đi bởi cổ tức pro forma (vẫn ở mức 60% lợi nhuận).

CHƯƠNG 10
Tác động của Chiến lược hoạt động đến

Chính sách tài chính doanh nghiệp (MCI)

Chúng ta bắt đầu chương này bằng việc ôn lại hai chương trước. Điều này có hai mục đích: một là củng cố kiến thức cho người đọc; hai là cho phép chương này có thể đọc độc lập. Cụ thể, chúng ta sẽ ôn lại và mở rộng thảo luận về thông tin bất đối xứng và tín hiệu từ các chương trước. Sau đó, chúng ta sẽ sử dụng MCI để minh họa cách chiến lược hoạt động của một công ty tác động đến các chính sách tài chính doanh nghiệp của nó.

TÓM TẮT NGẮN GỌN

Chúng ta đã lưu ý (trong Chương 8 và 9) rằng các hành động sau đây cung cấp tín hiệu cho thị trường. Khi một công ty phát hành cổ phiếu, giá cổ phiếu của nó trung bình giảm. Khi một công ty thực hiện chào mua lại chính cổ phiếu của mình, giá cổ phiếu của công ty trung bình tăng. Khi một công ty lần đầu tiên bắt đầu trả cổ tức hoặc tăng cổ tức hiện tại, giá cổ phiếu tăng. Khi một công ty cắt giảm hoặc hủy bỏ cổ tức, giá cổ phiếu giảm. Tất cả các phản ứng giá này đều có ý nghĩa thống kê.

Trong chương trước, chúng ta đã nói rằng phản ứng của thị trường đối với các sự kiện này là do thông tin bất đối xứng. Hiểu biết sâu sắc đằng sau lý do tại sao thông tin bất đối xứng lại quan trọng là các nhà đầu tư tin rằng các nhà quản lý có nhiều thông tin hơn họ, vì vậy các nhà đầu tư do đó theo dõi và phản ứng với những gì ban quản lý nói và làm. Một hiểu biết thứ yếu là các nhà đầu tư không biết liệu những gì ban quản lý đang nói có đáng tin cậy hay không. Tuy nhiên, các nhà đầu tư biết rằng nếu ban quản lý tăng chi trả dòng tiền vốn chủ sở hữu, thì có lẽ có dư thừa dòng tiền đối với công ty. (Chi trả dòng tiền vốn chủ sở hữu được thực hiện thông qua mua lại cổ phiếu và tăng chi trả cổ tức.) Hơn nữa, nếu ban quản lý huy động vốn chủ sở hữu mới hoặc giảm dòng tiền vốn chủ sở hữu, thì có lẽ có sự thiếu hụt dòng tiền. (Huy động vốn chủ sở hữu mới hoặc giảm dòng tiền vốn chủ sở hữu được thực hiện thông qua phát hành cổ phiếu và cắt giảm cổ tức.) Do đó, dòng tiền vốn chủ sở hữu cung cấp thông tin, hoặc tín hiệu, cho các nhà đầu tư. Kết quả là, giá cổ phiếu sẽ tăng khi công ty chi trả dòng tiền vốn chủ sở hữu, vì nó báo hiệu dòng tiền dư thừa, trong khi giá cổ phiếu sẽ giảm khi phát hành cổ phiếu mới hoặc khi dòng tiền vốn chủ sở hữu cho các nhà đầu tư bị giảm, vì những điều này báo hiệu dòng tiền giảm.

Vì các nhà đầu tư phản ứng với "tín hiệu" từ công ty, bây giờ hãy hỏi: Điều gì tạo nên một tín hiệu tốt? Một tín hiệu tốt nên đáng tin cậy và đơn giản để hiểu và hiệu chỉnh. Ngoài ra, một tín hiệu cũng nên rõ ràng—một điều mà tất cả các nhà đầu tư sẽ chú ý. Cuối cùng,

Cần có hình phạt cho việc phát tín hiệu sai lệch. Bây giờ hãy tưởng tượng một CEO phát biểu trước Society of Security Analysts và nói rằng công ty đang "làm ăn rất tốt." "Rất tốt" nghĩa là gì? Giả sử CEO thay vào đó nói công ty đang "làm ăn tốt." Những phát biểu này không phải là một tín hiệu rõ ràng. Rất khó để phân biệt sự khác nhau giữa "rất tốt" và "tốt."

Dòng tiền vào và ra khỏi doanh nghiệp gần như là tín hiệu hoàn hảo. Thứ nhất, tiền mặt là đáng tin cậy: ban quản lý thực sự đang chi trả hoặc thu về tiền mặt. Thứ hai, tiền mặt dễ hiểu và dễ hiệu chỉnh—nhà đầu tư không cần phải diễn giải sự khác biệt giữa việc kinh doanh "tốt" và "rất tốt." Nếu một công ty tăng cổ tức từ $1,00 mỗi cổ phiếu năm ngoái lên $1,50 năm nay, rõ ràng công ty đang trả nhiều hơn 50%. Thứ ba, tiền mặt là hữu hình. Nhà đầu tư có thể không đọc báo cáo thường niên hay nghe thông điệp từ CEO, nhưng họ sẽ chú ý đến các khoản thanh toán cổ tức của công ty và chắc chắn sẽ "rút séc" (cổ tức không còn đến dưới dạng séc vật lý, nhưng chúng tôi thích hình ảnh này). Cuối cùng, cũng có một hình phạt thực sự cho việc phát tín hiệu sai lệch. Nếu ban quản lý đánh lừa nhà đầu tư và thực tế không kinh doanh "tốt" nhưng vẫn tăng cổ tức tiền mặt, ban quản lý sau đó phải bù đắp số tiền đó từ nguồn khác.

Một phép so sánh: Hãy tưởng tượng bạn tham dự buổi họp mặt lớp. Một người bạn học cũ đang khoe khoang về mức độ thành công của mình sau khi rời trường và thậm chí đề nghị cho bạn xem báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Cùng lúc đó, một người bạn học khác đang phát những tờ tiền 1.000 đô la ở góc phòng. Bạn tin người bạn học nào đang thành công hơn? Người khoe khoang hay người phát tiền mặt? Người phát tiền mặt đáng tin cậy hơn. Đây là một ví dụ về tín hiệu (signaling).

Bây giờ chúng ta hãy tổng hợp một số điều đã học từ các chương về Marriott và AT&T. Chúng ta biết rằng các công ty ngần ngại phát hành cổ phiếu (equity). Thực tế này làm cho các khái niệm tài chính khác trở nên quan trọng, ví dụ như tăng trưởng bền vững (sustainable growth). Khái niệm tăng trưởng bền vững có sức mạnh nếu các công ty ngần ngại phát hành cổ phiếu. Nếu một công ty quan tâm đến cấu trúc vốn (capital structure) và số nợ của mình, nhưng lại ngần ngại phát hành cổ phiếu mới, thì khả năng tạo ra vốn chủ sở hữu nội bộ (internal equity) – yếu tố mà tăng trưởng bền vững đo lường – là quan trọng. Ngoài ra, việc có sẵn tiền mặt hoặc hạn mức tín dụng mà công ty có thể rút (đôi khi được gọi là "đệm tài chính" - financial slack) cũng quan trọng vì công ty không nhất thiết phải đến thị trường vốn vào thời điểm có thể không thuận lợi. Tín hiệu (signaling) làm cho thị trường vốn nội bộ của công ty và việc tạo ra dòng tiền nội bộ trở nên quan trọng.

Tín hiệu (signaling) và các hệ quả của nó cũng tạo ra cái gọi là lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) (được giới thiệu ở cuối Chương 9). Lý thuyết trật tự phân hạng dựa trên ý tưởng rằng doanh nghiệp trước tiên tìm kiếm vốn nội bộ trước khi ra thị trường vốn bên ngoài. Hơn nữa, nếu doanh nghiệp huy động vốn từ thị trường vốn bên ngoài, doanh nghiệp sẽ ưu tiên phát hành nợ trước và chỉ phát hành vốn cổ phần sau cùng. Về mặt thực nghiệm, chúng ta thấy kết quả này theo hai cách: thứ nhất, qua tỷ lệ phần trăm vốn huy động từ tăng trưởng nội bộ so với nợ so với vốn cổ phần. Thứ hai, qua phản ứng của thị trường đối với từng loại hình tài trợ — hãy nhớ cách thị trường phản ứng với dòng tiền vốn cổ phần chảy vào và ra khỏi doanh nghiệp. Ngoài ra, không có phản ứng nào của thị trường đối với các đợt phát hành nợ mới.

Chúng ta hãy liệt kê một số mục tiêu tài chính của doanh nghiệp. Đây không phải là danh sách đầy đủ, nhưng nó minh họa cho các sự đánh đổi (trade-offs) xảy ra trong tài chính doanh nghiệp:

1. Thực hiện tất cả các khoản đầu tư có NPV dương. Một doanh nghiệp nên thực hiện bất kỳ dự án nào có NPV dương vì nó làm tăng giá trị doanh nghiệp.

2. Duy trì mức nợ/vốn chủ sở hữu tối ưu. Điều này cho phép doanh nghiệp giảm thiểu chi phí vốn và tối đa hóa giá cổ phiếu mà không phải chịu rủi ro quá mức.
3. Đừng cắt giảm cổ tức. Chúng ta sẽ nói thêm về điều này trong chương tiếp theo, nhưng các doanh nghiệp hiếm khi cắt giảm cổ tức vì bất kỳ lý do gì.
4. Cuối cùng, đừng phát hành cổ phiếu.

Vậy giả sử bạn là CFO của một doanh nghiệp và đây là danh sách kiểm tra của bạn. Vấn đề là đạt được cả bốn mục tiêu cùng một lúc. Có những sự đánh đổi. Ví dụ: Nếu doanh nghiệp có nhiều dự án có NPV dương, nhưng nhu cầu vốn cho các dự án mới lớn hơn dòng tiền từ tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp, thì doanh nghiệp nên làm gì? Nếu doanh nghiệp muốn đạt được mục tiêu đầu tiên và chấp nhận tất cả các dự án có NPV dương, thì doanh nghiệp phải làm một trong những điều sau: phát hành nợ mới, phát hành cổ phiếu mới, hoặc cắt giảm cổ tức. Nói cách khác, doanh nghiệp phải vi phạm một trong các mục tiêu khác. Có bốn mục tiêu là tốt, nhưng chúng không nhất thiết phải đạt được cùng một lúc. Đây là nơi mà sự đánh đổi xuất hiện và nơi tài chính doanh nghiệp trở nên thú vị. Nếu CFO có thể đạt được cả bốn mục tiêu mỗi năm, điều đó thật tuyệt. AT&T cũ đã làm điều này một cách nhất quán năm này qua năm khác. Tuy nhiên, không phải doanh nghiệp nào cũng làm được điều này, kể cả AT&T mới.

Điều này kết thúc phần ôn tập của chương trước, nơi chúng ta đã phân tích AT&T, cả trước và sau khi tách (divestiture) (mà chúng ta gọi là AT&T "cũ" và "mới"). Chúng ta đã xem xét các chính sách và nhu cầu tài trợ (funding needs) của AT&T cũ, sau đó xem xét các chính sách và nhu cầu tài trợ của AT&T mới.

Bây giờ chúng ta chuyển sang MCI, một đối thủ cạnh tranh của AT&T, và chúng ta sẽ đi theo cấu trúc song song với Chương 9. Đầu tiên, chúng ta sẽ xem xét MCI cũ và cách MCI cạnh tranh với AT&T trước khi AT&T tách vào tháng 1 năm 1984. Chúng ta cũng sẽ xem xét các chính sách tài chính và nhu cầu tài trợ của MCI cũ. Sau đó, chúng ta sẽ xem xét MCI mới (sau khi AT&T tách) và các chính sách cũng như nhu cầu tài trợ của nó. (Các tác giả của chúng tôi cho rằng việc sử dụng MCI cùng với AT&T để thảo luận các vấn đề này là hữu ích. Nó cho phép chúng ta nói về các khái niệm tài chính giống nhau với hai doanh nghiệp rất khác nhau trong cùng ngành tại cùng một thời điểm.)

LƯỢC SỬ VỀ MCI

MCI (ban đầu là Microwave Communications, Inc.) được thành lập vào năm 1963 bởi John Goeken.1 William McGowan, người sau này trở thành CEO, gia nhập công ty vào năm 1968. Kế hoạch kinh doanh ban đầu của công ty là sử dụng sóng vô tuyến và các trạm chuyển tiếp để truyền các cuộc gọi riêng điểm-điểm (point-to-point) ở Illinois và Missouri cho các công ty vận tải đường bộ và các doanh nghiệp nhỏ khác muốn trả ít hơn chi phí đường dài cao của AT&T. Năm 1968, MCI quyết định mở rộng hệ thống truyền thông chuyển tiếp vi sóng của mình trên toàn quốc. MCI đã được FCC phê duyệt kế hoạch vào năm 1969. Năm 1980, MCI mở rộng dịch vụ của mình từ khách hàng doanh nghiệp sang cả khách hàng dân cư. Đến năm 1990, MCI là công ty viễn thông lớn thứ hai tại Hoa Kỳ.

1Để có thảo luận đầy đủ hơn về MCI, xem Daniel Gross và cộng sự, "William McGowan and MCI: A New World of Telecommunications from Forbes Greatest Business Stories of All Time," www.stephenhicks.org/wp-content/uploads/2012/01/forbes-mci.pdf (truy cập ngày 14 tháng 10 năm 2014).

Trong khi kế hoạch kinh doanh của MCI dựa trên việc chuyển tiếp các cuộc gọi từ trạm chuyển tiếp này đến trạm chuyển tiếp khác, MCI vẫn cần các đường dây điện thoại nội hạt của AT&T để truyền các cuộc gọi đến và đi từ các trạm của MCI. Ví dụ, nếu một khách hàng của MCI muốn thực hiện cuộc gọi từ Chicago đến St. Louis, cô ấy sẽ sử dụng AT&T (chính xác là Illinois Bell, một công ty con của AT&T) từ văn phòng của mình đến trạm MCI ở Chicago, sau đó MCI sẽ truyền cuộc gọi từ Chicago đến St. Louis qua vi sóng. Cuộc gọi từ trạm MCI ở St. Louis đến số điện thoại nội hạt St. Louis sẽ lại được truyền qua đường dây nội hạt của AT&T. Với kế hoạch này, khách hàng của MCI chỉ phải trả cho dịch vụ điện thoại nội hạt và tránh được các chi phí đường dài của AT&T.

AT&T đã chống lại sự cạnh tranh của MCI bằng cách từ chối cho MCI truy cập vào các đường dây điện thoại nội hạt của AT&T. Điều này có nghĩa là trong khi MCI có thể truyền thông tin liên lạc giữa các trạm tiếp vận của riêng mình, các trạm đó không thể nhận hoặc gửi cuộc gọi kết nối với khách hàng của MCI. MCI đã phản công bằng nhiều vụ kiện, bao gồm một đơn kiện nộp năm 1974 cáo buộc AT&T vi phạm luật chống độc quyền của chính phủ Hoa Kỳ (một cáo buộc mà Bộ Tư pháp Hoa Kỳ cũng đưa ra trong một vụ án riêng vào tháng 11 năm 1974).2

Cuối cùng, vụ kiện của Bộ Tư pháp Hoa Kỳ dẫn đến quyết định năm 1982 rằng AT&T phải thoái vốn dịch vụ điện thoại nội hạt của mình (Baby Bells). Việc thoái vốn diễn ra vào tháng 1 năm 1984.

Tài chính của MCI

Các Bảng 10.1–10.3 cung cấp Báo cáo thu nhập (Income Statements), Bảng cân đối kế toán (Balance Sheets) và Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Cash Flow Statements) của MCI từ 1979 đến 1983 (tức là "MCI cũ").3 Lưu ý rằng các số liệu trong báo cáo của MCI ở trên được tính bằng nghìn đô la, trong khi các số liệu được thảo luận ở chương trước cho AT&T được tính bằng triệu đô la.4 Chúng ta sẽ sử dụng các bảng này để xác định các chính sách tài chính và nhu cầu tài chính của MCI.

Nhu cầu tài chính của MCI cũ (trước khi AT&T thoái vốn) là gì? Để xác định chính sách tài chính nào mà một công ty nên thực hiện, trước tiên cần xác định nhu cầu tài chính của họ. Vậy, nhu cầu tài chính của MCI cũ là gì? Việc xác định nhu cầu tài chính trong quá khứ có thể được tìm thấy bằng cách sử dụng Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Cash Flow Statements). Dự đoán nhu cầu tài chính trong tương lai

2MCI đã tham gia rất nhiều vụ kiện tụng với AT&T trong giai đoạn đầu lịch sử của mình đến nỗi CEO của MCI, William McGowan, từng đùa rằng MCI về cơ bản là "một công ty luật với một ăng-ten gắn liền." (Xem Lorraine Spurge, MCI: Failure Is Not an Option (Encino, CA: Spurge, Ink!, 1988, tr. 41.) Năm 1980, một bồi thẩm đoàn đã trao cho MCI 1,3 tỷ đô la tiền bồi thường. AT&T đã kháng cáo, trong khi MCI lập luận rằng họ nên nhận 15 tỷ đô la. Tòa án Tối cao đã giảm mức phán quyết xuống còn 300 triệu đô la vào năm 1985.

3Giống như AT&T, định dạng của Báo cáo lưu chuyển tiền tệ của MCI đã được sửa đổi một chút so với trình bày kế toán chuẩn để phù hợp hơn với thảo luận về tài chính.

4Ban đầu, năm tài chính của MCI kết thúc vào ngày 31 tháng 3. Điều này có nghĩa là dữ liệu năm 1983 là cho giai đoạn 12 tháng từ ngày 1 tháng 4 năm 1982 đến ngày 31 tháng 3 năm 1983. Bắt đầu từ năm 1983, MCI đã thay đổi kết thúc năm tài chính của họ thành cuối năm dương lịch là ngày 31 tháng 12. Do sự thay đổi này, trong năm 1983, MCI đã phát hành hai bộ báo cáo tài chính: bộ đầu tiên, được trình bày trong Bảng 10.1, là đến ngày 31 tháng 3 năm 1983. Bộ thứ hai, mà chúng ta sẽ ước tính trong các báo cáo tài chính dự phòng (pro formas) của mình, là đến ngày 31 tháng 12 năm 1983. (Chúng ta biết điều này hơi phức tạp, nhưng đó là cách cuộc sống đôi khi vẫn diễn ra.)

BẢNG 10.1
Báo cáo thu nhập của MCI, 1979–1983

($000s)	1979	1980	1981	1982	1983
Sales	95,243	144,345	234,204	506,352	1,073,248
Local interconnection	20,542	32,998	50,242	76,203	172,661
Customer installation and service	8,827	6,951	18,532	47,001	137,221
Operations	4,843	22,360	31,801	48,711	147,190
Sales and marketing	7,549	12,822	27,172	50,743	101,838
Admin and general	10,533	14,880	29,227	60,964	115,470
Depreciation	12,342	17,165	25,892	55,704	103,757
Total operating expenses	64,636	107,176	182,866	339,326	778,137
Income from operations	30,607	37,169	51,338	167,026	295,111
Interest expense	23,366	24,132	27,361	53,364	75,322
Other income (expense)	(165)	308	(454)	15,640	20,802
Profit before tax	7,076	13,345	23,523	129,302	240,591
Income tax	3,541	6,220	4,781	42,581	69,811
Profit after tax	3,535	7,125	18,742	86,721	170,780
Tax loss carryforward	3,541	6,220	2,372	—	—
Net profit (loss)	7,076	13,345	21,114	86,721	170,780
Times interest (EBIT/I)	1.30	1.55	1.86	3.13	3.92
Sales growth	28.6%	51.6%	62.3%	116.2%	112.0%

BẢNG 10.2
Bảng cân đối kế toán của MCI (31 tháng 3), 1979–1983

($000s)	1979	1980	1981	1982	1983
Cash	10,277	7,867	12,697	144,487	541,991
Accounts receivable	6,466	13,550	32,435	78,491	161,607
Other current assets	1,026	2,535	3,814	5,450	9,566
Total current assets	17,769	23,952	48,946	228,428	713,164
PP&E net	188,948	281,990	409,980	619,485	1,324,166
Other assets	2,755	3,901	7,966	12,485	33,137
Total assets	209,472	309,843	466,892	860,398	2,070,467
Long-term debt—current	25,822	31,619	39,921	40,325	48,038
Accounts payable	13,297	22,280	31,030	119,875	202,653
Advances and other	5,564	4,245	2,778	25,340	70,728
Total current liabilities	44,683	58,144	73,729	185,540	321,419
Long-term debt	153,304	172,852	242,707	400,018	895,891
Other	—	—	2,409	34,058	87,525
Total liabilities	197,987	230,996	318,845	619,616	1,304,835
Contributed capital	103,505	165,699	225,242	234,878	588,948
Retained earnings (deficit)	(92,020)	(86,852)	(77,195)	5,904	176,684
Total shareholders' equity	11,485	78,847	148,047	240,782	765,632
Total liabilities and equity	209,472	309,843	466,892	860,398	2,070,467
Debt ratio (D/(D + E))	94.0%	72.2%	65.6%	64.6%	55.2%

BẢNG 10.3
Dòng tiền của MCI (31 tháng 3), 1979–1983

($000s)	1979	1980	1981	1982	1983

nhu cầu được thực hiện bằng cách sử dụng pro forma giống hệt như chúng ta đã làm với PIPES trong các Chương 2–4. Như được trình bày ở giữa Bảng 10.3, nhu cầu tài trợ ròng của MCI theo từng năm như sau:

Năm Nhu cầu tài trợ ròng	
1979	$ 33,465,000
1980	$ 78,261,000
1981	$ 126,359,000
1982	$ 200,466,000
1983	$ 716,500,000
For a total of	$1,155,051,000

Với nhu cầu tài trợ của MCI, các chính sách tài chính của công ty là gì? Trong chương trước, chúng ta đã thấy AT&T "cũ" có các chính sách tài chính nhất quán. Điều này không đúng với MCI "cũ". Hãy bắt đầu với chính sách nợ của MCI và xếp hạng tín nhiệm nợ mục tiêu. Nhìn vào Bảng 10.2, tỷ lệ nợ mục tiêu của MCI không rõ ràng. Năm 1979, MCI có tỷ lệ nợ 94%. Năm 1983, con số này là 55.2%. Tỷ lệ bù đắp lãi vay của MCI, được cho trong Bảng 10.1 là số lần thanh toán lãi, đã cải thiện đáng kể (năm 1979 là 1.30 lần, trong khi năm 1983 là 3.92 lần). Hơn nữa, nợ của MCI không được xếp hạng trong thời gian này.5

Còn chính sách cổ tức của MCI thì sao? MCI cũ không trả cổ tức cổ phiếu thường (chỉ trả một khoản cổ tức cổ phiếu ưu đãi nhỏ nhưng bắt buộc trong các năm 1982 và 1983). Do đó, chính sách cổ tức của MCI cũ là không trả bất kỳ cổ tức cổ phiếu thường nào. Điều này phản ánh thực tế rằng MCI có quá nhiều nhu cầu tài trợ và không tạo ra đủ dòng tiền.

5Xếp hạng tín nhiệm nợ không được gán tự động. Một công ty phải liên hệ với tổ chức xếp hạng và trả phí để được xếp hạng. MCI đã không làm như vậy trong giai đoạn này.

Còn về chính sách kỳ hạn nợ: Nên dài hạn hay ngắn hạn? Lãi suất cố định hay thả nổi? Điều này không rõ ràng từ các quyết định tài trợ của MCI. Các số liệu tài chính chỉ ra rằng MCI cũ thực sự không có bất kỳ chính sách tài chính nào. Tài chính của MCI cũng không hề nhất quán. Tỷ lệ của AT&T cũ luôn giống nhau mỗi năm, trong khi tỷ lệ của MCI cũ biến động khắp nơi. Mức lợi nhuận của MCI cũ cũng biến động rất lớn, và khoản nợ của nó thậm chí còn không được xếp hạng là nợ. Chính sách tài chính của công ty về cơ bản là sự sống còn: huy động tiền bằng mọi cách để tồn tại và sống thêm một ngày nữa.

Vậy MCI đã tài trợ cho mình như thế nào? Bảng 10.3 cho thấy MCI thực hiện cả tài trợ bằng nợ bên ngoài và vốn chủ sở hữu. Bảng 10.4 trình bày rõ ràng cách MCI tài trợ (đến ngày 31 tháng 3 năm 1983) với hai đợt phát hành cổ phiếu phổ thông, ba đợt phát hành cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, ba đợt phát hành nợ chuyển đổi, và ba đợt phát hành nợ thuần. (Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi và nợ chuyển đổi là cổ phiếu ưu đãi và nợ khi được phát hành nhưng có thể được chuyển đổi thành vốn cổ phần phổ thông trong tương lai. Một cuộc thảo luận đầy đủ hơn về chuyển đổi sẽ được trình bày ngay sau đó.) Cuối cùng MCI đã chuyển đổi toàn bộ cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi và hai khoản nợ chuyển đổi được phát hành từ tháng 3 năm 1980 đến tháng 12 năm 1982. Điều này đã làm gì với tỷ lệ nợ của MCI cũ? Việc chuyển đổi các đợt phát hành cổ phiếu và nợ thành vốn cổ phần phổ thông đã làm giảm tỷ lệ nợ rất nhiều vì nhiều khoản nợ trên Bảng cân đối kế toán của MCI trở thành vốn chủ sở hữu.

Vốn cổ phần thường

Khi MCI được FTC chấp thuận cạnh tranh với AT&T vào năm 1972, MCI đã phát hành cổ phiếu ra công chúng và huy động vốn bằng IPO (đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng). Công ty đã phát hành 3,3 triệu cổ phiếu với giá 10,00 đô la mỗi cổ phiếu, tổng cộng 33 triệu đô la (số tiền ròng sau khi trừ phí ngân hàng là 30,2 triệu đô la).6 Công ty cũng có được hạn mức tín dụng ngân hàng trị giá 64 triệu đô la với lãi suất 3,75% trên lãi suất cơ bản (prime), cộng thêm phí cam kết 0,5%. Điều này có nghĩa là MCI đang trả 425 điểm cơ bản (3,75% cộng 0,5%) cao hơn lãi suất cơ bản cho khoản nợ của mình.

Năm 1975, MCI quay trở lại thị trường vốn cổ phần bán cổ phiếu theo một thương vụ trọn gói (unit deal) với giá 0,85 đô la mỗi cổ phiếu. Thương vụ trọn gói là gì? Đó là một đợt chào bán nhiều hơn một loại chứng khoán được liên kết với nhau. Các chứng khoán này có thể tách rời hoặc không thể tách rời. Về cơ bản, MCI đã chào bán một đơn vị gồm cổ phiếu phổ thông kèm một chứng quyền (warrant). Với 0,85 đô la, nhà đầu tư nhận được một cổ phiếu và một chứng quyền (nghĩa là quyền) để mua thêm một cổ phiếu khác với giá 2,50 đô la vào một thời điểm nào đó trong tương lai, tối đa là năm năm kể từ khi bán ban đầu. Đây là một thương vụ hai-tặng-một (two-for-one) được tạo ra cho MCI bởi công ty ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert, công ty này hiện không còn tồn tại. Lưu ý rằng các cổ đông trước đó đã trả 10,00 đô la cho một cổ phiếu trong đợt IPO năm 1972 của MCI, và bây giờ chỉ với 0,85 đô la, công ty đang chào bán một cổ phiếu kèm một chứng quyền để mua thêm một cổ phiếu nữa.

Chứng quyền (warrant) là một quyền chọn (option) mà công ty phát hành. Người nắm giữ chứng quyền có khả năng "thực hiện" (exercise) chứng quyền, nghĩa là nộp chứng quyền cùng với tiền mặt và nhận cổ phần. Giống như một quyền chọn, chứng quyền có ngày hết hạn, sau đó trở nên vô giá trị. Không giống như quyền chọn, chứng quyền thường có thể được gọi lại (callable), nghĩa là công ty có thể buộc người nắm giữ phải thực hiện quyền chọn hoặc để nó hết hạn vào ngày gọi lại (call date).

6Khi một công ty phát hành cổ phần (equity) mới hoặc nợ (debt), công ty thường sử dụng một ngân hàng đầu tư làm nhà bảo lãnh phát hành (underwriter). Nhà bảo lãnh giữ phần chênh lệch, được gọi là chênh lệch bảo lãnh (underwriting spread), giữa khoản thu gộp (gross proceeds) và khoản thu ròng (net proceeds) như một khoản phí. Quy mô của chênh lệch (phí) thay đổi tùy theo loại chứng khoán (security), quy mô phát hành và sức mạnh của tổ chức phát hành (issuer). Khoản phí có thể dao động từ 1% đối với một đợt phát hành trái phiếu lớn được xếp hạng tín dụng cao đến 25% đối với một đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) nhỏ.

BẢNG 10.4
Các khoản tài trợ bên ngoài chọn lọc của MCI, 1978–19837

Ngày Chứng khoán Chi tiết		(Triệu USD) Số tiền thu được (Sau khi trừ Phí bảo lãnh phát hành)
06/72 Cổ phiếu phổ thông 3.3 triệu cổ phiếu với giá $10.00 mỗi cổ phiếu 30.2 11/75 Đơn vị cổ phiếu phổ thông và chứng quyền	1.12 triệu đơn vị gồm 4 cổ phiếu và 4 chứng quyền (chuyển đổi 1 chứng quyền thành 1 cổ phiếu với giá $2.50)	
Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi tích lũy 12/78	1.2 triệu cổ phiếu với lãi suất 2.64% ở mức $25/cổ phiếu (chuyển đổi ở mức $0.547/cổ phiếu phổ thông)	28.6
Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi cao cấp 09/79	4.95 triệu cổ phiếu với cổ tức $1.80 ở mức $15/cổ phiếu (chuyển đổi ở mức $1.25/cổ phiếu phổ thông)	69.5
07/80 Trái phiếu thứ cấp (subordinated debentures) $52.5 million, 15%, đáo hạn 8/01/00 50.5	10/80 Cổ phiếu ưu đãi tích lũy chuyển đổi (convertible cumulative preferred stock) 3.63 million cổ phiếu mệnh giá $1.84 với giá $15/cổ phiếu (chuyển đổi ở $2.25/cổ phiếu thường)	
04/81 Trái phiếu thứ cấp (subordinated debentures) $125 million, lãi suất 14.125%, đáo hạn 4/01/01 (phát hành ở 84.71% mệnh giá)		102.1
08/81 Trái phiếu chuyển đổi thứ cấp	$100 triệu, 10.25%, đáo hạn ngày 8/15/01 (chuyển đổi với giá $3.21/cổ phiếu phổ thông)	98.2
05/82 Trái phiếu chuyển đổi thứ cấp	$250 triệu, lãi suất 10%, đáo hạn 5/15/02 (chuyển đổi (conversion) với giá 5.625 USD/cổ phiếu thường (common share))	246.0
09/82 Trái phiếu thứ cấp (subordinate debentures) $250 triệu, lãi suất 12.875%, đáo hạn 10/01/02 (phát hành với giá 85.62% mệnh giá (par))		214.0
03/83 Trái phiếu thứ cấp chuyển đổi (convertible subordinated debentures)	$400 triệu, 7,75%, đáo hạn ngày 15/3/03 (chuyển đổi ở mức $13,03/cổ phiếu phổ thông)	394.0

CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI CHUYỂN ĐỔI VÀ TRÁI PHIẾU CHUYỂN ĐỔI

Như được trình bày trong Bảng 10.4, MCI đã phát hành nhiều chứng khoán chuyển đổi, bao gồm cả trái phiếu chuyển đổi (convertible bonds) và cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi (convertible preferred stock). Chứng khoán chuyển đổi là gì? Đó là trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi cho phép người nắm giữ có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu. Để đơn giản, chúng ta hãy chỉ thảo luận về trái phiếu (cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi hoạt động tương tự). Trái phiếu chuyển đổi (convertible bond) về cơ bản là trái phiếu thường (straight bond) kèm theo quyền chọn cổ phiếu (equity option). Nó hoạt động như thế nào? Trái phiếu có tỷ lệ chuyển đổi (conversion ratio) và giá chuyển đổi (conversion price). Giả sử một công ty phát hành trái phiếu 1.000 đô la có thể chuyển đổi thành 20 cổ phiếu. Giá chuyển đổi là bao nhiêu? 50 đô la, được tính bằng cách lấy mệnh giá trái phiếu (1.000 đô la) chia cho số cổ phiếu mà trái phiếu chuyển đổi được. Ngoài ra, nếu bạn có giá phát hành và giá chuyển đổi của trái phiếu, bạn có thể tìm số cổ phiếu mà nó sẽ chuyển đổi thành: ví dụ, trái phiếu 1.000 đô la chia cho giá chuyển đổi 50 đô la là 20 cổ phiếu.

Giá cổ phiếu và giá chuyển đổi của 7MCI không được điều chỉnh cho việc chia tách cổ phiếu. Các nguồn cho bảng này là 10K, báo cáo thường niên và bản cáo bạch của MCI; Lorraine Spurge, MCI: Failure Is Not an Option (Encino, CA: Spurge Ink!, 1998); và Philip L. Cantelon, The History of MCI (Dallas, TX: Heritage Press/MCI, 1993).

Thông thường, một công ty sẽ phát hành trái phiếu sao cho giá chuyển đổi (conversion price) cao hơn giá thị trường hiện tại của cổ phiếu từ 15–20%. Nói cách khác, quyền chọn chuyển đổi (conversion option) đang ngoài vùng có lợi (out of the money).

Lãi suất coupon trên trái phiếu chuyển đổi (convertible bond) sẽ cao hơn hay thấp hơn so với trái phiếu thường (straight debt)?
Thấp hơn. Tại sao? Công ty đang trao cho người mua một quyền chọn cổ phiếu (equity option), có giá trị, và đổi lại phải trả lãi suất coupon thấp hơn. Với trái phiếu thường, người mua chỉ nhận được giá trị coupon và không có cơ hội tăng giá từ cổ phiếu. Với trái phiếu chuyển đổi, nếu giá cổ phiếu tăng đủ lớn, người nắm giữ trái phiếu sẽ nhận được một phần lợi nhuận. Đây là lý do người mua trái phiếu chuyển đổi chấp nhận mức coupon thấp hơn. Ngoài ra, quyền chọn càng có giá trị thì coupon càng thấp.

Trái phiếu chuyển đổi sẽ giao dịch ở mức giá nào? Một trái phiếu chuyển đổi được định giá là giá trị tối đa của trái phiếu thường cơ sở hoặc giá trị vốn cổ phần sau khi chuyển đổi. Nó sẽ giao dịch gần với giá trị trái phiếu miễn là giá trị chuyển đổi vẫn nằm ngoài vùng có lợi (out of the money). Nghĩa là, nó sẽ giao dịch theo giá trị hiện tại của các khoản coupon được chiết khấu theo lãi suất thị trường (cộng thêm một khoản phí nhỏ cho quyền chọn cổ phiếu out of the money). Tuy nhiên, khi quyền chọn chuyển đổi ở trong vùng có lợi (in the money), trái phiếu sẽ giao dịch gần với giá trị của số cổ phiếu sau khi chuyển đổi. Tức là nó sẽ giao dịch gần với giá cổ phiếu nhân với tỷ lệ chuyển đổi (conversion ratio), cộng thêm một khoản phí nhỏ cho giá trị quyền bán (put value), như giải thích dưới đây.

Ví dụ, hãy tưởng tượng một trái phiếu 1.000 đô la với tỷ lệ chuyển đổi là 20 và giá chuyển đổi là 50 đô la. Giả sử giá cổ phiếu là 60 đô la. Giá trị chuyển đổi của trái phiếu này, nếu chuyển đổi thành 20 cổ phiếu, là 1.200 đô la. Do đó, nếu bạn sở hữu trái phiếu này, bạn sẽ không bao giờ bán nó với giá thấp hơn 1.200 đô la, vì bạn có thể nhận 1.200 đô la từ số cổ phiếu mà bạn chuyển đổi. Thực tế, trái phiếu có thể bán với giá cao hơn một chút so với 1.200 đô la vì nó thực sự có giá trị hơn 20 cổ phiếu. Tại sao? Vì trái phiếu có khả năng bảo vệ rủi ro giảm giá (downside protection). Nếu bạn sở hữu 20 cổ phiếu thay vì trái phiếu chuyển đổi và giá cổ phiếu giảm từ 60 đô la xuống 40 đô la, giá trị cổ phiếu của bạn sẽ giảm từ 1.200 đô la xuống 800 đô la. Nhưng nếu bạn sở hữu trái phiếu chuyển đổi, bạn vẫn nhận được lãi suất và giá trị đáo hạn của trái phiếu, điều này đáng giá hơn 800 đô la. Đây là lý do tại sao trái phiếu chuyển đổi sẽ giao dịch ít nhất ở mức giá tối đa của trái phiếu thường tương đương hoặc giá trị của vốn cổ phần sau khi chuyển đổi.

Hãy đặt một câu hỏi mới: Nếu giá cổ phiếu tăng lên $60, bạn có nên chuyển đổi trái phiếu không? Điều gì có giá trị hơn: 20 cổ phiếu ở mức $60, hay một trái phiếu chuyển đổi thành 20 cổ phiếu? Trái phiếu. Như đã giải thích ở trên, trái phiếu chuyển đổi có giá trị hơn cổ phiếu vì quyền chọn bán (put option). Điều này có nghĩa là nhà đầu tư thông minh sẽ không tự nguyện chuyển đổi vì họ sẽ từ bỏ quyền chọn bán đó. Nếu một nhà đầu tư muốn thoát khỏi khoản đầu tư, họ sẽ không chuyển đổi trái phiếu để bán cổ phiếu: họ sẽ chỉ cần bán trái phiếu.8

Các nhà kinh tế tài chính có một cái tên cho những người chuyển đổi sớm. Chúng tôi gọi họ là 'bác sĩ'. Định kiến là họ là những nhà đầu tư có tiền để đầu tư nhưng không hiểu biết gì về những gì họ đang làm về mặt tài chính. Bất kỳ ai chuyển đổi sớm đều đang dập tắt một quyền chọn có giá trị. Vậy nếu các nhà đầu tư không tự nguyện chuyển đổi, làm thế nào một công ty như MCI loại bỏ được trái phiếu chuyển đổi của mình? Trái phiếu chuyển đổi có thể được mua lại (callable), và công ty gọi chúng để buộc chuyển đổi. Khi một trái phiếu chuyển đổi được gọi, nhà đầu tư phải quyết định hoặc chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu hoặc nhận $1.000 mệnh giá bằng tiền mặt từ công ty. Điều này có nghĩa là nếu giá cổ phiếu

8Như chúng tôi đã đề cập ở trên, giá trị của trái phiếu chuyển đổi, ở mức tối thiểu, là giá trị của một trái phiếu thuần túy (straight bond). Ngoài ra, lý do duy nhất khiến nhà đầu tư có thể chuyển đổi là nếu cổ tức trên cổ phiếu lớn hơn lãi suất phiếu (coupon) của trái phiếu.

ở mức $60 mỗi cổ phiếu với tỷ lệ chuyển đổi thành 20 cổ phiếu, thì nhà đầu tư có thể chuyển đổi 20 cổ phiếu của mình thành $1.200 cổ phiếu hoặc nhận $1.000 tiền mặt. Thông thường, nhà đầu tư có khoảng 30 hoặc 60 ngày để đưa ra quyết định, và vào cuối thời gian đó, họ phải thông báo cho công ty về lựa chọn của mình. Giờ thì nhà đầu tư nên làm gì? Chuyển đổi: $1.200 giá trị cổ phiếu có giá trị hơn $1.000 tiền mặt.

Như một điều bên lề, có lẽ đáng ngạc nhiên, thông thường chỉ khoảng 98% nhà đầu tư chuyển đổi khi công ty gọi trái phiếu chuyển đổi. Có từ 1% đến 2% nhà đầu tư sẽ nhận $1.000 tiền mặt thay vì nhận $1.200 cổ phiếu.9 (Chúng tôi muốn có danh sách địa chỉ của những người đó vì chúng tôi có đủ thứ để bán cho họ.)

Vậy tại sao MCI ngày trước lại phát hành trái phiếu chuyển đổi? Tại sao công ty không chỉ đơn giản phát hành cổ phiếu thường (straight equity)? Lý do là, như chúng ta đã thấy, nếu MCI phát hành cổ phiếu thường, giá cổ phiếu của họ sẽ giảm. Còn phát hành trái phiếu chuyển đổi thì sao? Giá cổ phiếu của các công ty có giảm khi họ phát hành trái phiếu chuyển đổi không? Có, nhưng không giảm nhiều, như chúng tôi sẽ giải thích dưới đây.10

Liệu AT&T cũ có nên phát hành trái phiếu chuyển đổi (convertible)? Chúng tôi cho rằng không. Tại sao không? Hãy xem xét lãi suất phiếu (coupon rate) mà AT&T có thể nhận được từ trái phiếu chuyển đổi so với lãi suất phiếu trên nợ trực tiếp (straight debt). Chúng tôi đã đề cập ở trên rằng lãi suất phiếu của trái phiếu chuyển đổi thường thấp hơn lãi suất phiếu của nợ trực tiếp vì giá trị quyền chọn (option value) của trái phiếu chuyển đổi. Mức thấp hơn bao nhiêu phụ thuộc vào giá trị của quyền chọn. Tiềm năng tăng giá cổ phiếu càng lớn, giá trị quyền chọn càng cao và do đó mức chiết khấu trên lãi suất phiếu càng lớn.

Ví dụ, hãy xem xét một cổ phiếu có giá 30 đô la hôm nay và các nhà đầu tư kỳ vọng nó sẽ trị giá 30 đô la vào ngày mai và mãi mãi (trả cổ tức nhưng giữ nguyên giá 30 đô la). Giả sử công ty này có thể phát hành nợ trực tiếp kỳ hạn 10 năm với lãi suất phiếu 10%. Bạn kỳ vọng công ty sẽ nhận được lãi suất phiếu bao nhiêu nếu phát hành trái phiếu chuyển đổi kỳ hạn 10 năm? Vẫn là 10%. Tại sao? Vì không có giá trị quyền chọn nào trên cổ phiếu vì giá cổ phiếu được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức 30 đô la (lưu ý rằng đây là một ví dụ phóng đại để minh họa). Hãy nhớ rằng, MCI có thể nhận được lãi suất phiếu thấp hơn bằng cách phát hành trái phiếu chuyển đổi là do giá trị quyền chọn cao của cổ phiếu MCI.

Vậy, loại công ty nào phát hành trái phiếu chuyển đổi (convertibles)? Các công ty khởi nghiệp và/hoặc các công ty có công nghệ cao hoặc R&D cao, cũng như các công ty có dòng tiền biến động. Nói cách khác, các công ty có giá trị quyền chọn (option value) lớn (tức là các công ty có giá cổ phiếu có thể tăng đáng kể) và các công ty mà chi phí lãi vay cố định cao có thể là vấn đề. Ví dụ, AT&T cũ không nên phát hành trái phiếu chuyển đổi. Tại sao? Vì thị trường không nghĩ rằng có nhiều tiềm năng tăng giá cổ phiếu của nó. Giá cổ phiếu của AT&T là 68.50 đô la mỗi cổ phiếu vào cuối năm 1983, mức cao nhất trong 17 năm. Hơn nữa, AT&T có lãi suất thấp trên nợ thường (straight debt) của mình, và có dòng tiền ổn định, đầy đủ để trả nợ. Do đó, AT&T sẽ không nhận được nhiều giảm lãi suất khi phát hành nợ chuyển đổi, nhưng lại cho đi bất kỳ tiềm năng tăng giá nào của cổ phiếu.

Trái phiếu chuyển đổi hấp dẫn đối với MCI vì giá trị quyền chọn cao của nó có nghĩa là công ty sẽ có được lãi suất thấp hơn nhiều. Khoản tiết kiệm dòng tiền từ lãi suất thấp hơn

9Để biết thêm về trái phiếu chuyển đổi và thời điểm chúng được chuyển đổi, xem Paul Asquith và David W. Mullins, Jr., “Convertible Debt: Corporate Call Policy, and Voluntary Conversion,” Journal of Finance 46, no. 4 (1991): 1273–1289. 10Cũng cần nhận ra rằng MCI đã chuyển đổi các đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi của mình thành vốn chủ sở hữu khi giá trị chuyển đổi trở nên lớn hơn mệnh giá trái phiếu.

đều quan trọng đối với MCI vì dòng tiền dự báo của công ty biến động mạnh. Năm 1982, MCI trả lãi suất coupon 14,5% cho nợ thường, nhưng chỉ 10% cho nợ chuyển đổi.11 Tuy nhiên, độc giả cần lưu ý rằng khi MCI phát hành nợ chuyển đổi, công ty có khả năng đang từ bỏ tiềm năng tăng giá cổ phiếu của mình để đổi lấy lãi suất thấp hơn. Điều này có nghĩa là nếu giá cổ phiếu tăng đủ cao, MCI cuối cùng sẽ phát hành cổ phiếu ở mức giá thấp thông qua nợ chuyển đổi.

Câu hỏi tiếp theo: Tại sao giá cổ phiếu của một công ty giảm ít hơn khi phát hành nợ chuyển đổi so với khi phát hành cổ phiếu? Như đã thảo luận ở trên, thị trường chứng khoán dường như diễn giải việc phát hành cổ phiếu là công ty có cơ hội không chắc chắn hoặc dòng tiền vốn chủ sở hữu không đủ. Nếu công ty phát hành trái phiếu chuyển đổi, thị trường vẫn lo ngại nhưng ít hơn. Nghiên cứu thực nghiệm cho thấy giá cổ phiếu giảm khoảng 3% đối với đợt phát hành cổ phiếu chiếm khoảng 10% vốn của công ty và giảm 1% đối với đợt phát hành nợ chuyển đổi cùng quy mô.12

Một giải thích trực quan về lý do thị trường diễn giải việc phát hành trái phiếu chuyển đổi ít tiêu cực hơn so với phát hành cổ phiếu như sau: nếu một công ty chắc chắn rằng dòng tiền trong tương lai sẽ đủ để trả nợ (tức là không có rủi ro vỡ nợ) và công ty kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ tăng, thì công ty nên phát hành nợ và không nên từ bỏ tiềm năng tăng giá cổ phiếu cho các nhà đầu tư mới. Tuy nhiên, nếu công ty không chắc chắn liệu dòng tiền trong tương lai có đủ để trả nợ hay không, thì công ty có thể sẽ phát hành cổ phiếu. Khi làm vậy, công ty tránh được rủi ro vỡ nợ, nhưng lại gửi đi một tín hiệu tiêu cực.

Phát hành trái phiếu chuyển đổi gửi đi tín hiệu tiêu cực nhưng nhỏ hơn so với phát hành cổ phiếu. Một lý do khiến tín hiệu nhỏ hơn là nếu giá cổ phiếu không tăng đủ để buộc chuyển đổi, trái phiếu chuyển đổi vẫn là nợ, phải trả lãi và hoàn trả. Một cách khác để hiểu điều này là nếu ban quản lý đánh lừa thị trường khi phát hành cổ phiếu, sẽ không có hậu quả về dòng tiền cho công ty. Tuy nhiên, nếu ban quản lý phát hành nợ chuyển đổi mà không được chuyển đổi, công ty vẫn sẽ còn khoản nợ đó và phải trả. Trái phiếu chuyển đổi không được chuyển đổi về bản chất trở thành nợ thường. Công ty phải thực hiện các khoản thanh toán lãi hoặc tự đặt mình vào rủi ro. Do đó, nợ chuyển đổi là một điểm trung gian giữa nợ thường và cổ phiếu.

Cuối cùng, một cách nhìn cuối cùng về tín hiệu này là khi một công ty phát hành cổ phiếu (equity), thị trường diễn giải điều này là ban quản trị nghĩ rằng giá cổ phiếu đang ở mức tương đối cao hoặc ban quản trị dự đoán rằng tương lai sẽ không tốt như hiện tại. Việc phát hành trái phiếu chuyển đổi (convertible debt) với hy vọng rằng nó sẽ chuyển đổi trong tương lai cho thấy ban quản trị tin rằng giá cổ phiếu sẽ tăng.

Để đơn giản hóa: Những công ty có các dự án có NPV dương và nhiều dòng tiền dương sẽ tài trợ bằng nợ thông thường (straight debt). Các công ty tốt hơn, có cơ hội tích cực nhưng dòng tiền biến động hoặc hạn chế, sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi. Cuối cùng, các công ty có cơ hội và dòng tiền không chắc chắn sẽ phát hành cổ phiếu (nếu họ phát hành nợ, dù là chuyển đổi, và mọi thứ không suôn sẻ, họ sẽ phải gánh chịu xác suất cao về kiệt quệ tài chính - financial distress).

11Các con số này tương ứng với đợt phát hành trái phiếu thứ cấp chuyển đổi kỳ hạn 20 năm của MCI vào tháng 5 năm 1982 và trái phiếu thứ cấp thường kỳ hạn 20 năm vào tháng 9 năm 1982 (xem Bảng 10.4). Trái phiếu thường được phát hành ở mức chiết khấu. Điều này được giải thích chi tiết hơn ở phần dưới. 12Xem C. Smith Jr., “Investment Banking and the Capital Acquisition Process,” Journal of Financial Economics 15, nos. 1–2 (1986): 3–29.

MỘT LƯU Ý NGOÀI LỀ

Khi các công ty phát hành cổ phiếu, khái niệm "pha loãng" (dilution) thường được nêu ra. Pha loãng đề cập đến việc giảm giá trị cổ phiếu của các cổ đông hiện tại. Khi nhiều cổ phiếu được phát hành hơn, tỷ lệ sở hữu của các cổ đông hiện tại chắc chắn bị pha loãng (trừ khi họ có thể mua thêm cổ phiếu theo tỷ lệ) nhưng không nhất thiết làm giảm giá trị tài sản họ nắm giữ. Nếu cổ phiếu mới được phát hành đúng với giá trị của chúng—nghĩa là nếu số tiền thu được từ việc phát hành cổ phiếu mới được đầu tư vào các dự án có NPV bằng không—thì giá trị của cổ phiếu hiện tại sẽ không đổi. Vì chúng ta biết theo thực nghiệm rằng giá cổ phiếu thường giảm khi phát hành cổ phiếu mới, một lý do thường được đưa ra trước đây là "pha loãng". Tuy nhiên, tín hiệu (signaling) thực sự là lời giải thích tốt hơn nhiều cho sự sụt giảm giá cổ phiếu.

LÃI SUẤT VÀ CÁC TỶ LỆ NỢ

Lãi suất của MCI đối với các đợt phát hành nợ thường là bao nhiêu? Trong Bảng 10.4, lãi suất coupon công bố trên nợ thường không phải là lãi suất thực tế phải trả. Điều này là do các đợt phát hành nợ này là trái phiếu chiết khấu phát hành gốc (original issue discount – OID).13 Hãy lấy đợt phát hành nợ tháng 4 năm 1981 làm ví dụ. Vì đây là trái phiếu OID, MCI không bán trái phiếu theo mệnh giá mà thực tế bán thấp hơn đáng kể so với mệnh giá, ở mức 84.71% mệnh giá. Do đó, MCI chỉ nhận được $847.10 cho mỗi trái phiếu có mệnh giá $1,000. Tuy nhiên, đợt phát hành nợ này có lãi suất coupon công bố là 14.125% trên mệnh giá $1,000, tức $141.25 mỗi trái phiếu. Điều này có nghĩa là lãi suất thực tế MCI phải trả cao hơn nhiều so với mức công bố 14.125%. Lãi suất thực tế của MCI trên khoản nợ này là 16.8%.14

Tỷ lệ nợ (debt ratio) của MCI là bao nhiêu? Sau tất cả hoạt động tài trợ này, mức nợ của MCI vào cuối năm 1983 là 943,9 triệu đô la với tổng vốn là 1.709,5 triệu đô la (943,9 triệu đô la nợ cộng với 765,6 triệu đô la vốn chủ sở hữu) cho tỷ lệ nợ rõ ràng là 55,2%. Tuy nhiên, MCI cũng có 500 triệu đô la tiền mặt từ đợt tài trợ mới nhất (tổng số dư tiền mặt là 542,0 triệu đô la, vì vậy MCI có 42,0 triệu đô la tiền mặt trước khi tài trợ). Điều này có nghĩa là 500 triệu đô la tiền mặt từ tài trợ là tiền mặt dư thừa (excess cash). Như bạn có thể nhớ lại, tiền mặt dư thừa giống như nợ âm. (Điểm trước đó được in đậm vì nó là một điểm thiết yếu trong tài chính doanh nghiệp và thường bị bỏ qua bởi cả sinh viên lẫn các nhà thực hành.)

Điều này có nghĩa là MCI thực sự có 443,9 triệu đô la nợ (943,9 triệu đô la nợ trừ đi 500 triệu đô la tiền mặt dư thừa) và tổng vốn là 1.209,5 triệu đô la (443,9 triệu đô la nợ thực tế cộng với 765,6 triệu đô la vốn chủ sở hữu), dẫn đến tỷ lệ nợ là 36,7%. Về cơ bản, đây

13Trái phiếu OID (OID bonds) là trái phiếu được bán chiết khấu so với mệnh giá tại thời điểm phát hành. Vì lãi suất coupon được công bố dựa trên mệnh giá, điều này có nghĩa là lãi suất thực tế của khoản nợ cao hơn lãi suất coupon đã công bố. 14Bán chiết khấu so với mệnh giá có nghĩa là lãi suất thực tế cao hơn lãi suất được báo cáo. Giải phương trình tìm lãi suất thực tế (hoặc lợi suất): với giá là 847,1 đô la, khoản thanh toán coupon là 141,25 đô la cho mỗi trái phiếu 1.000 đô la mỗi năm trong 20 năm, và khoản hoàn trả cuối cùng là 1.000 đô la vào cuối năm thứ 20. Điều này có thể được viết là: 847,1 đô la = 141,25 đô la/(1 + r)^1 + 141,25 đô la/(1 + r)^2 + ... + 141,25 đô la/(1 + r)^19 + 141,25 đô la/(1 + r)^20 + 1.000 đô la/(1 + r)^20. Lợi suất là r = 16,8%. Điều này được giải thích chi tiết hơn trong Chương 14.

là tỷ lệ nợ ngay trước khi MCI phát hành 500 triệu đô la nợ mới. Nếu MCI không bao giờ phát hành khoản nợ bổ sung, công ty sẽ chỉ có 443,9 triệu đô la nợ với 765,6 triệu đô la vốn chủ sở hữu, tạo ra tỷ lệ nợ là 36,7%.

Việc MCI phát hành 500 triệu đô la nợ và giữ nó bằng tiền mặt không thực sự thay đổi tỷ lệ nợ của công ty vì MCI có thể dùng số tiền mặt đó để trả bớt một phần nợ. Nếu một công ty sử dụng tiền mặt dư thừa để mua tài sản khác, thì toàn bộ nợ của công ty được tính vào tỷ lệ nợ của công ty. Điểm mấu chốt là, vào cuối năm 1983, tỷ lệ nợ thực tế của MCI (sau khi tính đến tiền mặt dư thừa) là 36,7%.

CHO THUÊ TÀI SẢN (LEASES)

MCI cũng thực hiện tài trợ bằng cho thuê. Cho thuê tài sản (lease financing) là gì? Với hợp đồng thuê, một công ty cần một tài sản cụ thể cho hoạt động kinh doanh của mình về cơ bản sẽ thuê tài sản đó dài hạn từ một công ty khác. Điều này xảy ra theo một trong hai cách: thứ nhất, một công ty bên ngoài có thể đã sở hữu tài sản và cho công ty cần sử dụng thuê. Thứ hai, công ty cần sử dụng tài sản có thể tự mua tài sản đó rồi bán cho một công ty bên ngoài trong khi ký hợp đồng thuê để sử dụng nó. Tại sao một công ty lại mua một tài sản, bán nó cho công ty khác, rồi ký hợp đồng thuê để sử dụng tài sản mà mình vừa bán? Tại sao công ty không tự mua tài sản đó để sử dụng? Và tại sao công ty cho thuê (lessor) lại đồng ý với điều này? Lợi ích đối với công ty đi thuê tài sản (ví dụ, MCI) là họ được sử dụng tài sản mà không cần phải tài trợ chi phí — điều này tương tự như thuê nhà thay vì sở hữu nhà. Lợi ích đối với công ty sở hữu tài sản là họ nhận được các khoản thanh toán tiền thuê và cũng có thể sử dụng lá chắn thuế (tax shield) từ việc khấu hao tài sản.

Chẳng lẽ MCI không quan tâm đến lá chắn thuế? Chỉ gần đây thôi. Năm đầu tiên MCI có lợi nhuận là năm 1977 (sau khi chịu lỗ hơn 100 triệu đô la trong 14 năm hoạt động đầu tiên). Điều này có nghĩa là MCI không có lợi nhuận chịu thuế và do đó sẽ không được hưởng lợi từ lá chắn thuế khấu hao. Thậm chí cho đến năm 1980, MCI vẫn đang sử dụng các khoản lỗ thuế được chuyển tiếp (tax loss carryforwards) từ trước. Ngoài các hệ quả về thuế, MCI không có đủ dòng tiền hoặc khả năng vay nợ (debt capacity) để tài trợ cho toàn bộ chi tiêu vốn (capital expenditures) cần thiết. Bằng cách sử dụng hình thức thuê, MCI chỉ phải chi trả chi phí thuê hàng năm.

NHU CẦU TÀI TRỢ CỦA MCI MỚI

Bây giờ chúng ta hãy chuyển sang các yêu cầu tài trợ cho MCI "mới" (sau khi AT&T bị tách) vào tháng 1 năm 1984. Để làm được điều này, cần phải lập các báo cáo tài chính dự phóng (pro forma financial statements). (Giống như với AT&T, vì chương này tập trung vào sự nhất quán giữa các chính sách hoạt động và tài chính, chứ không phải về báo cáo dự phóng, chúng tôi chuyển chi tiết về cách lập báo cáo dự phóng, cùng với Báo cáo thu nhập (Income Statements) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheets), vào Phụ lục 10, và Bảng 10A.1, 10A.2, và 10A.3.) Hai yếu tố chính trong việc ước tính báo cáo dự phóng của MCI là tăng trưởng doanh số và tỷ lệ doanh số trên tài sản (sales-to-asset ratio). Cụ thể, MCI sẽ tăng trưởng nhanh đến mức nào và họ cần bao nhiêu chi tiêu vốn (CAPEX) để xây dựng mạng lưới hỗ trợ sự tăng trưởng đó.

15Nếu một công ty thua lỗ trong một năm, kể từ năm 2018, công ty đó chỉ có thể bù trừ khoản lỗ này vào thu nhập trong tương lai cho mục đích thuế (nhưng trước năm 2018, công ty có thể bù trừ khoản lỗ vào thu nhập trong quá khứ). Điều đó có nghĩa là, khoản lỗ $1 triệu trong một năm và khoản lợi nhuận $1 triệu trong năm tiếp theo sẽ dẫn đến nghĩa vụ thuế ròng bằng không.

Như có thể thấy trong Bảng 10.1, tăng trưởng doanh thu của MCI đạt mức trung bình rất cao 74% trong giai đoạn
1979–1983 (lần lượt là 28.6%, 51.6%, 62.3%, 116.2% và 112.0%), trong khi tổng tài sản của công ty tăng với tốc độ trung bình 70.7% (lần lượt từ 1979–1983 là 29.9%, 47.9%, 50.7%, 84.3% và 140.6%) khi MCI xây dựng mạng lưới của mình.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao này rõ ràng là không bền vững. Vào đầu năm 1984,
tăng trưởng doanh thu của MCI đến từ hai nguồn: thứ nhất, sự tăng trưởng trong tổng doanh thu đường dài
(đang tăng 15% mỗi năm trong giai đoạn này).16 Điều này cung cấp mức tăng trưởng tối thiểu cho MCI nếu thị phần của họ vẫn giữ nguyên.
Nguồn tăng trưởng thứ hai của MCI là chiếm lấy một phần thị phần của AT&T.
(Quan trọng là, MCI không phải là công ty điện thoại mới duy nhất trên thị trường vào tháng 1 năm 1984:
các công ty khác, bao gồm GTE và IBM, cũng đang tìm cách chiếm thị phần.)

Tăng trưởng tài sản cao của MCI cũng sẽ giảm khi mạng lưới của MCI được xây dựng hoàn thiện. Ban đầu, MCI có tỷ lệ doanh thu/tài sản giảm khi xây dựng cơ sở hạ tầng. Sau đó, một khi cơ sở hạ tầng đã được xây dựng và doanh thu mở rộng, tỷ lệ doanh thu/tài sản sẽ tăng lên.
Có những công ty có tỷ lệ doanh thu/tài sản không đổi theo thời gian (ví dụ: các chuỗi nhà hàng thức ăn nhanh
thường chỉ mở rộng doanh thu khi có cửa hàng mới).

Tóm lại, hai yếu tố chính cho báo cáo dự phóng (pro forma) của MCI giai đoạn sau
năm 1984 là tăng trưởng doanh thu ước tính (có thể sẽ chậm lại khi MCI thâm nhập
thị trường) và tỷ lệ doanh thu/tài sản (sẽ tăng khi CAPEX và tăng trưởng tài sản chậm lại trong tương lai). Phụ lục 10A cung cấp chi tiết các giả định của các tác giả cho
các báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán dự phóng. Bảng 10.5 trình bày báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng
được xây dựng từ các giả định này.

Như thấy trong Bảng 10.5, MCI được dự báo sẽ tài trợ cho nhu cầu tài chính dự phóng của mình bằng
lợi nhuận, khấu hao và tài trợ bên ngoài. Lợi nhuận dự kiến là $139 triệu
vào năm 1984 và tăng đều lên $535 triệu vào năm 1988, tổng cộng là $1.56 tỷ trong
giai đoạn năm năm. Ước tính khấu hao tăng từ $175 triệu năm 1984 lên
$481 triệu năm 1988, tổng cộng năm năm là $1.77 tỷ. Do đó, dòng tiền năm năm
được tạo ra từ hoạt động kinh doanh ước tính là $3.33 tỷ.

BẢNG 10.5
Dòng tiền dự phóng (Pro Forma) của MCI, 1984–1988: Kịch bản kỳ vọng

($000s)	1984	1985	1986	1987	1988

16Xem Larry Kahaner, On the Line: The Men of MCI Who Took on AT&T, Risked Everything, and Won (New York: Warner Books, 1986), 145.

Sự khác biệt giữa dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dự phóng của MCI và CAPEX dự phóng chính là nhu cầu tài trợ của MCI. Như thể hiện trong Bảng 10.5, nhu cầu tài trợ ròng của MCI được dự báo lần lượt là 710 triệu đô la,17 879 triệu đô la và 847 triệu đô la trong các năm 1984, 1985 và 1986. Đến năm 1987, nhu cầu tài trợ được dự báo gần như bằng không (cho thấy mức thặng dư 4 triệu đô la). Đến năm 1988, nhu cầu tài trợ của MCI là âm 480 triệu đô la. Tại sao? Vì khi nhu cầu chi tiêu vốn của MCI giảm xuống (khi mạng lưới ban đầu của MCI được hoàn thiện) và lợi nhuận của công ty tăng lên, công ty có thể tự trang trải các nhu cầu vốn của mình.18 Do đó, tổng nhu cầu tài trợ của MCI là khoảng 2,44 tỷ đô la từ 1984 đến 1986 trước khi chiến lược thị trường sản phẩm của công ty trưởng thành và nhu cầu tài trợ ròng giảm xuống dưới mức không.

Tại sao lại có mô hình nhu cầu tài trợ ròng tăng rồi giảm này? Thu nhập của MCI tăng trong suốt năm năm. Đồng thời, chi tiêu vốn của nó tăng rồi giảm.

Lưu ý: Như được thấy trong Phụ lục 10A, các khoản tăng vốn lưu động được giả định là triệt tiêu bằng không trong suốt khoảng thời gian này. Lập luận là MCI hầu như không có nhu cầu hàng tồn kho, và các khoản phải thu thấp sẽ được cân bằng bởi các khoản phải trả.

Bây giờ hãy nhớ một điều quan trọng ở đây: phần trên là kịch bản kỳ vọng của MCI. Cũng giống như chúng ta đã làm trong chương AT&T, chúng ta cũng phải hỏi: Kịch bản xấu nhất cho MCI là gì? Đối với AT&T, chúng ta giả định lợi nhuận sẽ gần bằng không nhưng công ty vẫn sống sót. Đối với MCI, chúng ta thực sự có hai kịch bản xấu nhất tiềm năng. Trong kịch bản đầu tiên, lợi nhuận về không, điều đó có nghĩa là MCI sẽ cần thêm 1,56 tỷ đô la tài trợ trong năm năm tới (tức là lợi nhuận sẽ giảm đi đúng bằng số đó). Điều này có nghĩa là MCI sẽ cần khoảng 4,00 tỷ đô la tài trợ (cho giai đoạn 1984–1987), cao hơn khoảng 50% so với mức ước tính 2,44 tỷ đô la trong dự báo cơ sở ở Bảng 10.5. Vì vậy, nếu MCI không có lợi nhuận, họ sẽ cần nhiều tiền mặt hơn để tồn tại.

Tuy nhiên, có một kịch bản tài trợ tồi tệ nhất khác cho MCI. MCI sẽ cần thêm tiền mặt nếu MCI tăng trưởng nhanh hơn dự kiến! Vào cuối tháng 3 năm 1983, MCI có khoảng 3% doanh thu đường dài của AT&T. Trong các báo cáo dự phòng (pro formas) của Phụ lục 10A, chúng ta giả định rằng thị trường tăng trưởng 8% mỗi năm, thị phần của MCI tăng lên 10,8% vào cuối năm 1988, và tỷ lệ doanh thu/PP&E (tài sản nhà xưởng và thiết bị) tăng từ 80,0% trong năm 1984 lên 117,6% trong năm 1988. Bây giờ giả sử thị trường tăng trưởng nhanh hơn 8% và/hoặc MCI chiếm được thị phần lớn hơn và/hoặc tỷ lệ doanh thu/PP&E không tăng nhanh như vậy. Nhu cầu chi tiêu vốn (capital expenditures) của MCI trong tình huống này là gì? Cao hơn nhiều. Điều này nhắc lại những gì chúng ta đã học trong Chương 3. Doanh nghiệp tăng trưởng càng nhanh thì càng cần nhiều vốn lưu động (working capital) và chi tiêu vốn (CAPEX), và do đó doanh nghiệp cần nhiều tài trợ hơn.

Hãy xem lại khái niệm này một cách ngắn gọn. Sử dụng các báo cáo dự phòng (pro formas) trong Bảng 10.5, chúng ta dự báo một kịch bản dự kiến yêu cầu MCI huy động 2,44 tỷ đô la tài trợ trong ba năm tới. Trong hai năm cuối, MCI dự kiến sẽ có thặng dư tiền mặt và có thể trả nợ. Nhu cầu tài trợ của MCI có thể cao hơn dự báo vì hai lý do hợp lý. Một là nếu lợi nhuận của MCI không cao như dự báo. Hai là nếu MCI thành công hơn dự báo

17Nhớ lại trong phần thảo luận ở trên rằng MCI có 500 triệu đô la thặng dư tiền mặt vào ngày 31 tháng 3 năm 1983. Số tiền này có thể được sử dụng trong năm 1984, qua đó làm giảm số vốn vay ròng mới cần thiết từ 710 triệu đô la xuống còn khoảng 210 triệu đô la.
18Amazon.com là một ví dụ khác về điều này. Amazon đã có dòng tiền âm trong nhiều năm, nhưng một khi cơ sở hạ tầng và tập khách hàng được thiết lập, dòng tiền trở nên dương.

(tức là, chiếm được thị phần lớn hơn), công ty sẽ phải xây dựng mạng lưới lớn hơn và tài trợ cho nhiều đường dây, nhiều trạm biến áp, v.v.

MCI Sẽ Đi Đâu Tiếp Theo?

Trong phần trước, chúng ta đã xác định nhu cầu tài trợ dự kiến của MCI. Đây là một bước quan trọng nhưng thường bị bỏ qua trong việc xác định cơ cấu vốn. Trong phần này, chúng ta muốn xem xét MCI nên làm gì về mặt tài chính sau khi AT&T bị tách (divestiture). Chúng ta bắt đầu với tình hình cạnh tranh của MCI. Cụ thể hơn, hãy xem xét BBR, rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk), vào năm 1983. BBR là thuật ngữ mà các tác giả sử dụng; nó được dùng ở nơi khác, nhưng không phải là thuật ngữ chuẩn. Mỗi doanh nghiệp đều phải đối mặt với cả rủi ro tài chính và rủi ro cạnh tranh hoặc rủi ro ngành. Chúng ta gọi rủi ro ngành hoặc rủi ro cạnh tranh là BBR.

MCI đã cạnh tranh với AT&T như thế nào trước năm 1984? Câu trả lời nhanh là ban đầu AT&T không được phép cạnh tranh hoàn toàn. AT&T bị yêu cầu cho phép MCI sử dụng các đường truy cập (access lines) của mình, và AT&T có các mức giá được quy định mà họ không được phép giảm. Lợi thế cạnh tranh của MCI so với AT&T trước khi tách rời (divestiture) là gì? Giá cước thấp hơn. Cuộc cạnh tranh đã diễn ra như thế nào? Năm 1983, MCI có doanh thu hơn 1 tỷ đô la; bốn năm trước đó (năm 1979) chỉ dưới 100 triệu đô la. Năm 1983, MCI có giá trị tài sản ròng (net worth) là 766 triệu đô la và 500 triệu đô la tiền mặt dư thừa; bốn năm trước đó, giá trị tài sản ròng chỉ là 12 triệu đô la.

Tuy nhiên, trong khi MCI có giá cước thấp hơn, chất lượng dịch vụ cũng thấp hơn. Ngày nay, đối với một cuộc gọi đường dài, người tiêu dùng chỉ cần quay số 1 và được kết nối với nhà cung cấp dịch vụ đường dài của họ. Tuy nhiên, vào cuối những năm 1980, nếu người tiêu dùng nhấc điện thoại và quay số 1, họ tự động được kết nối với AT&T. Nếu muốn dùng MCI (và giá cước thấp hơn của họ), họ phải quay số 1, sau đó là mã truy cập 10 chữ số, rồi mới đến số điện thoại muốn gọi. Vì vậy, nếu dùng AT&T, họ chỉ cần quay 11 chữ số. Nếu muốn dùng MCI, họ phải quay tới 21 chữ số. Hơn nữa, AT&T định tuyến các cuộc gọi của MCI qua các đường dây cũ nhất, những đường dây có nhiều tạp âm nhất. Điều này có nghĩa là khi sử dụng MCI, người tiêu dùng có chi phí thấp hơn, nhưng chất lượng cuộc gọi cũng thấp hơn, và họ phải quay nhiều chữ số hơn. Hơn nữa, người tiêu dùng phải làm điều này mỗi lần, không chỉ cho cuộc gọi đầu tiên. Vào thời điểm đó, người tiêu dùng không thể làm cho các chữ số thêm vào đó trở thành vĩnh viễn. (Điều này đã thay đổi với điện thoại lập trình được, nhưng ban đầu tất cả điện thoại đều từ Western Electric, một công ty con của AT&T, và không thể lập trình được.)

Với việc AT&T tách các công ty hoạt động địa phương vào năm 1984, MCI đã giành được quyền truy cập quay số 1 (giảm số chữ số xuống như AT&T). Tuy nhiên, AT&T giành được quyền cạnh tranh về giá.

Bây giờ hãy xem xét tình hình kinh doanh của MCI sau khi tách. Ngành công nghiệp trông như thế nào vào đầu năm 1984? Hiện có năm đối thủ chính: AT&T, IT&T, IBM, GTE và MCI khi các công ty khác tham gia vào thị trường viễn thông mà MCI đã mở ra. MCI so với những người khác như thế nào? Mặc dù tất cả đều có cùng số chữ cái viết tắt, MCI nhỏ hơn nhiều. Trên thực tế, Báo cáo thu nhập của MCI có thể bị lạc trong sai số làm tròn của AT&T. Tất cả các đối thủ của MCI đều có báo cáo tài chính với số liệu hàng triệu đô la, trong khi báo cáo tài chính của MCI ở hàng nghìn đô la. Chi tiêu vốn (CAPEX) của MCI năm 1983 là 623 triệu đô la, trong khi CAPEX của AT&T năm 1983 là 7,0 tỷ đô la. Vì vậy, sau khi tách, MCI đang cạnh tranh với những gã khổng lồ: IBM, ITT, GTE và AT&T.

Lợi thế cạnh tranh mà MCI có bây giờ là gì? Không chỉ MCI nhỏ hơn nhiều so với tất cả các đối thủ cạnh tranh, mà nó còn mất đi lợi thế về giá. Ngoài ra, MCI cũng không

đa dạng hóa, vì nó chỉ hoạt động trong một lĩnh vực kinh doanh. Trái lại, GTE có nhiều mảng kinh doanh, IBM có nhiều bộ phận, và AT&T sản xuất điện thoại thông qua Western Electric. Vậy thì sao? MCI có thể nhỏ, nhưng nó cũng gan lì. MCI lớn lên từ con số không và đã không có gì trong suốt cuộc đời của nó. Lập luận chính mà chúng ta có thể đưa ra cho MCI là nó tập trung và quen với cạnh tranh, trong khi AT&T thì không.

Vậy MCI lo lắng điều gì? Những rủi ro chính của MCI trong tương lai là gì? Một rủi ro là AT&T sẽ giảm giá. Họ có giảm không? Điều đó chưa rõ. Có thể lập luận rằng AT&T sẽ không giảm giá vì họ muốn giữ giá cao trên 70% thị phần của mình hơn là giảm giá để cạnh tranh toàn bộ thị trường. Mặt khác, cũng có thể lập luận rằng AT&T sẽ giảm giá để đẩy MCI ra khỏi ngành. Chính xác AT&T sẽ làm gì vẫn chưa chắc chắn vào năm 1984.

Một rủi ro lớn khác đối với MCI là rủi ro công nghệ. Năm 1983, điều này có thể đến từ cáp quang, vi ba và vệ tinh. (Điều cuối cùng thách thức kế hoạch kinh doanh của MCI nhất không phải là những thứ trên, mà là điện thoại di động. Vì vậy, mặc dù luôn có rủi ro, nhưng không phải lúc nào cũng có thể thấy trước được.)

Hãy hỏi một câu hỏi khác: Đây có phải là ngành rủi ro? Không hẳn. Viễn thông khá ổn định. Mọi người trong thời kỳ suy thoái không nói: "Tôi không thể gọi cho bạn cho đến khi phục hồi." Cả doanh nghiệp và người tiêu dùng đều coi cuộc gọi là cần thiết. Vì vậy, với tư cách là một ngành, viễn thông là một ngành kinh doanh ổn định, rủi ro thấp. Tuy nhiên, ở cấp độ công ty, nó có thể rất biến động trong tương lai. Thay vì một công ty độc quyền duy nhất, sau năm 1983 có bốn hoặc năm công ty lớn cùng cạnh tranh. Nhìn xa 10 năm, liệu các bên tham gia có còn như cũ? Có lẽ không. Hãy kể tên một công ty dự kiến sống sót? AT&T. Liệu MCI có phải là một trong những công ty sống sót? Điều đó chưa rõ ràng. Mặc dù ngành này nhìn tổng thể là ổn định, nhưng nó không ổn định về cấu trúc cạnh tranh.

Vì vậy, rủi ro chính đối với MCI là giờ đây công ty phải giành/duy trì thị phần mà không có lợi thế về giá. Thực tế, khi FCC nhất trí quyết định vào giữa năm 1985 rằng việc chỉ cho khách hàng của AT&T sử dụng dịch vụ quay số 1 (dial-1) là không công bằng, chính phủ cũng yêu cầu tất cả người tiêu dùng phải chọn một nhà cung cấp dịch vụ đường dài để cung cấp cho họ quyền truy cập quay số 1. Điều này được thực hiện thông qua một loạt các 'cuộc bầu cử khu vực' tuần tự, nơi các lá phiếu được gửi đến người tiêu dùng và họ có thể chọn nhà cung cấp mà họ muốn.

Và hầu hết mọi người làm gì khi có bầu cử? Họ không thèm bỏ phiếu, và trong cuộc bầu cử này họ cũng không bỏ phiếu. Vì hầu hết mọi người không chọn rõ ràng một nhà cung cấp, các công ty điện thoại địa phương (hiện đã tách khỏi AT&T nhưng vẫn gắn với AT&T trong nhiều năm) đã chỉ định AT&T làm nhà cung cấp đường dài mặc định cho những khách hàng đó.19

Để thách thức hành động này, MCI quay lại tòa án và lập luận rằng những khách hàng không bỏ phiếu không nên được tự động chỉ định cho AT&T. Tòa án đồng ý và phán quyết rằng trong khi khách hàng không thể bị ép buộc bỏ phiếu, những khách hàng đó sẽ có nhà cung cấp đường dài được chỉ định ngẫu nhiên cho họ theo tỷ lệ tương tự như những khách hàng đã bỏ phiếu. Vì vậy, quy tắc mới phân bổ những người không bỏ phiếu dựa trên lựa chọn của những người đã bỏ phiếu.

Cuối cùng, chỉ có khoảng 10% khách hàng bỏ phiếu. Trước phán quyết của tòa án, 90% còn lại sẽ được các công ty điện thoại địa phương giao cho AT&T. Sau phán quyết của tòa án, 90% còn lại được phân bổ dựa trên lựa chọn của 10%. (Lưu ý rằng điều này có nghĩa là mỗi khách hàng đã bỏ phiếu về cơ bản được tính 10 lần.)

19Về cơ bản, Baby Bells coi cuộc bầu cử như một cuộc thi ủy quyền (proxy contest). Nếu bạn không bỏ phiếu rõ ràng (tức là chống lại AT&T), proxy của bạn được coi là ủng hộ ban quản lý (tức là ủng hộ AT&T).

Vì vậy, trong suốt 198620, MCI phải tham gia nhiều cuộc bầu cử trên khắp cả nước. Và làm thế nào để thắng cử? Theo cách cổ điển: bạn mua chúng. Điều này có nghĩa là bạn quảng cáo rộng rãi. Và nếu bạn nghĩ quảng cáo nhà cung cấp điện thoại phổ biến ngày nay, thì nó
phổ biến hơn nhiều vào thời đó. Nếu bạn đang ở khu vực của Hoa Kỳ
hiện đang có bầu cử, thì quảng cáo của AT&T và MCI luôn xuất hiện liên tục.
Điều này có nghĩa gì với MCI? Chi phí tiếp thị tăng vọt.

Hãy ôn lại: Chúng ta biết nhu cầu tài chính của MCI cũ. Chúng ta cũng biết các chính sách tài chính của MCI cũ, mà chúng ta có thể tóm tắt bằng một từ: sống còn. Và đó chính xác là những gì họ đã làm. Chúng ta cũng đã dự báo nhu cầu tài chính dự phóng (pro forma) của MCI mới cho trường hợp dự kiến và trường hợp xấu nhất. Chúng ta cũng đã xem xét BBR của nó. Vì vậy, bây giờ chúng ta đã sẵn sàng và cần phát triển các chính sách tài chính của MCI mới.

Những chính sách nào hợp lý bây giờ khi MCI đã lớn hơn và có lợi nhuận nhưng hoạt động trong một ngành công nghiệp cạnh tranh gay gắt mà không có lợi thế về giá (price advantage)?

Hãy bắt đầu với tỷ lệ nợ (debt ratio). Tỷ lệ nợ của MCI nên là bao nhiêu trong tương lai? Vào tháng 12 năm 1983, tỷ lệ nợ của MCI là 36,7% (đã điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa (excess cash)), trong khi của AT&T là từ 40% đến 45%. MCI nên có tỷ lệ thấp hơn hay cao hơn? Từ Bảng 10.5, chúng ta biết MCI sẽ cần thêm tài trợ (financing) ít nhất trong ba năm tới. Chúng ta cũng biết rằng nếu MCI tăng tỷ lệ nợ, công ty sẽ có ít linh hoạt hơn và rủi ro cao hơn. Nghe có vẻ không nên, nhưng hãy xem xét một số câu hỏi đơn giản hơn trước, và chúng ta sẽ quay lại vấn đề này sau.

Chính sách cổ tức (dividend policy) của MCI nên là gì? Không trả cổ tức (giống như trước đây)? Hãy xem xét điều sau: MCI có 117 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Năm 1983, EPS của công ty là 1,69 đô la một cổ phiếu. Nếu MCI có tỷ lệ chi trả 50%—về cơ bản là 0,85 đô la mỗi cổ phiếu—thì tương đương khoảng 100 triệu đô la mỗi năm. Vì vậy, trong vòng năm năm, MCI sẽ chi trả khoảng nửa tỷ đô la cổ tức. Do đó, nếu MCI có tỷ lệ chi trả cổ tức 50% (và thu nhập giữ nguyên hoặc tăng), công ty phải huy động ít nhất nửa tỷ đô la tài trợ bên ngoài trong năm năm tới.

Điều này chứng minh rằng chính sách tài trợ (financing policy) và chính sách cổ tức (dividend policy) có liên kết với nhau. Một công ty không thể chỉ đặt ra chính sách cổ tức một cách riêng lẻ. Nếu MCI đặt chính sách cổ tức với tỷ lệ chi trả 50%, điều đó có nghĩa là công ty phải huy động thêm nửa tỷ đô la tài trợ bên ngoài. Ngoài ra, mức cổ tức mà công ty đặt ra được các nhà đầu tư kỳ vọng sẽ duy trì. Vì vậy, nếu ban quản lý gửi một tín hiệu sai (tức là nếu công ty tuyên bố sẽ trả cổ tức mà thực tế không thể duy trì vì công ty không có dòng tiền trong tương lai), thì cuối cùng công ty phải hoặc cắt giảm cổ tức trong tương lai hoặc tăng tài trợ bên ngoài. (Chúng ta sẽ nói nhiều hơn về chính sách cổ tức trong chương tiếp theo.)

Vậy, chính sách cổ tức của MCI bây giờ nên là gì? Không trả cổ tức! Ít nhất cho đến khi MCI bắt đầu tạo ra dòng tiền dư thừa (excess cash flows).

Thời gian đáo hạn nợ (debt maturities) của MCI nên dài hạn hay ngắn hạn? Dài hạn. Dài bao lâu? Ít nhất là sau năm 1987. Tại sao? Như chúng ta thấy từ các báo cáo tài chính dự phóng (pro formas), đó là khi MCI không còn cần tài trợ mới và bắt đầu tạo ra tiền mặt dư thừa. Điều MCI không muốn nhất là tái cấp vốn (refinance) trước năm 1988 trong khi vẫn cần nguồn vốn mới. Ví dụ, thương phiếu (commercial paper) rẻ hơn (có lãi suất thấp hơn) so với nợ dài hạn (vào thời điểm này), nhưng nó cũng phải được đảo nợ (tái cấp vốn) ít nhất mỗi 270 ngày. Điều gì sẽ xảy ra với MCI nếu nó phải

20Xem Daniel Gross và cộng sự, “William McGowan and MCI: A New World of Telecommunications,” www.stephenhicks.org/wp-content/uploads/2012/01/forbes-mci.pdf.

tái cấp vốn và không thể? Công ty sẽ gặp rắc rối, và MCI không thể để điều đó xảy ra. Thay vì phải huy động cùng một khoản vốn hai hoặc ba lần, MCI phải đảm bảo kỳ hạn của khoản nợ kéo dài vượt qua giai đoạn mà công ty cần vốn.

Đây là một điểm quan trọng thường bị trình bày sai và hiểu lầm. Về cơ bản, một công ty nên khớp kỳ hạn của chiến lược tài chính với kỳ hạn của chiến lược thị trường sản phẩm. Các đồng tác giả của bạn thường nghe lập luận rằng nếu tài sản dài hạn thì nợ phải trả cũng nên dài hạn. Điều này không chính xác, như chúng ta đã thảo luận trong Chương 7 về Marriott. Mặc dù tài trợ tài sản dài hạn bằng nợ dài hạn có thể đúng, nhưng đó không phải là cách quyết định việc tài trợ. Nếu chiến lược thị trường sản phẩm dài hạn, thì chiến lược tài chính nên dài hạn. Nếu công ty cần vốn ít nhất năm năm, thì công ty có thể không muốn thực hiện bất kỳ khoản tài trợ nào dưới năm năm. MCI không muốn phải tái cấp vốn và huy động số tiền đó hai hoặc ba lần. MCI có nên vay kỳ hạn 20 năm? Công ty thực sự không cần. MCI nên vay ít nhất 10 năm nếu tin vào dự báo của mình và chỉ 20 năm nếu chi phí tài trợ thấp hơn.

Lãi suất của khoản nợ nên cố định hay thả nổi? Cố định. Tại sao? Tất cả các đối thủ cạnh tranh của MCI đều có nợ lãi suất cố định, và đây là thời kỳ lạm phát và lãi suất cao. Nếu lạm phát và lãi suất đột ngột tăng thêm, MCI không muốn đối mặt với tình huống chi phí của công ty tăng so với các đối thủ cạnh tranh (nhớ những gì đã xảy ra với Massey Ferguson trong Chương 5). Nếu tất cả các đối thủ của MCI được tài trợ với lãi suất cố định, MCI không nên chấp nhận rủi ro lãi suất tăng bằng cách sử dụng tài trợ lãi suất thả nổi.

MCI có nên tài trợ trước, tức là huy động vốn trước nhu cầu? Có lẽ. MCI sẽ làm gì với số vốn thừa? Đầu tư chúng. Công ty cần vốn trong năm năm tới; chính xác thời điểm nhận vốn không quan trọng bằng việc có nhận được vốn hay không.

Vậy bây giờ chúng ta đã có một số chỉ dấu về các chính sách tài chính của MCI. Chính sách cổ tức đặt ở mức 0. Kỳ hạn nợ ít nhất là năm năm và có thể dài hơn. Nợ được phát hành với lãi suất cố định. Và MCI nên xem xét việc tài trợ trước (prefunding). Tuy nhiên, chúng ta vẫn cần thảo luận thêm về tỷ lệ nợ của MCI. Cụ thể là: MCI nên phát hành nợ, vốn cổ phần, hay trái phiếu chuyển đổi?

Xem xét các lựa chọn tài trợ thay thế

Vậy chúng ta hãy quay lại câu hỏi ban đầu: MCI nên phát hành loại tài trợ nào? Điều này liên quan đến câu hỏi tỷ lệ nợ của MCI nên là bao nhiêu.

Chúng ta biết như sau: MCI dự báo CAPEX năm 1984 là 1.0 tỷ USD. Công ty có 500 triệu USD tiền mặt dư thừa (từ nguồn vốn vừa huy động) và dự kiến cần hơn 2 tỷ USD tài trợ trong ba năm tới. Giả sử theo tình huống, MCI hỏi ngân hàng của mình, Drexel Burnham Lambert (Drexel), về các lựa chọn tài trợ. Câu trả lời của Drexel là MCI có thể tài trợ theo nhiều cách khác nhau. Công ty có thể phát hành nợ trực tiếp (straight debt), nợ chuyển đổi (convertible debt), vốn cổ phần (equity), hoặc kết hợp các loại này. Số tiền và chi phí của từng lựa chọn được trình bày trong Bảng 10.6.

Lựa chọn đầu tiên là 500 triệu USD nợ trực tiếp kỳ hạn 20 năm với lãi suất coupon 12%. Lựa chọn thứ hai là MCI phát hành 425 triệu USD vốn cổ phần với giá cổ phiếu khoảng 42.50 USD/cổ phiếu. Điều này tương ứng với mức chiết khấu khoảng 10% so với giá cổ phiếu 47 USD vào tháng 4 năm 1983. Lựa chọn thứ ba là MCI phát hành 750 triệu USD nợ chuyển đổi kỳ hạn 20 năm với lãi suất coupon 10% và giá chuyển đổi 55 USD/cổ phiếu (tương đương mức phí bảo hiểm khoảng 15% so với thị trường) có thể được thu hồi (callable) sau năm năm.

BẢNG 10.6
Các phương án tài trợ giả định của MCI, tháng 4 năm 1983 (cho năm tài chính 1984)

Mô tả Số tiền huy động
Phương án 1 Nợ thường kỳ hạn 20 năm với lãi suất coupon 12% $ 500 triệu Phương án 2 Cổ phiếu phổ thông, 1 triệu cổ phiếu với giá $42.50 mỗi cổ phiếu $ 425 triệu Phương án 3 Trái phiếu chuyển đổi kỳ hạn 20 năm với lãi suất coupon 10%, chuyển đổi ở mức $55 $ 750 triệu Phương án 4 Một đợt phát hành tổng hợp (unit offering) bao gồm trái phiếu kỳ hạn 10 năm với lãi suất coupon 9.5% và 18.18 chứng quyền (warrants) trên mỗi trái phiếu $1,000
$1,000 triệu

Drexel, nổi tiếng với sự sáng tạo, đã thiết kế một phương án thứ tư cho MCI. Đó là một thương vụ "tổng hợp" (unit) trị giá 1 tỷ USD gồm nợ kỳ hạn 20 năm với lãi suất coupon 9.5%, kèm theo 18.18 chứng quyền trên mỗi trái phiếu và có thể gọi lại (callable) sau ba năm.21 Đây được gọi là unit (tổng hợp) vì bạn mua hai loại chứng khoán cùng lúc. (Nếu bạn nhớ, đợt phát hành cổ phiếu lần thứ hai của MCI là một thương vụ unit gồm một cổ phần cổ phiếu cùng với chứng quyền để mua cổ phiếu trong tương lai.) Trong các thương vụ unit, hai chứng khoán có thể ở dạng "gắn liền" (attached), nghĩa là chúng phải được giao dịch cùng nhau, hoặc có thể tách rời (separable), nghĩa là chúng có thể được bán như các chứng khoán riêng lẻ sau khi phát hành. Quan trọng hơn, đối với đợt phát hành tiềm năng của MCI, trái phiếu này ở dạng "có thể sử dụng" (usable), có nghĩa là trái phiếu có thể được nộp cùng với chứng quyền thay cho tiền mặt. Nếu trái phiếu được "sử dụng" theo cách này, giá trị của nó tương đương $1,000 tiền mặt. Loại nợ kèm chứng quyền này đôi khi được gọi là trái phiếu chuyển đổi tổng hợp (synthetic convertible) vì cách hoạt động của nó.

Công cụ tài chính này hơi nâng cao so với vị trí hiện tại của chúng ta trong giáo trình này. Do đó, chúng ta sẽ dành một chút thời gian để giải thích cấu trúc của nó.

Điều đầu tiên cần biết là chứng quyền (warrant) đơn giản chỉ là một quyền chọn (option). Sự khác biệt giữa chứng quyền và hầu hết các quyền chọn khác được giao dịch trên sàn giao dịch quyền chọn là loại trước được phát hành bởi công ty (thường cũng có thời hạn dài hơn), còn loại sau được viết bởi nhà tạo lập thị trường quyền chọn (options market maker).22 (Quyền chọn thường được gọi là chứng khoán phái sinh vì giá trị của chúng được "suy ra" từ một tài sản khác, trong nhiều trường hợp là cổ phiếu của công ty.)

Trong công cụ nêu trên, chứng quyền được viết để cho phép người nắm giữ có thể đưa cho công ty một chứng quyền cộng với 55 đô la tiền mặt để nhận một cổ phiếu, hoặc đưa cho công ty 18,18 chứng quyền cộng với trái phiếu và nhận được 18,18 cổ phiếu. Một cách nhìn khác là người nắm giữ có thể đưa cho công ty 1.000 đô la tiền mặt cộng với 18,18 chứng quyền và nhận 18,18 cổ phiếu, hoặc đưa cho công ty một trái phiếu (có mệnh giá 1.000 đô la) cộng với 18,18 chứng quyền và nhận 18,18 cổ phiếu. (Như đã rõ, 18,18 * 55,00 đô la = 1.000 đô la.)

Ví dụ này sẽ khá đơn giản nếu trái phiếu thực sự có giá trị 1.000 đô la, nhưng nhìn chung chúng không phải như vậy (chúng có giá trị 1.000 đô la nếu được dùng để chuyển đổi chứng quyền như giải thích trong đoạn sau). Trong khi trái phiếu có mệnh giá 1.000 đô la, lãi suất coupon của trái phiếu là 9,5% thấp hơn mức lãi suất thị trường 12% đối với trái phiếu thường trong Bảng 10.6. Do đó, như một công cụ độc lập (không có chứng quyền), trái phiếu sẽ giao dịch dưới 1.000 đô la. (Nếu bạn nhớ, trước đó chúng tôi đã đề cập rằng MCI đã phát hành một số trái phiếu "OID", tức là trái phiếu chiết khấu khi phát hành (original issue discount bonds) với lãi suất coupon thấp hơn lãi suất thị trường đối với trái phiếu cùng hạng tín nhiệm. Do đó, các trái phiếu này được phát hành ở mức giá thấp hơn mệnh giá.)

21Lưu ý rằng các chứng quyền không thể được gọi lại (called) trong ba năm.
22Nhà tạo lập thị trường quyền chọn là các công ty hoặc cá nhân viết ra các quyền chọn mà người khác mua và bán. Như vậy, họ, chứ không phải công ty, chịu trách nhiệm tài chính đối với các hợp đồng quyền chọn.

Do đó, trái phiếu có giá trị thấp hơn 1.000 đô la nếu giao dịch riêng lẻ. Tuy nhiên, tại thời điểm chuyển đổi chứng quyền, trái phiếu có thể được dùng thay thế cho 1.000 đô la tiền mặt. Vì trái phiếu có thể được dùng theo cách này, chúng được gọi là "có thể sử dụng" (usable). Ngoài ra, vì trái phiếu có giá trị cao hơn cho mục đích này so với giá trị độc lập của chúng, điều đó có nghĩa là hầu hết người nắm giữ chứng quyền sẽ dùng trái phiếu thay vì tiền mặt để chuyển đổi chứng quyền thành cổ phiếu. Nếu điều này xảy ra, trái phiếu sẽ được thu hồi hoặc "bị xóa sổ" (extinguished) tại thời điểm chuyển đổi. (Nếu phần nợ của đợt phát hành kết hợp được sử dụng khi thực hiện chứng quyền, thì khoản nợ sẽ bị loại bỏ và thay thế bằng vốn chủ sở hữu mới.) Do đó, điều này tương tự như trái phiếu chuyển đổi. Tại thời điểm chuyển đổi, trái phiếu chuyển đổi cũng bị xóa sổ và chuyển thành vốn chủ sở hữu. Vì lý do này, một đợt phát hành kết hợp trái phiếu có thể sử dụng kèm chứng quyền được gọi là trái phiếu chuyển đổi tổng hợp (synthetic convertible).

Cuộc thảo luận ở trên khá phức tạp và bạn có thể cần đọc lại các đoạn trước đó trước khi tiếp tục để đảm bảo bạn hiểu.

Quyết định khi nào chuyển đổi chứng quyền (warrants) cũng tương tự như quyết định khi nào chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi (convertible bond) mà chúng ta đã thảo luận ở đầu chương này. Giá chuyển đổi cho các chứng quyền này là $55. Bây giờ giả sử giá cổ phiếu của MCI lên đến $70. Điều này không có nghĩa là người nắm giữ nhất thiết muốn chuyển đổi, nhưng nó có nghĩa là các chứng quyền trở nên có giá trị hơn. Một chứng quyền cộng với $55 tiền mặt sẽ mang lại cho người nắm giữ một cổ phiếu trị giá $70.

Mỗi đơn vị, bao gồm một trái phiếu mệnh giá $1,000 cộng với 18.18 chứng quyền, lúc này sẽ trị giá $1,272.60 (18.18 * $70). Để chuyển đổi tất cả 18.18 chứng quyền cần $1,000 tiền mặt (18.18 * $55) hoặc phải giao nộp trái phiếu. Vì vậy, nếu các chứng quyền bị gọi lại hoặc đến hạn, người nắm giữ nên chuyển đổi. Và thứ hai, như đã mô tả ở đoạn trên, việc sử dụng trái phiếu thay vì tiền mặt để chuyển đổi là có lợi về mặt tài chính cho người nắm giữ.

Ở một mức độ nâng cao hơn, từ góc độ bảng cân đối kế toán (Balance Sheet), việc phát hành nợ kèm chứng quyền (debt with warrants) sẽ tốt hơn một chút so với nợ thông thường (straight debt). Khoản nợ kèm chứng quyền được hạch toán như cả nợ (trái phiếu) lẫn vốn chủ sở hữu (chứng quyền) trên bảng cân đối kế toán.24

Điều này dẫn đến việc doanh nghiệp có nhiều vốn chủ sở hữu hơn và do đó ít có khả năng vi phạm các giao ước nợ (debt covenants).

Bây giờ chúng ta sẽ bình luận về lý do tại sao một công ty có thể muốn phát hành nợ kèm chứng quyền (debt with warrants) thay vì nợ thông thường (straight debt) hoặc nợ chuyển đổi (convertible debt). Bình luận này nằm ngoài lĩnh vực tài chính doanh nghiệp và chạm đến khía cạnh đầu tư của tài chính. Mặc dù chưa được chứng minh, nhưng đôi khi người ta lập luận, đặc biệt là các nhà ngân hàng đầu tư, rằng các công ty có thể phát hành trái phiếu chuyển đổi tổng hợp (synthetic convertibles) với quy mô lớn hơn so với nợ thông thường hoặc nợ chuyển đổi. Điều này sẽ đúng nếu có "thị trường phân khúc" (segmented markets) — tức là nếu các nhà đầu tư không tin rằng các loại chứng khoán khác nhau nhất thiết là sự thay thế cho nhau. Nếu đúng như vậy, nợ kèm chứng quyền có thể được bán trên ba phân khúc thị trường khác nhau: thị trường chuyển đổi (khi đính kèm), thị trường trái phiếu lợi suất cao (high-yield (junk) bond), và thị trường cổ phiếu/quyền chọn (equity/options market).

23Có thể hình dung rằng, nếu lãi suất giảm đủ mạnh, giá trị hiện tại của trái phiếu có thể cao hơn mệnh giá (par value) $1.000. Trong trường hợp đó, người nắm giữ chứng quyền (warrant holder) nên dùng tiền mặt thay vì trái phiếu để chuyển đổi. 24Việc phân chia chính xác 1 tỷ đô la giữa nợ và vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào lãi suất của khoản nợ tương đương so với lãi suất coupon (coupon rate) của khoản nợ của MCI. Nếu lãi suất thị trường cho khoản nợ 20 năm của MCI là 12,5% (mức công ty sẽ trả cho 1 tỷ đô la nợ thông thường (straight debt) phát hành theo mệnh giá) và lãi suất của khoản nợ kèm chứng quyền là 9 1/2%, giá thị trường của khoản nợ sẽ là 781 triệu đô la (chiết khấu khoản thanh toán 47,5 triệu đô la mỗi sáu tháng và 1 tỷ đô la vào cuối 20 năm với lãi suất 12,5% ghép lãi bán niên). Chúng tôi sẽ sử dụng 750 triệu đô la làm giá trị sổ sách (book value) của khoản nợ và 250 triệu đô la làm giá trị sổ sách của chứng quyền (vốn chủ sở hữu) để dễ tính toán.

(khi tách rời). Lý do là bằng cách bán trên ba thị trường khác nhau (trái phiếu lợi suất cao (high-yield bonds), trái phiếu chuyển đổi, và cổ phiếu), công ty có thể tài trợ một số tiền lớn hơn.

Bạn sẽ chọn phương án nào? Nợ trực tiếp (straight debt) 500 triệu đô la với lãi suất 12%? Cổ phiếu 425 triệu đô la với giá phát hành 42.50 đô la? Trái phiếu chuyển đổi 750 triệu đô la với lãi suất coupon 10% và giá chuyển đổi 55 đô la? Hay phát hành kết hợp nợ với chứng quyền (debt with warrants) trị giá 1 tỷ đô la? Một số người có thể bị cám dỗ để đơn giản hóa tình huống này bằng cách hỏi: Công ty có nên chọn phương án huy động được nhiều tiền nhất không? Câu trả lời là không. Công ty nên chọn phương án phù hợp nhất với các chính sách tài chính của mình.

Hãy thu hẹp các lựa chọn của chúng ta một chút bằng một số so sánh trực tiếp. Theo quan điểm của MCI, phương án nợ kèm chứng quyền (debt-with-warrants) vượt trội hơn phương án trái phiếu chuyển đổi vì nó có lãi suất coupon thấp hơn và giá chuyển đổi cao hơn. (Tức là lãi suất thấp hơn và nó nhường đi ít hơn phần tăng giá cổ phiếu.) Phương án nợ kèm chứng quyền cũng vượt trội hơn phương án phát hành nợ trực tiếp vì nó có lãi suất coupon thấp hơn nhiều và huy động được nhiều vốn hơn. (Tức là nếu nợ kèm chứng quyền vẫn là nợ, MCI sẽ thích trả 9.5% hơn là 12%.) Vì vậy, khi so sánh ba phương án nợ, nợ kèm chứng quyền là lựa chọn vượt trội.

Tuy nhiên, trước khi đưa ra quyết định cuối cùng, hãy xem xét tác động của các phương án này đến cấu trúc vốn của MCI. (Chúng ta loại trừ phương án thứ ba vì nó bị phương án thứ tư áp đảo.) Bảng 10.7 so sánh cách mỗi phương án trong ba phương án còn lại sẽ tác động đến cấu trúc vốn của MCI trong hai kịch bản khác nhau. Hay như các nhà kinh tế gọi, hai trạng thái của thế giới. Trong một trạng thái (cột đầu tiên), MCI hoạt động kém, và giá cổ phiếu giữ nguyên hoặc giảm. Trong trạng thái thứ hai (cột thứ ba), MCI hoạt động tốt, và giá cổ phiếu tăng đáng kể. Trong trạng thái thứ nhất, khi giá cổ phiếu của MCI không tăng, cả trái phiếu chuyển đổi lẫn chứng quyền đều sẽ không được chuyển đổi. Trong trạng thái thứ hai, khi giá cổ phiếu của MCI tăng, cả trái phiếu chuyển đổi và chứng quyền sẽ được chuyển đổi.

Ba phương án còn lại của chúng ta lần lượt được trình bày trong Bảng 10.7. Trường hợp cơ sở (base case) đại diện cho MCI trước khi có bất kỳ khoản tài trợ mới nào. MCI bắt đầu với 944 triệu đô la nợ (trong đó 400 triệu đô la là trái phiếu chuyển đổi đã phát hành và 544 triệu đô la còn lại là nợ trực tiếp), 500 triệu đô la tiền mặt dư thừa (được tính là nợ âm), và vốn chủ sở hữu là 766 triệu đô la.

Không có nguồn tài trợ mới nào, trường hợp cơ sở của MCI có tỷ lệ nợ 36.7% (nợ chia cho tổng nợ và vốn chủ sở hữu) ở trạng thái 1 (cột đầu tiên), so với mức nợ 3.6% ở trạng thái 2 (cột thứ ba) sau khi 400 triệu USD nợ chuyển đổi (convertible debt) hiện tại được chuyển đổi. Xem xét các phương án tài trợ:

Phương án 1—nợ thường (straight debt): MCI phát hành 500 triệu USD nợ thường (straight debt) kỳ hạn 20 năm, lãi suất 12%. Ở trạng thái thứ nhất (khi giá cổ phiếu của MCI không tăng hoặc có thể giảm), công ty hiện có cấu trúc vốn (capital structure) với tỷ lệ nợ 55.2%. Ở trạng thái thứ hai của thị trường (khi giá cổ phiếu của MCI tăng đủ để có thể buộc chuyển đổi số nợ chuyển đổi hiện có), MCI có tỷ lệ nợ 31.8%. Điều này có nghĩa là nếu MCI phát hành nợ thường và trạng thái 1 xảy ra, MCI sẽ là một công ty có đòn bẩy tài chính cao và có thể sẽ không thể huy động thêm nguồn tài trợ bằng nợ. Với tỷ lệ nợ 55.2%, MCI khó có thể huy động thêm nợ. Ở trạng thái 2, cấu trúc vốn của MCI cải thiện nhẹ so với mức hiện tại là 36.7%.

Phương án 2—vốn chủ sở hữu (equity): MCI phát hành 425 triệu USD vốn chủ sở hữu mới. Ở trạng thái 1, nợ của MCI sau khi điều chỉnh theo tiền mặt dư thừa vẫn ở mức 444 triệu USD, và vốn chủ sở hữu của công ty tăng lên 1.191 triệu USD. Với việc phát hành vốn chủ sở hữu mới, tỷ lệ nợ giảm từ 36.7% (trong trường hợp cơ sở trước khi tài trợ) xuống 27.2%. Ở trạng thái 2, số nợ chuyển đổi hiện có được chuyển đổi và của MCI

Tỷ lệ nợ giảm xuống còn 2,7%. Do đó, nếu MCI phát hành cổ phiếu thường, tỷ lệ nợ của công ty vẫn có thể kiểm soát được ngay cả trong trạng thái 1. Trong cả hai tình huống, tỷ lệ nợ của MCI đủ thấp để có thể huy động nợ trong tương lai gần. (Một lần nữa, để dễ trình bày, chúng tôi đã loại bỏ phương án thứ ba vì nó bị phương án thứ tư vượt trội.)

Phương án 4—giao dịch nợ kèm chứng quyền: MCI phát hành thêm 1 tỷ đô la gồm nợ và chứng quyền, giả sử phần nợ được định giá 750 triệu đô la và phần chứng quyền được định giá 250 triệu đô la. Trong trường hợp này, nợ của MCI sau khi điều chỉnh tiền mặt dư thừa tăng lên 1.194 triệu đô la, và vốn chủ sở hữu tăng lên 1.016 triệu đô la. Trong trạng thái 1, tỷ lệ nợ của MCI tăng lên 54,03%, trong khi ở trạng thái 2, tỷ lệ này giảm xuống còn 1,99%. Điều này trông giống với phương án 1 tài trợ bằng nợ, trong trạng thái 1 (không chuyển đổi) và giống với phương án 2, tài trợ bằng vốn cổ phần, trong trạng thái 2 (có chuyển đổi).

BẢNG 10.7
Cơ cấu vốn của MCI theo các phương án tài trợ thay thế

Trường hợp cơ sở: Không phát hành nợ hoặc vốn cổ phần mới	MCI hoạt động kém	Chuyển đổi khả thi	MCI hoạt động tốt
Tháng 3/1983 (nghìn USD)			
Nợ chuyển đổi hiện hữu			
400			
–400			
0			
Nợ thông thường			
544			
544			
Tiền mặt dư thừa			
(500)			
(500)			
Tổng nợ điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa			
444			
–400			
44			
Vốn chủ sở hữu			
766			
+400			
1,166			
Tổng nợ + vốn chủ sở hữu			
1,210			
1,210			
Tỷ lệ nợ			
36.7%			
3.6%			
Phương án 1: MCI phát hành 500 triệu USD nợ thông thường			
Tháng 3/1983 (nghìn USD)			
Nợ chuyển đổi hiện hữu			
400			
–400			
0			
Nợ thông thường (+500)			
1,044			
1,044			
Tiền mặt dư thừa			
(500)			
(500)			
Tổng nợ điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa			
944			
–400			
544			
Vốn chủ sở hữu			
766			
+400			
1,166			
Tổng nợ + vốn chủ sở hữu			
1,710			
1,710			
Tỷ lệ nợ			
55.2%			
31.8%			
Phương án 2: MCI phát hành 425 triệu USD vốn cổ phần mới			
Tháng 3/1983 (nghìn USD)			
Nợ chuyển đổi hiện hữu			
400			
–400			
0			
Nợ thông thường			
544			
544			
Tiền mặt dư thừa			
(500)			
(500)			
Tổng nợ điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa			
444			
–400			
44			
Vốn chủ sở hữu (+425)			
1,191			
+400			
1,591			
Tổng nợ + vốn chủ sở hữu			
1,635			
1,635			
Tỷ lệ nợ			
27.2%			
2.7%			
Phương án 4: MCI phát hành thỏa thuận kết hợp (unit deal) trị giá 1 tỷ USD			
Tháng 3/1983 (nghìn USD)			
Nợ chuyển đổi hiện hữu (+750)			
1,150			
–1,150			
0			
Nợ thông thường			
544			
544			
Tiền mặt dư thừa			
(500)			
(500)			
Tổng nợ điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa			
1,194			
–1,150			
44			
Vốn chủ sở hữu (+250)			
1,016			
+1,150			
2,166			
Tổng nợ + vốn chủ sở hữu			
2,210			
2,210			
Tỷ lệ nợ			
54.03%			
1.99%			

Hãy nhớ rằng, một thỏa thuận kết hợp (unit deal) là một trái phiếu kèm chứng quyền (warrants).

Hãy tóm tắt: Như đã thấy trong Bảng 10.7, nếu giá cổ phiếu của MCI không tăng (trạng thái 1), thì tỷ lệ nợ dao động từ 36.7% trong trường hợp cơ sở lên 55.2% khi phát hành 500 triệu USD nợ thông thường, xuống 27.2% khi phát hành vốn cổ phần, và 54.03% khi phát hành 1 tỷ USD nợ kèm chứng quyền.

Ở trạng thái 2, giá cổ phiếu của MCI tăng, và mọi thứ chuyển đổi (nợ chuyển đổi hiện hữu trở thành vốn chủ sở hữu trong mọi trường hợp, và ở Phương án 4, khoản nợ mới cũng chuyển thành vốn chủ sở hữu). Trong tình huống này, tỷ lệ nợ của MCI dao động từ 3.6% trong trường hợp cơ sở lên 31.8% khi phát hành nợ thông thường, 2.7% khi phát hành vốn cổ phần, hoặc 1.99% khi phát hành nợ kèm chứng quyền.

Như đã thảo luận trước đó trong chương này, trái phiếu chuyển đổi về bản chất là một trái phiếu kèm quyền chọn mua (call option) nhúng. Do đó, quyền chọn không thể tách rời khỏi trái phiếu. Khoản nợ kèm chứng quyền của MCI đang thảo luận ở đây cho phép công ty về cơ bản phát hành nợ và quyền chọn như các đợt phát hành riêng biệt. Bằng cách làm cho khoản nợ có thể sử dụng (nợ có thể được dùng thay cho tiền mặt) khi thực hiện chứng quyền, MCI buộc đợt phát hành nợ hoạt động như một trái phiếu chuyển đổi khi chứng quyền được gọi. Nếu khoản nợ không thể sử dụng, MCI về cơ bản sẽ phát hành 750 triệu USD nợ và 250 triệu USD vốn chủ sở hữu, và khoản nợ sẽ vẫn còn sau khi chứng quyền được gọi. Chính tính khả dụng đó tạo nên một trái phiếu chuyển đổi tổng hợp. Nếu nó đi như một con vịt và kêu như một con vịt, thì theo cách hiểu của chúng ta, khi kết thúc ngày, nó là một con vịt (tức là trái phiếu chuyển đổi).

Tóm tắt so sánh các tỷ lệ nợ

	Không chuyển đổi	**Nếu chuyển đổi**
Tháng 3 năm 1983 ($000s)		
Trường hợp cơ sở: Không phát hành nợ hoặc vốn cổ phần mới	36.7%	3.6%
Phương án 1: MCI phát hành 500 triệu USD nợ thẳng (straight debt)	55.2%	31.8%
Phương án 2: MCI phát hành 425 triệu USD vốn cổ phần mới	27.2%	2.7%
Phương án 4: MCI phát hành thương vụ đơn vị trị giá 1 tỷ USD (unit deal)	54.03%	1.99%

LỰA CHỌN TÀI TRỢ CỦA MCI

Hãy quay lại câu hỏi: MCI nên phát hành gì? Như chúng ta đã thấy, trong số các lựa chọn của MCI, nợ thẳng (straight debt) bị chi phối bởi nợ kèm chứng quyền (debt with warrants). Ngay cả khi trái phiếu kèm chứng quyền không chuyển đổi, nó vẫn cho phép MCI phát hành số lượng lớn hơn với lãi suất thấp hơn. Nợ chuyển đổi (convertible debt) cũng bị chi phối bởi nợ sử dụng kèm chứng quyền: MCI có thể phát hành số lượng lớn hơn với điều kiện tốt hơn so với nợ chuyển đổi.

Còn về việc chọn cả hai phương án 1 và 2, tức là phát hành cả nợ và vốn cổ phần thì sao? Phát hành đơn vị nợ kèm chứng quyền (unit issue of debt with warrants) nhỉnh hơn một chút so với việc kết hợp phát hành nợ và vốn cổ phần.
Tại sao? Ở trạng thái 1, hai phương án có lượng nợ gần như nhau và lượng vốn huy động gần như nhau. Nợ kèm chứng quyền có lãi suất thấp hơn nhiều nhưng lại có lượng nợ gấp đôi, nên tác động ròng là tổng chi phí lãi vay cao hơn trên nợ kèm chứng quyền. Tuy nhiên, ở trạng thái 2, thương vụ đơn vị nợ kèm chứng quyền rõ ràng là vượt trội hơn khi nợ được chuyển đổi.

Điều này có nghĩa là lựa chọn thực sự của MCI nằm giữa việc phát hành vốn cổ phần trực tiếp (straight equity) hoặc phát hành nợ sử dụng kèm chứng quyền (usable debt with warrants). Vậy giờ chúng ta rõ ràng đi đến phần của tài chính doanh nghiệp nơi không có câu trả lời chính xác, duy nhất. MCI nên phát hành vốn cổ phần hay nợ kèm chứng quyền?

Nếu MCI phát hành vốn cổ phần, công ty có 425 triệu USD tài trợ và có tỷ lệ nợ thấp nhất ở trạng thái 1.
Nếu MCI phát hành nợ kèm chứng quyền, rủi ro sẽ cao hơn, nhưng công ty sẽ có 1 tỷ USD tài trợ bất kể điều gì và có tỷ lệ nợ thấp nhất ở trạng thái 2. Có lẽ đáng lưu ý rằng nếu MCI không chấp nhận rủi ro, công ty sẽ không bao giờ tồn tại. Suy cho cùng, đây là một công ty khởi nghiệp đã đối đầu với AT&T, một trong những tập đoàn độc quyền lớn nhất thế giới.

MCI đã làm gì? Lưu ý, các tác giả của bạn có lẽ sẽ không thảo luận về việc phát hành nợ kèm chứng quyền (usable debt-with-warrants) nếu điều đó không thực sự tồn tại. MCI đã phát hành nợ kèm chứng quyền vào tháng 7 năm 1983.25 Điều gì đã xảy ra tiếp theo? Lợi nhuận không cao như dự báo trong bảng kế hoạch (pro formas) của chúng tôi. AT&T đã cắt giảm lãi suất ngay khi được phép, và các Baby Bells (các công ty điện thoại địa phương) được FCC cho phép tăng phí kết nối. Kết quả là MCI cũng phải cắt giảm lãi suất trong khi chi phí của họ tăng lên, cả hai đều làm giảm biên lợi nhuận của công ty. Doanh thu của MCI đã tăng từ 1 tỷ USD lên 4 tỷ USD trong năm năm tiếp theo. Tuy nhiên, thu nhập ròng của MCI lại giảm từ 171 triệu USD xuống còn 88 triệu USD trong cùng năm năm đó.

MCI TÁI BÚT

Giá cổ phiếu của MCI đạt đỉnh 47 USD vào tháng 7 năm 1983, và trong phần lớn giai đoạn dự kiến được thảo luận trong chương này, từ 1983 đến 1988, giá cổ phiếu dao động quanh mức 10 USD một cổ phiếu. Do đó, toàn bộ trái phiếu chuyển đổi (có thể chuyển đổi ở mức 53 USD mỗi cổ phiếu) vẫn nằm trên Bảng cân đối kế toán, cũng như các chứng quyền. (Tức là, không có khoản nào được chuyển đổi.) Tỷ lệ nợ của MCI tăng từ 55,2% (không điều chỉnh cho tiền mặt dư thừa) năm 1983 lên 68% vào cuối năm 1987. Điều gì xảy ra tiếp theo? MCI không chỉ gặp khó khăn trong ngắn hạn, mà để tránh cắt giảm quá nhiều chi tiêu vốn, công ty đã phải cắt giảm chi phí tiếp thị.

Hãy nhớ rằng MCI đang cạnh tranh trong các "cuộc bầu cử" để giành thị phần nhà khai thác đường dài trong thời gian này, nghĩa là chi tiêu tiếp thị là rất cần thiết. Các cuộc bầu cử này đã được tòa án ra lệnh và sẽ chỉ diễn ra một lần. Nếu MCI không thắng trong các cuộc bầu cử này, thì cơ hội tiếp theo là khi nào? Không bao giờ. Sau các cuộc bầu cử, MCI sẽ phải giành được khách hàng mới từng người một. Khi chúng ta xem xét Massey Ferguson, chúng ta đã nói về việc công ty này mất thị trường vĩnh viễn vào tay các công ty Hàn Quốc và Nhật Bản. Với MCI, bất kỳ khách hàng nào bị mất trong cuộc bầu cử đều là mất thị phần trong một thời gian dài, nếu không muốn nói là mãi mãi.

Vậy MCI đã làm gì? Công ty bắt đầu "tự mời chào" (tức là bắt đầu tìm kiếm một đối tác sáp nhập để mua lại công ty). Vấn đề là không ai muốn mua MCI. Cuối cùng IBM đã mua 18% vốn cổ phần của MCI. Tuy nhiên, IBM không trả bằng tiền mặt mà dùng hoạt động viễn thông của mình (vốn không thành công) để thanh toán.

Bây giờ giả sử MCI đã phát hành cổ phiếu và thế giới thay đổi như thực tế đã xảy ra. MCI có thể đã làm gì sau đó? Có lẽ phát hành thêm cổ phiếu, có thể phát hành thêm nợ. Tỷ lệ nợ của MCI chắc chắn đã thấp hơn. Liệu điều này có đủ để tránh cắt giảm chi phí tiếp thị không? Có thể, nhưng không chắc chắn.

Ngoài ra, McGowan, CEO của MCI và điều hành công ty trong suốt thời kỳ này, đã bị đau tim và sau đó được ghép tim vào năm 1991. Điều thú vị là MCI đã không công bố cơn đau tim và ca ghép tim của ông cho đến hai tuần sau đó. SEC đã điều tra và phán quyết rằng mặc dù McGowan là CEO của công ty, sự vắng mặt của ông

25Năm 1983, MCI thực sự đã phát hành 1,1 tỷ USD (ròng 986,3 triệu USD) theo cách này với Drexel.

và tình trạng y tế do phẫu thuật ghép tim không phải là thông tin trọng yếu mà các nhà đầu tư cần biết.26

McGowan từ bỏ vị trí CEO sau khi ghép tim và qua đời vào tháng 6 năm 1992 ở tuổi 64. Vào thời điểm ông qua đời, MCI có doanh thu hàng năm là 10,5 tỷ đô la, lợi nhuận ròng 609 triệu đô la và 31.000 nhân viên. Công ty cũng đã hoàn thành mục tiêu của mình là cung cấp dịch vụ điện thoại toàn quốc. Năm 1993, British Telecom đã trả 4,3 tỷ đô la cho 20% cổ phần của MCI.

Một lưu ý cuối cùng: Vào ngày 14 tháng 9 năm 1998, MCI sáp nhập với WorldCom trong một thương vụ trị giá 40 tỷ đô la. Từ 1998 đến 2000, công ty được gọi là MCI WorldCom. Từ 2000 đến 2003, tên MCI bị bỏ đi, và công ty trở thành WorldCom. WorldCom đã nộp đơn xin phá sản vào ngày 21 tháng 7 năm 2002 (đơn xin phá sản lớn nhất tại Hoa Kỳ vào thời điểm đó) sau khi đã khai khống tổng tài sản lên khoảng 11 tỷ đô la (vụ gian lận lớn nhất tại Hoa Kỳ cho đến thời điểm đó).27 Năm 2003, công ty đổi tên trở lại thành MCI (như đã nêu trong Chương 5, các công ty phá sản có xu hướng đổi tên). Công ty đã được Verizon Communications mua lại vào tháng 1 năm 2006 và hiện là một phần của hoạt động Verizon.

TÓM TẮT

Cần nhớ rằng MCI là công ty nhỏ nhất trong ngành của mình. Nó cũng là công ty có rủi ro cao nhất trong ngành. Ngoài ra, đây là giai đoạn có rủi ro kinh doanh rất lớn do bãi bỏ quy định và "cuộc bầu cử điện thoại". Với sự kết hợp này, một công ty không nhất thiết muốn có tỷ lệ nợ cao nhất trong ngành. Nếu giá cổ phiếu đã tăng lên, công ty sẽ ổn. Không may là chúng đã không tăng, và MCI cuối cùng trông hơi giống Massey, với AT&T đóng vai John Deere. Ngoài ra, MCI nhỏ hơn rất nhiều so với AT&T so với Massey so với Deere.

Hãy tóm tắt:

1. Chính sách tài chính nên hỗ trợ chiến lược đầu tư của công ty.
2. Chính sách tài chính không chỉ liên quan đến tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của công ty, mà còn liên quan đến việc lựa chọn nợ của công ty (dài hạn so với ngắn hạn, lãi suất cố định so với thả nổi, v.v.), loại vốn chủ sở hữu (ví dụ: cổ phiếu ưu đãi, trái phiếu chuyển đổi, v.v.), chính sách cổ tức, và hơn thế nữa.
3. Các chính sách tài chính phải nhất quán với nhau. Hãy nhớ tổng quan về sơ đồ tài chính doanh nghiệp, điều chúng ta đã thảo luận hai lần. Nó bắt đầu với chiến lược thị trường sản phẩm của công ty và chiến lược tài chính. Các chính sách tài chính trong biểu đồ (dưới chiến lược tài chính trong Chương 1) phải nhất quán với nhau. Đây là một cách khác để nói rằng các chính sách này không tách rời. Ví dụ, một công ty không chỉ đặt ra chính sách cổ tức một cách ngẫu nhiên. Số tiền công ty trả cổ tức được tích hợp vào số tiền công ty sẽ cần huy động từ tài chính bên ngoài, sau đó được tích hợp vào cơ cấu vốn của công ty.

26Điều này nhắc nhở chúng ta rằng các tập đoàn được điều hành bởi các cá nhân và hoàn cảnh sống có thể ảnh hưởng đến vận mệnh của các công ty mà họ thành lập và điều hành. Một ví dụ gần đây hơn là Steve Jobs và Apple Computer Inc. Khi Steve Jobs lâm bệnh, Apple tiết lộ rất ít thông tin về sức khỏe của ông. 27Xem CNN Money, "WorldCom Files Largest Bankruptcy Ever," http://money.cnn.com/2002/07/19/news/worldcom_bankruptcy (truy cập ngày 12 tháng 2 năm 2015).

4. Các chính sách tài chính truyền tải thông tin. Do thông tin bất cân xứng (asymmetric information), các nhà đầu tư diễn giải các quyết định chính sách tài chính như là các tín hiệu (signals).
5. Thông tin bất cân xứng và việc phát tín hiệu (signaling) tạo ra sự ngần ngại của các công ty trong việc cắt giảm cổ tức và ngần ngại phát hành cổ phiếu. Điều này tạo ra một trật tự ưu tiên (pecking order) làm cho tăng trưởng bền vững và các quỹ tạo ra nội bộ trở nên được ưu tiên hơn so với tài trợ bên ngoài.
6. Có một số công cụ lai (hybrid instruments) được thiết kế để giảm thiểu hiệu ứng tín hiệu này (ví dụ: trái phiếu chuyển đổi (convertibles), PERCS).28 Cách một công ty huy động vốn có ý nghĩa quan trọng.
7. Một công ty không chỉ phải quyết định các chính sách tài chính tĩnh (static financial policies) của mình là gì, mà còn phải lo lắng về động thái của việc công ty đạt được chúng. Các động thái vượt quá hoặc không đạt một chính sách tĩnh phải được hiểu rõ. Ngoài ra, các chính sách tài chính của công ty phải thay đổi theo những thay đổi trong chiến lược thị trường sản phẩm (như chúng ta đã thấy trong Chương 7 với Marriott).

Hãy nhớ: Mọi công ty đều cần đặt ra các chính sách, các chính sách này phải nhất quán, và các chính sách truyền tải thông tin.

Tổng quan về những gì chúng ta đã đề cập cho đến nay

Bây giờ chúng ta hãy thực hiện một sự xem xét lớn hơn nữa về phần này. Chúng ta bắt đầu phần này với Massey và chỉ ra rằng việc tài trợ (financing) có ý nghĩa quan trọng. Chúng ta đã xem xét Marriott "cũ" và các chính sách của nó. Sau đó, chúng ta thấy Marriott thay đổi chính sách thị trường sản phẩm từ việc sở hữu và vận hành khách sạn (với cơ sở vốn lớn và nhu cầu vốn) sang chỉ vận hành khách sạn (với cơ sở vốn thấp hơn nhiều và nhu cầu vốn). Chúng ta sau đó thảo luận về việc sự thay đổi trong chiến lược thị trường sản phẩm này đã tạo ra nhu cầu thay đổi các chính sách tài chính cho Marriott "mới". Trong Chương 9, chúng ta đã phân tích AT&T cũ với các nhu cầu và chính sách tài chính của nó. Khi AT&T thay đổi do bãi bỏ quy định (deregulation) và thoái vốn (divestiture), chúng ta đã phân tích AT&T mới và rút ra các chính sách mới của nó. Cuối cùng, chúng ta đã xem xét MCI cũ—công ty không có chính sách. Khi môi trường cạnh tranh của MCI thay đổi, chúng ta đã hỏi: Các chính sách mới của nó nên là gì? Như vậy, chúng ta đã thực hiện việc liên kết giữa các chính sách thị trường sản phẩm và các chính sách tài chính sáu lần. Ba lần với các công ty "cũ" và ba lần với các công ty "mới" sau khi có những thay đổi trên thị trường sản phẩm.

Sắp có

Chương tiếp theo khám phá một chính sách tài chính khác: cách các công ty trả lại tiền mặt cho cổ đông dưới hình thức cổ tức và mua lại cổ phiếu. Chúng ta sẽ sử dụng các quyết định gần đây của Apple Inc. để minh họa cho các chính sách này.

28PERCS (preference equity redemption cumulative stocks) là cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi. PERCS trả cổ tức cao hơn cổ phiếu thường cơ bản, nhưng không giống như hầu hết các loại trái phiếu chuyển đổi, có quyền chọn chuyển đổi giới hạn tăng giá. Một trái phiếu chuyển đổi điển hình có tỷ lệ chuyển đổi không đổi bất kể giá cổ phiếu, do đó giá trị của trái phiếu chuyển đổi liên tục tăng theo tỷ lệ không đổi với giá cổ phiếu. Với PERC, tỷ lệ chuyển đổi được giảm nếu giá cổ phiếu tăng đủ (thường khoảng 30%) để giới hạn tiềm năng tăng giá.

PHỤ LỤC 10A: XÂY DỰNG BÁO CÁO PRO FORMA CỦA MCI, 1984–1988

Các báo cáo pro forma của MCI, Bảng 10A.1, 10A.2 và 10A.3 (giống như tất cả các báo cáo pro forma), có thể được tạo ra theo nhiều cách khác nhau. Trong thực tế, nhiều phân tích độ nhạy sẽ được thực hiện, bao gồm cả mô phỏng Monte Carlo. Tuy nhiên, vì điều này không nằm trong bài học của chương này và để đơn giản, các tác giả đã tạo ra một bộ báo cáo pro forma sử dụng các giả định sau. (Chúng tôi giả định rằng một độc giả đã theo dõi chúng tôi từ đầu cuốn sách sẽ hiểu cách các báo cáo pro forma được tạo ra và có thể thay đổi các giả định để tự tạo ra báo cáo pro forma của họ.) Sau đây, chúng tôi liệt kê từng khoản mục trong báo cáo pro forma và nêu ngắn gọn các giả định của chúng tôi.

Doanh thu: Như đã ghi trong văn bản, các tác giả giả định doanh thu của MCI sẽ tăng trưởng khi thị trường viễn thông đường dài tăng trưởng và khi MCI tăng thị phần (chúng tôi cũng giả định mức tăng thị phần của MCI chậm lại theo thời gian). Báo cáo pro forma giả định thị trường tổng thể tăng trưởng 8% trong toàn bộ giai đoạn và MCI tăng thị phần của mình 50% vào năm đầu tiên, sau đó 40%, 30%, 20% và 10% vào năm 1988. Điều này tạo ra mức tăng trưởng doanh thu ròng lần lượt là 62%, 51%, 40%, 30% và 19% cho các năm 1984–1988.
Chi phí kết nối, lắp đặt và vận hành: Được thiết lập ở mức 40% doanh thu trong suốt giai đoạn dự báo, vì đó là mức trung bình trong giai đoạn 1978–1983.

Chi phí marketing, chi phí chung và chi phí quản lý: Được thiết lập ở mức 30% doanh thu, cao hơn mức trung bình 20% trong giai đoạn 1978–1983. Chúng tôi giả định sự gia tăng này sẽ xảy ra vì MCI có khả năng sẽ phải tăng cường nỗ lực và chi phí quảng cáo và tiếp thị để giành thị phần.

Khấu hao: Giá trị trung bình của PP&E (tài sản, nhà xưởng và thiết bị - bình quân của số dư đầu kỳ và cuối kỳ) được giảm đều trong 10 năm (tức là sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng).

BẢNG 10A.1
Báo cáo thu nhập dự phóng (Pro Forma) của MCI, 1984–1988: Kịch bản dự kiến

($000s)	1984	1985	1986	1987	1988
Doanh thu 1,738,662 2,625,379 3,675,531 4,778,190 5,686,046 Kết nối, lắp đặt và vận hành					
Marketing, chi phí chung và quản lý	521,599	787,613	1,102,660	1,433,458	1,705,814
Depreciation	174,874	272,753	384,618	459,441	480,566
Total	1,391,938	2,110,518	2,957,490	3,804,175	4,460,799
Income from operations	346,724	514,861	718,041	974,016	1,225,247
Interest expense	132,150	161,374	284,382	402,967	402,459
Profit before tax	214,574	353,487	433,659	571,048	822,788
Income tax	75,101	123,720	151,781	199,867	287,976
Net profit	139,473	229,767	281,878	371,182	534,812
Times interest (EBIT/I)	2.62	3.19	2.52	2.42	3.04
Sales growth	62.0%	51.0%	40.0%	30.0%	19.0%

BẢNG 10A.2
Bảng cân đối kế toán dự phóng (Pro Forma) của MCI, 1984–1988: Kịch bản dự kiến

($000s)	1984	1985	1986	1987	1988
Cash	86,933	131,269	183,777	238,910	284,302
Accounts receivable	208,639	315,045	441,064	573,382	682,326
Other current assets	9,566	9,566	9,566	9,566	9,566
Current assets	305,138	455,880	634,406	821,858	976,194
PP&E net	2,173,327	3,281,724	4,410,637	4,778,190	4,833,139
Other assets	33,137	33,137	33,137	33,137	33,137
Total assets	2,511,602	3,770,741	5,078,180	5,633,185	5,842,470
Long-term debt—current	48,038	48,038	48,038	48,038	48,038
Accounts payable	295,572	446,314	624,840	812,292	966,628
Advances and other	70,728	70,728	70,728	70,728	70,728
Current liabilities	414,338	565,080	743,606	931,058	1,085,394
Long-term debt	1,104,634	1,983,264	2,830,299	2,826,671	2,346,807
Other	87,525	87,525	87,525	87,525	87,525
Total liabilities	1,606,497	2,635,869	3,661,431	3,845,254	3,519,726
Contributed capital	588,948	588,948	588,948	588,948	588,948
Retained earnings (deficit)	316,157	545,924	827,802	1,198,983	1,733,796
Total shareholders' equity	905,105	1,134,872	1,416,750	1,787,931	2,322,744
Total liabilities and equity	2,511,602	3,770,741	5,078,180	5,633,185	5,842,470
Debt ratio (D/(D + E))	56.0%	64.2%	67.0%	61.7%	50.8%

BẢNG 10A.3
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng (Pro Forma) của MCI, 1984–1988: Kịch bản dự kiến (cũng là Bảng 10.5)

($000s)	1984	1985	1986	1987	1988

Chi phí lãi vay: Được tính bằng số dư đầu kỳ của tổng nợ (nợ ngắn hạn cộng nợ dài hạn) nhân với 14% (cao hơn khoảng 3% so với lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm tại thời điểm đó).

Thuế thu nhập: Được thiết lập ở mức 35% lợi nhuận trước thuế.
Tiền mặt: Được thiết lập ở mức 5% doanh thu (giá trị trung vị từ 1978–1983).29

29Chúng tôi sử dụng trung vị thay vì trung bình vì sự biến động lớn của tiền mặt do việc tài trợ năm 1983.

Khoản phải thu: Được thiết lập ở mức 12% doanh thu (giá trị trung bình từ 1978–1983).
Tài sản khác: Cả tài sản khác ngắn hạn và dài hạn, để đơn giản, được giả định giữ nguyên trong giai đoạn này.

PP&E: Được thiết lập ở mức 125% doanh thu vào năm 1984 và 1985, 120% doanh thu vào năm 1986, 100% doanh thu vào năm 1987 và 85% doanh thu vào năm 1988 (điều này giúp chúng tôi gần như không có thay đổi vào năm 1988). Điều này được thực hiện vì, như đã nêu trong văn bản, các khoản đầu tư của công ty vào mạng lưới (CAPEX) sẽ giảm theo thời gian, làm cho tỷ lệ PP&E/doanh thu tăng lên.

Phần nợ dài hạn đến hạn trả (current portion of long-term debt): Giả định được giữ không đổi theo thời gian.
Khoản phải trả (accounts payable): Đặt ở mức 17% doanh số (giá trị trung bình từ 1978 đến 1983).
Tạm ứng và nợ phải trả khác (advances and other liabilities): Giả định không đổi trong giai đoạn này.
Nợ dài hạn (long-term debt): Đây là con số bù trừ (plug) hoặc số liệu cân bằng.
Tài sản khác (other assets): Giả định không đổi trong giai đoạn này.
Vốn góp (contributed capital): Giả định không đổi trong giai đoạn này.
Lợi nhuận giữ lại (retained earnings): Giả định tăng theo thu nhập ròng (MCI được giả định không trả cổ tức).

CHƯƠNG 11
Cổ tức và Mua lại Cổ phiếu

(Apple Inc.)

Chương này sẽ xem xét tại sao và bằng cách nào các công ty trả lại tiền mặt cho các cổ đông dưới hình thức cổ tức và mua lại cổ phiếu. Trước tiên chúng ta sẽ thảo luận về lý thuyết và các thực nghiệm liên quan đến cổ tức. Sau đó, chúng ta sẽ sử dụng Apple Inc. (Apple) như một ví dụ để thảo luận về chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Tiếp theo, chúng ta sẽ thảo luận về việc mua lại cổ phiếu và việc sử dụng gần đây của Apple đối với tiền hồi hương để mua lại cổ phiếu.

LÝ THUYẾT VỀ CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

Để thảo luận về lý thuyết đằng sau cổ tức của doanh nghiệp, chúng ta bắt đầu (như thường lệ) với M&M (Miller và Modigliani). Với cổ tức, chúng ta bắt đầu với M&M (1961). Hãy giả định một thế giới M&M với thị trường hiệu quả (không có bất cân xứng thông tin; tức là, mọi người đều biết mọi thứ, và mọi người đều biết nó cùng một lúc, chi phí giao dịch bằng không, thuế bằng không, và kinh doanh chênh lệch giá không tốn kém). Hãy nhớ rằng chúng ta đã sống trong thế giới này khi thảo luận về cấu trúc vốn trong Chương 6.

Trong thế giới M&M, chính sách cổ tức không quan trọng. M&M (1961) chỉ ra rằng cổ tức là một giao dịch có giá trị hiện tại ròng (NPV) bằng không (tức là trả cổ tức hay không trả cổ tức không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp hoặc cổ phiếu). Lập luận tại sao cổ tức không quan trọng trong thế giới M&M rất đơn giản: một nhà đầu tư trong thế giới này không có sự khác biệt giữa việc sở hữu một cổ phiếu trị giá 50 đô la và sở hữu một cổ phiếu trị giá 48 đô la cộng với 2 đô la tiền mặt, vì nhà đầu tư có thể thực hiện chênh lệch giá một cách không tốn kém.

Lập luận về chênh lệch giá là nếu một cá nhân thích cổ tức và cổ phiếu mà cô ấy sở hữu không trả cổ tức, cá nhân đó có thể tự tạo cổ tức bằng cách bán một phần cổ phiếu. Để có được cổ tức 5%, một cá nhân chỉ cần bán 5% cổ phiếu mỗi năm. Hãy nhớ rằng, trong thế giới M&M, không có chi phí giao dịch, không có chi phí thông tin, và không có thuế—cá nhân chỉ đơn giản tạo ra một khoản tương đương cổ tức bằng cách bán cổ phiếu. Tương tự, nếu một cá nhân không muốn nhận cổ tức nhưng lại nhận được, cô ấy có thể hủy bỏ cổ tức bằng cách mua thêm cổ phiếu với cổ tức tiền mặt.

Do đó, trong thế giới M&M không có chi phí giao dịch, không thuế và thị trường hiệu quả, một cá nhân có thể điều chỉnh tỷ lệ cổ phiếu/cổ tức của mình để đạt được điều tương đương với bất kỳ chính sách cổ tức nào mà cô ấy mong muốn, bất kể việc chi trả cổ tức thực tế của công ty. Trong thế giới này, cổ tức và mua lại cổ phiếu là tương đương.

Trong chương về lý thuyết cấu trúc vốn (Chương 6), chúng ta đã liệt kê năm điều cần xem xét khi chuyển từ thế giới M&M sang thế giới thực:

1. Tác động của thuế
2. Chi phí khốn khó tài chính
3. Tín hiệu
4. Bất cân xứng thông tin
5. Vấn đề đại diện

Bây giờ chúng ta sẽ thảo luận về cách mỗi yếu tố trong năm yếu tố này ảnh hưởng đến chính sách cổ tức tối ưu. Hai trong số năm tiêu chí đầu tiên quyết định chính sách cấu trúc vốn (thuế và chi phí khốn khó tài chính) không quan trọng bằng trong việc xác định chính sách cổ tức. Ba yếu tố cuối cùng trong danh sách của chúng ta là quan trọng nhất khi quyết định chính sách cổ tức. Tín hiệu (signaling) đặc biệt quan trọng, trong khi bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện ít hơn.

Làm cho Lý thuyết về Chính sách Cổ tức Thực tế hơn

1. Thuế

Giống như thuế ảnh hưởng đến chính sách cấu trúc vốn, chúng cũng ảnh hưởng đến chính sách cổ tức—mặc dù không nhiều. Lợi nhuận từ cổ phiếu của cổ đông có hai dạng: cổ tức và lãi vốn. Hai hình thức phân phối này cho cổ đông không nhất thiết bị đánh thuế ở cùng mức thuế suất hoặc cùng thời điểm. Thuế suất đối với cổ tức và lãi vốn đã thay đổi theo thời gian (xem khung bên dưới). Làm phức tạp thêm sự khác biệt về thuế suất là thời điểm nộp thuế. Cổ tức bị đánh thuế ngay khi nhận được, trong khi thuế đối với lãi vốn bị hoãn lại cho đến khi hiện thực hóa (điều này làm giảm bớt hoặc làm trầm trọng thêm bất kỳ khác biệt nào về thuế suất hiệu dụng). Những khác biệt này về thuế suất và thời điểm ảnh hưởng đến lựa chọn chính sách cổ tức của công ty.

THUẾ SUẤT CỔ TỨC

Trước năm 2003, cổ tức bị đánh thuế ở mức cao hơn so với lãi vốn. (Cổ tức bị đánh thuế ở mức thuế suất thu nhập, trong khi lãi vốn bị đánh thuế ở mức thấp hơn.) Sự kết hợp giữa thuế suất cao hơn đối với cổ tức và ngày thanh toán muộn hơn đối với lãi vốn khiến lãi vốn trở nên hấp dẫn hơn tương đối so với cổ phiếu so với cổ tức.

Từ năm 2003 đến năm 2012, cổ tức bị đánh thuế với thuế suất tương tự như lãi vốn (capital gains) (15%), do đó đảo ngược lợi thế thuế suất của lãi vốn. Vì vậy, trong khi lãi vốn từng chiếm ưu thế từ góc độ thuế (tức là thuế suất thấp hơn và thanh toán chậm hơn), từ năm 2001 đến năm 2012, cổ tức có cùng mức thuế suất, trong khi lãi vốn vẫn được thanh toán chậm. (Năm 2013, thuế suất tối đa đối với cổ tức và lãi vốn đã tăng lên 20%.)

2. Khó khăn tài chính
Khi thảo luận về cách làm cho các quyết định cấu trúc vốn trở nên thực tế hơn, xem xét thứ hai của chúng ta là chi phí của khó khăn tài chính. Điều này đóng vai trò lớn trong việc xác định chính sách cấu trúc vốn. Khó khăn tài chính không đóng vai trò lớn trong chính sách cổ tức như trong các quyết định cấu trúc vốn. Điều gì xảy ra nếu khó khăn tài chính khiến một công ty không thực hiện được các khoản thanh toán lãi cho các bên cho vay? Các bên cho vay có thể buộc công ty phải tuyên bố phá sản (và chịu các chi phí liên quan). Điều gì xảy ra nếu khó khăn tài chính khiến một công ty không trả được cổ tức cho các cổ đông? Các cổ đông không có quy trình nào để phạt công ty. Nếu một công ty không trả cổ tức, các cổ đông có thể đến dự đại hội thường niên và phàn nàn, hoặc họ có thể bán cổ phần của mình. Tuy nhiên, việc không trả cổ tức tự nó không cho phép các cổ đông buộc công ty phá sản.1 Vì vậy, chi phí của khó khăn tài chính không quan trọng khi xem xét chính sách cổ tức bằng khi xem xét chính sách nợ.
3. Tín hiệu
Lý thuyết tín hiệu về cổ tức có thể được tóm tắt như sau: một trong những điều mà các công ty có thể làm với dòng tiền dư thừa là chi trả cho các cổ đông. Các công ty cần tiền thì không thể làm như vậy. (Chúng ta đã thảo luận điều này trong các chương về Marriott, AT&T, và MCI.) Cổ tức và mua lại cổ phiếu là hai cách chính mà một công ty có thể trả lại tiền cho các cổ đông. Vì vậy, nếu một công ty trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu, nó gửi một tín hiệu đến thị trường rằng công ty có đủ dòng tiền để trả cho cổ đông. Nếu một công ty muốn gửi một tín hiệu tích cực và trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu mà thực sự không có dòng tiền dư thừa, thì công ty sẽ phải chịu một chi phí, và nó sẽ cần tìm tiền ở nơi khác, thường là thông qua tài trợ bổ sung.

Tại sao lại nhấn mạnh vào dòng tiền (cash flows) khi chúng ta thảo luận về tín hiệu (signaling)? Bởi vì tiền mặt là một tín hiệu tuyệt vời. Nó đáng tin cậy, đơn giản, dễ thấy, và có chi phí cho việc phát tín hiệu sai (false signals) liên quan đến dòng tiền.

Hãy tưởng tượng rằng trong báo cáo thường niên, ban quản lý (management) nói: "Năm ngoái chúng tôi đã có một năm tuyệt vời, năm nay chúng tôi đang có một năm rất tốt, và chúng tôi dự kiến năm sau sẽ là một năm đặc biệt xuất sắc." Điều đó có đáng tin không? Nó có nghĩa là gì? Ai mà biết được? Chúng ta không biết ban quản lý có đang nói thật hay không. Nếu năm nay và năm sau hóa ra không phải là những năm tốt, ban quản lý có thể chỉ nói: "Ồi, chúng tôi đã sai lầm trong dự đoán ban đầu." Những tuyên bố của ban quản lý chỉ là những tuyên bố—và tính chính xác và trung thực của chúng không thể xác định trước được.

Thay vào đó, hãy tưởng tượng rằng ban quản lý công bố tăng cổ tức (dividends). Việc tăng cổ tức có đáng tin không? Có. Việc tăng cổ tức là thật và đại diện cho một chi phí đối với công ty. Công ty sẽ phải sử dụng tiền mặt để trả cổ tức cao hơn, và nếu không có đủ tiền mặt, công ty sẽ phải vay thêm tài chính (financing) trong tương lai chỉ để trả cổ tức cao hơn đó.

Cổ tức có đơn giản không? Có. Mặc dù ban quản lý có thể nói rằng họ đã có một năm tuyệt vời vào năm ngoái, các nhà đầu tư không biết "tuyệt vời" nghĩa là gì. "Tuyệt vời" không dễ

1Vì cổ tức không được trả trừ khi công ty có dòng tiền dư thừa (excess cash flows), tình trạng khó khăn tài chính (financial distress) không ảnh hưởng trực tiếp đến chính sách cổ tức. Tuy nhiên, các công ty gặp khó khăn tài chính có thể quyết định cắt giảm cổ tức để tiết kiệm dòng tiền cho các mục đích khác.

để định lượng. Ngược lại, nếu ban quản lý đã trả cổ tức 1,00 đô la năm ngoái và tăng lên 1,20 đô la năm nay, thì điều này vừa đơn giản vừa rõ ràng. Mức tăng 20% là dễ định lượng và ngụ ý rằng công ty đang có một năm tốt đẹp.

Cổ tức có dễ thấy không? Có. Cổ tức dễ thấy hơn nhiều so với các tuyên bố của ban quản lý hoặc hồ sơ chứng khoán (security filings). Một nhà đầu tư có thể không theo dõi mọi thông cáo báo chí mà công ty đưa ra. Tuy nhiên, một tấm séc cổ tức rất khó để bỏ qua; các nhà đầu tư có thể nhìn thấy và chạm vào nó.2

Cuối cùng, có một chi phí cho việc phát tín hiệu sai (false signaling) với cổ tức. Do sự bất cân xứng thông tin (information asymmetry), chúng ta không biết liệu ban quản lý có chính xác trong các dự báo của họ hay không, và thường có ít hoặc không có hậu quả gì cho ban quản lý khi họ sai. Tuy nhiên, với cổ tức, nếu chính sách cổ tức của ban quản lý cho tương lai không bền vững, sẽ có những hậu quả tài chính.

Trong Chương 10, chúng ta đã thảo luận về việc liệu MCI có nên trả cổ tức hay không. Nếu MCI trả cổ tức $1,00 cho mỗi cổ phiếu, điều này sẽ cần $585 triệu trong vòng năm năm (vì MCI có khoảng 117 triệu cổ phiếu đang lưu hành). Nếu MCI trả cổ tức đó vì dự báo sai dòng tiền cao hơn (hoặc cố tình đưa ra tín hiệu sai), MCI sẽ phải tài trợ thêm $585 triệu.

Còn việc mua lại cổ phiếu như một tín hiệu thì sao? Mua lại cổ phiếu, như bạn đọc có thể nhớ từ thảo luận ở Chương 8 (về Marriott), là một phương pháp khác để công ty trả lại tiền mặt cho cổ đông.

Mua lại cổ phiếu có đáng tin cậy, đơn giản và rõ ràng không? Mua lại cổ phiếu là đáng tin cậy, tương tự như cổ tức, vì chúng cũng đại diện cho việc sử dụng tiền mặt và chi phí của công ty. Chúng đơn giản theo một cách khác. Việc thay đổi cổ tức có thể được so sánh với cổ tức cũ. Việc mua lại cổ phiếu liên quan đến giá mua và số lượng. Nó cũng rõ ràng—cổ đông hiếm khi không biết về một lời đề nghị mua lại hoặc chương trình mua lại cổ phiếu.

Vậy, nếu mua lại cổ phiếu và cổ tức là các phương pháp thay thế để trả lại tiền mặt cho cổ đông, và mua lại cổ phiếu bị đánh thuế như lãi vốn (capital gains), thường có mức thuế suất thấp hơn đối với cổ đông so với thu nhập từ cổ tức, tại sao không mua lại thường xuyên hơn? Một lý do là có các quy định của IRS (Sở thuế vụ Hoa Kỳ) chống lại việc công ty thay thế cổ tức bằng việc mua lại. Nếu một công ty thực hiện mua lại cổ phiếu thường xuyên (ví dụ, mỗi quý), IRS có thể coi việc mua lại đó là cổ tức và do đó hủy bỏ mọi lợi ích thuế từ việc sử dụng mua lại thay vì cổ tức.

Vậy, mua lại cổ phiếu có phải là tín hiệu đáng tin cậy như cổ tức không? Không hẳn, vì mua lại cổ phiếu không thường xuyên như cổ tức. Chúng thường là các sự kiện hiếm gặp. Ngoài ra, như chúng ta sẽ thảo luận, cổ tức có tính chất kết dính (một khi đã trả thì hiếm khi giảm) trong khi mua lại cổ phiếu thì không (ví dụ, ban quản lý có thể công bố chương trình mua lại và sau đó trì hoãn thực hiện).

Do đó, cổ tức hàng quý đều đặn3 phù hợp và khớp tốt với lý thuyết tín hiệu. Chúng đơn giản, rõ ràng và đáng tin cậy. Việc trả cổ tức mà không

2Như chúng tôi đã lưu ý ở chương trước, nếu bạn đến buổi họp mặt cựu sinh viên, người đứng trong góc phát tiền mặt sẽ đáng tin cậy hơn nhiều trong việc phát tín hiệu thành công của mình so với bất kỳ điều gì người khác nói.

3Cổ tức đặc biệt, được phát hành không thường xuyên với số lượng thay đổi, không có lợi thế thuế tiềm năng của việc mua lại cũng như lợi thế tín hiệu của cổ tức đều đặn. Cổ tức đặc biệt được sử dụng ít thường xuyên hơn nhiều so với cổ tức đều đặn hoặc mua lại cổ phiếu, và chúng thường liên quan đến việc phân phối tiền mặt một lần cho cổ đông.

đủ dòng tiền để hỗ trợ chúng là tốn kém. Đây là lý do tại sao tín hiệu (signaling) là lời giải thích lý thuyết chính cho chính sách cổ tức.

4. Bất đối xứng thông tin (Information Asymmetry)

Bất đối xứng thông tin là ý tưởng rằng ban quản lý biết nhiều hơn về giá trị thực của công ty so với các nhà đầu tư bên ngoài. Tất nhiên, đây là lý do tồn tại tín hiệu. Các nhà đầu tư phản ứng với hành động của ban quản lý, đặc biệt là những hành động liên quan đến dòng tiền vào hoặc ra khỏi công ty, khi xác định quan điểm của họ về triển vọng tương lai của công ty, từ đó ảnh hưởng đến giá cổ phiếu hiện tại. Do đó, cổ tức đóng vai trò là tín hiệu vì nhận thức về sự tồn tại của bất đối xứng thông tin.

5. Đại diện (Agency)

Một lời giải thích khác cho việc tại sao các công ty trả cổ tức là lời giải thích theo lý thuyết đại diện được gọi là "giả thuyết dòng tiền."4 Lập luận là lợi ích của ban quản lý và cổ đông thường không thống nhất, và nếu công ty có dòng tiền dư thừa, ban quản lý có thể sử dụng tiền mặt cho mục đích riêng của họ thay vì cho cổ đông. Giữ lại dòng tiền dư thừa cho phép ban quản lý tham gia vào các hoạt động như xây dựng đế chế, thực hiện các dự án có NPV âm, tiêu dùng các đặc quyền quá mức, v.v. Cổ tức là một cách để lấy đi một phần dòng tiền dư thừa từ ban quản lý và trả lại cho cổ đông.

> Giả thuyết dòng tiền thường đòi hỏi tăng nợ của công ty, và do đó tăng các khoản thanh toán lãi, để hạn chế việc sử dụng dòng tiền tùy ý của ban quản lý. Mặc dù cổ tức cũng có thể được sử dụng cho mục đích này, nợ và các khoản thanh toán lãi tương ứng là lựa chọn tốt hơn, vì các khoản thanh toán lãi trên nợ là bắt buộc, trong khi cổ tức thì không.

BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

Chuyển sang nghiên cứu học thuật thực nghiệm,5 chúng ta biết những điều sau: Thứ nhất, cổ tức có tính ổn định (sticky). Nghĩa là, một khi công ty bắt đầu trả cổ tức, nó có xu hướng giữ mức chi trả cổ tức không đổi—cổ tức không biến động nhiều giữa các năm. Ví dụ, nếu một công ty trả cổ tức $0,20 trong một năm, công ty đó có thể sẽ duy trì cổ tức vào năm tiếp theo, ngay cả khi lợi nhuận tăng (hoặc giảm) đáng kể.

Thứ hai, khi cổ tức thay đổi, chúng có xu hướng tuân theo một hàm bậc thang. Chúng sẽ giữ nguyên trong một số năm, sau đó tăng lên, rồi giữ nguyên trong một số năm, sau đó lại tăng lên, và cứ như vậy.

Thứ ba, các công ty không chỉ có xu hướng giữ cổ tức ổn định (sticky dividends) mà còn hiếm khi cắt giảm cổ tức.
Hãy nhớ rằng một công ty không bắt buộc phải trả cổ tức, do đó cổ tức có thể bị giảm.
Tuy nhiên, việc cắt giảm cổ tức là hiếm, và nếu một công ty cắt giảm cổ tức, điều đó gửi một tín hiệu tiêu cực rất mạnh đến thị trường—theo thực nghiệm, chúng ta thấy rằng giá cổ phiếu của công ty

4Xem: Michael Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," American Economic Review 76, no. 2 (1986): 323–329.
5Xem: J. Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," American Economic Review 46, no. 2 (1956): 97–113; E. F. Fama and H. Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis," Journal of the American Statistical Association 63, (1968): 1132–1161; and Douglas J. Skinner and Eugune F. Soltes, "What Do Dividends Tells Us About Earnings Quality?" Review of Accounting Studies 16, no. 1 (March 2011): 1–28.

giảm mạnh. Do đó, cổ tức nhìn chung ổn định, và các công ty rất ngại cắt giảm chúng.

Điều quan trọng là, các kết quả thực nghiệm về cổ tức vẫn đúng theo thời gian. Đây là một lĩnh vực nghiên cứu đã được điều tra nhiều lần, luôn cho cùng một kết quả: cổ tức có xu hướng ổn định (sticky). Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng nếu một công ty tăng cổ tức lên 1%, giá cổ phiếu của công ty tăng trung bình khoảng 3%. Nếu một công ty cắt giảm cổ tức 1%, giá cổ phiếu của công ty giảm trung bình khoảng 7%. Do đó, thị trường phạt việc cắt giảm cổ tức nhiều hơn là thưởng cho việc tăng cổ tức. Một cách giải thích là thị trường tin rằng các công ty chỉ cắt giảm cổ tức khi họ gặp rắc rối. Việc cắt giảm cổ tức báo hiệu cho thị trường rằng công ty không có đủ dòng tiền để duy trì cổ tức, và vì cổ tức thường không phải là một phần quá lớn của dòng tiền, thị trường coi việc giảm này là một tín hiệu rất tiêu cực.

Có những giải thích thay thế được đề xuất cho lý do tại sao các công ty trả cổ tức, bao gồm giả thuyết dòng tiền (đã thảo luận ở trên) và gần đây hơn là lý thuyết đáp ứng nhu cầu (catering theory) (giả định rằng các công ty trả cổ tức khi nhà đầu tư thị trường muốn họ trả và không trả cổ tức khi thị trường không muốn).6 Tuy nhiên, không có lý thuyết nào trong số này hoạt động tốt như lý thuyết tín hiệu. Ngoài ra, hãy nhớ rằng cổ tức từng bị đánh thuế khác với lãi vốn (capital gains), và các đồng tác giả của bạn cảm thấy rằng các giải thích dựa trên thuế có thể cũng đóng một vai trò trong việc giải thích chính sách cổ tức.7

Một lưu ý cuối cùng về lý thuyết tín hiệu (signaling theory): một số nhà nghiên cứu cho rằng việc phổ biến thông tin ra thị trường đã được cải thiện nhờ Internet. Nhờ vậy, các nhà đầu tư ngày nay có lẽ có nhiều thông tin hơn về doanh nghiệp. Do đó, tầm quan trọng của cổ tức (dividends) như một tín hiệu có thể giảm đi. Mặc dù đây là một ý tưởng thú vị, nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng mặc dù đã có sự giảm sút theo thời gian về quy mô phản ứng của thị trường đối với cổ tức mới, vẫn còn một phản ứng đáng kể.

NGOÀI LỀ

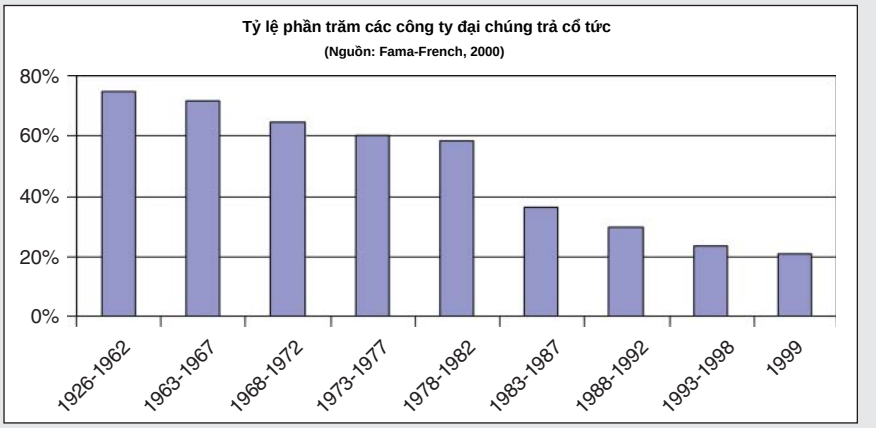
Một dữ kiện thực nghiệm khác là tỷ lệ các công ty trả cổ tức đã giảm theo thời gian. Từ khoảng 1926 đến 1962, hơn 70% các công ty trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) đã trả cổ tức. (Xem biểu đồ bên dưới.) Tỷ lệ các công ty trả cổ tức bắt đầu giảm từ những năm 1970. Tại sao? Chúng tôi không biết. Fama và French (2001)* đã phát hiện ra xu hướng này, và nó đã gây sốc cho các học giả. Họ tìm thấy: “Tỷ lệ các công ty trả cổ tức bằng tiền mặt giảm từ 66.5 vào năm 1978 xuống 20.8 vào năm 1999.” Bây giờ, hãy thêm một dữ kiện thực nghiệm khác: các công ty đã trả cổ tức không hề ngừng trả! Chúng tôi đã nói với bạn rằng các công ty không cắt giảm cổ tức, và họ đã không làm vậy. Hơn nữa, số tiền chi trả cổ tức, tính gộp, đã tăng lên. Các công ty từng trả cổ tức vẫn đang trả cổ tức và trả với số lượng cao hơn. Vậy, chuyện gì đã xảy ra? Giải thích là các công ty mới niêm yết trên các sàn giao dịch sau

6Xem Malcolm Baker và Jeffrey Wurgler, “A Catering Theory of Dividends,” Journal of Finance 59, số 3 (tháng 6 năm 2004): 1125–1166. 7 Việc chi trả cổ tức (dividend payouts) có liên quan đến thuế suất đánh trên cổ tức. Xem R. Chetty và E. Saez, “Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut,” Quarterly Journal of Economics 120, số 3 (2004): 791–833.

1980 không trả cổ tức. Quan điểm phổ biến là tất cả các công ty sẽ trả cổ tức ngay khi có thể, nhưng điều đó rõ ràng đã thay đổi.

Điều gì đã gây ra sự thay đổi? Có lẽ bây giờ việc niêm yết trên các sàn giao dịch lớn đã dễ dàng hơn. Các sàn giao dịch chứng khoán đều đang cạnh tranh để có được các công ty niêm yết. Trước đây, một công ty phải khá lớn và có uy tín mới được niêm yết trên NYSE. Bây giờ, ngay cả một công ty nhỏ hơn và trẻ hơn cũng có thể được niêm yết trên NYSE. Có lẽ những công ty này cuối cùng sẽ trả cổ tức khi họ trưởng thành. Một giải thích khả dĩ khác là các công ty mới niêm yết không trả cổ tức đến từ các ngành công nghiệp khác so với trước đây. Những công ty này là các công ty công nghệ cao, các công ty tăng trưởng, dot-com, v.v. Chúng ta biết rằng các công ty công nghệ cao có nhu cầu dòng tiền (cash flow) cao, và các công ty không trả cổ tức khi họ cần tiền mặt cho mục đích tăng trưởng. Các tác giả của bạn đã xem xét vấn đề này và đã tạo ra các mô hình hồi quy dự đoán (predictive regression models) để cố gắng giải thích tỷ lệ các công ty trả cổ tức và cách mà vũ trụ các công ty đã thay đổi. Thật không may, không có mô hình nào của chúng tôi thực sự tốt. Chúng tôi có, theo thuật ngữ kinh tế lượng (econometric), một vấn đề biến bị bỏ sót (omitted variable problem). Có gì đó ở đó mà chúng tôi chưa giải thích được, nhưng chúng tôi không biết nó là gì. Vào thời điểm các tác giả của bạn viết ấn bản tiếp theo của cuốn sách này, có lẽ sẽ có một câu trả lời (của chúng tôi hoặc của người khác).

Tỷ lệ phần trăm các công ty NYSE trả cổ tức



*Xem Eugene F. Fama và Kenneth R. French, “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?” Journal of Financial Economics 60, số 1 (2001): 3–43.

Điểm mấu chốt: M&M (1961) là một lý thuyết vững chắc nhưng nó không đúng trong điều kiện thực tế.
Theo thực nghiệm, chúng ta thấy rằng nhiều công ty trả cổ tức (dividends) và khi cổ tức được bắt đầu hoặc tăng lên, giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng.
Ngoài ra, khi các công ty cắt giảm cổ tức, giá cổ phiếu của họ giảm.
Các đồng tác giả của bạn tin rằng lý thuyết tốt nhất hiện nay cho cổ tức là tín hiệu (signaling).
Thật không may, tín hiệu không giải thích được tại sao tỷ lệ phần trăm các công ty trả cổ tức lại giảm mạnh như vậy.

Chính sách cổ tức và dòng tiền

Lý thuyết tín hiệu (signaling theory) ngụ ý rằng cổ tức được trả bởi các công ty có dòng tiền dư thừa. Đó không phải
là cách duy nhất để sử dụng dòng tiền dư thừa, tuy nhiên. Như chúng ta đã thấy trong Chương 7 về Marriott, có năm lựa chọn thay thế để xử lý dòng tiền dư thừa:

1. Tăng trưởng nhanh hơn
2. Mua lại các công ty khác
3. Trả bớt nợ
4. Trả cổ tức (dividends)
5. Mua lại cổ phiếu

Hai lựa chọn đầu tiên là các giải pháp thị trường sản phẩm. Ba lựa chọn cuối là các giải pháp chính sách tài chính. Trả cổ tức chỉ là một trong năm lựa chọn cho một công ty có dòng tiền dư thừa.

APPLE INC. VÀ QUYẾT ĐỊNH CÓ NÊN TRẢ CỔ TỨC HAY KHÔNG

Bây giờ chúng ta đã phác thảo cơ sở lý thuyết cho cổ tức và các sự kiện thực nghiệm,
hãy xem xét một quyết định trả cổ tức thực tế. Apple Inc. không trả cổ tức trong năm tài chính 2011 nhưng đang cân nhắc trả một khoản vào năm 2012. Chúng ta hãy xem xét quyết định này, bắt đầu với lịch sử ngắn gọn của công ty.8

Steve Jobs và Steve Wozniak đã thành lập Apple Computer tại California vào
ngày 3 tháng 1 năm 1977. Sản phẩm đầu tiên của công ty, máy tính Apple I, có giá bán lẻ là $666.66. Apple II, ra mắt vào tháng 4 năm 1977, đã giúp tạo ra thị trường máy tính cá nhân cho các ứng dụng kinh doanh nhờ khả năng sử dụng phần mềm bảng tính
VisiCalc. Trong bốn năm hoạt động đầu tiên và trước khi phát hành cổ phiếu ra công chúng vào ngày 12 tháng 12 năm 1980, doanh thu của Apple tăng gấp đôi sau mỗi bốn tháng. Công ty chính thức
phát hành cổ phiếu ra công chúng vào ngày 12 tháng 12 năm 1980, với giá $22 mỗi cổ phiếu ($0.39 mỗi cổ phiếu sau khi điều chỉnh cho các lần chia tách cổ phiếu
đến tháng 6 năm 2014).9 Công ty chính thức đổi tên từ Apple Computer thành
Apple Inc. vào tháng 1 năm 2007.

MỘT GHI CHÚ BÊN LỀ

VisiCalc (như đã đề cập, đã thúc đẩy Apple đến thành công) được phát triển
bởi Dan Bricklin và Bob Frankston, hai sinh viên MBA tại Trường Kinh doanh Harvard. Ngay sau khi ra đời, hai sinh viên MIT là Mitch Kapor và Eric
Rosenfeld đã tạo ra một chương trình vẽ biểu đồ các con số trong bảng tính và bán nó cho VisiCalc
với giá 300.000 đô la. Mitch Kapor rời MIT trước khi tốt nghiệp, lấy phần tiền của mình và thành lập một công ty tên là Lotus Development Corporation (mà ông rời bỏ vào

8Trừ khi có ghi chú khác, tất cả dữ liệu về Apple được lấy từ báo cáo 10K hàng năm của công ty với SEC.
9Cổ phiếu ban đầu được định giá 22 đô la mỗi cổ phiếu nhưng đã trải qua ba lần chia tách 2-cho-1 (vào ngày 15 tháng 5, 1987; 21 tháng 6, 2000; và 18 tháng 2, 2005) và một lần chia tách 7-cho-1 (vào ngày 2 tháng 6, 2014).

1986 và công ty này cuối cùng đã được IBM mua lại vào năm 1995 với giá 3,5 tỷ đô la). Eric Rosenfeld, người có bằng tiến sĩ tài chính từ MIT, đã trở thành giám đốc điều hành tại Salomon Brothers và sau đó là một trong những người sáng lập Long-Term Capital Management, khiến con đường tiến sĩ tài chính ít nhất cũng béo bở không kém con đường khởi nghiệp công nghệ.

Mặc dù đạt được thành công nhanh chóng ban đầu, Steve Jobs rời Apple vào tháng 5 năm 1985 sau khi thua trong cuộc đấu tranh quyền lực nội bộ với ban quản lý mới. Apple tiếp tục hoạt động tốt cho đến năm 1995 nhưng sau đó trải qua hai năm thua lỗ vào năm 1996 và 1997. Vào tháng 12 năm 1996, Apple thông báo sẽ mua NeXT, một công ty do Steve Jobs sáng lập và điều hành, với giá 425 triệu đô la. Việc mua NeXT đã đưa nhà sáng lập lừng lẫy trở lại Apple, và Jobs trở thành CEO (lần nữa) vào tháng 7 năm 1997.

Có lẽ công ty đã chạm đáy về tài chính ngay sau khi Jobs trở lại. Vào tháng 10 năm 1997, Michael Dell, người sáng lập một trong những đối thủ của Apple, được trích lời nói rằng nếu ông ta điều hành Apple, ông ta sẽ "đóng cửa nó và trả lại tiền cho các cổ đông."10

Steve Jobs rõ ràng có những ý tưởng khác, và Apple bắt đầu tung ra các sản phẩm mới. iMac được phát hành vào năm 1998, iPod ra mắt vào năm 2001, cửa hàng iTunes mở vào năm 2003, MacBook ra mắt vào năm 2006, và sau đó sự thành công của iPhone đã hoàn toàn biến đổi công ty vào năm 2007. AppStore ra mắt vào năm 2008, iPad ra mắt vào năm 2010, và iCloud được giới thiệu vào năm 2011. Trong thời gian này, giá cổ phiếu của Apple tăng từ mức thấp nhất điều chỉnh theo chia tách dưới 0,50 đô la mỗi cổ phiếu vào đầu năm 1998 lên chỉ trên 1,50 đô la vào đầu năm 2004, và sau đó nó tăng vọt lên 100 đô la vào tháng 9 năm 2012.11 Mức sinh lời 20.000% trong 15 năm! (Cổ phiếu tiếp tục tăng lên 237,07 đô la vào ngày 3 tháng 10 năm 2018.) Steve Jobs qua đời vào ngày 5 tháng 10 năm 2011, ở tuổi 56, sau một thời gian dài bệnh ung thư tuyến tụy. Ông đã tuyên bố từ chức trước đó vào ngày 24 tháng 8 năm 2011. Giao dịch cổ phiếu (sau giờ giao dịch) đã tạm thời bị đình chỉ khi có tin ông từ chức, và khi giao dịch trở lại, giá cổ phiếu giảm 5% xuống còn 357 đô la (51 đô la sau điều chỉnh chia tách).12 Vì Apple có gần 930 triệu cổ phiếu đang lưu hành, đây là mức giảm khoảng 17,5 tỷ đô la trong vốn hoá thị trường. Thị trường, dù vẫn say mê các dòng sản phẩm và lợi nhuận của Apple, rõ ràng lo ngại rằng Apple không thể duy trì thành công nếu thiếu nhà sáng lập và người phát ngôn chính của mình.

Apple, theo Báo cáo thường niên năm 2014, "thiết kế, sản xuất và tiếp thị các thiết bị truyền thông di động và thiết bị đa phương tiện, máy tính cá nhân, và máy nghe nhạc kỹ thuật số di động, và bán nhiều loại phần mềm, dịch vụ, thiết bị ngoại vi và thiết bị mạng liên quan

10Xem CNET, "Dell: Apple Nên Đóng Cửa Hàng," CNET, ngày 6 tháng 10 năm 1997, www.news.cnet.com/Dell-Apple-should-close-shop/2100-1001_3-203937.html.
11Vốn hóa thị trường (market capitalization) (giá cổ phiếu nhân với số cổ phiếu đang lưu hành) của Apple đã vượt qua Dell Computer vào tháng 1 năm 2006. Vào ngày 20 tháng 8 năm 2012, Apple trở thành công ty giá trị nhất mọi thời đại, với vốn hóa thị trường 619 tỷ đô la. Trong giai đoạn này, cổ phiếu đạt đỉnh 703,99 đô la (100,57 đô la điều chỉnh sau chia tách) vào ngày 19 tháng 9 năm 2012, và đóng cửa ở mức 667,10 đô la (99,30 đô la điều chỉnh sau chia tách) vào ngày 28 tháng 9 năm 2012 (cuối năm tài chính). Apple trở thành công ty Mỹ đầu tiên có giá trị thị trường 1 nghìn tỷ đô la vào tháng 8 năm 2018 khi giá cổ phiếu đạt 207,05 đô la (điều chỉnh sau chia tách).
12Xem CNN Money, "Cổ phiếu Apple Giảm 5% trong Giao dịch Sau Giờ," CNN Money, ngày 25 tháng 8 năm 2011, http://money.cnn.com/2011/08/24/technology/apple_after_hours_shares/.

giải pháp, nội dung số và ứng dụng của bên thứ ba. Các sản phẩm và dịch vụ của Công ty bao gồm iPhone®, iPad®, Mac®, iPod®, Apple TV®, danh mục các ứng dụng phần mềm tiêu dùng và chuyên nghiệp, hệ điều hành iOS và OS X®, iCloud®, và nhiều sản phẩm phụ kiện, dịch vụ và hỗ trợ. Công ty cũng bán và phân phối nội dung số và ứng dụng thông qua iTunes Store®, App Store™, iBooks Store™, và Mac App Store." Vào năm 2014, thương hiệu Apple được đánh giá có giá trị hơn thương hiệu Coca-Cola.

Apple sau thời Steve Jobs

Các Bảng 11.1 và 11.2 trình bày Báo cáo thu nhập (Income Statement) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) của Apple trong giai đoạn 2007–2011. Trong thời gian đó, Apple tăng trưởng nhanh chóng, liên tục tăng doanh số và lợi nhuận. Trong năm tài chính 2011, Apple đạt lợi nhuận 25,9 tỷ đô la trên doanh thu 108,2 tỷ đô la (biên lợi nhuận ròng (net profit margin) 24%) và có biên lợi nhuận gộp (gross profit margin) 40,5% (43,818 chia cho 108,249). Công ty, mặc dù đã có quy mô lớn, doanh số vẫn tăng 66% trong năm 2011 (sau khi tăng 79% trong năm 2010). Trong thời gian này, Apple cũng chi tiêu mạnh cho nghiên cứu và thiết kế, tổng cộng 2,4 tỷ đô la trong năm 2011 (2,2% doanh thu hoặc 9,3% lợi nhuận ròng).

Bảng cân đối kế toán của Apple phản ánh khả năng sinh lời của công ty. Công ty thực sự không có nợ ngắn hạn hay dài hạn, và vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản trung bình đạt 58% trong giai đoạn này (66% vào năm 2011). Đến năm 2011, Apple có rất nhiều tiền mặt (hơn 81 tỷ đô la, bao gồm cả chứng khoán ngắn hạn và dài hạn có thể bán được), nhiều vốn chủ sở hữu và không có nợ. Điều quan trọng là, mặc dù có kho tiền mặt và chứng khoán, vào năm 2012 Apple vẫn không trả cổ tức hoặc cung cấp bất kỳ hình thức phân phối tiền mặt nào khác cho các cổ đông của mình.

Mặc dù có vẻ như Apple nên là một cổ phiếu nóng, nhưng thực tế không phải vậy. Vào ngày 26 tháng 9 năm 2011 (bắt đầu năm tài chính 2012 của Apple), cổ phiếu Apple mở cửa ở mức 399,86 đô la (57,12 đô la sau khi điều chỉnh chia tách), với hệ số P/E chỉ 14,3 (399,86/28,05).13 Để so sánh, P/E của

BẢNG 11.1
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của Apple Inc., 2007–2011

($ millions)	9/29/2007	9/27/2008	9/26/2009	9/25/2010	9/24/2011

13Nếu giá cổ phiếu giảm xuống 313 đô la, sau khi trừ đi khoảng 87 đô la tiền mặt và chứng khoán có thể bán trên mỗi cổ phiếu của Apple, P/E giảm xuống còn 11,2 (313/28,05).

BẢNG 11.2
Bảng cân đối kế toán của Apple Inc., 2007–2011

($ millions)	9/29/2007	9/27/2008	9/26/2009	9/25/2010	9/24/2011

Đối với S&P 500 là khoảng 15. Điều này có nghĩa là cổ phiếu của Apple đang được bán với bội số thấp hơn so với toàn thị trường mặc dù tốc độ tăng trưởng cao của nó.

Tại sao cổ phiếu Apple không phải là cổ phiếu nóng vào năm 2012? Suy cho cùng, Apple đã kiếm được tiền, rất nhiều tiền. Một yếu tố ảnh hưởng đến định giá của Apple là thị trường lo ngại rằng sự cạnh tranh gia tăng sẽ khiến Apple mất thị phần trong một số dòng sản phẩm khác nhau, đặc biệt là các dòng sản phẩm mới như máy tính bảng và điện thoại thông minh. Ví dụ, điện thoại thông minh sử dụng hệ điều hành Android của Google (ví dụ: dòng Galaxy của Samsung, có các tính năng tương tự như iPhone nhưng giá thấp hơn) đã tăng thị phần lên 50% vào năm 2012, trong khi iPhone giữ vững ở mức 20% tổng thị trường.14

Apple cũng phải đối mặt với sự cạnh tranh mới từ Amazon trong thị trường máy tính bảng. Vậy thị trường chứng khoán lo lắng điều gì? Thị trường lo ngại rằng các đối thủ cạnh tranh của Apple không chỉ làm giảm thị phần của Apple mà còn làm giảm biên lợi nhuận của Apple nếu Apple giảm giá để cạnh tranh.

14Xem Sameer Singh, “Global Smartphone Market Share Trends: Android, iPhone Lead, Windows Phone Struggles,” tech-thoughts, ngày 17 tháng 7 năm 2012, www.tech-thoughts.net/2012/07/global-smartphone-market-share-trends.html.

Chiến lược thị trường sản phẩm và định giá sản phẩm mới

Hãy đặt mình vào vị trí của ban quản lý Apple vào năm 2012: Chính sách định giá của Apple nên như thế nào khi đối mặt với cạnh tranh? Liệu Apple có nên giảm giá để giữ thị phần, hay giữ nguyên biên lợi nhuận hiện tại? Ví dụ, Apple có nên hạ giá cho iPhone 4S mới (phát hành tháng 10/2011) xuống dưới mức 660 đô la mà họ đã tính cho iPhone 4 (phát hành tháng 4/2011) không?15 Liệu Apple có thể giảm giá đủ để loại bỏ đối thủ cạnh tranh? Không rõ liệu Apple có đủ lợi thế về chi phí để làm điều đó hay không. Nếu Apple giảm giá, điều gì sẽ xảy ra với biên lợi nhuận của họ?

Tình huống của Apple được gọi là độc quyền không bền vững (nondurable monopoly). Đây là một bài toán kinh điển trong kinh tế học: một công ty có độc quyền nhưng biết rằng nó sẽ không kéo dài. Công ty nên làm gì? Công ty có thể định giá độc quyền tối đa và hưởng lợi trong một thời gian ngắn, hoặc công ty có thể định giá thấp hơn và duy trì lợi thế trong thời gian dài hơn. Đó chính là sự đánh đổi mà Apple phải đối mặt. Vấn đề này được xử lý khá tốt trong các giáo trình kinh tế, và chúng ta sẽ không dành thời gian để giải quyết nó một cách chính xác ở đây. Apple đã quyết định không giảm giá.

Vậy, các chiến lược khác của Apple để đối phó với đối thủ cạnh tranh là gì? Một điều Apple đã làm là kiện các đối thủ của mình, đặc biệt là Samsung. Vụ kiện của Apple cáo buộc điều gì? Vi phạm công nghệ được cấp bằng sáng chế. Apple có thắng kiện không? Samsung bị kết luận có lỗi vào năm 2012. Năm 2018, bồi thẩm đoàn xác định Samsung phải trả 539 triệu đô la tiền bồi thường. Một thỏa thuận đã đạt được vào ngày 27 tháng 6 năm 2018, tránh kháng cáo. Số tiền cuối cùng không được tiết lộ.

Quan trọng hơn, phản ứng của Apple là tiếp tục đổi mới nhanh hơn nữa, bất cứ khi nào có thể. Ý tưởng là tạo ra lợi thế người đi đầu (first-mover advantage) bằng cách liên tục tạo ra các sản phẩm mới, mạnh mẽ hơn, hữu ích hơn và có thiết kế tốt hơn. Tức là, tạo ra các độc quyền không bền vững mới (nondurable monopolies) bằng các sản phẩm mới và/hoặc các tính năng tốt hơn so với các sản phẩm cũ. Chiến lược này cho phép Apple tiếp tục định giá cao.

Apple cũng thực hiện quảng cáo rầm rộ và tiếp tục tạo ra sự cường điệu mạnh mẽ xung quanh các đợt phát hành sản phẩm mới. Danh tiếng của Apple như một công ty đổi mới với các sản phẩm "ngầu", thiết kế tốt, tiên tiến là quan trọng. Liệu Apple có thành công trong chiến lược thị trường sản phẩm của mình không? Cho đến nay, họ dường như đã thành công hơn so với các đối thủ. Khi một máy tính hoặc điện thoại mới của Apple được ra mắt ban đầu, mọi người xếp hàng tại cửa hàng Apple, thường là nhiều ngày trước đó. Tại sao? Bởi vì mọi người đều "phải có" món đồ công nghệ mới của Apple.

Có vấn đề gì với chiến lược này không? Có nhược điểm nào của việc đổi mới rất nhanh không? Có. Apple có chi phí nghiên cứu và thiết kế (R&D) khổng lồ và bằng cách đổi mới nhanh chóng, họ không thể thu được toàn bộ lợi nhuận từ sản phẩm trước. Thông thường, một công ty tạo ra sản phẩm mới muốn đạt được lợi nhuận càng cao càng tốt trên khoản đầu tư ban đầu. Chiến lược của Apple có làm được điều này không? Không. Apple phát hành thế hệ sản phẩm tiếp theo trước khi khai thác hết tiềm năng lợi nhuận của thế hệ trước. Các đối thủ của Apple không đổi mới nhiều như Apple: họ chờ đợi Apple đổi mới và sau đó sao chép kỹ thuật của Apple. Điều này khiến các đối thủ của Apple có chi phí R&D thấp hơn đáng kể.

Ngoài ra, Steve Jobs là một phần quan trọng trong sự đổi mới và hình ảnh của Apple. Sự ra đi của ông khiến nhiều người đặt câu hỏi liệu Apple có thể tiếp tục đổi mới và dẫn dắt thị trường hay không. Vì vậy, cái chết của ông có phải là dấu hiệu cho thấy đã đến lúc thay đổi chiến lược (ví dụ, giảm giá)? Câu trả lời ban đầu của Apple, tại thời điểm bài viết này, là không.

15Xem Wikipedia, "iPhone," http://en.wikipedia.org/wiki/IPhone (truy cập ngày 13 tháng 11 năm 2014).

Chính sách tài chính của Apple tại thời điểm bắt đầu năm tài chính 2012 là gì và Apple có nên thay đổi chúng?

Với bối cảnh về chiến lược thị trường sản phẩm của Apple, giờ chúng ta hãy chuyển sang các chính sách tài chính của Apple. Như đã thảo luận, chính sách tài chính bao gồm các chính sách về nợ mục tiêu và cổ tức
Chính sách nợ mục tiêu của Apple là gì? Khoản nợ nào? Apple không có nợ. Thực tế, vì có lượng tiền mặt dư thừa khổng lồ, Apple có nợ âm. Nếu Apple phát hành nợ, họ muốn nợ dài hạn hay ngắn hạn? Nợ lãi suất cố định hay thả nổi? Trong nước hay nước ngoài? Nợ thường hay chuyển đổi? Không có lựa chọn chính sách tài chính nào trong số này phù hợp với Apple vì họ không có nợ.

Chính sách cổ tức của Apple là gì? Công ty không trả cổ tức tính đến cuối năm tài chính 2011. Chính sách vốn chủ sở hữu (equity) của Apple là gì? Trong khi trước đây Apple đã phát hành vốn chủ sở hữu mới, từ 2007 đến 2011 họ chỉ phát hành quyền chọn cổ phiếu cho nhân viên (employee stock options) (với tổng số tiền lần lượt là 365 triệu, 483 triệu, 475 triệu, 665 triệu và 831 triệu đô la).

Vậy hãy cùng xem lại.
Tại thời điểm bắt đầu năm tài chính 2012, Apple đã đưa ra các lựa chọn sau đây liên quan đến nợ của mình:

■*Tỷ lệ nợ?*	0%
■*Lãi suất cố định hay thả nổi?*	n/a
■*Dài hạn hay ngắn hạn?*	n/a
■*Phát hành công khai hay riêng lẻ?*	n/a
■*Thị trường Mỹ hay châu Âu?*	n/a

Hơn nữa, Apple đã đưa ra các lựa chọn sau đây liên quan đến vốn chủ sở hữu của mình:

■*Vốn chủ sở hữu công khai hay riêng lẻ?*	Vốn chủ sở hữu công khai
■*Cổ phiếu thường hay cổ phiếu ưu đãi?*	Cổ phiếu thường
■*Không chuyển đổi hay chuyển đổi?*	Không chuyển đổi
■*Chia tách cổ phiếu?*	Có

Quyết định của Apple về chính sách cổ tức là không trả bất kỳ khoản cổ tức nào.

■*Có trả cổ tức hay không?*	Không
■*Tỷ lệ chi trả (payout level)?*	0%
■*Chương trình DRP16?*	Không

Chính sách tài chính duy nhất mà Apple từng thực hiện trong lịch sử là chia tách cổ phiếu. Như đã đề cập ở trên, giá cổ phiếu được niêm yết ở mức 22 đô la mỗi cổ phiếu trong đợt phát hành công khai lần đầu (IPO) nhưng đã được chia tách theo tỷ lệ 2:1 nhiều lần (vào ngày 15 tháng 5 năm 1987; ngày 21 tháng 6 năm 2000; và ngày 18 tháng 2 năm 2005) và sau đó là 7:1 vào ngày 2 tháng 6 năm 2014.

Điều này đưa chúng ta đến câu hỏi trọng tâm: Liệu các chính sách của Apple có hợp lý không? Chúng tôi cho rằng Apple thực sự chỉ có một chính sách tài chính duy nhất, đó là tích trữ tiền mặt (phần lớn ở nước ngoài). Công ty duy trì biên lợi nhuận gộp (gross margin) từ 34% đến 40% trong suốt

16DRP (các chương trình tái đầu tư cổ tức - dividend reinvestment programs) được thảo luận trong Chương 9.

Giai đoạn 2007–2011 và cực kỳ sinh lời. Không có chính sách tài chính nào được thiết lập để phân phối tiền mặt. Tương tự nhưng theo chiều ngược lại, trong Chương 10, MCI chỉ có một chính sách tài chính: huy động tiền mặt bằng mọi cách có thể để tồn tại.

Bất lợi chính của việc có một khoản tiền mặt khổng lồ là gì? Một là số dư tiền mặt của công ty có thể khiến công ty trở thành mục tiêu thâu tóm. Apple có phải là ứng viên bị thâu tóm không? Không, Apple không phải là mục tiêu thâu tóm. Chỉ riêng tiền mặt không làm cho một công ty trở thành mục tiêu thâu tóm. Một công ty là ứng viên bị thâu tóm nếu nó có giá trị với bên mua hơn so với giá trị với các chủ sở hữu hiện tại. Tiền mặt cùng với quản lý kém và thiếu cơ hội đầu tư khiến một công ty trở thành mục tiêu thâu tóm tiềm năng. Giá cổ phiếu của Apple và tỷ lệ giá thị trường trên giá trị sổ sách (market-to-book value) cao phản ánh cơ hội tăng trưởng mạnh mẽ của nó. Không rõ liệu một công ty khác có thể tạo ra thêm bất kỳ giá trị nào từ Apple vượt trên những gì thị trường chứng khoán đã dành cho nó hay không.17

Một bất lợi khác của việc có tiền mặt là nó tạo ra một cấu trúc vốn không tối ưu (suboptimal capital structure). Apple có 81 tỷ đô la tiền mặt (bao gồm chứng khoán thị trường ngắn hạn và dài hạn) và không có lá chắn thuế. (Chúng ta đã dành nhiều thời gian trong Chương 6 để thảo luận tại sao đòn bẩy tài chính có giá trị, mà chúng ta sau đó đã xem xét trong các Chương 7–10. Và, nếu bạn nhớ, tiền mặt dư thừa tương đương với nợ âm.)

Bất lợi thứ ba của việc có tiền mặt dư thừa là chi phí đại diện (agency costs). Ban quản lý của Apple có thể xuống kho tiền của công ty bất cứ khi nào họ muốn và lăn lộn trong đống tiền mặt (diễn giải: ban quản lý có thể sử dụng tiền mặt dư thừa cho các "đặc quyền" hoặc các khoản đầu tư không tối ưu).

Những lợi thế chính của việc có một khoản tiền mặt khổng lồ là gì? Sự linh hoạt tối đa. Apple muốn bảo vệ R&D của mình, và nó đã được bảo vệ tuyệt đối. (Hãy nhớ, mục tiêu đầu tiên của các chính sách tài chính là bảo vệ các chính sách thị trường sản phẩm của công ty.) Apple đã chi bao nhiêu mỗi năm cho R&D? Số tiền khổng lồ (lần lượt là 0,8 tỷ đô la, 1,1 tỷ, 1,3 tỷ, 1,8 tỷ và 2,4 tỷ đô la từ 2008 đến 2012). Hãy nhớ, chiến lược thị trường sản phẩm của Apple vào năm 2012 phụ thuộc vào việc công ty là người đi đầu (first mover), vì vậy nó luôn phải lo lắng về việc tạo ra thế hệ sản phẩm tiếp theo. Điều này đòi hỏi phải có dòng tiền – và Apple đã có.

Đối với Apple và một số công ty quốc tế khác, vào năm 2012, còn có một lợi thế thuế đáng kể khi giữ tiền mặt ở nước ngoài. Luật thuế Hoa Kỳ không đánh thuế thu nhập từ nước ngoài cho đến khi thu nhập đó được hồi hương (repatriated) về Hoa Kỳ. Điều này có nghĩa là Apple và các công ty khác có thể hoãn thuế đối với lợi nhuận ở nước ngoài bằng cách giữ tiền mặt ở nước ngoài, và họ đã làm vậy. Về cơ bản, trước đây một công ty Hoa Kỳ phải trả mức thuế cao hơn giữa thuế suất Hoa Kỳ và thuế suất nước ngoài, thường là thuế suất Hoa Kỳ. Tuy nhiên, công ty Hoa Kỳ có thể hoãn thuế Hoa Kỳ cho đến khi hồi hương lợi nhuận — khi đó họ sẽ trả phần chênh lệch giữa thuế suất Hoa Kỳ và thuế suất nước ngoài (được khấu trừ cho số tiền đã nộp ở nước ngoài). Điều này tạo ra một động lực lớn để giữ lượng tiền mặt lớn miễn là chúng đại diện cho thu nhập từ nước ngoài.

Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2018 (Tax Cuts and Jobs Act) đã thay đổi điều này khi Hoa Kỳ áp dụng "hệ thống lãnh thổ" (territorial system) giống như hầu hết các nước trên thế giới, trong đó một công ty chỉ trả thuế đối với thu nhập ở quốc gia nơi thu nhập đó được tạo ra. Ngoài ra, luật mới áp dụng thuế suất hồi hương một lần là 15.5%

17Giá trị của Apple vào đầu năm 2012 dựa trên chuyên môn R&D và cuối cùng là dựa vào nhân viên của họ (lưu ý rằng điều này vẫn đúng với Apple ngày nay). Không chắc rằng một công ty khác có thể thu được nhiều giá trị hơn từ những nhân viên này (hoặc từ R&D), và không có gì đảm bảo rằng trong một vụ mua lại, nhân viên sẽ ở lại (nhân viên có thể di chuyển hoặc như người ta thường nói, "Tài sản của công ty ra về nhà vào ban đêm"). Các vụ mua lại sẽ được thảo luận đầy đủ hơn ở phần sau của cuốn sách (xem Chương 18).

đối với tiền mặt và các khoản tương đương tiền hiện có và 8% đối với tài sản kém thanh khoản hiện có. Điều này, cùng với việc giảm thuế suất thuế doanh nghiệp Hoa Kỳ từ 35% xuống 21%, có nghĩa là phần lớn lợi thế của việc giữ tiền mặt ở nước ngoài hiện đã bị loại bỏ.

Còn việc sử dụng tiền mặt dư thừa để áp dụng chiến lược định giá săn mồi (predatory pricing) thì sao? Tức là Apple có thể giảm giá và buộc các đối thủ cạnh tranh của mình phải thua lỗ. Không có bằng chứng nào cho thấy Apple đã tham gia vào bất kỳ hành vi nào như vậy hoặc rằng việc định giá săn mồi thực sự có hiệu quả. Hãy nhớ rằng, cơ cấu chi phí của Apple không thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh (một phần do chi phí R&D). Nếu Apple cắt giảm giá xuống mức cần thiết để khiến đối thủ cạnh tranh thua lỗ, thì bản thân Apple cũng sẽ thua lỗ. Chiến lược thị trường sản phẩm của Apple là định giá cao cho các sản phẩm mới và tối đa hóa lợi nhuận từ dòng sản phẩm mới. Tóm lại, Apple đã (và vẫn) là một công ty có lợi nhuận tạo ra nhiều dòng tiền (cash flow) trong một ngành có yêu cầu R&D cao.

Nhân tiện, hãy cùng xem xét tăng trưởng bền vững của Apple. Chúng ta đã thảo luận về tăng trưởng bền vững trong các chương trước, vì vậy đây vừa là phần ôn tập vừa là ứng dụng vào một tình huống khác. Tăng trưởng bền vững ảnh hưởng đến chính sách tài trợ và cổ tức của công ty vì nó xác định công ty tạo ra bao nhiêu tiền nội bộ và liệu công ty có cần tài trợ từ bên ngoài hay không. Tỷ lệ tăng trưởng bền vững của một công ty là gì? Đó là ROE nhân với một trừ đi tỷ lệ chi trả cổ tức. Tỷ lệ chi trả cổ tức của Apple là bao nhiêu? Bằng không. Điều này có nghĩa là tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Apple chính là ROE của công ty.

ROE (và do đó là tăng trưởng bền vững) của Apple trong năm 2011 là bao nhiêu? Hầu hết mọi người sẽ tính nó là thu nhập ròng 25,9 tỷ đô la chia cho giá trị ròng 76,6 tỷ đô la, tức 33,8%.

ROE = Thu nhập ròng / Vốn chủ sở hữu cuối năm = 25,9 tỷ đô la / 76,6 tỷ đô la = 33,8%

Vấn đề với cách tính này, như chúng ta đã lưu ý trong Chương 2, là chúng ta đang sử dụng giá trị cuối năm cho vốn chủ sở hữu. Để tính ROE một cách chính xác, chúng ta thực sự nên sử dụng vốn chủ sở hữu đầu năm của Apple, là 47,8 tỷ đô la. Điều này cho chúng ta ROE là 54,2%.18

ROE = Thu nhập ròng / Vốn chủ sở hữu đầu năm = 25,9 tỷ đô la / 47,8 tỷ đô la = 54,2%

Vì vậy, ROE và tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Apple trong năm 2011 (với việc không trả cổ tức) thực sự là 54,2%.

Như được trình bày trong Bảng 11.3, từ năm 2008 đến 2011, Apple có ROE trung bình hàng năm trong bốn năm là 41,2%. Đây là một ROE rất cao. Nó cũng là tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Apple vì Apple không trả cổ tức. Đồng thời, tốc độ tăng trưởng doanh số của Apple trung bình đạt 48,1% mỗi năm trong cùng bốn năm, trong khi tài sản của công ty tăng 46,7% mỗi năm. Vì vậy,

---

18Như đã giải thích trong Chương 2: Nếu khoản tiền gửi ngân hàng 1.000 đô la trả 100 đô la vào cuối năm, lợi tức của bạn là bao nhiêu? Không phải là 100 đô la/1.100 đô la (tổng cuối năm); mà là 100 đô la/1.000 đô la (số dư đầu năm). Chúng tôi nhấn mạnh lại điều này ở đây để bạn không mắc sai lầm khi sử dụng vốn chủ sở hữu cuối năm khi tính ROE trong kỳ thi cuối kỳ hoặc trong thực tế. Trong thực tế, các chuyên gia tài chính hầu như luôn sử dụng NI/(Vốn chủ sở hữu cuối năm) vì vốn chủ sở hữu thường không thay đổi nhiều trong suốt năm. Tuy nhiên, Apple đang tăng trưởng rất nhanh và có lợi nhuận cao đến mức nếu bạn đo ROE bằng vốn chủ sở hữu cuối năm, bạn sẽ có 33,8%, trong khi nếu bạn đo đúng cách, bạn sẽ có 54,2%. Điều này tạo ra sự khác biệt đối với các công ty tăng trưởng nhanh, đặc biệt là những công ty trả cổ tức thấp hoặc không trả cổ tức.

BẢNG 11.3
Apple Inc., Các Chỉ Số Được Chọn, 2008–2011

Year	9/27/2008	9/26/2009	9/25/2010	9/24/2011

từ góc độ tăng trưởng bền vững, Apple đã cân bằng (tham khảo Chương 9 để thảo luận trước đây của chúng ta về tỷ lệ tăng trưởng bền vững và tầm quan trọng của sự cân bằng).

Do đó, Apple có chiến lược thị trường sản phẩm là đổi mới, đi đầu và định giá cao. Tính đến năm 2012, chiến lược này đã hoạt động tốt cho Apple: công ty đã cực kỳ sinh lời và đã tích lũy hơn 81 tỷ đô la tiền mặt dư thừa vào đầu năm tài chính 2012. Điều này có nghĩa là Apple có đủ vốn để tài trợ cho R&D mới trong nhiều năm tới. Tuy nhiên, các chính sách tài chính của Apple không được xác định rõ ràng như chiến lược thị trường sản phẩm của nó và bao gồm việc tích lũy tiền mặt, duy trì cấu trúc vốn với đòn bẩy âm, và chính sách cổ tức với tỷ lệ chi trả bằng không. Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh số và tài sản của Apple rất cao, chúng vẫn cân bằng với tỷ lệ tăng trưởng bền vững của công ty, và do đó Apple không cần huy động vốn bên ngoài.

Các Chính Sách Tài Chính Của Apple Nên Là Gì Trong Tương Lai?

Vì vậy, một câu hỏi quan trọng cho Apple (và đội ngũ tài chính của nó) là: Apple nên làm gì với toàn bộ số tiền mặt của mình? Một cách khác để diễn đạt câu hỏi này là: Các chính sách tài chính đúng đắn của công ty này là gì?

Hãy thảo luận về chính sách nợ và cổ tức của Apple. Apple nên có bao nhiêu nợ? Nếu bạn nhớ lại trong Chương 6, chúng ta đã thảo luận rằng chính sách nợ khác nhau giữa các ngành. Mặc dù có lợi ích thuế khi tăng nợ, nhưng cũng có những rủi ro bổ sung nếu dòng tiền của công ty không thể luôn luôn hỗ trợ các khoản thanh toán nợ (cùng với các yêu cầu của thị trường sản phẩm của công ty).

Chúng tôi đã đề cập rằng các công ty trong các ngành có dòng tiền ổn định, chẳng hạn như tiện ích, có xu hướng có mức nợ cao hơn so với các ngành có dòng tiền không ổn định, chẳng hạn như dược phẩm và các công ty công nghệ. Trong một ngành mà sự đổi mới sản phẩm là chìa khóa và sản phẩm mới của đối thủ cạnh tranh có thể thay thế sản phẩm hiện tại của công ty, và do đó cả doanh số của nó, điều quan trọng là không có cấu trúc vốn dễ bị ảnh hưởng bởi dòng tiền lớn hoặc biến động. Ngoài ra, trong các ngành công nghệ cao với sự đổi mới cao, chi phí R&D là rất quan trọng. Nếu dòng sản phẩm của bạn đột nhiên trở nên lỗi thời, bạn phải có khả năng chịu đựng sự sụt giảm doanh số và vẫn có thể đổi mới cho thế hệ sản phẩm tiếp theo. Trong trường hợp này, tiền mặt trong tay là tài sản quý giá.

Nếu chúng ta so sánh Apple với các công ty khác trong ngành, nhiều công ty có Bảng cân đối kế toán tương tự. Vào cuối năm 2011, Microsoft có 68,6 tỷ đô la tiền mặt, chứng khoán khả mại và các khoản đầu tư, với khoản nợ 11,9 tỷ đô la. Tương tự, Google có 45,4 tỷ đô la chứng khoán và đầu tư với khoản nợ 3,0 tỷ đô la. Các công ty dược phẩm, cũng là các công ty công nghệ cao, đổi mới cao, R&D cao, có lượng tiền mặt cao tương tự. Vào thời điểm đó, Merck có 19,3 tỷ đô la tiền mặt và đầu tư so với 17,5 tỷ đô la nợ, trong khi Pfizer

có 36,3 tỷ đô la so với 34,9 tỷ đô la nợ.19 Về cơ bản, tất cả các công ty này đều có chung các chiến lược thị trường sản phẩm: R&D cao, vòng quay sản phẩm cao, liên tục đổi mới và phát triển sản phẩm mới, và lối thời nhanh chóng. Họ cũng đều có lượng tiền mặt cao và nợ rất thấp (và hãy nhớ rằng, vì tiền mặt thừa là nợ âm, tỷ lệ nợ của họ thực tế là âm).

Cấu trúc vốn của Apple trông giống với các công ty nêu trên: Apple đã tạo ra nhiều dòng sản phẩm mới và liên tục bị các đối thủ cạnh tranh tấn công nhằm thay thế sản phẩm của Apple bằng công nghệ và/hoặc giá cả tốt hơn. Do đó, dòng tiền của Apple, mặc dù tăng trưởng đáng kể, không thể được coi là ổn định hay được đảm bảo. Điều này có nghĩa là tỷ lệ nợ thấp có lẽ là đúng đắn cho Apple, và thực tế trong toàn ngành, hầu như tất cả các công ty lớn đều có mức nợ cực kỳ thấp (như đã đề cập trước đó).

Vì vậy, vào năm 2011, Apple không có nợ và có đủ lượng tiền mặt (tức là khả năng tài trợ) để tài trợ cho R&D trong tương lai. Bao nhiêu tiền mặt thừa là đủ? Để an toàn tuyệt đối, Apple nên có đủ để tài trợ cho R&D trong vài năm. Trên thực tế, Apple đã có nhiều hơn thế; họ đã có đủ cho 33 năm R&D với mức chi tiêu hiện tại (81 tỷ đô la tiền mặt / 2,4 tỷ đô la R&D hàng năm). Ngay cả theo tiêu chuẩn của ngành công nghệ cao, đổi mới, R&D đắt đỏ, Apple vẫn có một lượng tiền mặt thừa đáng kể.

Là cổ đông vào năm 2011, mối quan tâm của chúng ta nên là: Liệu Apple có sử dụng tiền mặt của mình một cách khôn ngoan? Nhớ lại từ Chương 7 về Marriott, chúng ta đã liệt kê năm điều mà các công ty có thể làm với tiền mặt thừa. Chúng là:

1. Trả bớt nợ
2. Trả cổ tức cao hơn
3. Đầu tư nhiều hơn vào các doanh nghiệp hiện tại
4. Mua lại các công ty khác
5. Mua lại cổ phiếu

Một khả năng, do đó, là Apple bắt đầu trả cổ tức. Liệu có nên không? Chắc chắn. Vì Apple không cần dùng hết số tiền mặt của mình, họ nên trả lại phần lớn cho cổ đông. Họ nên trả bao nhiêu cổ tức? Hãy xem xét một kịch bản đơn giản. Giả sử Apple quyết định trả 2,00 đô la một cổ phiếu. Công ty có 924 triệu cổ phiếu đang lưu hành, vì vậy cổ tức 2,00 đô la một cổ phiếu tương ứng với khoản thanh toán bằng tiền mặt khoảng 1,85 tỷ đô la mỗi năm. Đây có phải là một số tiền lớn không? Không phải đối với Apple, với 81 tỷ đô la tiền mặt (số tiền này đủ để trả 1,85 tỷ đô la cổ tức mỗi năm trong 40 năm). Lưu ý rằng phần lớn 81 tỷ đô la tiền mặt của Apple được giữ ở nước ngoài vì mục đích thuế.

Ngoài việc cung cấp một tín hiệu tích cực cho thị trường, việc trả cổ tức có thể làm tăng số lượng nhà đầu tư tiềm năng của Apple. Một lý do là một số nhà đầu tư, cả cá nhân lẫn tổ chức, giới hạn đầu tư cổ phiếu của họ vào các công ty trả cổ tức.

Chúng ta hãy nhanh chóng so sánh chính sách cổ tức của Apple với chính sách của MCI (Chương 10) và AT&T (Chương 9). Khi xem xét chính sách cổ tức của MCI, chúng ta đã lập luận rằng MCI không nên trả cổ tức vào năm 1983 vì MCI cần tiền mặt cho chi tiêu vốn (capital expenditures).

19. Vì mục đích thuế, các công ty dược phẩm và các công ty quốc tế khác như Apple thường để lợi nhuận ở nước ngoài thay vì chuyển tiền về nước. Điều này có thể khiến họ vay nợ trong nước trong khi đồng thời có số dư tiền mặt lớn.

Trong tương lai. Apple cũng cần tiền mặt cho R&D trong tương lai, nhưng Apple có rất nhiều tiền mặt nhờ lợi nhuận của mình (trong khi MCI đang gặp khó khăn với dòng tiền thấp). Do đó, Apple có đủ khả năng để bắt đầu trả cổ tức.

Ngược lại, AT&T đã trả cổ tức tiền mặt thường xuyên trong nhiều năm, mặc dù đôi khi họ phải huy động vốn bên ngoài để làm điều đó. Họ có thể làm được điều đó vì tốc độ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) của AT&T đã cân bằng với nhu cầu chi tiêu vốn của họ trước khi tách bộ phận. Sự cân bằng này (và độc giả có thể xem lại Chương 9 nếu cần) đã cho phép AT&T trả cổ tức tiền mặt thường xuyên mà không gây nguy hiểm cho chi tiêu vốn hoặc chiến lược thị trường sản phẩm của họ. MCI không thể. Apple có thể vì họ có một lượng tiền mặt thừa khổng lồ.

Chúng ta hãy xem xét một trong năm lựa chọn còn lại cho một công ty có tiền mặt thừa: mua lại cổ phiếu (share repurchases). Apple có nên mua lại một số cổ phiếu của mình không? Hãy nhớ lại rằng các công ty thường xem xét mua lại cổ phiếu khi ban lãnh đạo tin rằng giá cổ phiếu quá thấp. Giá cổ phiếu của Apple có quá thấp không? Với niềm tin của chúng tôi rằng có thông tin bất đối xứng (asymmetric information) trên thị trường, các tác giả của các bạn không biết. Tuy nhiên, đó là câu hỏi mà ban lãnh đạo Apple nên tự hỏi, và có thể họ đã làm. (Lưu ý, giá cổ phiếu của Apple vào ngày 1 tháng 10 năm 2011 là 50,68 đô la.20 Vào ngày 1 tháng 12 năm 2014, giá là 120 đô la.) Nếu Apple quyết định thực hiện mua lại cổ phiếu, làm thế nào Apple nên triển khai chương trình mua lại? Hãy nhớ lại cuộc thảo luận của chúng ta về việc mua lại cổ phiếu trong chương Marriott: chúng ta đã nói rằng có ba phương pháp chính để công ty mua lại cổ phiếu của mình. Thứ nhất, công ty có thể mua trên thị trường mở (open-market purchases). Tuy nhiên, nếu mua một lượng lớn cổ phiếu trong một thời gian ngắn, công ty phải công bố chương trình mua lại trước. (Cụ thể, nếu một công ty mua lại hơn 25% khối lượng giao dịch trung bình hàng ngày trong bốn tuần trước đó, SEC quy định rằng công ty phải công bố chương trình.)

Thứ hai, công ty có thể thực hiện một đợt chào mua với giá cố định. Khi một công ty thực hiện chào mua giá cố định, công ty phải nêu rõ các điều khoản, cả giá và số lượng cổ phiếu, mà họ sẽ mua lại cổ phiếu. Công ty có thể chỉ định rằng họ sẽ mua một số lượng cổ phiếu tối thiểu, với khả năng mua thêm. Sau đó, công ty có nghĩa vụ mua ít nhất số lượng tối thiểu đó nếu có đủ số cổ phiếu được chào bán, và họ có quyền mua nhiều hơn.

Cuối cùng, các công ty có thể sử dụng một cuộc đấu giá Hà Lan (Dutch auction tender), nơi công ty xác định hoặc số lượng cổ phiếu hoặc giá mỗi cổ phiếu nhưng không phải cả hai. Công ty có thể xác định số lượng cổ phiếu tối thiểu sẽ mua và để cổ đông chọn mức giá mà họ sẽ chào bán, hoặc công ty có thể xác định mức giá tối thiểu và để cổ đông quyết định họ sẽ chào bán bao nhiêu cổ phiếu. Thông thường, các công ty thực hiện đấu giá Hà Lan xác định số lượng cổ phiếu tối thiểu.

Liệu Apple có nên phát hành nợ dài hạn nào để tài trợ cho chương trình cổ tức và/hoặc mua lại cổ phiếu không? Có lẽ. Tại sao Apple không sử dụng một phần tiền mặt dư thừa của mình? Lý do chính liên quan đến thuế. Phần lớn tiền mặt dư thừa của Apple nằm bên ngoài nước Mỹ và sẽ bị đánh thuế Mỹ nếu Apple hồi hương. Bằng việc phát hành

20 Giá đã được điều chỉnh cho đợt tách cổ phiếu tỷ lệ bảy-một vào ngày 2 tháng 6 năm 2014, như đã ghi chú trong chú thích 10. http://finance.yahoo.com/q/hp?s=AAPL&a=09&b=1&c=2011&d=10&e=14&f=2011&g=d (truy cập ngày 15 tháng 1 năm 2015).

nợ để huy động tiền mặt sử dụng bên trong nước Mỹ, Apple đã tránh được gánh nặng thuế từ việc hồi hương các khoản tiền.

Từ góc độ của cổ đông, các chính sách tài chính của Apple nên như thế nào? Khuyến nghị của các tác giả dành cho Apple để tối đa hóa giá trị cổ đông trong năm 2011 sẽ là như sau:

1. Apple nên có một hạn mức tín dụng ngân hàng ít nhất vài tỷ đô la. Một hạn mức tín dụng ngân hàng là lời khuyên chuẩn cho bất kỳ công ty nào.
2. Apple nên giữ đủ tiền mặt cho ít nhất hai thế hệ đổi mới công nghệ, và có thể là ba.
3. Apple nên trả cổ tức.
4. Apple nên mua lại một số cổ phiếu, với điều kiện ban quản lý tin rằng giá cổ phiếu đang quá thấp.
5. Apple nên có một bảng cân đối kế toán với ít hoặc không có nợ (nhớ rằng đối với người làm tài chính, tiền mặt dư thừa thực chất là nợ âm).
6. Apple nên tiếp tục giữ thu nhập ở nước ngoài nếu họ kỳ vọng chính sách thuế của Mỹ sẽ thay đổi theo hướng thuận lợi.

Căn cứ cho các khuyến nghị của chúng tôi

Ngay từ đầu cuốn sách này, chúng tôi đã đề cập rằng tài chính không có một câu trả lời đúng duy nhất (nhưng nó có những câu trả lời sai). Các khuyến nghị ở trên không mang tính quyết đoán như một số lời khuyên khác của chúng tôi trong cuốn sách này. Nhưng hãy để chúng tôi nhanh chóng biện minh cho các khuyến nghị này:

1. Hạn mức tín dụng (line of credit) có nghĩa là nếu Apple hết tiền mặt (nếu iPhone, máy tính bảng, v.v. thế hệ tiếp theo không thành công), ngân hàng phải cho vay ít nhất bằng hạn mức tín dụng tối đa, cho Apple thêm một cơ hội thành công. Tùy chọn vay này tốn bao nhiêu? Tại thời điểm của tình huống (tháng 10/2011), Apple có tình hình tài chính tốt đến mức một hạn mức tín dụng lớn từ ngân hàng sẽ tương đối rẻ cho công ty (khoảng 25 điểm cơ bản mỗi năm). Đây là bảo hiểm chi phí thấp. Cố gắng vay tiền sau khi thế hệ sản phẩm tiếp theo thất bại sẽ khó khăn và tốn kém hơn nhiều. (Thời điểm mua bảo hiểm là trước khi bạn bị bệnh.)

> Lưu ý rằng một số nhà phân tích đọc đơn xin cấp bằng sáng chế (patent applications) của các công ty để xác định những gì trong đường ống phát triển của công ty. Hơn nữa, không chỉ các nhà phân tích mà cả đối thủ cạnh tranh cũng xem xét các đơn xin cấp bằng sáng chế.21

Apple nên mua lại cổ phiếu của mình như thế nào? Apple nên thực hiện chào mua công khai (tender offer) hoặc mua trên thị trường mở (open-market purchases). Nếu giá cổ phiếu được dự kiến sẽ tăng nhanh, thì chào mua công khai sẽ tốt hơn. Nếu giá cổ phiếu được dự kiến sẽ đi ngang hoặc tăng chậm, thì mua trên thị trường mở sẽ tốt hơn. (Xem Chương 8 để thảo luận chi tiết hơn về mua lại cổ phiếu.) Tuy nhiên, việc Apple có muốn mua lại cổ phiếu hay không và mua như thế nào phụ thuộc vào những gì ban quản lý tin tưởng sẽ xảy ra với giá cổ phiếu.
5. Apple có quá nhiều tiền mặt đến mức khó có thể biện minh cho bất kỳ khoản nợ nào. Tuy nhiên, như đã giải thích, các cân nhắc về thuế có thể biện minh cho một số khoản nợ.
6. Cuối cùng, nếu Apple kỳ vọng chính sách thuế của Mỹ đối với thu nhập từ nước ngoài sẽ thay đổi, hoặc nếu Apple kỳ vọng có một kỳ miễn thuế (tax holiday) đối với thu nhập từ nước ngoài tương tự như đã ban hành năm 2004 (nơi thu nhập từ nước ngoài có thể được hồi hương với thuế suất 5.25%), thì việc vay vốn tại địa phương để trả cổ tức sẽ hợp lý hơn là phải chịu thuế với mức 35% hiện tại.

Quan điểm của chúng tôi là Apple nên có năng lực tài chính để thực hiện hai hoặc ba lần thử nghiệm phát triển sản phẩm mới. Điều này dựa trên thành tích đổi mới thành công của công ty. Nếu một sản phẩm mới không hiệu quả hoặc đối thủ cạnh tranh có mặt trước, Apple nên có thêm một hoặc hai cơ hội nữa. Nếu công ty thất bại hai hoặc ba lần liên tiếp, thì theo quan điểm của cổ đông, đã đến lúc cắt dòng tiền và đầu tư vào công ty khác. Cổ đông không muốn tài trợ cho năm hoặc sáu lần thất bại liên tiếp, vì nếu Apple làm vậy, công ty có thể sử dụng hết toàn bộ tiền mặt dư thừa của mình.22 Các nhà đầu tư cuối cùng muốn có lợi nhuận từ khoản đầu tư của họ: họ cần nhận cổ tức hoặc được mua lại cổ phiếu. Đồng thời, một công ty thành công nên có nhiều hơn một cơ hội để đạt được thành công.

APPLE ĐÃ LÀM GÌ VỀ CỔ TỨC?

Apple đã trả cổ tức từ năm 1987 đến 1995 (lần lượt là $0.12, $0.32, $0.40, $0.44 và sau đó là $0.48 mỗi cổ phiếu từ năm 1991 đến 1995) nhưng đã dừng lại trong quý hai năm 1996 sau khi chịu lỗ. (Apple vẫn trả cổ tức quý đầu tiên là $0.12 vào năm 1996 trước khi dừng.) Apple không trả bất kỳ khoản cổ tức nào cho đến hết năm 2011.

Vào thứ Hai, ngày 19 tháng 3 năm 2012, Apple thông báo sẽ bắt đầu trả cổ tức hàng quý là $2.65 mỗi cổ phiếu trong quý IV của năm tài chính 2012 (tốn của công ty $2.5 tỷ mỗi quý hoặc $10 tỷ mỗi năm). Công ty cũng cho biết sẽ bắt đầu một chương trình mua lại cổ phiếu.

---

21 Điều tương tự cũng đúng trong ngành dược phẩm. Các công ty không muốn công bố những gì trong
dòng sản phẩm để ngăn người khác vội vàng nộp đơn xin cấp bằng sáng chế trước. Nếu một công ty có một loại thuốc tim mới, thuốc cholesterol mới, statin mới, hoặc thứ gì đó đặc biệt trong R&D, công ty chỉ có thể giữ sản phẩm mới đó ở dạng riêng tư cho đến khi nộp đơn xin phê duyệt FDA. Khi công ty nộp đơn, trong đó trình bày chi tiết khoa học, thì các công ty khác có thể sử dụng đơn đó làm cơ sở để tìm hiểu những gì họ có thể làm theo hướng tương tự.

chương trình mua lại. Giá cổ phiếu của Apple tăng 2.7% (15.53 USD) lên mức 601.10 USD khi công bố.23

Cổ tức hàng quý (quarterly dividend) đã được tăng lên 3.05 USD/cổ phiếu vào năm 2013 (tốn của công ty 2.9 tỷ USD mỗi quý, tương đương 11.6 tỷ USD mỗi năm), và 3.29 USD (trước khi chia tách) vào năm 2014 (tổng cộng 12.4 tỷ USD mỗi năm). Apple cũng đã thực hiện chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ 7:1 (seven-for-one stock split) vào năm 2014. Cuối cùng, Apple cũng đã mua lại 22.9 tỷ USD cổ phiếu vào năm 2013 và 35.0 tỷ USD cổ phiếu vào năm 2014. Chương trình mua lại cổ phiếu (share buyback program) đang được thực hiện thông qua các giao dịch thương lượng riêng tư và trên thị trường mở (tuân thủ Quy tắc 10b5–1 của Đạo luật Giao dịch Chứng khoán).

Nhân tiện, bạn cảm thấy thế nào về Apple khi họ công bố rằng họ sẽ trả lại 10 tỷ USD tiền mặt mỗi năm? Chúng tôi tưởng tượng rằng bạn sẽ cảm thấy khá tốt về công ty. Thấy chưa, tín hiệu (signaling) hoạt động.

Cuối cùng, công ty đã phát hành 17 tỷ USD nợ dài hạn (long-term debt) vào năm 2013 (đáo hạn từ 2016 đến 2043). Apple cũng đã phát hành 6.3 tỷ USD thương phiếu (commercial paper) vào năm 2014. Tuy nhiên, cấu trúc vốn (capital structure) của công ty vẫn ở mức không nợ khi xem xét đến lượng tiền mặt dư thừa.

Lưu ý: Vào ngày 17 tháng 9 năm 1992, Intel (một công ty công nghệ tương tự Apple) bắt đầu trả cổ tức bằng tiền mặt (cash dividend). Một nhà phân tích, Richard Shafford, đã viết trên Tạp chí Technology Computer Review: “Khi một công ty công nghệ cao bắt đầu trả cổ tức, điều đó cho thấy công ty tin rằng cổ đông có thể đạt được lợi nhuận cao hơn khi đầu tư nơi khác. Nếu tôi là một cổ đông của Intel, tôi muốn họ đưa 40 xu mỗi năm của tôi trở lại vào sự đổi mới.” Câu trích dẫn này cho bạn biết điều gì? Nó cho bạn biết rằng nhà phân tích đó chưa bao giờ đọc cuốn sách này. Nếu ông ấy đã đọc, ông ấy sẽ biết rằng việc trả cổ tức là một tín hiệu tích cực cho thị trường. Khi Intel công bố cổ tức đầu tiên, giá cổ phiếu của Intel đã tăng 1.2% vào ngày hôm đó.

ĐIỀU GÌ XẢY RA TIẾP THEO

Vào năm 2012, doanh thu và thu nhập của Apple tăng mạnh lên $156.5 tỷ và $41.7 tỷ (như thể hiện trong Bảng 11.4). Như đã đề cập ở trên, vào năm 2012 Apple bắt đầu trả cổ tức hàng quý là $0.38 (cổ tức thực tế là $2.65; $0.38 được điều chỉnh cho việc chia tách cổ phiếu 7:1 vào ngày 9 tháng 6 năm 2014). Sau đó, tăng trưởng của Apple chậm lại. Doanh thu tăng từ $156.5 tỷ lên $229.2 tỷ, trong khi thu nhập ròng tăng từ $41.7 tỷ lên $48.4 tỷ trong giai đoạn 2012–2017. Tuy nhiên, cổ tức tiếp tục tăng lên $2.40 một cổ phiếu vào năm 2017. Điều này thể hiện khoản thanh toán hàng năm là $12.8 tỷ vào năm 2017.

Apple cũng đã mua lại $22.9 tỷ cổ phiếu vào năm 2013 (trước đó không mua lại gì trong giai đoạn 2008–2011 và chỉ mua $3 triệu vào năm 2007). Từ năm 2013 đến năm 2017, như thể hiện trong Bảng 11.4, tổng mua lại cổ phiếu là $165.7 tỷ. Cộng số cổ phiếu mua lại với tổng cổ tức $60.7 tỷ đã trả từ năm 2012 đến năm 2017, Apple đã trả lại $226.4 tỷ cho cổ đông trong giai đoạn 2012–2017.

Ngay cả với $226.4 tỷ cổ tức và mua lại cổ phiếu này, tổng số dư tiền mặt của Apple (tức là tiền mặt và chứng khoán khả thị cả ngắn hạn và dài hạn) đã tăng từ

23Xem David Goldman, “Apple Announces Dividend and Stock Buyback,” CNN Money, ngày 19 tháng 3 năm 2012, http://money.cnn.com/2012/03/19/technology/apple-dividend/.
24Xem Lawrence M. Fisher, “Company News; Intel to Pay a Dividend, Its First Ever,” New York Times, ngày 18 tháng 9 năm 1992, www.nytimes.com/1992/09/18/business/company-news-intel-to-pay-a-dividend-its-first-ever.html.

BẢNG 11.4
Báo cáo thu nhập của Apple Inc., 2012–2017

($ millions)	9/29/2012	9/28/2013	9/27/2014	9/26/2015	9/24/2016	9/30/2017
Net sales	156,508	170,910	182,795	233,715	215,639	229,234
Cost of sales	87,846	106,606	112,258	140,089	131,376	141,048
Gross profit	68,662	64,304	70,537	93,626	84,263	88,186
Research and development	3,381	4,475	6,041	8,067	10,045	11,581
Income tax	14,030	13,118	13,973	19,121	15,685	15,738
Net income	41,733	37,037	39,510	53,394	45,687	48,351
EPS	5.81	5.72	6.49	9.28	8.35	9.27
Dividends per share	0.38	1.64	1.82	1.98	2.18	2.40
Sales growth	45%	9%	7%	28%	−8%	6%
Total share repurchases	—	22,860	45,000	35,253	29,722	32,900
Tổng chi trả cổ tức	2,488	10,564	11,126	11,561	12,150	12,769

Phát hành nợ
—
16,896
11,960
27,114
24,954
28,662
Thanh toán nợ có kỳ hạn

$121.3 tỷ vào năm 2012 lên $268.9 tỷ vào năm 2017, như thể hiện trong Bảng 11.5. Lượng tiền mặt ở nước ngoài tăng từ $82.6 tỷ (hoặc 68% tổng số) lên $252.3 tỷ (hoặc 94% tổng số).

Làm thế nào số dư tiền mặt của Apple tăng nhiều đến vậy nếu họ phải chi trả nhiều như vậy cho cổ tức và mua lại cổ phiếu? Bên cạnh thu nhập của mình, số dư tiền mặt của Apple cũng tăng vì Apple đã phát hành nợ. Phát hành bao nhiêu? Bảng 11.5 cho thấy Apple đã phát hành nợ dài hạn trị giá $97.2 tỷ. Tại sao? Tại sao Apple lại phát hành nợ khi họ có quá nhiều tiền mặt? Apple quyết định rằng việc phát hành nợ để trả cổ tức và mua lại cổ phiếu rẻ hơn so với việc chuyển tiền mặt ở nước ngoài về nước. (Lưu ý, đây không phải là lần đầu tiên chúng ta thấy một công ty phát hành nợ để trả cổ tức. Nếu bạn nhớ từ Chương 9, AT&T cũng đã làm như vậy.)

Vào cuối năm tài chính 2017 (tức thứ Bảy cuối cùng của tháng Chín đối với Apple), Apple có doanh thu 229,2 tỷ đô la, thu nhập ròng 48,4 tỷ đô la, giá cổ phiếu 154 đô la và tổng số dư tiền mặt 252,3 tỷ đô la, trong đó 94% được giữ ở nước ngoài.

Cược của Apple vào thuế suất/kỳ miễn thuế (tax holiday) trong tương lai, mà chúng ta đã thảo luận ở trên trong khuyến nghị 6, đã được đền đáp vào năm 2018. Như đã đề cập trước đó, Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm (Tax Cuts and Jobs Act) không chỉ giảm thuế suất doanh nghiệp từ 35% xuống 21% mà còn thay đổi cách đánh thuế doanh nghiệp từ hệ thống toàn cầu (worldwide system) sang hệ thống lãnh thổ (territorial system). Quan trọng đối với Apple, nó cũng áp dụng một

BẢNG 11.5
Bảng cân đối kế toán của Apple Inc., 2012–2017

($ millions)	9/29/2012	9/28/2013	9/27/2014	9/26/2015	9/24/2016	9/30/2017
Tiền mặt và chứng khoán khả mại	29,129	14,259	25,077	41,601	67,155	74,181
Tài sản, nhà xưởng và thiết bị	15,452	16,597	20,624	22,471	27,010	33,783
Lợi thế thương mại, tài sản vô hình và khác	10,837	10,902	12,522	14,565	17,377	18,177
Total assets	176,064	207,000	231,839	290,479	321,686	375,319
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	176,064	207,000	231,839	290,479	321,686	375,319
Equity/total assets	67.1%	59.7%	48.1%	41.1%	39.9%	35.7%
Total cash & securities	121,251	144,761	155,239	205,666	237,585	268,895
Amount held overseas	82,600	111,300	137,100	186,900	216,000	252,300
% held overseas	68.1%	76.9%	88.3%	90.9%	90.9%	93.8%

thuế một lần 15.5% đối với tài sản thanh khoản hiện có ở nước ngoài và 8% đối với tài sản kém thanh khoản. Điều này
có nghĩa là Apple hiện có thể hồi hương 252.3 tỷ đô la tiền mặt và chứng khoán khả mại ở nước ngoài, trả khoảng 39.1 tỷ đô la (theo mức thuế 15.5%) thay vì 88.3 tỷ đô la (theo
mức thuế 35%).

Apple nên làm gì với số tiền hồi hương này? Vào ngày 1 tháng 5 năm 2018, Apple đã công bố tăng cổ tức 16% từ $2.52 một năm lên $2.92 một năm. Công ty cũng công bố rằng họ dự kiến sử dụng ít nhất 100 tỷ đô la trong số tiền đó để mua lại cổ phiếu. Điều gì sẽ thực sự xảy ra? Khi bạn đọc cuốn sách này, chúng ta sẽ có câu trả lời.

TÓM TẮT

Trong phần này của cuốn sách, chúng tôi đã giải thích cấu trúc vốn và chính sách tài chính. Chúng tôi đã làm điều đó cả về mặt lý thuyết (sử dụng M&M) và thực nghiệm bằng cách xem xét các công ty khác nhau với các chính sách thị trường sản phẩm tương phản (ví dụ: Massey, Marriott, AT&T, MCI,
v.v.). Sau đó, chúng tôi đã rút ra các chính sách tài chính tối ưu cho các công ty này. Trong chương này, chúng tôi
đã xem xét cổ tức và các phân phối tiền mặt khác cho cổ đông bằng cách sử dụng Apple; một công ty trong ngành có đổi mới thị trường sản phẩm nhanh chóng, lợi nhuận cao và tiền mặt dư thừa tăng nhanh.

1. Chương này bắt đầu bằng việc giải thích rằng cổ tức không quan trọng trong thế giới M&M.
Do đó, không cần có chính sách cổ tức trong thế giới M&M. Sau đó, chúng tôi nới lỏng các giả định M&M và xem xét các hàm ý thuế và chi phí phá sản
của cổ tức. Chúng tôi thấy rằng thuế và chi phí khốn khó tài chính chỉ có ảnh hưởng nhỏ. Ngược lại, chúng tôi tìm thấy bằng chứng thực nghiệm mạnh mẽ rằng cổ tức có
hiệu ứng tín hiệu: các công ty bắt đầu trả cổ tức và/hoặc tăng cổ tức trải qua sự tăng giá cổ phiếu. Các công ty giảm cổ tức trải qua sự sụt giảm giá cổ phiếu.
2. Chuyển sang Apple, chúng tôi thấy một công ty công nghệ cao với chi phí R&D lớn, tăng trưởng doanh số nhanh, sản phẩm mới sáng tạo và không có chính sách tài chính rõ ràng. Đồng
thời Apple đã tạo ra lượng tiền mặt dư thừa lớn.
3. Rào cản gia nhập của Apple là đổi mới R&D (đó là lợi thế người đi đầu).
Hơn nữa, chiến lược thị trường sản phẩm của Apple được dựa trên rào cản này. Mục tiêu của Apple là có sản phẩm mới nhất, công nghệ tốt nhất và giá cao nhất. Điều này làm cho công ty rất thành công về mặt tài chính.
4. Khuyến nghị của các tác giả về chính sách tài chính của Apple là: đủ dự trữ tiền mặt cho nhiều vòng công nghệ cùng với cổ tức bằng tiền mặt và nợ
thấp. Cổ tức cao không có ý nghĩa nếu nó lấy đi tiền mặt từ R&D. Nhưng một cổ tức hợp lý và/hoặc mua lại cổ phiếu, với số dư tiền mặt của Apple, là hợp lý.
5. Mặc dù không được nhấn mạnh trong chương, thật khó để định giá một cổ phiếu như Apple với chi phí R&D cao trong một ngành đổi mới dẫn đến sự bất đối xứng thông tin lớn. Đây là lý do tại sao các nhà phân tích giỏi trong các ngành đổi mới theo dõi các nộp đơn xin cấp bằng sáng chế,
phê duyệt FDA, v.v.

Những nội dung sắp tới

Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ ôn lại lý thuyết cấu trúc vốn (capital structure theory) và thêm các yếu tố động (dynamics) vào mô hình tĩnh (static model) đã trình bày ở Chương 6.

CHƯƠNG 12
Sự tiếp nối về vốn

Lý thuyết cấu trúc

Đây là chương áp chót trong phần này, phần này bao gồm các chương từ 5 đến 13 và tập trung vào cách các doanh nghiệp tự tài trợ cũng như các chính sách tài chính họ nên chọn. Chương này bao gồm một bài ôn tập về bảy chương vừa qua và tương tự như Chương 6, nơi giới thiệu M&M và lý thuyết cấu trúc vốn. Trong khi Chương 6 đưa chúng ta qua các so sánh tĩnh (comparative statics), chương này sẽ mở rộng thảo luận sang các yếu tố động (dynamics).

Vì vậy, hãy ngồi lại và tận hưởng bài ôn tập. Chúng tôi sẽ chỉ ra các phần mà bạn nên chú ý hơn. Chương này bắt đầu với một số ví dụ khá đơn giản nhưng trở nên phức tạp hơn khi chúng tôi phát triển các ví dụ này. Nó cũng đi sâu hơn vào các hiệu ứng bậc hai (second-order effects) của những gì chúng ta đã thảo luận trước đó. Hãy nhớ rằng, đây là bài ôn tập; bạn đã biết hầu hết các khái niệm.

Chúng ta sẽ nhấn mạnh hai phương pháp tiếp cận ở đây: thứ nhất, chúng ta sẽ phác thảo lý thuyết. Thứ hai, chúng ta sẽ thảo luận về những gì nghiên cứu thực nghiệm (empirics) cho thấy. Đối với một số phần của chương này, lý thuyết tài chính đã được nắm chắc khá tốt (nghĩa là tài chính khá tự tin về lý thuyết), và các nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ nó (nghĩa là nghiên cứu thực nghiệm nhất quán với lý thuyết). Đối với các phần khác của chương này, có một khung lý thuyết nhưng nó không thực tế hoặc nhất quán lắm, hoặc các công trình thực nghiệm tự mâu thuẫn hoặc chưa được thực hiện.

Một cách lịch sự để nói tất cả điều này là tài chính thay đổi. Hy vọng rằng, nếu bạn đọc ấn bản thứ mười của cuốn sách này trong 20 năm nữa, nó sẽ không phải là cùng một cuốn sách chỉ được cập nhật để tiêu diệt thị trường sách cũ. Chúng tôi muốn khoa học tiến bộ. Vì vậy, chương này sẽ nhấn mạnh những gì chúng tôi cảm thấy chắc chắn sẽ tồn tại và cũng thảo luận về các phần của lý thuyết tài chính mà chúng tôi dự đoán sẽ thay đổi.

Tài chính doanh nghiệp hiện đại bắt đầu với lý thuyết cấu trúc vốn—cụ thể, tài chính doanh nghiệp hiện đại bắt đầu với Modigliani và Miller (M&M) vào năm 1958. Điểm mấu chốt là, trong thế giới M&M đơn giản nhất, chính sách cấu trúc vốn không liên quan. Nó không quan trọng. Tại sao cấu trúc vốn lại không quan trọng trong thế giới M&M đơn giản nhất? Thế giới M&M đơn giản nhất chứa các thị trường hoàn hảo, một chính sách đầu tư được giữ cố định, và không có thuế, và trong những điều kiện này, tất cả các chính sách tài chính đều không liên quan. Bằng chứng cho điều này khá đơn giản. Dưới các giả định trong M&M (1958), tất cả các giao dịch tài chính đều có NPV bằng 0. Nếu mọi giao dịch tài chính đều có NPV bằng 0, thì các giao dịch tài chính không quan trọng, và do đó cấu trúc vốn cũng không quan trọng. (Xem Chương 6 để có giải thích chi tiết.)

Theo đó, trong một thế giới M&M đơn giản, tất cả những điều sau đây là không liên quan:

- Cấu trúc vốn (Capital structure)
- Nợ dài hạn so với nợ ngắn hạn (Long-term versus short-term debt)
- Chính sách cổ tức (Dividend policy)
- Quản trị rủi ro

Giờ đây, thế giới M&M đơn giản này chính là những gì đã được giảng dạy trong môn tài chính doanh nghiệp khi các tác giả của bạn lần đầu tiên tham gia các khóa học tài chính vào cuối những năm 1970. Trong các khóa học đó, giảng viên đã dành hai tuần cho môn tài chính doanh nghiệp, và chỉ có vậy. Phần còn lại của các khóa học là về đầu tư (thị trường hiệu quả, CAPM, lý thuyết định giá quyền chọn, v.v.). Kể từ đó, quan điểm của thế giới, hay ít nhất là của các học giả tài chính, về tài chính doanh nghiệp đã thay đổi.

Trong Chương 6, chúng tôi đã liệt kê năm giả định chính của lý thuyết M&M mà chúng tôi cảm thấy không đúng. Hai giả định—rằng không có thuế (cả thuế doanh nghiệp lẫn thuế cá nhân) và rằng không có chi phí khốn khó tài chính—đã được nới lỏng trong chương đó. Việc nới lỏng hai giả định đó dẫn đến cách tiếp cận 'đánh đổi' (trade-off) đối với cấu trúc vốn được đề cập trong chương đó.

Trong chương này, chúng ta sẽ nới lỏng ba giả định cuối cùng: rằng chi phí giao dịch bằng không, rằng thông tin bất đối xứng không tồn tại, và rằng không có chi phí đại diện. Việc cho phép chi phí giao dịch dương nhưng nhỏ đối với việc phát hành nợ và vốn chủ sở hữu là tương đối nhỏ và không thay đổi lý thuyết nhiều. Hai giả định cuối cùng—cho phép sự tồn tại của thông tin bất đối xứng về dòng tiền của công ty và chi phí đại diện (tức là cấu trúc vốn ảnh hưởng như thế nào đến quyết định đầu tư của công ty)—quan trọng hơn nhiều.

Hãy bắt đầu bài đánh giá của chúng ta bằng một cuộc thảo luận về Chương 6. Điều này sẽ bao gồm lý thuyết đánh đổi tĩnh (static trade-off theory) hoặc, như đôi khi được gọi, mô hình sách giáo khoa. Quan điểm sách giáo khoa đơn giản nhất về cấu trúc vốn tối ưu là đánh đổi chi phí và lợi ích của nợ. Lợi ích chính là lá chắn thuế của nợ, có nghĩa là các công ty nên muốn nhiều nợ hơn. Chi phí chính là chi phí khốn khó tài chính, dẫn đến việc các công ty muốn ít nợ hơn. Lý thuyết không đưa ra cho bạn một mức nợ mục tiêu chính xác mà là một phạm vi. Sự đánh đổi này là điều Gary Wilson đang nói khi ông nói về cách Marriott nhìn nhận các quyết định cấu trúc vốn của mình. Nó cũng phù hợp với ý tưởng rằng nếu một công ty giảm thiểu chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC), nó sẽ tối đa hóa giá cổ phiếu của mình.

LÁ CHẮN THUẾ TỪ NỢ

Lá chắn thuế từ nợ phụ thuộc vào cả thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân. Thứ nhất, việc sử dụng nợ làm giảm hóa đơn thuế doanh nghiệp. Điều này là do các khoản thanh toán lãi mà doanh nghiệp thực hiện được khấu trừ thuế đối với doanh nghiệp. Các khoản thanh toán vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp thực hiện không được khấu trừ thuế đối với doanh nghiệp. Tuy nhiên, thuế cá nhân có xu hướng làm giảm và bù đắp một phần hiệu ứng này.

Thuế cá nhân tác động đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp như thế nào? Thuế suất cá nhân quan trọng vì khi một nhà đầu tư cung cấp vốn cho doanh nghiệp, cách đo lường đúng đắn lợi nhuận cho nhà đầu tư là sau thuế. Lợi nhuận cho nhà đầu tư có thể đến từ dòng tiền vốn chủ sở hữu (cổ tức hoặc bán cổ phiếu) hoặc các khoản thanh toán lãi từ nợ. Tuy nhiên, dòng tiền vốn chủ sở hữu có thuế suất cá nhân thấp hơn cho các nhà đầu tư cá nhân so với các khoản thanh toán lãi. Điều này có nghĩa là, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, một nhà đầu tư sẽ thích nhận dòng tiền vốn chủ sở hữu từ doanh nghiệp hơn là

thanh toán lãi. Do đó, các nhà đầu tư yêu cầu lợi nhuận cao hơn từ nợ để bù đắp cho thuế cao hơn mà các khoản đầu tư như vậy phải chịu.1 Vì vậy, một doanh nghiệp có được lá chắn thuế từ việc phát hành nợ, nhưng cũng phải trả lãi suất cao hơn cho nhà đầu tư do thuế suất cá nhân cao hơn mà nhà đầu tư đang gánh chịu. Do đó, các tác động của thuế doanh nghiệp và cá nhân lên giá trị doanh nghiệp triệt tiêu lẫn nhau – lá chắn thuế doanh nghiệp không chỉ phụ thuộc vào thuế suất doanh nghiệp.

Bao nhiêu phần của lá chắn thuế doanh nghiệp từ nợ bị bù đắp bởi thuế cá nhân phụ thuộc vào các mức thuế suất khác nhau: thuế suất doanh nghiệp, thuế suất cá nhân đối với lãi, thuế suất cá nhân đối với cổ tức, và thuế suất cá nhân đối với lãi vốn. Chúng ta đã xem qua một ví dụ về điều này trong Chương 6. Trong lịch sử, cổ tức đôi khi bị đánh thuế với cùng mức thuế suất như lãi và đôi khi thấp hơn. Do đó, từ quan điểm thuế doanh nghiệp, càng nhiều nợ, giá trị doanh nghiệp càng cao. Từ quan điểm thuế cá nhân, tỷ lệ thanh toán từ nợ càng cao, các khoản thanh toán sau thuế cho nhà đầu tư cá nhân càng thấp. Đây là lý do tại sao có sự đánh đổi giữa thuế doanh nghiệp và cá nhân.

Tóm lại: Doanh nghiệp có lợi thế từ việc sử dụng nợ (tức là giá trị doanh nghiệp tăng lên). Lợi thế đến từ việc sử dụng lá chắn thuế doanh nghiệp nhưng bị giảm bớt do thuế cá nhân.

CHI PHÍ CỦA SỰ KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH

Bây giờ chúng ta hãy xem xét khía cạnh chi phí của đòn bẩy (leverage) và thảo luận về tác động của sự kiệt quệ tài chính (financial distress). Chi phí dự kiến của sự kiệt quệ tài chính là xác suất xảy ra kiệt quệ nhân với chi phí mà công ty sẽ phải gánh chịu nếu thực sự rơi vào tình trạng kiệt quệ. Điều này được tóm tắt trong khung dưới đây.

*(Xác suất gặp khó khăn tài chính (Probability of Distress)) * (Chi phí nếu thực sự gặp khó khăn (Costs If Actually in Distress))*

Xác suất gặp khó khăn tài chính (Probability of Distress)

1. Ước tính mức độ biến động của dòng tiền với các báo cáo dự phóng (pro forma) trong trường hợp tốt nhất/xấu nhất bằng cách hỏi:

- ■*Ngành có biến động không? Chiến lược của công ty có rủi ro không?*
- ■*Có những bất ổn do cạnh tranh không?*
- ■*Có rủi ro về thay đổi công nghệ không?*
- ■*Có nhạy cảm với các cú sốc kinh tế vĩ mô và/hoặc biến động theo mùa không?*

2. Sử dụng kiến thức về công ty và ngành

3. Tìm kiếm những thay đổi của môi trường (những thay đổi này có thể dễ bị bỏ sót)

Chi phí khi thực sự gặp khó khăn

1. Chi phí pháp lý (thường nhỏ)

2. Hành vi chấp nhận rủi ro (“đánh bạc để cứu vãn”)
(Tiếp theo)

1Điều này không có nghĩa là lợi suất của nợ cao hơn lợi suất của vốn chủ sở hữu. Nó chỉ có nghĩa là lợi suất của nợ phải cao hơn mức nó sẽ có nếu không có hiệu ứng thuế chênh lệch.

3. Xua đuổi khách hàng và nhà cung cấp

4. Mất tập trung của ban quản lý

5. Không thể huy động vốn để thực hiện các khoản đầu tư tốt: "gánh nặng nợ (debt overhang)"

6. Sự tấn công của đối thủ cạnh tranh

Trong khi xác suất gặp khó khăn phụ thuộc vào nhiều yếu tố, nó chủ yếu phụ thuộc vào sự biến động của dòng tiền. Làm thế nào để chúng ta đánh giá rủi ro khó khăn tài chính của một công ty? Chúng ta bắt đầu với các phân tích pro forma – bằng cách dự đoán các kịch bản tốt nhất và xấu nhất. Khi thực hiện các pro forma, chúng ta muốn xem xét các câu hỏi như: Dòng tiền của ngành có biến động không, chiến lược thị trường sản phẩm của công ty có rủi ro không, có sự không chắc chắn do cạnh tranh không, có rủi ro thay đổi công nghệ không, v.v.?

Những câu hỏi này đòi hỏi kiến thức về tình hình thị trường sản phẩm của công ty. Đặc biệt, nó đòi hỏi dự đoán về những thay đổi trong môi trường thị trường sản phẩm của công ty (đặc biệt là sự ra đời của công nghệ mới) có thể khiến một công ty "an toàn" với dòng tiền ổn định trở thành một công ty "rủi ro" với dòng tiền biến động hoặc suy giảm. Những thay đổi trong môi trường thị trường sản phẩm này là những yếu tố dễ bị bỏ sót nhất trong phân tích pro forma.

Hãy lấy một ví dụ đơn giản: phim Kodak và xử lý ảnh Kodak từng thống trị thị trường nhiếp ảnh tại Hoa Kỳ trong nhiều năm. Kodak có một số cạnh tranh từ Polaroid nhưng vẫn là nhà lãnh đạo thị trường vượt trội. Sau đó, Kodak đối mặt với cạnh tranh từ Fuji, đặc biệt là phim Fuji. Tuy nhiên, cú đòn thực sự đối với dòng tiền của Kodak không phải là Polaroid hay Fuji mà là nhiếp ảnh kỹ thuật số—một công nghệ mới. Đây thường là điều bị bỏ sót thường xuyên nhất khi mọi người xem xét rủi ro. Bạn biết các rủi ro hiện tại là gì, bạn lo lắng về các đối thủ cạnh tranh hiện tại và khả năng xuất hiện những đối thủ mới, nhưng công nghệ mới thật khó dự đoán và có thể thay đổi hoàn toàn thị trường sản phẩm. (Chúng ta không có cách rõ ràng nào để dự đoán điều này, nhưng bạn luôn phải lo lắng về điều gì sẽ xảy ra nếu một công nghệ mới chiếm lấy thị trường.)

Chi phí của tình trạng kiệt quệ tài chính (financial distress) là rất nhiều. Chi phí pháp lý thường nhỏ. Như đã thấy trong trường hợp của Massey Ferguson, tiền luật sư và hóa đơn khách sạn có thể lên đến hàng triệu đô la, nhưng chúng nhỏ so với tổng chi phí của vụ phá sản. Ngược lại, chi phí pháp lý trở nên nhỏ bé trước những chi phí tiềm ẩn từ hành vi chấp nhận rủi ro của ban quản lý (ví dụ như ban quản lý đánh cược bằng cách thực hiện các dự án rủi ro cao hoặc trì hoãn chi tiêu vốn cần thiết), sự mất tập trung của ban quản lý (khi ban quản lý phải lo cho vụ phá sản thay vì hoạt động hàng ngày), hoặc mất khách hàng (nếu công ty đối mặt với sự không chắc chắn dài hạn, khách hàng có thể ngần ngại mua sản phẩm) và mất nhà cung cấp (những người lo lắng khi giao dịch với một thực thể phá sản).

Ngoài ra, các công ty gặp khó khăn tài chính đôi khi trải qua tình trạng nợ quá mức (debt overhang), đó là khi giá trị sổ sách (số tiền gốc) của khoản nợ của công ty lớn hơn tổng giá trị tài sản của công ty.2 Trong trường hợp đó, các chủ nợ sẽ nhận được ít hơn giá trị sổ sách của khoản nợ. Các công ty có nợ quá mức có ít khả năng huy động vốn mới hơn, cả

2Tình trạng này thường dẫn đến phá sản.

để thực hiện các khoản đầu tư cần thiết và duy trì hoạt động. Ngoài ra, các công ty này cũng có thể bị buộc phải từ bỏ các cơ hội mới có giá trị hiện tại ròng dương (positive net present value).

Tại sao một công ty đang gặp khó khăn tài chính hoặc phá sản lại bị buộc phải từ bỏ các cơ hội mới được dự đoán là có lợi nhuận? Bởi vì các nhà đầu tư ngần ngại bơm vốn mới vào tình trạng nợ quá mức, nơi mà họ thực sự đang chuyển giá trị cho các chủ nợ cũ. Bất kỳ NPV dương nào từ dự án mới sẽ được chuyển trước cho các trái chủ hiện tại do tình trạng nợ quá mức, và chỉ sau đó mới đến các nhà đầu tư mới, những người bỏ tiền tài trợ cho dự án. Do đó, với nợ quá mức, việc huy động vốn mới rất khó khăn, và các công ty có thể bị buộc phải từ bỏ các dự án có NPV dương.

Cuối cùng, các đối thủ cạnh tranh có xu hướng tấn công các công ty bị phá sản. Hãy nhớ ví dụ của chúng ta về cách Massey Ferguson bị tấn công và mất thị phần vào tay John Deere trong nước và các nhà sản xuất Hàn Quốc và Nhật Bản trên thị trường quốc tế.

Tóm lại, quyết định cấu trúc vốn của công ty nằm ở việc hiểu được đặc điểm của ngành và công ty cũng như liệu công ty có được kỳ vọng có chi phí kiệt quệ tài chính thấp hay cao.

Bây giờ nhìn vào nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về lợi ích của lá chắn thuế từ nợ (debt tax shields) và chi phí của khó khăn tài chính (financial distress) (như đã thảo luận ở Chương 6):

- Lý thuyết và thực nghiệm về cả lợi ích của lá chắn thuế (tax shields) và chi phí của tài chính khủng hoảng (distress) rất mạnh mẽ.
- Lý thuyết và thực nghiệm về chi phí khủng hoảng tài chính (financial distress) có tương quan với dòng tiền biến động rất mạnh.
- Có những tác động rõ ràng của ngành khi thiết lập cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Các ngành có dòng tiền ổn định (ví dụ: tiện ích, bất động sản) có tỷ lệ nợ cao. Ngược lại, các doanh nghiệp trong các ngành có dòng tiền biến động hoặc nơi có nhiều thay đổi công nghệ và R&D (ví dụ: công nghệ cao, dược phẩm) có tỷ lệ nợ rất thấp.
- Do đó, lý thuyết và thực nghiệm rất mạnh mẽ về sự khác biệt lớn trong cơ cấu vốn tồn tại trong các ngành.

Trong chương lý thuyết đầu tiên (Chương 6), chúng ta đã phát biểu rằng các công ty thiết lập cơ cấu vốn bằng cách xem xét ba góc nhìn: nội bộ (công ty có thể chi trả bao nhiêu), bên ngoài (thị trường đánh giá cơ cấu vốn của công ty như thế nào, tức là các nhà phân tích nói gì, các chủ nợ nói gì, điều gì xảy ra với xếp hạng nợ của công ty, v.v.), và chéo (các đối thủ cạnh tranh đang làm gì). Đây vẫn là một cách hợp lý để công ty xác định chính sách cơ cấu vốn của mình.

CHI PHÍ GIAO DỊCH, THÔNG TIN BẤT ĐỐI XỨNG, VÀ CHI PHÍ ĐẠI DIỆN

Trong chương này, chúng ta mở rộng thảo luận về cơ cấu vốn bằng cách đầu tiên nới lỏng ba giả định chính còn lại của thế giới M&M, đó là: chi phí giao dịch (transaction costs) bằng không, không có thông tin bất đối xứng (asymmetric information), và không có chi phí đại diện (agency costs).

Chi phí giao dịch không bằng không trong thế giới thực nhưng rất nhỏ (tương đối so với tổng giá trị công ty) đối với tất cả các giao dịch tài chính ảnh hưởng đến cơ cấu vốn. Điều đó bao gồm phát hành chứng khoán, thực hiện các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, và chi phí phá sản trực tiếp. Như vậy,

có rất ít công trình lý thuyết về những vấn đề này, và các đo lường thực nghiệm xác nhận quy mô nhỏ của chúng.3

Thông tin bất đối xứng

Thông tin bất đối xứng xảy ra khi các nhà quản lý có nhiều thông tin về công ty hơn so với các nhà đầu tư bên ngoài. Trong một thế giới M&M thuần túy, điều này được giả định là không xảy ra. Lý thuyết tài chính hiện tại giả định rằng thông tin bất đối xứng tồn tại, và bằng chứng thực nghiệm ủng hộ niềm tin này. Chủ đề này đã được giới thiệu trong Chương 8 (về Marriott) và được thảo luận thêm trong các Chương 9 và 10 (về AT&T và MCI).

Trong các chương đó, chúng tôi đã giải thích rằng thông tin bất cân xứng dẫn đến lý thuyết tín hiệu (signaling theory), nơi các nhà đầu tư và nhà phân tích bên ngoài dựa vào các "tín hiệu" mà doanh nghiệp phát đi. Đặc biệt quan trọng là dòng tiền từ vốn chủ sở hữu (equity cash flows).

Dòng tiền từ vốn chủ sở hữu bao gồm phát hành cổ phiếu mới, mua lại cổ phiếu, tăng cổ tức và cắt giảm cổ tức. Dòng tiền từ vốn chủ sở hữu "chảy vào" là một tín hiệu tiêu cực, và thị trường diễn giải rằng doanh nghiệp cần dòng tiền từ vốn chủ sở hữu bên ngoài (dòng tiền nội bộ không đủ cao). Dòng tiền từ vốn chủ sở hữu "chảy ra" là một tín hiệu tích cực, và thị trường diễn giải rằng doanh nghiệp có đủ tiền mặt dư thừa đến mức có thể chi trả một phần ra ngoài.

Một ví dụ là khi ban quản lý quyết định để doanh nghiệp phát hành cổ phiếu, đôi khi đồng thời bán một phần cổ phần của họ.4 Đây là một tín hiệu mạnh rằng cổ phiếu đang bị định giá cao, và giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường thường giảm để phản ứng. Một ví dụ ngược lại là khi ban quản lý quyết định để doanh nghiệp mua lại cổ phiếu của chính mình trong khi không bán bất kỳ cổ phần nào của họ. Đây là một tín hiệu mạnh rằng cổ phiếu đang bị định giá thấp, và thị trường thường tăng giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Những thay đổi giá cổ phiếu thường xảy ra sau hai ví dụ này là do thị trường nhận biết và phản ứng với các tín hiệu.

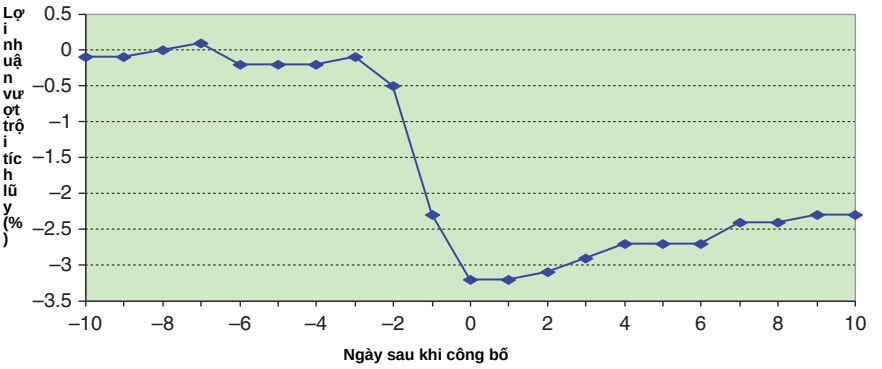
Hãy xem xét các số liệu thực nghiệm một cách chi tiết hơn. Hình 12.1, từ một bài báo mà một trong các tác giả đã viết vào năm 1986,5 vẽ đồ thị tỷ suất sinh lời vượt trội tích lũy trung bình (average cumulative excess returns) trong khoảng thời gian mười ngày trước và mười ngày sau khi công bố phát hành cổ phiếu. Tỷ suất sinh lời vượt trội là mức cao hơn hoặc thấp hơn so với kỳ vọng, dựa trên sự thay đổi của toàn bộ thị trường. Về cơ bản, bạn so sánh tỷ suất sinh lời thực tế của doanh nghiệp với tỷ suất sinh lời kỳ vọng của doanh nghiệp được tính bằng beta của doanh nghiệp và một mô hình thị trường đơn giản.6 Trong khoảng thời gian 20 ngày xung quanh ngày công bố, tỷ suất sinh lời vượt trội trung bình của các cổ phiếu của các doanh nghiệp công bố phát hành cổ phiếu là khoảng -3%. Điều đó có nghĩa là danh mục cổ phiếu của các doanh nghiệp công bố phát hành cổ phiếu đã hoạt động kém hơn khoảng 3% so với tỷ suất sinh lời cổ phiếu đã điều chỉnh theo thị trường của chúng.

3Ví dụ, một trong các tác giả của bạn đã tìm thấy trong một nghiên cứu về các doanh nghiệp NYSE và AMEX rằng chi phí trực tiếp của phá sản trung bình là 3,1% giá trị sổ sách của nợ cộng với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Xem Lawrence A. Weiss, "Giải quyết Phá sản: Chi phí Trực tiếp và Vi phạm Quyền Ưu tiên Thanh toán," Tạp chí Kinh tế Tài chính 27, số 2 (1990): 285–314.

4Khi một doanh nghiệp bán cổ phiếu mới và nhận tiền từ việc bán đó, được gọi là phát hành sơ cấp (primary offering). Nếu các cổ đông hiện tại, bao gồm cả ban quản lý, bán cổ phiếu của họ trong đợt phát hành được bảo lãnh, được gọi là phát hành thứ cấp (secondary offering). Nếu doanh nghiệp bán cổ phiếu trong đợt phát hành sơ cấp và ban quản lý bán cổ phiếu đồng thời trong đợt phát hành thứ cấp, được gọi là phát hành kết hợp (combination offering).

5P. Asquith và D. Mullins, "Phát hành Cổ phiếu và Pha loãng Chào bán," Tạp chí Kinh tế Tài chính 15, số 1–2 (1986): 61–89.

6Ví dụ, nếu một doanh nghiệp có beta là 1,0 và thị trường tăng 2%, tỷ suất sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu là 2%. Nếu cổ phiếu thực tế tăng 2%, thì tỷ suất sinh lời vượt trội của nó là 0%. Nếu cổ phiếu chỉ tăng 0,6%, thì tỷ suất sinh lời vượt trội của nó là -1,4%. Xem bài báo của Asquith và Mullins để biết thêm chi tiết.



HÌNH 12.1
Phản ứng giá cổ phiếu đối với thông báo phát hành cổ phiếu
Lợi nhuận vượt trội tích lũy trung bình từ 10 ngày trước đến 10 ngày sau khi công bố cho 531 đợt chào bán cổ phiếu phổ thông (Asquith và Mullins, 1986).

Một điểm quan trọng và cốt yếu: việc giá cổ phiếu giảm khi phát hành cổ phiếu không nhất thiết có nghĩa là phát hành cổ phiếu là sai. John Deere đã phát hành cổ phiếu, và giá cổ phiếu của họ giảm, nhưng đó vẫn là điều đúng đắn cần làm. AT&T đã phát hành cổ phiếu, và giá cổ phiếu của họ giảm, nhưng đó cũng là điều đúng đắn cần làm. Mặc dù phát hành cổ phiếu là một sự kiện tín hiệu có thể làm giảm giá cổ phiếu, nhưng không phát hành cổ phiếu cũng có thể tốn kém vì số vốn cần thiết để hỗ trợ các khoản đầu tư vào thị trường sản phẩm của công ty. Nhớ lại rằng ở Chương 9, chúng ta đã cho thấy AT&T phát hành 1 tỷ đô la cổ phiếu, và vốn hóa thị trường của họ giảm 2,1 tỷ đô la. Bằng việc phát hành cổ phiếu, AT&T đã phát tín hiệu rằng họ không cho rằng dòng tiền trong tương lai, triển vọng hay giá cổ phiếu của mình tốt đẹp như thị trường nghĩ. AT&T rõ ràng cảm thấy rằng sau khi thoái vốn, thế giới cạnh tranh mới của họ sẽ khó khăn hơn nhiều.

Nếu AT&T không phát hành cổ phiếu, bạn có nghĩ rằng giá cổ phiếu vẫn sẽ giảm không? Điều đó vẫn sẽ xảy ra. Sớm hay muộn, thị trường sẽ nhận ra điều mà ban quản trị đã biết (rằng thị trường đã đánh giá quá cao triển vọng ngắn hạn của AT&T), và giá cổ phiếu cuối cùng sẽ giảm xuống. Giá chỉ giảm nhanh hơn vì AT&T phát hành cổ phiếu, điều này khiến thị trường nhận ra điều đó sớm hơn. Điều đó không có nghĩa là nếu không phát hành cổ phiếu thì giá cổ phiếu sẽ vẫn ở mức cao. Nó cũng không có nghĩa là việc phát hành cổ phiếu là sai.

Khi John Deere phát hành 172 triệu đô la cổ phiếu vào ngày 5 tháng 1 năm 1981 (mà chúng tôi gọi là nạp lại tài chính), vốn hóa thị trường của họ đã giảm 241 triệu đô la vào ngày đó. (Lưu ý: Việc vốn hóa thị trường của một công ty giảm nhiều hơn quy mô phát hành là không bình thường, mặc dù điều đó xảy ra khoảng 6% thời gian.) Điều này không có nghĩa là tín hiệu gửi tới thị trường là thứ phá hủy giá trị. Nếu ban quản trị đang gửi tín hiệu cho thị trường về điều mà thị trường sẽ sớm tự nhận ra, thì tất cả những gì tín hiệu làm là đẩy nhanh sự điều chỉnh của thị trường theo các yếu tố kinh tế cơ bản. Do đó, hiệu ứng tín hiệu không có nghĩa là việc phát hành cổ phiếu của ban quản trị là sai.

Hành vi của doanh nghiệp và nhà đầu tư đối với tài trợ bên ngoài

Bây giờ chúng ta hãy xem xét hậu quả của thông tin bất đối xứng giữa ban quản lý của doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Đó là, chúng ta sẽ kỳ vọng hành vi của các nhà quản lý và thị trường chứng khoán như thế nào nếu thông tin bất đối xứng là trạng thái bình thường của thế giới?

Với thông tin bất đối xứng, các nhà quản lý sẽ ưu tiên phát hành cổ phiếu khi cổ phiếu bị định giá cao và sẽ tránh phát hành cổ phiếu khi cổ phiếu bị định giá thấp. Lý thuyết và thực nghiệm về thông tin bất đối xứng ủng hộ mạnh mẽ kết luận này. Hơn nữa, các nhà đầu tư coi việc phát hành cổ phiếu như là tín hiệu. Một lần nữa, lý thuyết và thực nghiệm cũng rất mạnh mẽ.

Ngoài ra, như đã thảo luận trong các chương trước, các doanh nghiệp dường như tài trợ cho các khoản đầu tư theo trình tự sau: thứ nhất, doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn nội bộ. Thứ hai, doanh nghiệp sử dụng nợ, bằng cách vay từ ngân hàng hoặc từ thị trường vốn. Cuối cùng, doanh nghiệp huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu. Trình tự này được gọi là trật tự phân hạng (pecking order).7 Lý thuyết đằng sau nó phù hợp với các khái niệm về thông tin bất đối xứng và tín hiệu. Thực nghiệm cũng có vẻ mạnh mẽ.

Tuy nhiên, gần đây, lập luận rằng doanh nghiệp sử dụng vốn nội bộ trước, sau đó là nợ, rồi đến cổ phiếu đã bị thách thức bởi Fama và French (2005), những người cho rằng việc phát hành cổ phiếu là "phổ biến". Hơn một nửa số doanh nghiệp trong mẫu của họ đã phát hành cổ phiếu trong giai đoạn mẫu (1973–2002), nhưng việc phát hành này thường không trực tiếp ra thị trường hoặc thông qua các đợt chào bán có bảo lãnh. Thay vào đó, nó được phát hành theo những cách làm giảm tác động của thông tin bất đối xứng (ví dụ, phát hành cho nhân viên, phát hành quyền, và các chương trình mua trực tiếp). Kết quả của Fama và French chỉ ra rằng phát hành cổ phiếu (khi xem xét tất cả các loại) là một nguồn tài trợ quan trọng hơn nhiều so với suy nghĩ trước đây và gợi ý rằng lý thuyết trật tự phân hạng có thể cần được điều chỉnh.8

Việc doanh nghiệp sẵn sàng phát hành cổ phiếu có biến động theo thời gian không? Điều này không rõ ràng. Có những lý thuyết cho rằng nó biến động, nhưng không có lý thuyết nào (theo hiểu biết của chúng tôi) có hỗ trợ thực nghiệm. Đồng thời, chúng ta biết từ nghiên cứu thực nghiệm rằng các đợt phát hành cổ phiếu có xu hướng tập trung. Có thị trường "nóng" và "nguội". Tuy nhiên, chúng ta không có lý thuyết tốt nào để giải thích điều đó hoặc để cung cấp cho chúng ta khả năng dự đoán khi nào thị trường sẽ nóng lên hay nguội đi.

Một hệ quả liên quan của lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) (bản thân nó là hệ quả của thông tin bất đối xứng (asymmetric information)) là các doanh nghiệp đôi khi có thể bỏ qua các dự án có NPV dương vì sự ngần ngại của nhà quản lý trong việc huy động thêm vốn cổ phần. Các tác giả của bạn cho rằng phần này của lý thuyết không mạnh lắm, và sự ủng hộ thực nghiệm chỉ tồn tại ở mức giai thoại.

Tóm lại, quan điểm tĩnh về sự lựa chọn giữa nợ và vốn cổ phần của doanh nghiệp như một sự đánh đổi giữa lá chắn thuế (tax shields) và chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress) là không đầy đủ vì nó không xem xét thông tin bất đối xứng (trong số các yếu tố khác). Việc thêm thông tin bất đối xứng có nghĩa là thị trường sẽ phản ứng với hình thức tài trợ của doanh nghiệp.

THÔNG TIN BẤT ĐỐI XỨNG VÀ TÀI TRỢ DOANH NGHIỆP

Bây giờ chúng ta hãy đưa ra một số ví dụ về cách thức hoạt động của thông tin bất đối xứng. Chúng ta sẽ thiết lập các tình huống tài trợ có và không có thông tin bất đối xứng để xem xét hành vi có thể có của doanh nghiệp trong các kịch bản thay thế.

7Xem S.C. Myers, “The Capital Structure Puzzle,” Journal of Finance 39 (1984): 575–592.
8Xem E.F. Fama và K.R. French, “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt,” Review of Financial Studies 15 (2002): 1–33; và E.F. Fama và K.R. French, “Financing Decisions: Who Issues Stock?” Journal of Financial Economics 76 (2005): 549–582.

Giả sử Tập đoàn Logic (Logic) có tài sản hiện hữu chịu rủi ro đặc thù sau (cụ thể, công ty sẽ rơi vào một trong hai kết quả có khả năng xảy ra như nhau):

Giá trị tài sản	$150 million	$ 50 million
Xác suất	50%	50%
Giá trị kỳ vọng	$75 million	$25 million

Điều này cho giá trị doanh nghiệp kỳ vọng là $100 million ($75 million + $25 million). Cũng giả định rằng Logic đang xem xét một dự án đầu tư mới với các tham số sau:

- Chi phí đầu tư ban đầu: $12 million
- Lợi nhuận đảm bảo năm tới: $22 million
- Tỷ lệ chiết khấu: 10%9
- Giá trị hiện tại (PV) = $22 million/1.1 = $20 million
- Giá trị hiện tại ròng (NPV) = –$12 million + $20 million = $8 million

Lưu ý: Để làm cho tất cả các ví dụ của chúng ta dễ dàng hơn, chúng ta giả định rằng bản thân dự án không bao giờ có sự bất đối xứng thông tin.

Chúng ta sẽ có hai trường hợp: Trường hợp 1, không có sự bất đối xứng thông tin, và Trường hợp 2, có
sự bất đối xứng thông tin. Chúng ta cũng sẽ có hai kịch bản tài trợ: kịch bản đầu tiên (a) là sử dụng nguồn vốn nội bộ; tức là Logic có đủ tiền mặt để tài trợ mà không cần huy động vốn bên ngoài. Kịch bản thứ hai (b) là sử dụng nguồn vốn bên ngoài; tức là Logic không có đủ tiền mặt để tài trợ dự án từ nội bộ và phải vay nợ hoặc phát hành cổ phiếu. Vì vậy, có bốn khả năng tất cả.

Trường hợp 1: Không có bất đối xứng thông tin (mọi người đều có cùng thông tin).

- Kịch bản a: Logic có đủ tiền mặt sẵn có.
- Kịch bản b: Logic cần huy động vốn từ bên ngoài.

Trường hợp 2: Có bất đối xứng thông tin (ban quản lý biết nhiều hơn nhà đầu tư).

- Kịch bản a: Logic có đủ tiền mặt sẵn có.
- Kịch bản b: Logic cần huy động vốn từ bên ngoài.

Trong cả bốn khả năng, chúng ta giữ thuế và chi phí kiệt quệ tài chính không đổi. Hơn nữa, giả định NPV từ dự án mới đạt được một cách chắc chắn (tức là, đầu tư vào dự án này không có rủi ro, và 22 triệu đô la vào năm sau chắc chắn sẽ xảy ra). Do đó, dự án giống như kinh doanh chênh lệch giá—một dự án có NPV đảm bảo là 8 triệu đô la.

9Đây là tỷ lệ chiết khấu "an toàn," tức là phi rủi ro vì chúng ta giả định lợi nhuận của dự án được đảm bảo. Nghĩa là, dự án giống như kinh doanh chênh lệch giá phi rủi ro và do đó được chiết khấu theo tỷ lệ phi rủi ro.

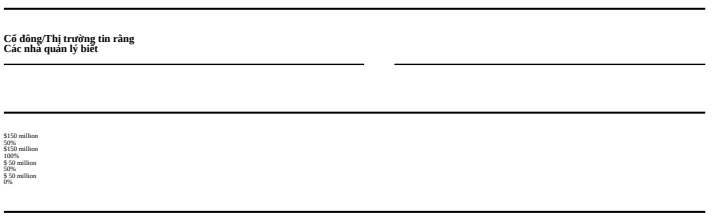
Logic có nên thực hiện dự án không? Rõ ràng Logic nên làm: đó là dự án có NPV dương và không có rủi ro. Logic có thực hiện dự án không? Điều đó phụ thuộc—bất đối xứng thông tin và hình thức tài trợ có thể ảnh hưởng đến quyết định của công ty. Nêu lại câu hỏi: Trong những khả năng nào Tập đoàn Logic sẽ thực hiện dự án?

Đó là bối cảnh. Bây giờ chúng ta hãy phân tích các khả năng.
Trường hợp 1a: Không có bất đối xứng thông tin, và công ty có đủ nguồn vốn nội bộ. Nghĩa là, các nhà đầu tư bên ngoài biết nhiều như các nhà quản lý, và Logic có 12 triệu đô la nguồn vốn nội bộ sẵn có, công ty đầu tư vào dự án. Logic nhận được giá trị hiện tại đảm bảo là 20 triệu đô la, dẫn đến NPV dương là 8 triệu đô la. Vì Logic tài trợ dự án bằng nguồn vốn nội bộ, các cổ đông hiện hữu của công ty nhận toàn bộ 8 triệu đô la. Dự án sẽ được thực hiện.

Trường hợp 1b: Không có bất đối xứng thông tin, nhưng Logic không có đủ nguồn vốn nội bộ cần thiết. Để huy động vốn, Logic phát hành cổ phiếu. Bây giờ, sau khi dự án được công bố, mọi người (không có bất đối xứng thông tin) đều biết dự án trị giá 20 triệu đô la theo giá trị hiện tại. Giá trị công ty lúc này sẽ là 120 triệu đô la (giá trị kỳ vọng hiện tại 100 triệu đô la cộng thêm 20 triệu đô la từ dự án mới). Để huy động 12 triệu đô la cần thiết, Logic phát hành 12 triệu đô la cổ phiếu. Điều này sẽ đại diện cho 10% tổng vốn chủ sở hữu của công ty (120 triệu đô la * 10% = 12 triệu đô la). Trong trường hợp này, các cổ đông hiện hữu giữ lại 90% cổ phiếu, nghĩa là vốn chủ sở hữu của họ bây giờ trị giá 108 triệu đô la (90% * 120 triệu đô la). Trước đây họ sở hữu 100% công ty khi công ty trị giá 100 triệu đô la. Bằng việc phát hành cổ phiếu, các cổ đông hiện hữu có thể đã giảm tỷ lệ sở hữu phần trăm, nhưng giá trị vốn chủ sở hữu của họ đã tăng từ 100 triệu đô la lên 108 triệu đô la. Dự án sẽ được thực hiện.

Do đó, khi không có bất đối xứng thông tin (information asymmetry), dự án vẫn được thực hiện bất kể điều gì. Các nhà quản lý bàng quan giữa việc tài trợ dự án từ nội bộ hay từ bên ngoài. Các cổ đông hiện tại (bao gồm cả các nhà quản lý, nếu họ sở hữu cổ phần) nhận được cùng một mức lợi nhuận.

Bây giờ, hãy làm cho ví dụ của chúng ta phức tạp hơn (và có lẽ thực tế hơn).



Trường hợp 2a: Có sự bất đối xứng thông tin khi các nhà quản lý biết nhiều hơn các nhà đầu tư bên ngoài. Logic vẫn là cùng một công ty và có vốn nội bộ cho dự án. Hai cột bổ sung (dưới "Managers Know") chỉ ra rằng các nhà quản lý có nhiều kiến thức hơn các nhà đầu tư, điều đó có nghĩa là có thông tin bất đối xứng.

Các cổ đông và thị trường vẫn tin rằng công ty sẽ có giá trị 150 triệu đô la với xác suất 50% hoặc giá trị 50 triệu đô la với xác suất 50%. Điều này dẫn đến cùng một giá trị thị trường kỳ vọng là 100 triệu đô la. Tuy nhiên, trong trường hợp này, ban quản lý biết rằng công ty thực sự đáng giá 150 triệu đô la (với xác suất 100%). Do đó, các nhà quản lý biết rằng công ty hiện đang bị định giá thấp.

Logic có 12 triệu đô la quỹ nội bộ và thực hiện dự án bằng cách sử dụng chúng; kết quả trông giống như Trường hợp 1a ở trên. Logic thực hiện dự án, đạt được NPV dương 8 triệu đô la, và các cổ đông hiện tại nhận toàn bộ mức tăng 8 triệu đô la.

Do đó, khi có quỹ nội bộ (Trường hợp 1a và 2a), dự án được tài trợ bất kể có thông tin bất đối xứng hay không.

Trường hợp 2b: Một lần nữa, có thông tin bất đối xứng, nhưng trong trường hợp này Logic không có đủ quỹ nội bộ để thực hiện dự án. Để huy động vốn, Logic sẽ phát hành cổ phiếu. Thị trường định giá công ty ở mức 100 triệu đô la và dự án ở mức 20 triệu đô la. Điều này có nghĩa là giá trị kỳ vọng của công ty sẽ tăng từ 100 triệu đô la lên 120 triệu đô la. Do đó, để huy động 12 triệu đô la vốn cổ phần mới, Logic phải phát hành thêm 10% cổ phiếu. Các cổ đông hiện tại sẽ sở hữu 90% công ty sau khi phát hành cổ phiếu mới.

Bây giờ, trong trường hợp này, các nhà quản lý biết rằng công ty thực tế sẽ đáng giá 170 triệu đô la (150 triệu đô la hiện tại cộng với 20 triệu đô la). Do đó, nếu công ty phát hành 10% cổ phiếu mới, cổ phần của các cổ đông hiện tại sẽ trị giá 153 triệu đô la (90% của 170 triệu đô la), và cổ phần của các cổ đông mới sẽ trị giá 17 triệu đô la (10% của 170 triệu đô la). Nếu công ty không phát hành cổ phiếu mới, các cổ đông hiện tại giữ 100% công ty, trị giá 150 triệu đô la. Vậy, từ góc độ của các cổ đông hiện tại, dự án mới mang lại bao nhiêu giá trị? 3 triệu đô la (153 triệu đô la – 150 triệu đô la).

Do đó, trong 8 triệu đô la NPV từ dự án, các cổ đông cũ chỉ nhận được 3 triệu đô la, trong khi các cổ đông mới nhận được 5 triệu đô la. Điều này xảy ra vì cổ phiếu mới được bán khi thị trường định giá thấp công ty. Điều này cho phép các cổ đông mới chiếm được một phần lợi ích tăng thêm. Trong trường hợp này, dự án cũng được thực hiện.

Tuy nhiên, có thể có một tình huống, mà chúng tôi sẽ mô tả sau, trong đó hơn toàn bộ NPV của dự án thuộc về các cổ đông mới, và các cổ đông cũ thực sự mất giá trị. Trong một thế giới không có bất đối xứng thông tin, điều này không thể xảy ra. Trong một thế giới có bất đối xứng thông tin và giá cổ phiếu bị định giá thấp, ban quản lý có thể, trong một số trường hợp, sẽ không phát hành thêm cổ phiếu nếu họ nghĩ rằng giá cổ phiếu sẽ tăng đáng kể.10

Một điểm mấu chốt trong phân tích này: Việc phát hành cổ phiếu mới của một công ty bị định giá thấp mang lại ít giá trị hơn cho các cổ đông hiện tại so với tài trợ nội bộ. Nếu một công ty được định giá đúng, hoặc không có bất đối xứng thông tin, thì việc công ty sử dụng tài trợ nội bộ hay bên ngoài không quan trọng. Tuy nhiên, nếu công ty bị định giá thấp và có bất đối xứng thông tin, thì các nhà quản lý sẽ ưu tiên tài trợ nội bộ hơn là phát hành cổ phiếu cho các nhà đầu tư bên ngoài. Điều này đúng vì bằng cách tài trợ nội bộ, các cổ đông hiện tại nhận được toàn bộ phần lợi ích tăng thêm thay vì phải chia sẻ.

Vì vậy, chúng ta có thể nói rằng: Khi cổ phiếu bị định giá thấp, các nhà quản lý thích tài trợ nội bộ hơn là phát hành cổ phiếu cho các nhà đầu tư bên ngoài.

Câu hỏi tiếp theo chúng ta sẽ giải quyết là: Khi nào nợ mới được ưa thích hơn vốn chủ sở hữu mới? Hãy tưởng tượng chúng ta đang ở Case 2b ở trên, nơi có bất cân xứng thông tin và không đủ nguồn vốn nội bộ. Logic cần tài trợ bên ngoài, và giả sử lần này công ty phát hành nợ mới thay vì vốn chủ sở hữu. Giả sử lãi suất Logic phải trả cho khoản nợ này bằng tỷ lệ chiết khấu 10% của chúng ta (một lần nữa đây là lãi suất nợ phi rủi ro vì lợi nhuận của dự án được đảm bảo). Do đó, Logic phát hành 12 triệu đô la nợ mới và phải trả lại 13,2 triệu đô la (12 triệu đô la + 10% lãi suất). NPV của dự án vẫn là 8 triệu đô la,

10Bất cân xứng thông tin cho phép khả năng giá cổ phiếu bị định giá thấp hoặc định giá cao. Nếu ban quản lý biết cổ phiếu đang bị định giá thấp, họ sẽ ngần ngại phát hành ngay cả khi đó là các dự án có NPV dương. Nếu ban quản lý biết cổ phiếu được định giá cao, họ sẽ phát hành bất kể có dự án mới cần tài trợ hay không.

đây là giá trị tương lai của dự án ($22 million) trừ đi khoản hoàn trả tương lai của khoản nợ ($13.2 million) được chiết khấu theo chi phí vốn 10% (tức là ($22 – $13.2)/1.1 = $8.8/1.1 = $8.0).

Trong trường hợp này, khi công ty phát hành nợ để tài trợ cho dự án, các cổ đông hiện hữu sẽ nhận được bao nhiêu? $158 million. Tại sao? Các cổ đông nhận được toàn bộ giá trị hiện tại của công ty là $150 million cộng với NPV $8 million của dự án. Vì vậy, bằng cách phát hành nợ thay vì bán cổ phiếu với giá $12 million, các cổ đông cũ có thể giữ toàn bộ khoản lợi $8 million từ dự án. Điều này có nghĩa là các công ty có cổ phiếu bị định giá thấp và không đủ nguồn vốn nội bộ sẽ ưu tiên phát hành nợ hơn là phát hành cổ phiếu cho các dự án có NPV dương.

Vì vậy, chúng ta có thể phát biểu như sau: Khi vốn chủ sở hữu bị định giá thấp, các nhà quản lý ưu tiên tài trợ bằng nợ hơn là phát hành vốn chủ sở hữu cho các nhà đầu tư bên ngoài.

Lưu ý rằng nếu các nhà quản lý tin rằng cổ phiếu của họ bị định giá thấp, ngay cả khi thực tế không phải vậy, hành vi của họ vẫn giống nhau. Họ sẽ ưu tiên vốn nội bộ và/hoặc tài trợ bằng nợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu.

Bây giờ, hãy thêm một điểm tinh tế hơn ở đây, một điểm mà bạn phải đọc sách giáo khoa một cách cẩn thận để tìm ra. Khoản nợ mà chúng ta phát hành trong các ví dụ trước đó là nợ "an toàn". Cụ thể, lợi nhuận cho các chủ nợ được đảm bảo. Công ty thực sự không quan tâm đến việc sử dụng vốn nội bộ hay nợ an toàn để tài trợ cho dự án. Tuy nhiên, nếu khoản nợ có rủi ro theo một cách nào đó (tức là không được đảm bảo và do đó xếp hạng thấp hơn), các ví dụ của chúng ta sẽ không hoạt động theo cùng một cách. Với nợ an toàn, giá trị của khoản nợ độc lập với giá trị của công ty, và thông tin bất cân xứng không quan trọng. Các nhà quản lý và thị trường định giá khoản nợ "an toàn" này như nhau—nó không bao giờ bị định giá thấp. Nếu khoản nợ có rủi ro và công ty bị định giá thấp, các chủ nợ sẽ nhận được một phần lợi ích khi giá trị thực của công ty được biết (mặc dù thường ít hơn so với các cổ đông mới).

Hãy giải thích vấn đề nợ an toàn so với nợ rủi ro bằng ví dụ Case 2b của chúng ta. Giả sử Logic có giá trị kỳ vọng là $100 million nhưng ban quản lý biết rằng nó thực sự đáng giá $150 million (tức là có thông tin bất cân xứng và công ty bị thị trường định giá thấp). Cũng giả sử công ty dự định vay $12 million để tài trợ cho dự án mới. Bây giờ, nếu thị trường biết công ty thực sự đáng giá $150 million, khoản nợ sẽ được xếp hạng cao hơn so với khi thị trường nghĩ công ty chỉ đáng giá $100 million. Do sự không chắc chắn về giá trị công ty này, lãi suất của khoản nợ cao hơn lãi suất phi rủi ro 10%. Giả sử công ty phải trả lãi suất 12%. Điều này có nghĩa là công ty phải trả 12% (hoặc $1.44 million) tiền lãi cho trái chủ, mặc dù rủi ro thực sự của nó chỉ là 10%. Do đó, các trái chủ nhận thêm 2% hoặc $240,000 vì thông tin bất cân xứng.

Việc giới thiệu nợ rủi ro có ý nghĩa gì đối với quyết định tài trợ của chúng ta? Với nợ rủi ro, thị trường tính lãi suất cao hơn. Do đó, nguồn tài trợ đầu tiên của công ty là tiền mặt nội bộ, vì nó có chi phí thấp nhất. Ngoài ra, công ty sẽ tài trợ bằng nợ an toàn. Tiếp theo là nợ rủi ro. Sau đó, tại một thời điểm nào đó, nợ rủi ro trở nên quá đắt (hoặc trên thực tế đơn giản là không có sẵn), và công ty chuyển sang vốn chủ sở hữu. Do đó, chúng ta nên cập nhật trật tự ưu tiên huy động vốn (pecking order) của mình thành: nội bộ = nợ an toàn > nợ rủi ro > vốn chủ sở hữu.

Các ví dụ trên đều cho thấy thông tin bất cân xứng (asymmetric information) có thể ảnh hưởng đến việc tài trợ mà công ty lựa chọn khi có dự án NPV dương (positive-NPV). Mở rộng ví dụ của chúng ta hơn nữa, có những trường hợp thông tin bất cân xứng có thể khiến công ty Logic từ chối một khoản đầu tư có NPV dương.

Hãy xem xét lại Trường hợp 2b với chi phí đầu tư cao hơn cho dự án mới. Giả sử chi phí của khoản đầu tư mới tăng lên 18 triệu đô la (thay vì 12 triệu đô la như trên). Cũng giả sử giá trị hiện tại của dự án vẫn chắc chắn là 20 triệu đô la (22 triệu đô la trong một năm được chiết khấu về hiện tại với lãi suất 10%). Dự án vẫn có NPV dương, nhưng giảm từ 8 triệu đô la xuống còn 2 triệu đô la.

Nếu Logic có đủ tiền nội bộ, công ty đầu tư 18 triệu đô la và chắc chắn nhận được 20 triệu đô la, và các cổ đông hiện tại bỏ túi khoản tăng giá trị 2 triệu đô la. Tuy nhiên, nếu công ty phải huy động 18 triệu đô la bằng cách phát hành vốn chủ sở hữu mới, công ty sẽ phải phát hành 18 triệu đô la, tức 15% tổng vốn chủ sở hữu của công ty (18 triệu đô la chia cho giá trị kỳ vọng của công ty là 120 triệu đô la). Điều này khiến các cổ đông cũ chỉ còn sở hữu 85% công ty.

Bây giờ, các nhà quản lý biết giá trị thực của công ty với dự án là 170 triệu đô la (150 triệu đô la + 20 triệu đô la). Nếu không thực hiện dự án mới và không phát hành vốn chủ sở hữu mới, các nhà quản lý biết rằng các cổ đông cũ sẽ sở hữu 100% của 150 triệu đô la, so với việc sở hữu 85% của 170 triệu đô la, chỉ đáng giá 144,5 triệu đô la. Do đó, trong ví dụ này, thông tin bất cân xứng dẫn đến việc các cổ đông cũ tốt hơn nếu không thực hiện một khoản đầu tư có NPV dương.

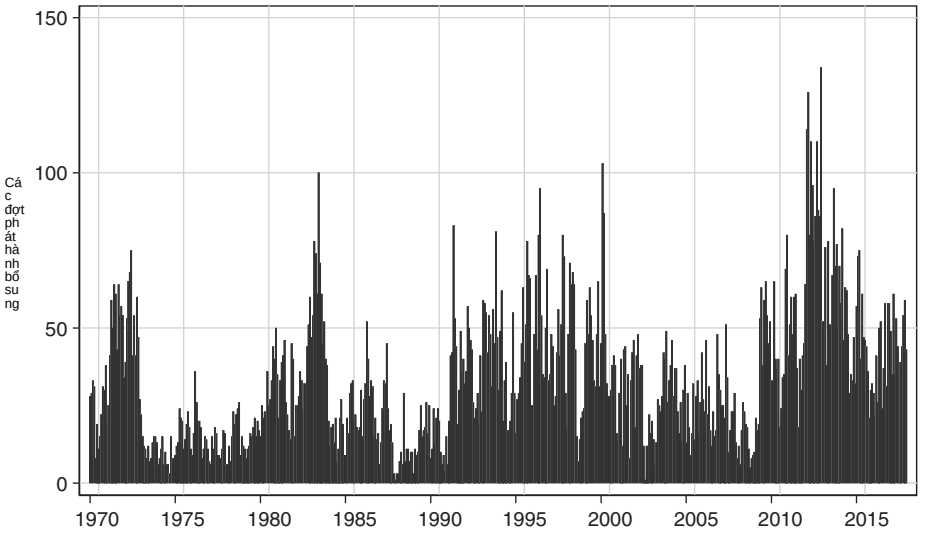
Lý thuyết trong phần này về cách thông tin bất cân xứng ảnh hưởng đến đầu tư là rất vững chắc và có ý nghĩa trực quan. Việc chọn nguồn vốn nội bộ, thay vì nợ hoặc vốn chủ sở hữu, xảy ra khi có thông tin bất cân xứng và các dự án có NPV dương. Việc từ bỏ một dự án là có thể về mặt lý thuyết khi định giá thấp đáng kể và lượng NPV dương nhỏ. Tuy nhiên, chúng ta không biết điều này xảy ra thường xuyên như thế nào trong thực tế. Điều này là do chúng ta không biết các công ty thực sự từ bỏ các dự án có NPV dương vì thông tin bất cân xứng thường xuyên như thế nào — rất khó để nghiên cứu các sự kiện không xảy ra.

Thông tin bất đối xứng và thời điểm phát hành cổ phiếu

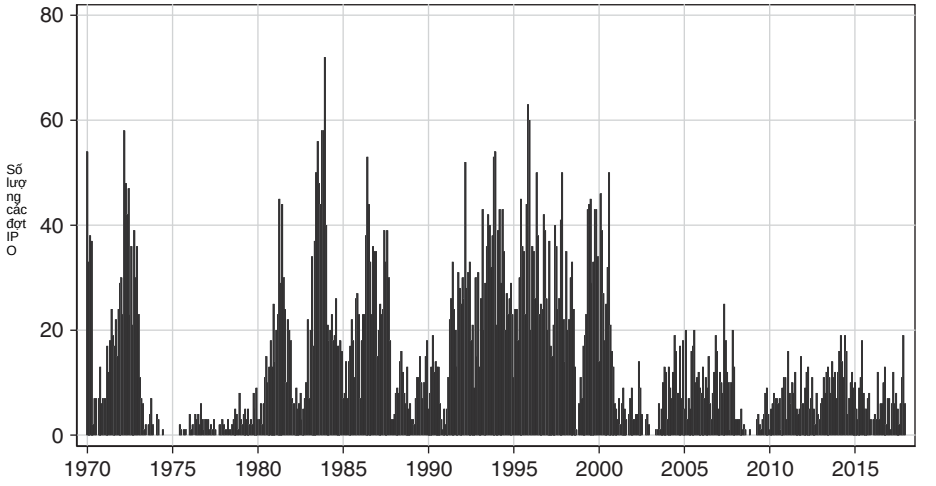
Việc phát hành cổ phiếu không diễn ra đều đặn theo thời gian. Khi chúng ta biểu diễn sự xuất hiện của các đợt phát hành cổ phiếu bổ sung (seasoned equity issues – SEOs) trong Hình 12.2 và các đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (initial public offerings – IPOs) trong Hình 12.3, chúng có vẻ tập trung thành từng cụm. Trên thực tế, Phố Wall thường nói về thị trường phát hành "nóng" và "nguội". Tuy nhiên, mặc dù chưa có lý thuyết tốt nào giải thích vì sao SEO hoặc IPO lại tập trung thành cụm, nhưng có một số lời giải thích được đưa ra. Một là các công ty có xu hướng phát hành nhiều cổ phiếu hơn trong thời kỳ bùng nổ thị trường (và ít hơn trong thời kỳ suy thoái) vì NPV (giá trị hiện tại ròng) của các cơ hội đầu tư của họ cao hơn, khiến họ sẵn sàng chịu chi phí phát hành cổ phiếu hơn. Điều này có vẻ hợp lý, nhưng lý thuyết này không được định nghĩa rõ ràng, và các cụm phát hành không phải lúc nào cũng trùng với điều kiện kinh tế thuận lợi.

Một lời giải thích khác là các công ty phát hành cổ phiếu khi chi phí thực hiện điều đó thấp hơn. Nói cách khác, có thể có thời điểm "tốt" và "xấu" để phát hành cổ phiếu. Một lời giải thích được đưa ra cho điều này là mức độ bất đối xứng thông tin (information asymmetry). Khi bất đối xứng thông tin thấp (cao), chi phí phát hành sẽ thấp hơn (cao hơn) vì mức chiết khấu của thị trường đối với giá cổ phiếu của công ty ít hơn (nhiều hơn). Lời giải thích này đòi hỏi các mức độ bất đối xứng thông tin khác nhau mà không có bằng chứng thực nghiệm. Ý tưởng này giống một giả thuyết hơn là một lý thuyết.

Một lời giải thích khác cho việc các đợt phát hành cổ phiếu tập trung thành cụm là do chúng là kết quả của bong bóng thị trường chứng khoán. Ví dụ, trong bong bóng dot-com giai đoạn 1997–2000, cổ phiếu được định giá ở mức bội số cao một cách phi thực tế, điều này đã khuyến khích mạnh mẽ các công ty phát hành cổ phiếu. Lời giải thích này có nghĩa là thị trường chứng khoán đôi khi kém hiệu quả.



HÌNH 12.2
Các đợt phát hành cổ phiếu bổ sung (SEOs), 1970–2017
Nguồn: SDC Platinum



HÌNH 12.3
Các đợt phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPOs), 1985–2017
Nguồn: SDC Platinum

Vì vậy, mặc dù chúng ta có một số lời giải thích, nhưng chúng ta không có lý thuyết tốt nào. Chúng ta biết qua quan sát rằng các đợt phát hành cổ phiếu tập trung thành cụm. Thật không may, hiện tại chúng ta không thể giải thích điều đó dựa trên các vấn đề vĩ mô, các vấn đề thị trường chứng khoán hoặc các vấn đề quy định. (Các vụ sáp nhập cũng tập trung thành cụm trên thị trường chứng khoán và được gọi là làn sóng, nhưng cũng không có lý thuyết nào giải thích tại sao.)

Tóm lại, các lý thuyết về lá chắn thuế (tax shields) và chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress) là vững chắc và được hỗ trợ tốt về mặt thực nghiệm. Lý thuyết về bất cân xứng thông tin (information asymmetry) có vẻ trực quan

hợp lý và có tác dụng đối với cổ tức, phát hành cổ phiếu và mua lại cổ phiếu. Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) cũng hợp lý dựa trên bất cân xứng thông tin và phù hợp với dữ liệu thực nghiệm. Tuy nhiên, liên quan đến thời điểm phát hành cổ phiếu (equity issues), các giải thích không thuyết phục lắm, và không có sự hỗ trợ thực nghiệm.

CHI PHÍ ĐẠI DIỆN (AGENCY COSTS): HÀNH VI CỦA NHÀ QUẢN LÝ VÀ CẤU TRÚC VỐN

M&M (1958) giả định rằng chính sách đầu tư của một công ty không thay đổi theo cấu trúc vốn. Điều này là do M&M (1958) giả định không có chi phí đại diện (agency costs) cho việc tài trợ. Tuy nhiên, nếu chúng ta nới lỏng giả định này, động cơ của các nhà quản lý công ty và do đó hành vi của họ có thể thay đổi theo cấu trúc vốn của công ty.

Một tình huống đại diện (agency situation) xảy ra khi một người ủy quyền (principal) (cổ đông) có một người đại diện (agent) (nhà quản lý)
làm việc thay mặt họ. Một vấn đề xảy ra khi các nhà quản lý không hành động vì lợi ích của các cổ đông
mà thay vào đó hành động vì lợi ích riêng của họ, gây bất lợi cho các cổ đông.
Do đó, các nhà quản lý tối đa hóa phúc lợi của họ thay vì tối đa hóa giá cổ phiếu.
Ví dụ về điều này có thể bao gồm lười biếng (các nhà quản lý không làm việc đủ chăm chỉ), xây dựng đế chế (mở rộng các bộ phận không sinh lời), đặc quyền (ví dụ: máy bay riêng, bộ sưu tập nghệ thuật, các tòa nhà công ty sang trọng), và tránh rủi ro không cần thiết (không đầu tư vào các dự án có NPV dương nhưng rủi ro), vân vân.11

Làm thế nào để chúng ta giảm thiểu chi phí đại diện (agency costs)? Cách điển hình mà các công ty đã cố gắng để giảm thiểu các vấn đề đại diện (agency problems) là cố gắng liên kết tài sản của các nhà quản lý với tài sản của công ty. Điều này được thể hiện trong các chính sách đãi ngộ không trả cho ban quản lý cấp cao một mức lương cố định mà thay vào đó có một phần thù lao của ban quản lý gắn liền với hiệu quả hoạt động.

Một cách để gắn thù lao của ban quản lý với hiệu quả hoạt động của công ty là trao cho các nhà quản lý cổ phiếu hoặc quyền chọn cổ phiếu (stock options). Nếu công ty làm tốt hơn, thì các nhà quản lý cũng tốt hơn, và động cơ của họ phù hợp với các cổ đông.

Cách thứ hai là giám sát hành động của ban quản lý. Điều này được thực hiện với các giám đốc độc lập (chứ không chỉ là các nhà quản lý nội bộ) trong Hội đồng quản trị. Một công ty cũng có thể có các cổ đông lớn (block-holders), quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ, v.v., những tổ chức này có thể đóng vai trò tích cực hơn trong hội đồng so với các cổ đông nhỏ. Cũng có một thị trường để kiểm soát doanh nghiệp (corporate control), đó là các vụ thâu tóm (takeovers), mà chúng ta sẽ thảo luận sau trong cuốn sách. (Một phần của thị trường kiểm soát doanh nghiệp bao gồm các vụ thâu tóm bởi các quỹ cổ phần tư nhân (private equity funds). Trong những tình huống này, các quỹ sở hữu toàn bộ cổ phiếu và đóng vai trò tích cực hơn trong việc giữ ban quản lý chịu trách nhiệm.)

Cách tiếp cận thứ ba, có thể nói, là tác động của đòn bẩy lên hành động của ban quản lý. Bằng cách tăng đòn bẩy của công ty, các nhà quản lý buộc phải chi trả nhiều dòng tiền hơn cho

11Ở phần đầu chương và cuốn sách này, chúng tôi đã giải thích rằng những xung đột giữa trái chủ và cổ đông phải được xem xét khi xác định cơ cấu vốn. Cũng có những xung đột giữa cổ đông và ban quản lý. Những loại xung đột này, do mối quan hệ đại diện, được gọi là vấn đề đại diện. Vấn đề người ủy quyền - người đại diện (principal-agent problem, hay vấn đề đại diện) không phải là một khái niệm duy nhất của tài chính doanh nghiệp mà là một khái niệm hữu ích để xem xét mối quan hệ giữa nhà quản lý và cổ đông.

các chủ nợ. Vì các khoản thanh toán lãi cho chủ nợ là bắt buộc, dưới nguy cơ phá sản, các nhà quản lý có ít nguồn vốn hơn để lãng phí.12

Một ví dụ kinh điển, được nghiên cứu kỹ lưỡng về chi phí đại diện đã xảy ra vào những năm 1980 với các công ty dầu khí. Gulf Oil đã chi khoảng 2 tỷ đô la mỗi năm cho việc thăm dò dầu mới. Mặc dù công ty đã tìm thấy dầu mới—khoảng 2 tỷ đô la giá trị dầu mới mỗi năm—vấn đề là trung bình phải mất bảy năm để đưa dầu mới ra thị trường. Giờ đây, chi 2 tỷ đô la hôm nay để nhận lại 2 tỷ đô la trong bảy năm là một khoản đầu tư có NPV âm, vậy mà Gulf Oil cứ lặp đi lặp lại điều này. T. Boone Pickens, một tay thâu tóm doanh nghiệp nổi tiếng thời bấy giờ, đã nhận ra điều này và cố gắng tiếp quản một loạt công ty dầu khí với ý định chấm dứt hoạt động thăm dò có NPV âm của họ. Kết quả là ban quản lý của nhiều công ty dầu khí đã ngừng thực hiện các khoản đầu tư NPV âm này. (Chúng tôi sẽ đi sâu hơn về khái niệm thị trường thâu tóm hạn chế quyền quyết định của ban quản lý này ở phần sau của cuốn sách, khi chúng tôi thảo luận về sáp nhập và mua lại.)

Vậy, nếu một công ty có dòng tiền tự do (free cash flow), việc tăng đòn bẩy có làm giảm chi phí đại diện (agency costs) không? Các khoản thanh toán nợ làm giảm khả năng của các nhà quản lý trong việc tiêu phí tiền vào các dự án sở thích và xây dựng đế chế. Do đó, nợ có thể làm sắc bén sự tập trung của các nhà quản lý bằng cách buộc họ phải trả cho chủ nợ thay vì phung phí dòng tiền vào nơi khác. Việc trả cổ tức cũng sử dụng hết dòng tiền tự do. Tuy nhiên, cam kết trả cổ tức không thể thực thi.

Đây là lập luận cho việc sử dụng nợ (tăng đòn bẩy) để giảm vấn đề người ủy quyền - người đại diện giữa các nhà quản lý và cổ đông. Đây là một lý thuyết hay; nó hợp lý. Ý tưởng sử dụng nợ để giảm thiểu vấn đề người ủy quyền - người đại diện trong các công ty đại chúng có được chứng minh bằng thực nghiệm không? Chưa hẳn. Chúng ta biết nó hoạt động trong một số trường hợp (chúng ta có bằng chứng giai thoại về những trường hợp nó hoạt động), nhưng chúng ta không chắc liệu nó có hoạt động trong mọi lúc hay không.

Vấn đề Người ủy quyền - Người đại diện (principal-agent problem) thứ hai: Những nhà quản lý lười biếng và "cuộc sống an nhàn"

Vấn đề người ủy quyền - người đại diện (principal-agent problem) thứ hai là làm sao để giữ cho các nhà quản lý không trở nên tự mãn.
Các công ty có dòng tiền dư thừa (excess cash flow) có thể thấy hiệu quả suy giảm, tiền lương và thù lao tăng cao hơn mức thị trường, các bộ phận kinh doanh thua lỗ được trợ cấp bởi các bộ phận có lợi nhuận, v.v.
Việc tăng đòn bẩy tài chính (leverage) gây áp lực lên ban quản lý. Ví dụ, Owens Corning Fiberglass, công ty phát minh ra sợi thủy tinh, có một phân khúc thị trường tốt. Dù không phải là độc quyền, công ty này có thị phần lớn và dòng tiền dương ổn định.
Đã có thời điểm, công ty phát hành nhiều bản tin nội bộ (tất cả đều có biên tập viên, nhiếp ảnh gia, nhân viên được trả lương, v.v.). Nếu tìm thấy một tập đoàn có nhiều bản tin nội bộ, bạn có thể đã tìm ra một tập đoàn đang có sự lãng phí không nhỏ.
Bằng cách tăng nợ và buộc ban quản lý phải thực hiện các khoản thanh toán nợ cố định hàng năm, hy vọng là các nhà quản lý sẽ buộc phải hoạt động hiệu quả hơn. Các chủ nợ cũng có thể tự mình thực hiện một số giám sát. Chúng ta hãy xem xét ý tưởng này chi tiết hơn.

12Xem Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," American Economic Review 76, số 2 (1986): 323–329. Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association (tháng 5).

Có một tài liệu học thuật lớn về mua lại đòn bẩy (leveraged buyouts - LBO) nghiên cứu các vấn đề đại diện và đòn bẩy. Điều chúng ta biết từ tài liệu này là cấu trúc LBO với nợ cao có xu hướng giải quyết nhiều vấn đề đại diện và dường như có giá trị trong việc làm cho doanh nghiệp hiệu quả hơn. Ví dụ, trong một nghiên cứu về 76 vụ LBO và mua lại bởi ban quản lý (management buyouts), Steve Kaplan phát hiện rằng nợ tăng từ 19% lên 88% (một sự gia tăng khổng lồ). Đồng thời, thu nhập hoạt động trên tổng tài sản tăng, thu nhập hoạt động trên doanh thu tăng, và dòng tiền ròng tăng.13 Nói cách khác, các doanh nghiệp trở nên hiệu quả hơn trong hoạt động sau khi tăng nợ. Tại sao các doanh nghiệp lại hiệu quả hơn sau khi tăng đòn bẩy? Vì họ phải làm vậy (để theo kịp các khoản trả nợ lớn); nếu không, doanh nghiệp sẽ buộc phải phá sản. Kaplan phát hiện rằng LBO dường như tăng hiệu quả nhờ các động cơ khuyến khích quản lý tăng lên và nhờ có sự giám sát tốt hơn từ các chủ nợ.

Các công ty đầu tư tư nhân (private equity) có thể có tác động tương tự như các thương vụ mua lại bằng đòn bẩy (LBO). Có nhiều nợ hơn, nhưng cũng chỉ có một cổ đông duy nhất (công ty đầu tư tư nhân), giám sát quản lý tốt hơn và hiệu quả tốt hơn.

Tóm lại, các thương vụ mua lại bằng đòn bẩy (LBO) dường như làm tăng hiệu quả, rất có thể nhờ vào các động cơ khuyến khích quản lý được cải thiện và sự giám sát tốt hơn của các chủ nợ. Lý thuyết đằng sau ý tưởng này khá vững chắc. Liệu lý thuyết rằng LBO làm tăng hiệu quả có được chứng minh không? Có.

ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH VÀ XUNG ĐỘT ĐẠI DIỆN GIỮA CỔ ĐÔNG VÀ TRÁI CHỦ

Trong khi nợ có thể làm giảm xung đột đại diện giữa cổ đông và nhà quản lý, vẫn còn xung đột giữa cổ đông/nhà quản lý và trái chủ. Tại sao? Cũng giống như ban quản lý có thể có động cơ chuyển dịch tài sản từ cổ đông sang chính họ, các cổ đông/nhà quản lý có thể có động cơ chuyển dịch tài sản từ trái chủ sang chính họ.

Hành vi này có thể diễn ra dưới nhiều hình thức, bao gồm làm tăng rủi ro của công ty sau khi vay nợ, trì hoãn thanh lý trong trường hợp phá sản, hoặc vơ vét tài sản công ty trước khi phá sản. Ví dụ, ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert đã trả 350 triệu đô la tiền thưởng cho nhân viên trong ba tuần trước khi nộp đơn phá sản (ngày 13 tháng 2 năm 1990). Tương tự, Merrill Lynch đã trả hàng triệu đô la tiền thưởng trong vài tháng cuối trước khi Bank of America tiếp quản (vào tháng 1 năm 2009).

Tuy nhiên, hành vi này không phải là không bị kiểm soát. Các chủ nợ dự đoán trước những vấn đề này và yêu cầu các điều khoản hạn chế (covenants) và/hoặc lãi suất cao hơn để bảo vệ. Nợ rủi ro đòi hỏi lãi suất cao hơn. Các điều khoản hạn chế cũng làm giảm các xung đột này bằng cách ngăn chặn một số hành vi chuyển dịch tài sản, mặc dù một số điều khoản có vẻ hoạt động hiệu quả hơn những điều khoản khác. Lý thuyết về tất cả những điều này rất rõ ràng và bằng chứng thực nghiệm ủng hộ điều đó.

Bây giờ chúng ta hãy tóm tắt chương này và rút ra những hàm ý của nó bằng cách cung cấp cho bạn một loạt các bài học chính (takeaways).

13Steven Kaplan, "Ảnh hưởng của các thương vụ mua lại bởi ban quản lý đến hiệu quả hoạt động và giá trị," Journal of Financial Economics 24, số 2 (tháng 10 năm 1989): 217–254.

Bài học chính 1: Có sự đánh đổi giữa lợi thế thuế và rủi ro tài chính gia tăng từ nợ

Lý thuyết M&M (1963) cung cấp nền tảng lý thuyết cho lợi thế thuế doanh nghiệp của nợ. Lý thuyết sau đó về chi phí khó khăn tài chính đưa ra lập luận về việc tại sao đòn bẩy nên bị giới hạn. Cùng với nhau, lý thuyết cấu trúc vốn ủng hộ mạnh mẽ sự đánh đổi giữa việc tăng nợ vì lý do thuế và giảm nợ do chi phí khó khăn tài chính.

Hàm ý của sự đánh đổi này là sẽ có những ảnh hưởng từ ngành. Các công ty trong ngành có dòng tiền ổn định nên có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn các công ty trong ngành có dòng tiền biến động. Dự đoán này được hỗ trợ mạnh mẽ bởi bằng chứng.

Bài học rút ra 2: Các chính sách tài chính có nội dung thông tin đối với thị trường

Dòng tiền vào hoặc ra khỏi doanh nghiệp truyền tải thông tin về doanh nghiệp. Thị trường tin rằng các công ty "tốt" sẽ ưu tiên sử dụng tiền mặt nội bộ và sẽ phát hành nợ nếu không có đủ tiền mặt nội bộ. Các công ty "xấu" — những công ty không có tiền mặt nội bộ — sẽ phát hành cổ phiếu. Điều này giải thích tại sao thị trường phản ứng tiêu cực với các đợt phát hành cổ phiếu. Tổng quát hơn, các chính sách tài chính của doanh nghiệp truyền tải thông tin, và giá cổ phiếu phản ứng với những thay đổi trong các chính sách tài chính đó. Do đó, nếu một doanh nghiệp thay đổi chính sách cổ tức, chính sách phát hành cổ phiếu hoặc chính sách mua lại cổ phiếu, điều đó không phải là ngẫu nhiên. Hợp lý là các nhà quản lý sẽ ngần ngại thực hiện các chính sách làm giảm giá cổ phiếu của doanh nghiệp mình. Không chỉ lý thuyết rõ ràng và trực quan, bằng chứng thực nghiệm cũng ủng hộ điều đó.

Trong một nghiên cứu khảo sát 360 công ty trong giai đoạn 10 năm (1972–1982), chỉ có 80 đợt phát hành cổ phiếu (tương đương khoảng 2% số công ty phát hành cổ phiếu trong bất kỳ năm nào).14 Vì vậy, các công ty không thường xuyên phát hành cổ phiếu ra công chúng. Điều này gợi ý điều gì? Thứ nhất, các công ty tìm kiếm nguồn tài trợ nội bộ. Thứ hai, họ ưu tiên đi vay. Cuối cùng, họ phát hành cổ phiếu nếu không thể tài trợ đầy đủ bằng hai lựa chọn đầu tiên. Ba sự ưu tiên này về cơ bản là giả thuyết trật tự phân hạng (pecking order hypothesis).

Bằng chứng thực nghiệm phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng này. Khi chào bán các chứng khoán rủi ro, điều đó báo hiệu cho các nhà đầu tư rằng các nhà quản lý của công ty tin rằng cổ phiếu của công ty đang bị định giá cao. Kết quả thực nghiệm là khi công ty phát hành cổ phiếu, giá cổ phiếu của công ty giảm trung bình 3%, tương đương khoảng 30% số tiền thu được từ đợt phát hành. Nếu công ty phát hành nợ chuyển đổi (convertible debt), mức giảm trung bình là 2% và khoảng 9% số tiền thu được từ đợt phát hành.15 Khi công ty phát hành nợ, giá cổ phiếu của công ty trung bình không thay đổi. Khi một công ty thực hiện mua lại cổ phiếu (stock repurchase), phản ứng của thị trường trung bình là mức sinh lời dương 4%. Tóm lại, các nghiên cứu thực nghiệm ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng. Nghiên cứu ban đầu về điều này — trong bài báo của Asquith Mullins (1986) được trích dẫn trước đó — đã được thực hiện 30 năm trước bằng dữ liệu từ năm 1962 đến 1983. Hơn nữa, một trong các tác giả của cuốn sách này đã thực hiện một bản cập nhật gần đây chưa được công bố.

14Xem W. Mikkleson và M. Partch, "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process," Journal of Financial Economics 15 (tháng 1/2 năm 1986): 31–60.
15Cho những độc giả tinh ý, trung bình một đợt phát hành cổ phiếu (equity issue) chiếm khoảng 10% lượng cổ phiếu đang lưu hành, vì vậy mức giảm 3% tương đương 30% quy mô đợt phát hành. Ngược lại, trung bình một đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi (convertible debt issue) chiếm khoảng 22% lượng đang lưu hành, nên mức giảm 2% là 9% quy mô đợt phát hành.

nghiên cứu giai đoạn từ 1962 đến 2010 và thấy rằng kết quả vẫn đúng. Khi một công ty phát hành cổ phiếu (equity), giá cổ phiếu của hãng giảm. Khi một công ty mua lại cổ phiếu của chính mình, giá cổ phiếu tăng. Khi một công ty tăng cổ tức, giá cổ phiếu tăng, và khi công ty cắt giảm cổ tức, giá cổ phiếu giảm. Sau 30 năm, tất cả các kết quả vẫn còn nguyên giá trị.

Điểm rút ra thứ 3: Giá trị của một dự án có thể phụ thuộc vào cách tài trợ

Điểm rút ra thứ ba của chúng ta là giá trị của một dự án có thể phụ thuộc vào cách tài trợ của nó. Với thông tin bất cân xứng (asymmetric information), cùng một dự án sẽ đáng giá hơn khi dùng nguồn vốn nội bộ (internal funds) so với vốn bên ngoài (external funds) nếu cổ phiếu của công ty hiện đang bị định giá thấp (undervalued). Điều này xảy ra vì các cổ đông cũ sẽ chia sẻ một phần lợi nhuận tăng thêm với các cổ đông mới khi cổ phiếu của công ty bị định giá thấp.

Hệ quả của điều này là các công ty sẽ từ bỏ một số dự án có NPV dương (positive-NPV) nếu chúng không thể được tài trợ bằng nguồn nội bộ hoặc bằng nợ tương đối an toàn (tức là nếu chúng buộc phải tài trợ bằng nợ rủi ro hoặc vốn cổ phần). Chúng ta không có dữ liệu về mức độ thường xuyên của hiện tượng này trong thực tế, nhưng điều đó có thể được chứng minh rõ ràng áp dụng cho một số trạng thái nhất định của nền kinh tế. Đây là lý do vì sao các công ty có ít tiền mặt và nhiều nợ có thể dễ bị thiếu đầu tư (underinvest), và giờ chúng ta có cơ sở hợp lý giải thích vì sao một số công ty tích trữ tiền mặt—hay duy trì "khoảng đệm tài chính" (financial slack).

Bây giờ, đến lúc này, bạn có thể nói: "Khoan đã. Lập luận này nói rằng tôi nên phát hành nợ (debt) thay vì vốn cổ phần (equity). Nhưng còn chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress) thì sao, chẳng phải chúng khiến nợ trở nên rắc rối sao?" Câu hỏi hay. Với chi phí kiệt quệ tài chính, giá trị công ty giảm khi phát hành nợ. Vì vậy, chúng ta có hai hiệu ứng đối nghịch nhau.

Điểm rút ra thứ 4: Lý thuyết trật tự phân hạng (Pecking Order Theory) về cấu trúc vốn

Điểm rút ra thứ tư của chúng ta là các lựa chọn tài chính có thể bị chi phối bởi mong muốn giảm thiểu tổn thất giá trị do thông tin bất cân xứng, dẫn đến một trật tự phân hạng (pecking order). Khi tài trợ cho dự án, công ty sẽ ưu tiên dùng lợi nhuận giữ lại (retained earnings), sau đó vay nợ, và chỉ phát hành cổ phiếu như lựa chọn cuối cùng. Ngoài ra, các công ty có mức độ bất cân xứng thông tin lớn hơn sẽ có xu hướng ngại phát hành cổ phiếu hơn và sẽ cố gắng bảo toàn khả năng vay nợ của mình.

Nghĩa là, lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) cũng ngụ ý rằng các công ty có lợi nhuận cao sẽ giảm tỷ lệ đòn bẩy (leverage ratio) để tạo ra "khoảng đệm tài chính" (financial slack). Ý tưởng là tránh phát hành cổ phiếu trong tương lai trong trường hợp nhu cầu tài trợ bất ngờ phát sinh. Các công ty có dòng tiền cao hay thấp khác nhau về khả năng thực hiện điều này:

Các công ty có dòng tiền cao
==> Không cần huy động nợ

==> Thực tế, có thể trả bớt một phần nợ

==> Tỷ lệ đòn bẩy giảm

Các công ty có dòng tiền thấp
==> Cần huy động nợ

==> Ngại huy động vốn cổ phần

==> Tỷ lệ đòn bẩy tăng

Một công ty có dòng tiền cao và ổn định không có lý do tài chính nào để huy động nợ vì họ có thể tài trợ các dự án nội bộ. Thực tế, các công ty này có thể có đủ tiền mặt dư thừa để trả nợ và giảm tỷ lệ đòn bẩy. Ngược lại, một công ty có dòng tiền thấp (và có lẽ không ổn định) sẽ phải huy động nợ (vì theo trật tự phân hạng, họ ngại phát hành cổ phiếu) để tài trợ cho các dự án và tăng tỷ lệ đòn bẩy. Hơn nữa, về mặt thực nghiệm, có sự khác biệt không chỉ giữa các ngành (các công ty dược phẩm trung bình có ít nợ hơn các công ty tiện ích) mà còn trong cùng một ngành (các công ty có lợi nhuận cao nhất trong ngành nên có tỷ lệ nợ thấp hơn các công ty kém lợi nhuận nhất).

Điều này dường như vi phạm lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) (đã đề cập trong Chương 6 và điểm rút ra số 1). Lý thuyết đánh đổi cho rằng các công ty có dòng tiền ổn định nên có mức nợ cao và tận dụng lợi ích từ tấm chắn thuế lãi vay. Các công ty có dòng tiền rủi ro nên có rất ít nợ vì chi phí kiệt quệ tài chính.

Nghiên cứu thực nghiệm bổ sung cho thấy, trong một ngành nhất định, các công ty có dòng tiền ổn định và nhiều tiền mặt không có nhiều nợ—thay vào đó họ có ít nợ hơn các công ty trong cùng ngành có dòng tiền biến động và có nợ. Nói cách khác, trong một ngành nhất định, các công ty có dòng tiền ổn định nhất có ít nợ hơn các công ty có dòng tiền kém ổn định nhất.16

Điểm rút ra 5: Các đợt phát hành cổ phiếu không diễn ra đồng đều theo thời gian

Điểm rút ra thứ năm của chúng ta là các đợt phát hành cổ phiếu không diễn ra đồng đều theo thời gian—có thị trường “nóng” và “lạnh” cho IPO (phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng) và SEO (phát hành cổ phiếu bổ sung). Tại sao? Có thể do sự khác biệt trong môi trường thông tin bất đối xứng và/hoặc sự khác biệt về hiệu quả thị trường. Chúng ta có bằng chứng thực nghiệm rằng các đợt phát hành cổ phiếu diễn ra theo từng đợt sóng, nhưng các lý thuyết giải thích tại sao điều này xảy ra còn yếu. Theo ngôn ngữ của Phố Wall, chúng ta dễ dàng kể “câu chuyện” về lý do tại sao điều này xảy ra. Thật không may, đó chỉ là những câu chuyện. Chúng ta biết các đợt phát hành cổ phiếu tập trung thành từng nhóm, nhưng vẫn chưa có một lời giải thích tốt và được kiểm chứng kỹ lưỡng cho lý do tại sao.

Từ năm 1997 đến 2000, IPO của các cổ phiếu Internet rất phổ biến, và bội số (multiples) của cổ phiếu Internet rất cao (có thể nói là quá cao). Chúng tôi không biết tại sao, nhưng bạn có thể tìm thấy rất nhiều người vào thời điểm đó sẽ cho bạn biết lý do (hoặc ít nhất là những gì họ nghĩ là lý do). Tuy nhiên, chúng tôi đã đọc các lập luận của họ và không tin họ. Họ có thể đúng, nhưng họ không có bằng chứng; họ chỉ đơn giản là bịa chuyện.

Điểm rút ra 6: Các công cụ lai có thể giúp doanh nghiệp giảm thiểu tác động tín hiệu

Điểm rút ra tiếp theo của chúng tôi là các công cụ lai có thể hấp dẫn như một phương tiện để giảm thiểu tác động tín hiệu (signaling effect) liên quan đến bất cân xứng thông tin. Ví dụ, trái phiếu chuyển đổi có thể được coi là 'cửa sau' vốn chủ sở hữu. Ý tưởng đằng sau 'cửa sau'

16Xem Lakshmi Shyam-Sunder và Stewart C. Myers, 'Testing Static Trade-off vs. Pecking Order Theories of Capital Structure,' Journal of Financial Economics 51 (tháng 2 năm 1999): 219–244.

vốn chủ sở hữu là gì? Giả sử doanh nghiệp tin rằng mình có cơ hội đầu tư tốt và giá cổ phiếu sẽ tăng, nhưng thị trường không bị thuyết phục về điều này. Cũng giả định rằng doanh nghiệp không có nguồn vốn nội bộ cho các khoản đầu tư của mình và nợ hiện tại đang tốn kém (rủi ro, xếp hạng thấp). Doanh nghiệp có thể phát hành cổ phiếu nhưng muốn tránh phản ứng tiêu cực mà thị trường thường có khi phát hành cổ phiếu. Ngoài ra, doanh nghiệp không muốn phát hành cổ phiếu mới quá rẻ vì tin rằng thời điểm tốt hơn đang ở phía trước. Nếu doanh nghiệp thiếu vốn nội bộ, không thể vay nợ, và không muốn phát hành vốn chủ sở hữu, thì có thể làm gì? Phát hành trái phiếu chuyển đổi, sau đó buộc chuyển đổi khi giá cổ phiếu tăng—về bản chất, là phát hành vốn chủ sở hữu qua cửa sau.

Thị trường sẽ phản ứng thế nào với một đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi? Có lẽ ít tiêu cực hơn so với phản ứng của thị trường đối với phát hành vốn chủ sở hữu bên ngoài. Tại sao? Nếu ban quản lý phát hành trái phiếu chuyển đổi và dòng tiền trong tương lai không đến, khoản nợ vẫn còn và các nhà quản lý phải trả nợ hoặc chấp nhận rủi ro phá sản (khiến điều này trở nên tốn kém). Do đó, trái phiếu chuyển đổi ràng buộc ban quản lý chặt chẽ hơn so với vốn chủ sở hữu bên ngoài, và đây là lý do tại sao thị trường không coi trái phiếu chuyển đổi là tín hiệu tiêu cực mạnh như vốn chủ sở hữu. Đây là lý thuyết rất tốt giải thích cách trái phiếu chuyển đổi giảm thiểu tác động tín hiệu. Cũng có bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ điều này: phản ứng tiêu cực của thị trường đối với phát hành trái phiếu chuyển đổi ít hơn phản ứng tiêu cực của thị trường đối với phát hành vốn chủ sở hữu bên ngoài.

Các ví dụ khác về công cụ lai (hybrid instruments) bao gồm cổ phiếu ưu đãi hoàn lại tích lũy (preference equity redemption cumulative stock - PERCS), lần đầu được phát hành bởi Morgan Stanley và bao gồm các chứng khoán chuyển đổi (convertibles) có nghĩa vụ chuyển đổi sau một số năm cố định, thường là ba năm; trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu thường (debt exchangeable to common stock - DECS), tương tự như PERCS nhưng có nhiều lựa chọn chuyển đổi hơn; và đơn vị tham gia vốn cổ phần ngắn hạn (short-term equity participation units - STEPS), là PERCS tổng hợp sử dụng danh mục đầu tư hoặc chỉ số thay vì một cổ phiếu đơn lẻ.

NÓI THÊM

Các từ viết tắt rất quan trọng đối với Phố Wall vì bạn không thể đăng ký nhãn hiệu hoặc bản quyền cho một ý tưởng. Khi một ai đó trên Phố Wall nảy ra ý tưởng về một công cụ tài chính mới và công bố bản cáo bạch (prospectus), bạn có thể chắc chắn rằng các đối thủ cạnh tranh sẽ đọc ngay, tìm hiểu ngược và sao chép công cụ đó. Tuy nhiên, các từ viết tắt có thể được đăng ký nhãn hiệu và được sử dụng để hỗ trợ bán các sản phẩm tài chính. Ví dụ, khi Solomon Brothers đưa ra CATS (chứng khoán kho bạc tích lũy có tài sản đảm bảo - collateralized accrued treasury securities), Merrill Lynch đã cho ra đời một sản phẩm tương tự có tên là TIGRS (chứng chỉ tăng trưởng của nhà đầu tư kho bạc - treasury investor growth receipts). Một số từ viết tắt liên quan đến động vật khác bao gồm LYONS (giấy nợ tùy chọn lợi suất thanh khoản - liquid yield option notes), ELKS (chứng khoán liên kết vốn cổ phần - equity linked securities), và ZEBRAS (hoán đổi rủi ro cơ sở bằng không - zero-based risk swaps). Các từ viết tắt không liên quan đến động vật bao gồm CAPS (cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi điều chỉnh được - convertible adjustable preferred stock), CARS (chứng chỉ khoản phải thu ô tô - certificates for automobile receivables), CARDS (chứng chỉ các khoản nợ quay vòng khấu hao - certificates for amortizing revolving debits), và PIPEs (đầu tư tư nhân vào cổ phiếu công chúng - private investment in public equity—khác với PIPES, công ty được thảo luận trong Chương 2–4).

Bài học rút ra 7: Vấn đề đại diện (agency problems) và cấu trúc vốn (capital structure)

Bài học rút ra cuối cùng của chúng ta như sau: M&M giả định rằng chính sách đầu tư thực tế của doanh nghiệp không thay đổi bởi cấu trúc vốn (capital structure). Tuy nhiên, chúng ta biết rằng cấu trúc vốn ảnh hưởng đến động cơ và hành vi của các nhà quản lý. Trong khi một số đòn bẩy tài chính (leverage) có thể làm giảm các vấn đề đại diện (agency problems), thì đòn bẩy quá mức có thể làm trầm trọng thêm chúng. Mọi thứ cứ qua lại. Trong thế giới M&M, chính sách đầu tư được cố định. Trong thế giới phi M&M, chính sách đầu tư không cố định, và cấu trúc vốn có thể ảnh hưởng đến các khoản đầu tư mà doanh nghiệp lựa chọn thực hiện.

Tổng hợp tất cả

Hãy ôn lại. Cho đến nay, danh sách kiểm tra của chúng ta để xác định cấu trúc vốn (capital structure) như sau:

1. Thuế. Nợ càng lớn, lá chắn thuế (tax shield) càng lớn. Nên tăng nợ để có được lá chắn thuế lớn hơn.
2. Khó khăn tài chính (financial distress). Nợ càng thấp, chi phí dự kiến của khó khăn tài chính càng thấp. Nên giảm nợ để giảm chi phí khó khăn tài chính dự kiến của doanh nghiệp.

Đây là lý thuyết tối ưu tĩnh (static optimum theory) (đã thảo luận ở Chương 6), dựa trên sự đánh đổi giữa lá chắn thuế và chi phí dự kiến của khó khăn tài chính. Trong chương này, chúng ta bổ sung:

3. Thông tin bất cân xứng (asymmetric information). Nợ được ưa thích hơn vốn chủ sở hữu vì vốn chủ sở hữu bị coi là tín hiệu tiêu cực. Thông tin bất cân xứng tạo ra sự ưa thích nợ.
4. Vấn đề đại diện (agency problems). Không chắc chắn. Trong một số trường hợp, nợ có thể làm giảm vấn đề đại diện, nhưng trong các trường hợp khác, nó có thể làm tăng chúng.

BẮT ĐẦU VỚI SỐ TIỀN TÀI TRỢ CẦN THIẾT

Không được quên rằng, khi xác định cấu trúc vốn, trước tiên chúng ta phải đặt câu hỏi: Với hoạt động và dự báo doanh số của doanh nghiệp, cần bao nhiêu vốn và khi nào?

Khi xác định nguồn tài trợ, điều quan trọng cần nhớ là:

- Khái niệm tăng trưởng bền vững không cho bạn biết việc tăng trưởng có tốt hay không.

  Chỉ vì một doanh nghiệp có thể tăng trưởng 10% không có nghĩa là nó nên tăng trưởng.
- Tăng trưởng bền vững chỉ mang tính ràng buộc nếu bạn không thể hoặc không muốn huy động vốn chủ sở hữu, hoặc để cho tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tăng.
- Chiến lược tài chính và kinh doanh không thể được thiết lập một cách độc lập.

Để trả lời câu hỏi cần bao nhiêu vốn và khi nào, chúng ta bắt đầu với các báo cáo dự phòng (pro formas) và dự báo cả dòng tiền tương lai ngắn hạn và trung hạn. Ngoài ra, chúng ta tính tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate), đó là mức tăng trưởng mà doanh nghiệp có thể đạt được mà không cần vốn từ bên ngoài.

Tỷ lệ tăng trưởng bền vững (Sustainable Growth Rate): g = ROE (1 − DPR)

Các dự báo dòng tiền trong báo cáo dự phòng (pro forma) và tỷ lệ tăng trưởng bền vững cùng nhau cung cấp cho doanh nghiệp nhu cầu vốn bên ngoài ước tính của nó.

Sau khi xác định nhu cầu tài trợ, chúng ta có hai lý thuyết chính để xác định cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp: lý thuyết đánh đổi tĩnh (static trade-off theory), tập trung vào tấm chắn thuế (tax shields) và chi phí kiệt quệ tài chính (distress costs), và lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory), liên quan đến thông tin bất cân xứng (asymmetric information). Các lý thuyết này không nhất thiết phải mâu thuẫn với nhau. Tuy nhiên, chúng tôi đề xuất rằng tốt nhất nên bắt đầu với lý thuyết đánh đổi tĩnh để xác định tỷ lệ đòn bẩy tối ưu (optimal leverage ratio). Sau đó, khi doanh nghiệp tiến gần đến mức tối ưu này, là lúc xem xét tác động của tín hiệu (signaling).

Hãy thực hiện một bảng kiểm tra mẫu cho hai công ty chúng ta đã xem xét: Massey Ferguson và Marriott.

Thiết lập Cấu trúc Vốn Mục tiêu: Một Bảng Kiểm tra

	Massey Marriott
Lá chắn thuế doanh nghiệp:	
Lá chắn thuế từ nợ có thể có Có Có	
Chi phí kiệt quệ tài chính:	
Biến động dòng tiền Cao Trung bình	
Nhu cầu đầu tư vào thị trường sản phẩm Cao Thấp	
Nhu cầu vốn bên ngoài Cao Hiện nay Thấp	
Mối đe dọa cạnh tranh nếu thiếu tiền mặt Cao Thấp	
Khách hàng quan tâm đến tình trạng kiệt quệ Cao Thấp	
Cấu trúc hợp đồng nợ/tốt dùng tài đàm phán Rất tốt Đơn giản	
Tài sản dễ bán Không Có	
Tín hiệu:	
Thông tin bất cân xứng cao Có Có	
Thị trường phát hành nóng Không Không	
Chi phí đại diện:	
Thiếu một hàng kiểm tra rõ ràng ? ?	

Do đó, đánh giá tĩnh (static assessment) sẽ chỉ ra rằng Massey nên có tỷ lệ nợ thấp hơn so với thực tế. Cả Massey và Marriott đều được hưởng lợi từ lá chắn thuế, điều này là một lý lẽ để tăng nợ. Tuy nhiên, hai công ty có chi phí kiệt quệ tài chính khác nhau. Massey có dòng tiền biến động hơn, nhu cầu đầu tư lớn hơn, và do đó nhu cầu vốn bên ngoài lớn hơn. Massey cũng phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các công ty khác nếu hết tiền mặt. Điều này có thể khiến Massey mất thị phần nhiều hơn trong dài hạn nếu rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Khách hàng của Massey cũng quan tâm đến sức khỏe tài chính của công ty vì họ phụ thuộc vào Massey cho phụ tùng thay thế và sửa chữa.

Dòng tiền của Marriott không biến động mạnh, và mức đầu tư cần thiết thấp hơn nhiều so với Massey. Hơn nữa, kể từ khi chuyển từ sở hữu khách sạn sang cho thuê, nhu cầu vốn bên ngoài của Marriott giảm đáng kể. Ngoài ra, khách hàng của Marriott không quá lo lắng về sức khỏe dài hạn của Marriott. Khách hàng của Marriott có thể ở lại một hoặc hai đêm miễn là khách sạn còn đứng vững và phòng sạch sẽ khi họ đến; họ không quan tâm ai sẽ là chủ sở hữu khách sạn trong tương lai. Do đó, đánh giá tĩnh cho thấy Massey nên có tỷ lệ nợ thấp hơn.

Nhưng hãy nhìn xa hơn sự đánh đổi giữa lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính. Hãy xem xét rằng chi phí tín hiệu và chi phí đại diện là tương tự nhau đối với Massey và Marriott. Đầu tiên, hai công ty không nằm trong các ngành khó hiểu, và bản thân các công ty cũng không quá phức tạp. Do đó, mức độ bất cân xứng thông tin của các công ty thấp hơn so với các ngành khác.

Ngược lại, hãy xem xét một công ty dược phẩm. Các nhà đầu tư bên ngoài ít có khả năng hiểu được xác suất thành công của thế hệ sản phẩm tiếp theo của công ty. Điều này tạo ra sự bất cân xứng thông tin (information asymmetry), khiến các công ty dược phẩm trở nên ngại phát hành cổ phiếu (equity) hơn nhiều so với Massey hay Marriott.

Một điểm nhấn khác là Massey đã cấu trúc khoản nợ của mình thông qua nhiều ngân hàng ở nhiều quốc gia, trong khi Marriott chỉ có một ngân hàng cho vay chính. Điều này sẽ khiến mọi cuộc đàm phán để giải quyết khó khăn tài chính trở nên khó khăn hơn đối với Massey.

Chúng tôi sẽ thiếu sót nếu không đề cập rằng lý thuyết cấu trúc vốn vẫn chưa hoàn thiện. Ngày nay, năm giả định M&M (thuế, chi phí khốn khó tài chính, chi phí giao dịch hoặc phát hành, thông tin bất cân xứng, và tác động của cấu trúc vốn lên đầu tư và ngược lại) đã được nới lỏng và mô hình hóa. Tuy nhiên, vẫn còn những đặc điểm khác chưa được mô hình hóa đúng cách: cấu trúc thanh toán, nghĩa là nợ có lãi suất cố định hay biến đổi; cấu trúc ưu tiên tài trợ, nghĩa là tại sao nợ được trả trước vốn chủ sở hữu và khi nào nên trả; và kỳ hạn của nợ, nghĩa là nợ dài hạn so với nợ ngắn hạn.

Cũng có những đặc điểm khác hoàn toàn không nằm trong mô hình M&M. Ví dụ, các điều khoản ràng buộc (covenants) không được đưa vào mô hình một cách tường minh nhưng chúng ta biết giá trị của chúng vì chúng ta có thể định giá chúng. Chúng ta cũng có thể định giá quyền biểu quyết, quyền kiểm soát, quyền chọn (options), giá trị của chứng khoán chuyển đổi, điều khoản thu hồi (call provisions), v.v. Chúng ta biết tất cả những điều này đều quan trọng, nhưng lý thuyết tài chính vẫn chưa xây dựng được một mô hình hoàn chỉnh cho chúng. Chúng tôi sẽ không cố gắng làm điều đó ở đây, vì trọng tâm của chương này là về thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện (agency costs).

TÓM TẮT

Các tác giả của chúng tôi tin rằng cấu trúc vốn nên được xác định trước tiên bằng cách sử dụng lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) (thuế so với chi phí khốn khó tài chính) để thiết lập một cấu trúc vốn mục tiêu dài hạn. (Hãy nhớ rằng cần phải phân tích kỹ lưỡng chiến lược/cấu trúc của công ty và ngành.) Sau đó, cần xem xét các chi phí tín hiệu (signaling costs) trong giá cổ phiếu phát sinh từ việc phát hành cổ phiếu hoặc cắt giảm cổ tức.

17Điều khoản thu hồi là một quyền chọn.

Nếu công ty có đủ dòng tiền nội bộ, nó sẽ chỉ lo lắng về phản ứng của thị trường đối với các quyết định tài trợ ở mức cận biên. Nếu công ty cần tài trợ từ bên ngoài, có thể có lý do chính đáng để đi chệch khỏi đòn bẩy mục tiêu dài hạn. Tuy nhiên, một công ty nên có hệ thống và chính xác về bất kỳ lý do nào. Liệu lợi ích từ việc đi chệch khỏi mức nợ mục tiêu có đủ lớn so với chi phí một cách hợp lý không? Quyết định cấu trúc vốn cũng nên tránh các quy tắc kinh nghiệm vô điều kiện như: "Không bao giờ phát hành cổ phiếu trong thị trường suy giảm" hoặc "Đừng phát hành cổ phiếu nếu có trái phiếu chuyển đổi dưới mệnh giá."18 Những quy tắc này, thường được nghe trên Phố Wall, có thể hợp lý trong một số hoàn cảnh, nhưng chắc chắn không phải trong tất cả. Phân tích nên luôn được thực hiện trên cơ sở từng trường hợp cụ thể.

Hãy xem xét bốn mục tiêu trong tài chính doanh nghiệp và sự đánh đổi giữa chúng:

Mục tiêu doanh nghiệp Sự đánh đổi
1. Chấp nhận tất cả các dự án có NPV dương (positive NPV) Cắt giảm cổ tức hoặc phát hành nợ để thực hiện đầu tư
2. Có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu "tối ưu" Cắt giảm đầu tư hoặc phát hành cổ phiếu
3. Trả cổ tức cao Cắt giảm đầu tư hoặc huy động vốn bên ngoài để trả cổ tức
4. Không phát hành cổ phiếu mới Cắt giảm đầu tư, cắt giảm cổ tức, hoặc tăng nợ

Nếu công ty có nhiều dự án đầu tư có NPV dương và không đủ vốn nội bộ, công ty phải quyết định có nên từ bỏ một số khoản đầu tư, cắt giảm cổ tức, hay thay đổi cơ cấu nợ/vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành nợ hoặc phát hành cổ phiếu. Mục tiêu 1 và 2 đại diện cho điểm tối ưu tĩnh (static optimum) của công ty. Mục tiêu 3 và 4 là phản ứng trước tín hiệu (signaling). Nếu không có tín hiệu, thì điểm 3 và 4 không liên quan (tức là nếu không có tác động thị trường từ việc cắt giảm cổ tức hoặc phát hành cổ phiếu).19 Do đó, hai lý thuyết hiện tại của chúng ta về cấu trúc vốn được bao quát trong bốn mục tiêu trên. Tuy nhiên, giống như hai lý thuyết không hoàn toàn nhất quán, các mục tiêu cũng vậy.

Chúng ta còn hai bài học quan trọng cần chia sẻ:
Thứ nhất, giá trị công ty chủ yếu được tạo ra trên thị trường sản phẩm. Các công ty không tạo ra nhiều giá trị từ khía cạnh tài chính của công ty! (Người đọc nên lưu ý rằng câu này được viết bởi các đồng tác giả của bạn, cả hai đều là giáo sư tài chính.) Mặc dù các quyết định tài chính tốt có thể làm tăng giá trị công ty, vai trò thực sự của các quyết định tài chính là hỗ trợ và nâng cao các quyết định trên thị trường sản phẩm của công ty. (Chúng tôi cũng nên lưu ý rằng các quyết định tài chính tồi có thể phá hủy chiến lược và giá trị thị trường sản phẩm của công ty.) Ngoài ra, một công ty không thể đưa ra các quyết định tài chính đúng đắn nếu không biết các hàm ý đối với chiến lược thị trường sản phẩm.

Thứ hai, chúng ta đã nói rằng khía cạnh thị trường sản phẩm của công ty quan trọng hơn khía cạnh tài chính; tuy nhiên, điều này không có nghĩa là tài chính không quan trọng hay bất kỳ ai cũng làm được. Trong nhiều năm, MIT hoạt động mà không có CFO chính thức. Tất cả tài chính

18Trái phiếu chuyển đổi (convertibles) bị "dưới nước" (underwater) nếu giá cổ phiếu hiện tại thấp hơn giá chuyển đổi.
19Vấn đề đại diện (agency problems) có khả năng thuộc mục tiêu 2, nhưng điều đó không rõ ràng.

đội ngũ tài chính tại MIT báo cáo cho Provost (người phụ trách học thuật), khiến vị trí đó trở thành CFO trên thực tế. Tuy nhiên, Provost là một vị trí học thuật tại MIT và thường được đảm nhiệm bởi một giáo sư từ Trường Khoa học hoặc Kỹ thuật. Các provost trước đây, dù là chuyên gia trong lĩnh vực của họ, hiếm khi hiểu về tài chính. Trong một cuộc họp vài năm trước, một trong các đồng tác giả của bạn đã phát biểu trong cuộc thảo luận về các chính sách tài chính của MIT: "Bạn sẽ không lái xe trên một cây cầu do kế toán xây dựng, vậy tại sao bạn lại để một kỹ sư lo việc tài chính của mình?" Chúng tôi muốn đưa ra một quan điểm tương tự ở cuối chương này. Tài chính quá quan trọng để giao cho những người không chuyên về tài chính. Nó không tự mình làm cho công ty thành công, nhưng nó có thể khiến công ty thất bại.

Để minh họa cho hai điểm cuối cùng này, chúng tôi xin kể một câu chuyện cười về tài chính doanh nghiệp. (Không có nhiều câu chuyện cười hay về tài chính doanh nghiệp, nhưng đây là một trong số đó.)

> *Chúng ta đều biết rằng các trường kinh doanh mắc sai lầm trong tuyển sinh. Trong bất kỳ lớp học nào, tất cả sinh viên, có lẽ ngoại trừ chính những sai lầm tuyển sinh đó, sẽ biết ai là những sai lầm đó. Họ là những người mà không ai muốn có trong nhóm học tập của mình, những người mà không ai lắng nghe khi họ nói trong lớp, v.v.*
>
> *Bây giờ, hãy tưởng tượng rằng 20 năm sau khi tốt nghiệp, bạn đang đi bộ trên phố và thấy một trong những 'sai lầm tuyển sinh' từ lớp của bạn đang đi về phía bạn. Bạn băng qua đường sang phía bên kia, hy vọng tránh anh ta, nhưng anh ta thấy bạn và cũng băng qua đường để gặp bạn. Sau một cuộc trò chuyện ngắn, anh ta nài nỉ bạn đến nhà anh ta ăn tối vào tối thứ Sáu. Bạn phản đối nhưng rồi nhìn thấy địa chỉ và ngạc nhiên khi thấy đó là một tòa nhà đắt tiền ở khu vực tốt nhất thành phố. Bạn đến vào tối thứ Sáu và khám phá ra rằng người bạn cùng lớp của bạn chiếm toàn bộ căn hộ áp mái hai tầng. Bạn bước vào và nơi này thật khó tin. Tranh nguyên bản trên tường, đồ nội thất đắt tiền, rõ ràng tiền bạc ở khắp mọi nơi. Bạn bị sốc!*
>
> *Cuối cùng, bạn không thể chịu đựng được nữa và hỏi anh ta làm gì để kiếm sống. Anh ta nói: 'Chà, tôi có một công ty sản xuất nhỏ. Chúng tôi làm các đồ dùng nhà bếp mà hỏng sau vài năm và người ta phải thay thế. Chi phí sản xuất của chúng tôi là một đô la, và chúng tôi bán với giá tám đô la mỗi cái! Bạn sẽ thực sự ngạc nhiên khi thấy tám phần trăm đó cộng dồn nhanh như thế nào.'*

Ý của chúng tôi là: Nếu một công ty có thể sản xuất một thứ gì đó với giá một đô la và bán với giá 8 đô la (hãy nghĩ đến Apple hoặc Intel), thì việc tài trợ (financing) không quan trọng lắm. Các công ty kiếm tiền từ phía sản phẩm: đó là nơi tạo ra giá trị. Tài chính chủ yếu nhằm hỗ trợ chiến lược thị trường sản phẩm của công ty.

Những nội dung tiếp theo

Chương tiếp theo xem xét cách các doanh nghiệp tái cấu trúc cấu trúc vốn khi dòng tiền không đủ để đáp ứng các khoản thanh toán nợ.

CHƯƠNG 13
Tái cấu trúc và Phá sản:

Khi Mọi Thứ Trở Nên Sai Lầm

(Avaya Holdings)

Chương này sẽ thảo luận về cách các doanh nghiệp giải quyết khó khăn tài chính. Chương 5, nói về Massey Ferguson, đã đưa ra một cái nhìn tổng quan rộng về những gì xảy ra với một doanh nghiệp khi nó gặp rắc rối vì dòng tiền không đủ để đáp ứng các khoản thanh toán lãi và gốc bắt buộc. Massey Ferguson có hoạt động kinh doanh có lợi nhuận nhưng chính sách tài chính không nhất quán và cấu trúc vốn có đòn bẩy cao hơn nhiều (tức là nhiều nợ hơn) so với các đối thủ cạnh tranh. Khi suy thoái kinh tế xảy ra, Massey Ferguson không thể trả nợ và buộc phải tái cấu trúc. Vị thế trên thị trường sản phẩm của nó không bao giờ phục hồi, và cuối cùng doanh nghiệp đã bán hoạt động của mình.

Mục đích của Chương 5 là cho bạn thấy rằng tài chính quan trọng. Đó là phần giới thiệu của chúng ta về các chính sách tài chính của doanh nghiệp và cung cấp một cái nhìn tổng quan về kiệt quệ tài chính (financial distress). Nó không nhằm thảo luận chi tiết về kiệt quệ tài chính. Chương này bao gồm cách một doanh nghiệp và các chủ nợ của nó hoạt động trong tình trạng kiệt quệ tài chính. Hành động của một doanh nghiệp trong kiệt quệ tài chính được hướng dẫn bởi kinh tế học cũng như các luật rất cụ thể về tái cơ cấu (reorganization) và phá sản (bankruptcy).

Trong chương này, chúng ta sẽ sử dụng Avaya Holdings Ltd. (AVYA), một vụ phá sản năm 2017, để minh họa quy trình tái cơ cấu và phá sản. Chúng ta sẽ dùng trường hợp này để thảo luận về lý thuyết và các quy tắc liên quan đến kiệt quệ tài chính.

KHI MỌI THỨ TRỤC TRẶC

Khi nào một doanh nghiệp rơi vào kiệt quệ tài chính? Kiệt quệ tài chính xảy ra khi một doanh nghiệp không thể đáp ứng các nghĩa vụ tài chính của mình (ví dụ, doanh nghiệp không trả cho các chủ nợ tiền lãi hoặc tiền gốc như đã thỏa thuận theo hợp đồng) và/hoặc khi giá trị nợ phải trả của doanh nghiệp vượt quá giá trị tài sản của nó. Kiệt quệ tài chính có thể do thất bại trên thị trường sản phẩm và/hoặc thị trường tài chính. Như đã nêu trước đó trong sách, mọi doanh nghiệp đều hoạt động trên cả thị trường sản phẩm và thị trường tài chính. Thất bại trên thị trường sản phẩm xảy ra khi một sự thay đổi trong điều kiện thị trường (ví dụ, nhu cầu giảm, đối thủ mới, chi phí cao hơn, hoặc sản phẩm mới) tạo ra tổn thất trong hoạt động của doanh nghiệp. Một ví dụ, đã đề cập trước đó, là cách mà phim và công đoạn xử lý phim của Kodak bị thay thế bởi nhiếp ảnh kỹ thuật số. Thất bại trên thị trường tài chính xảy ra khi doanh nghiệp có các chính sách tài chính sai lầm, đặc biệt là cấu trúc vốn (capital structure) sai (như chúng ta đã thấy với Massey Ferguson, một doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh sinh lời nhưng nợ quá nhiều).

Avaya Holdings là một ví dụ về doanh nghiệp gặp phải cả vấn đề thị trường sản phẩm lẫn thị trường tài chính. Kết quả là, doanh nghiệp đã trải qua kiệt quệ tài chính và nộp đơn phá sản. Avaya đã thoát khỏi phá sản trong vòng một năm.

Avaya Holdings

Avaya, một 'công ty truyền thông kinh doanh toàn cầu', cung cấp phần cứng và phần mềm cho trung tâm cuộc gọi, nhắn tin video, mạng lưới và dịch vụ. Doanh nghiệp này là một đợt tách cổ phiếu (public spin-off) năm 2000 từ Lucent Technologies, công ty mà chính nó cũng là một đợt tách cổ phiếu từ AT&T năm 1996. (Lucent kết hợp các bộ phận của Western Electric và Bell Labs, cả hai trước đây thuộc AT&T.) Hai đối thủ cạnh tranh chính của Avaya là Microsoft Corp và Cisco Systems Inc.

Tình hình kinh doanh của công ty ra sao? Bảng 13.1 cung cấp thông tin chọn lọc từ Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán của Avaya từ năm 2004 đến 2007. Như có thể thấy từ bảng, năm 2004 Avaya có thu nhập hoạt động là 323 triệu đô la, với thu nhập ròng là 291 triệu đô la trên doanh thu 4.1 tỷ đô la. Năm 2007, thu nhập hoạt động là 266 triệu đô la và thu nhập ròng là 215 triệu đô la trên doanh thu 5.3 tỷ đô la. Về mặt tài trợ, Avaya bắt đầu với lượng nợ phải trả lãi rất thấp vào năm 2004 (chỉ 593 triệu đô la, chiếm 14.3% tổng tài sản) và không có nợ nào từ năm 2005 đến 2007.1

Sự kết hợp giữa nợ thấp và dòng tiền ổn định đã khiến Avaya trở thành mục tiêu mua lại hấp dẫn. (Điều gì tạo nên một mục tiêu mua lại tốt sẽ được thảo luận ở phần sau của cuốn sách.) Vào tháng 10 năm 2007, Avaya thực sự đã được TPG Capital và Silver Lake Partners (hai công ty cổ phần tư nhân) mua lại với giá 8.2 tỷ đô la.2 Các chủ sở hữu mới dự định tăng dòng tiền của Avaya bằng cách giảm chi phí và phát triển phần mềm trung tâm cuộc gọi (call-center) của doanh nghiệp. Tận dụng vị thế tài chính mạnh mẽ và dòng tiền dự kiến của Avaya, các công ty cổ phần tư nhân đã có thể vay 5.8 tỷ đô la để giúp trang trải cho việc mua lại Avaya.

Việc mua lại Avaya trị giá 8.2 tỷ đô la bởi TPG Capital và Silver Lake Partners được tài trợ như sau:

	(triệu đô la)
Hạn mức tín dụng luân chuyển có bảo đảm bằng tài sản (Senior secured asset-based revolving credit facility)	$ 335
Khoản vay kỳ hạn có bảo đảm cấp cao (đáo hạn năm 2014) (Senior secured term loan)	$3,800
Hạn mức tín dụng luân chuyển đa tiền tệ có bảo đảm cấp cao (Senior secured multi-currency revolver)	$ 200
Khoản vay trả lãi bằng tiền mặt không có bảo đảm cấp cao (đáo hạn năm 2015) (Senior unsecured cash-pay loans)	$ 700
Khoản vay PIK toggle cao cấp (đáo hạn năm 2015)	$ 750
Tổng nợ	$5,785
Đầu tư vốn cổ phần	$2,441
Tổng giá trị mua lại	$8,226

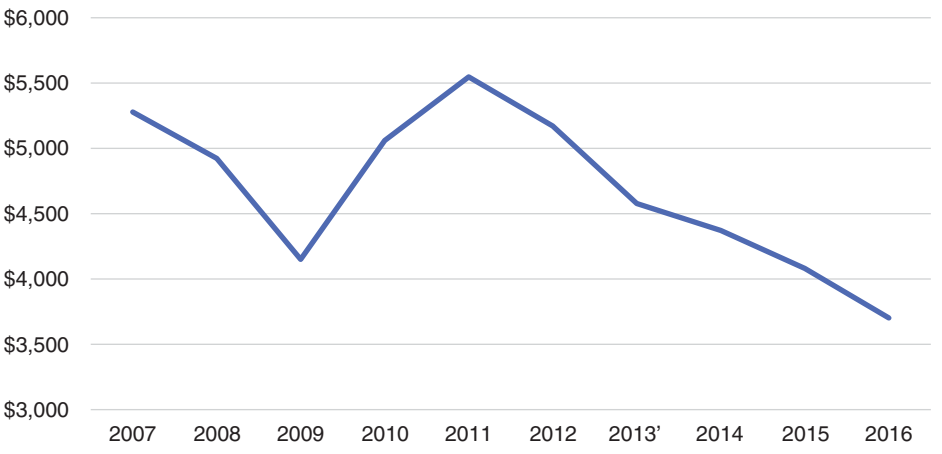
1Nợ của Avaya là 645 triệu đô la năm 2001, 933 triệu đô la năm 2002 và 953 triệu đô la năm 2004 (hoặc lần lượt là 11,2%, 23,5% và 23,9% của tổng tài sản).
2Silver Lake và TPG đã đồng ý mua Avaya vào ngày 4 tháng 6 năm 2007, với giá 17,50 đô la mỗi cổ phiếu, mức giá này phản ánh mức phí bảo hiểm khoảng 28% so với giá đóng cửa trước đó của Avaya. Xem http://www.genesisglobalinc.com/nortelhistory.html và http://www.enterprisenetworkingplanet.com/news/article.php/3854486/Avaya-Closes-Nortel-Enterprise-Acquisition.htm

BẢNG 13.1
Thông tin Tài chính Chọn lọc của Avaya Giai đoạn 2004–2007

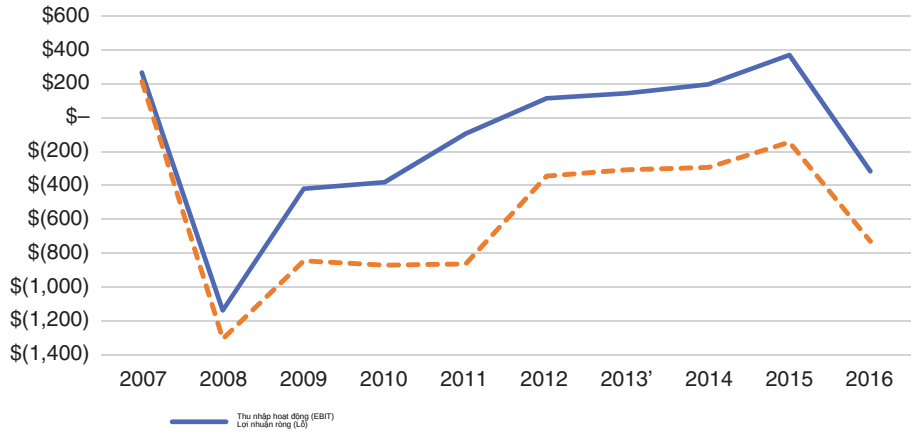
($ millions)	9/30/2004	9/30/2005	9/30/2006	9/30/2007
Products	2,048	2,294	2,510	2,882
Services	2,021	2,608	2,638	2,396
Total sales	4,069	4,902	5,148	5,278

Avaya trở thành công ty tư nhân sau khi được mua lại và bị hủy niêm yết khỏi NYSE vào tháng 10 năm 2007.

Điều gì xảy ra tiếp theo? Vâng, đây là một chương về khó khăn tài chính. Thật không may, đôi khi mọi việc đi sai hướng ngay cả khi các công ty lên kế hoạch cẩn thận cho tương lai, lập pro forma, và dự báo dòng tiền trong tương lai. Điều này xảy ra ngay cả khi các công ty có các chính sách tài chính đúng đắn, mặc dù nó xảy ra thường xuyên hơn với các chính sách tài chính sai lầm. Hình 13.1 biểu diễn doanh thu của Avaya, trong khi Hình 13.2 biểu diễn thu nhập hoạt động (EBIT) và lợi nhuận/lỗ ròng cho giai đoạn 2007–2016, giai đoạn mà Avaya là một



HÌNH 13.1
Doanh thu của Avaya (triệu USD)

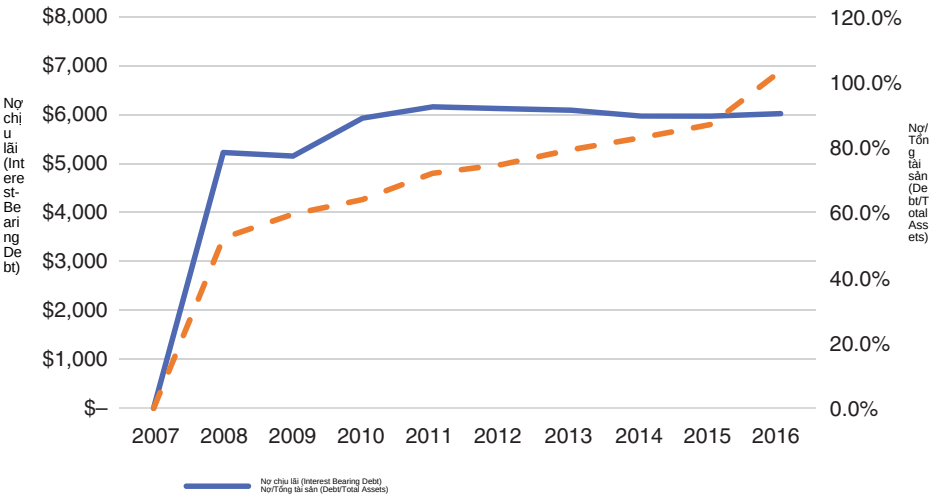


HÌNH 13.2
Thu nhập hoạt động (EBIT) và Lợi nhuận ròng (Lỗ) của Avaya (triệu USD)

công ty tư nhân. Hình 13.3 biểu diễn tổng nợ và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của Avaya trong cùng giai đoạn.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu vào cuối năm 2007 đã tác động tiêu cực đến hoạt động của Avaya.
Ngoài ra, kết quả thị trường sản phẩm của công ty bị ảnh hưởng bởi sự chuyển dịch từ
các call center sử dụng nhiều phần cứng sang các call center sử dụng nhiều phần mềm. Hơn nữa, hai đối thủ cạnh tranh chính,
Cisco và Microsoft, đã nhắm vào khách hàng của Avaya bằng cách cung cấp nhiều dịch vụ hơn và
mức giá tốt hơn.3 Năm 2009, Avaya chịu khoản lỗ 845 triệu USD thay vì lợi nhuận ròng dự kiến
418 triệu USD. Hình 13.1 cho thấy doanh thu của Avaya giảm 6.7% trong
năm 2008 và sau đó giảm thêm 15.7% trong năm 2009. Khi nền kinh tế phục hồi, doanh thu của Avaya tăng trở lại trong năm 2010 và 2011 nhưng sau đó giảm dần cho đến năm 2016.

3Xem
https://www.wsj.com/articles/avaya-how-an-8-billion-tech-buyout-went-wrong-1482321602



HÌNH 13.3
Nợ chịu lãi của Avaya (triệu USD) và Nợ/Tổng tài sản của Avaya

Như thể hiện trong Hình 13.2, sau sự sụt giảm ban đầu về lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận ròng năm 2008, Avaya đã cải thiện được lợi nhuận hoạt động từ mức lỗ 1.1 tỷ USD năm 2008 sang mức có lợi nhuận hằng năm từ 2012 đến 2015. Năm 2015, lợi nhuận hoạt động là 371 triệu USD dương. Trong cùng giai đoạn, lợi nhuận ròng của Avaya được cải thiện từ mức lỗ 1.3 tỷ USD năm 2008 lên mức lỗ 144 triệu USD năm 2015. (Phần lớn lý do khiến lợi nhuận hoạt động dương nhưng lợi nhuận ròng âm là do chi phí lãi vay của Avaya.) Năm 2016, khi doanh thu tiếp tục giảm, lợi nhuận hoạt động của Avaya một lần nữa chuyển sang âm. (Doanh thu giảm xuống còn 1.8 tỷ USD, lỗ hoạt động là 316 triệu USD, và lợi nhuận ròng âm 730 triệu USD.)

Về phía tài trợ, như thấy trong Hình 13.3, mức nợ của Avaya đã thay đổi đáng kể vào năm 2008 do vụ thâu tóm. Avaya không có nợ vào năm 2007, nhưng nợ của họ đã tăng thêm 5.2 tỷ USD do vụ thâu tóm khi TPG Capital và Silver Lake Partners chủ yếu dùng nợ để mua lại cổ phiếu đại chúng của Avaya. (Cơ chế thực hiện việc này sẽ được giải thích thêm ở Chương 18.) Điều này tương ứng với tỷ lệ nợ trên tài sản (debt-to-asset ratio) là 52.2%. Ngược lại, tỷ lệ nợ trên tài sản của Cisco là 11.7% và của Microsoft là 0% (cả hai công ty cũng có lượng tiền mặt đáng kể). Ngoài ra, Cisco và Microsoft là những công ty lớn hơn nhiều so với Avaya và có nguồn doanh thu đa dạng hơn đáng kể. Avaya có tổng tài sản 10.0 tỷ USD năm 2008 so với 58.7 tỷ USD của Cisco và 72.8 tỷ USD của Microsoft.

Trong thời gian là công ty tư nhân, Avaya tiếp tục đầu tư vào hoạt động kinh doanh. Năm 2009, họ mua lại Nortel Networks Corporation với giá 915 triệu USD, và năm 2012 mua lại công ty hội nghị truyền hình Radvision với giá 230 triệu USD. Các thương vụ này được tài trợ bằng nợ bổ sung, điều này giải thích sự gia tăng nợ trong năm tài chính 2010 như thấy trong Hình 13.3. Dù có những khoản đầu tư này, tính đến cuối năm tài chính 2016, doanh thu của Avaya đã giảm 29.9% so với mức năm 2007.

Hình 13.3 cho thấy mức nợ của Avaya tăng vào năm 2009 lên 5.9 tỷ USD (do hai thương vụ mua lại) và tỷ lệ nợ (nợ chịu lãi trên tổng tài sản) tăng lên 59.5%.

Từ năm 2010 đến 2016, mức nợ duy trì khá ổn định, nhưng tỷ lệ nợ trên tài sản (debt-to-asset ratio) tăng mạnh khi các khoản lỗ làm giảm giá trị tài sản của Avaya. Đến năm 2016, mức nợ là 6,0 tỷ đô la và tỷ lệ nợ là 102,3%. (Khi tỷ lệ nợ vượt quá 100%, điều đó có nghĩa là nợ chịu lãi (interest-bearing debt) lớn hơn tổng tài sản.)

Do đó, sự kết hợp giữa doanh thu suy giảm và chi phí lãi vay cao đã làm trầm trọng thêm các vấn đề tài chính của Avaya (phần nào tương tự như trường hợp của Massey Ferguson). Những cải thiện trong hoạt động của Avaya không đủ để trả bớt nợ, nhưng tổng mức nợ của công ty vẫn gần như không đổi trong giai đoạn 2010–2016. Một phức tạp bổ sung là phần lớn khoản nợ ban đầu của công ty đến hạn vào năm 2014. Dự đoán ban đầu của Avaya là một phần khoản nợ này sẽ được trả bớt và một phần được tái cấp vốn. Như được thấy trong Hình 13.3, việc trả nợ đã không xảy ra, nhưng Avaya đã thực hiện bốn đợt tái cấp vốn lớn trong giai đoạn này (vào các năm 2011, 2013, 2014 và 2015). Trong mỗi lần tái cấp vốn, Avaya đã thanh toán khoản nợ đến hạn và thay thế bằng khoản nợ có kỳ hạn dài hơn.

Avaya Nộp Đơn Xin Phá Sản Theo Chương 11

Tại sao Avaya nộp đơn xin phá sản?

Avaya đã đều đặn thanh toán lãi vay và tái cấp vốn cho khoản nợ khi đến hạn, và xếp hạng trái phiếu của công ty duy trì ổn định trong giai đoạn 2007–2015 (với xếp hạng nợ trung bình là B3 từ Moody's và B- từ Standard and Poor's). Tuy nhiên, như được trình bày trong Hình 13.3, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên, và vị thế của Avaya trên thị trường sản phẩm suy giảm (được đo bằng doanh thu sụt giảm). Vào cuối năm 2016, Avaya cần tái cấp vốn cho khoản nợ của mình một lần nữa. Thật không may, như đã đề cập ở trên, hoạt động kinh doanh của Avaya trong năm 2016 đã suy giảm mạnh. Doanh thu giảm từ 4,1 tỷ đô la trong năm 2015 xuống còn 3,7 tỷ đô la trong năm 2016. Quan trọng hơn, thu nhập hoạt động trở nên âm và thu nhập ròng, vốn đã âm 144 triệu đô la, tụt xuống còn âm 730 triệu đô la.

Vào cuối năm 2016, có vẻ như dòng tiền trong tương lai của Avaya sẽ không đủ để trang trải các khoản thanh toán lãi vay. Ngoài ra, như được minh họa trong Hình 13.3, mức nợ của công ty lúc này đã vượt quá giá trị tài sản. Những kết quả này khiến khả năng tái cấp vốn của Avaya bị nghi ngờ. Vì Avaya không có tiền để trả lãi vay cũng như không có khả năng vay nợ mới, công ty đã nộp đơn xin phá sản (thực chất là đã cạn tiền mặt).4

Avaya đã nộp đơn xin bảo hộ phá sản theo Chương 11 (Chapter 11) vào ngày 19 tháng 1 năm 2017, với tài sản 5,5 tỷ đô la và nợ 6,3 tỷ đô la. Công ty đã thoát khỏi thủ tục phá sản theo Chương 11 chưa đầy một năm sau đó, vào ngày 15 tháng 12 năm 2017, và trở thành công ty đại chúng một lần nữa (mã chứng khoán AVYA). Quá trình này diễn ra như thế nào được trình bày chi tiết dưới đây.

Những thách thức về thị trường sản phẩm của Avaya từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007 cộng với sự cạnh tranh từ các đối thủ lớn hơn, có tài chính vững mạnh hơn đã làm tổn hại đến vị thế thị trường sản phẩm, doanh thu và thu nhập của công ty. Cùng với gánh nặng nợ nần chồng chất do các chủ sở hữu mới áp đặt, điều này đã cản trở công ty và đẩy công ty vào tình trạng khó khăn tài chính. Nếu Avaya chưa bao giờ sử dụng đòn bẩy tài chính, chắc chắn công ty sẽ dễ dàng sống sót hơn nhiều mà không cần phá sản.

Bây giờ, chúng ta hãy chuyển sang kinh tế học và các quy tắc thể chế liên quan đến tình trạng khó khăn tài chính.

4Chúng tôi đã nêu ở đầu cuốn sách rằng một CFO có ba nhiệm vụ chính. Nhiệm vụ đầu tiên là không được để cạn tiền mặt. Avaya đã hết tiền.

NGUYÊN TẮC KINH TẾ CỐT LÕI CỦA PHÁ SẢN LÀ CỨU CÁC DOANH NGHIỆP KHẢ THI

Khi nào chúng ta nên cứu một công ty đang gặp khó khăn tài chính? Hay nói cách khác, khi nào chúng ta nên thanh lý một công ty đang gặp khó khăn tài chính? Nhiều người nghĩ rằng phá sản là dấu hiệu chấm dứt hoạt động của công ty. Đôi khi điều đó đúng, nhưng không nhất thiết là kết quả thực tế hoặc tối ưu. Điều này đặc biệt đúng nếu phá sản do các chính sách tài chính sai lầm gây ra, thay vì thất bại trên thị trường sản phẩm.

Hầu hết mọi người hiểu rằng khó khăn tài chính có thể xảy ra do các vấn đề thị trường sản phẩm (ví dụ, khi có sản phẩm tốt hơn hoặc rẻ hơn, như trong ví dụ Kodak của chúng ta). Avaya đã gặp phải một số điều này với sự sụt giảm doanh số bán phần cứng, kinh tế suy thoái và sự cạnh tranh gia tăng từ Microsoft và Cisco. Nếu hoạt động kinh doanh trở nên không có lãi, công ty phải giải quyết các vấn đề thị trường sản phẩm để tiếp tục tồn tại. Điều này thường bao gồm cắt giảm các mảng không sinh lời, bán tài sản và giảm chi phí. Đôi khi điều này có hiệu quả và ít nhất một phần hoạt động của công ty tiếp tục. Đôi khi không hiệu quả và công ty không còn tồn tại.

Tuy nhiên, khó khăn tài chính cũng có thể xảy ra do lựa chọn chính sách tài chính của công ty. Đây là trường hợp của Massey Ferguson, khi công ty có vị thế vững chắc trong phân khúc máy kéo cỡ nhỏ nhưng lại mang quá nhiều nợ khi kinh tế suy thoái. Avaya cũng gặp tình huống tương tự sau khi về tư nhân và sử dụng đòn bẩy tài chính: công ty có thể đã sống sót qua các vấn đề thị trường sản phẩm của mình (thực tế, thu nhập hoạt động của công ty vẫn dương trong phần lớn giai đoạn 2008–2016) với cơ cấu vốn cũ không có nợ. Chính các nghĩa vụ nợ bắt buộc đã đẩy công ty đến bờ vực khó khăn tài chính.

Mặc dù không phải lúc nào cũng đúng, một quy tắc chung để xác định doanh nghiệp có nên tồn tại hay không là doanh nghiệp đó có hoạt động sinh lời hay không. Nói cách khác, không phụ thuộc vào cấu trúc vốn (capital structure) của doanh nghiệp, liệu doanh nghiệp có kiếm được tiền trên thị trường sản phẩm hay không? Một cách diễn đạt khác là: Nếu doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu (equity) thì liệu nó có còn sinh lời không?

KHI NÀO DOANH NGHIỆP NÊN NỘP ĐƠN PHÁ SẢN?

Phá sản là gì? Phá sản là một quy trình pháp lý áp dụng lệnh tự động hoãn thi hành (automatic stay) (tức là một hành động pháp lý ngăn chặn các chủ nợ đòi nợ) đối với mọi khoản đòi nợ (claims) chống lại doanh nghiệp. Điều này bao gồm cả các khoản thanh toán lãi và gốc cho các chủ nợ. Phá sản cũng khởi động một thủ tục dưới sự giám sát của tòa án nhằm thay đổi các khoản đòi nợ đối với doanh nghiệp. Về cơ bản, nó dừng các khoản thanh toán cho chủ nợ và phân bổ lại ai sẽ nhận được dòng tiền hoạt động (operating cash flows). Phá sản giúp ích gì? Nếu các nghĩa vụ dòng tiền của doanh nghiệp được giảm đủ, đặc biệt là đối với các chủ nợ, thì giá trị của doanh nghiệp có thể trở nên dương. Có nhất thiết phải khai phá sản để làm điều này không? Không, doanh nghiệp có thể tái cấu trúc bằng cách yêu cầu các bên có quyền đòi nợ (claimants) tự nguyện thay đổi các quyền đòi nợ của họ. Nếu doanh nghiệp có thể hoàn tất việc tái cấu trúc tự nguyện, thì thường không cần phá sản. Trong thế giới M&M (với chi phí giao dịch bằng không, không có chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress), thuế bằng không, không có bất đối xứng thông tin, và thị trường hiệu quả), các quyền đòi nợ của doanh nghiệp sẽ được các bên nắm giữ quyền đòi nợ (claimholders) định giá lại một cách đơn giản và không tốn kém.5 Tuy nhiên, chúng ta biết rằng thế giới M&M không thực tế và các cuộc tái cấu trúc không hề không tốn kém.

5Các cuộc đàm phán giữa các chủ nợ của Massey được thảo luận trong Chương 5 thực chất là một cuộc tái cấu trúc, không phải phá sản. Massey đã tái cấu trúc các khoản nợ phải trả (liabilities) của mình bằng cách chuyển đổi nợ ngắn hạn thành vốn chủ sở hữu mới.

Điều gì ngăn cản các doanh nghiệp luôn tái cấu trúc nợ của họ ngoài phá sản? Mặc dù nhiều doanh nghiệp tái tổ chức ngoài phá sản (ví dụ, các giao ước (covenants) thường được sửa đổi, các khoản thanh toán bị bỏ qua, v.v.), có hai trở ngại chính. Thứ nhất là làm cho mọi người đồng ý, và thứ hai là thuế.

Trong một số tình huống, có các khuyến khích kinh tế khiến các chủ nợ 'cầm cự' ("hold out") và không tham gia tái cấu trúc. Cụ thể, nếu tất cả các chủ nợ trừ một người đồng ý giảm khoản thanh toán (thấp hơn giá trị hợp đồng của khoản nợ của họ), thì chủ nợ duy nhất không đồng ý (tức là cầm cự) có thể nhận được thanh toán đầy đủ trong khi những người khác nhận được ít hơn.6

Ví dụ, giả sử một công ty có 100 chủ nợ với khoản đòi nợ mỗi người 1 triệu đô la, tổng cộng 100 triệu đô la. Giả định thêm rằng do những thay đổi trên thị trường sản phẩm, giá trị của công ty hiện chỉ còn 80.2 triệu đô la. Công ty đề nghị mỗi chủ nợ một khoản nợ mới trị giá 800,000 đô la, tổng cộng 80 triệu đô la. Nếu 99 chủ nợ đồng ý trao đổi và một người không đồng ý, những người đồng ý sẽ nhận được khoản đòi nợ mới trị giá 800,000 đô la, còn người không chịu trao đổi (holdout) vẫn giữ nguyên khoản đòi nợ ban đầu trị giá 1 triệu đô la (tổng cộng là 80.2 triệu đô la). Dễ hiểu là nhiều chủ nợ có thể cùng lúc tính toán như vậy, nên thay vì chỉ một người không chịu trao đổi, có thể có nhiều người, và lúc đó đề nghị trao đổi sẽ thất bại.

Vậy, chẳng lẽ chúng ta không thể tập hợp đủ những chủ nợ hợp lý để có được biểu quyết đa số rồi ép mọi người chấp nhận cùng một thỏa thuận sao? Không. Ngay cả với đa số, chúng ta cũng không thể ép tất cả mọi người chấp nhận việc trao đổi, ít nhất là khi chưa phá sản. Tại sao không? Tại Mỹ, Đạo luật về Tín thác và Khế ước năm 1939 (Trust and Indenture Act of 1939) cấm việc thay đổi gốc, lãi suất hoặc thời gian đáo hạn của nợ công mà không có sự đồng thuận nhất trí. Do đó, chỉ cần một người không chịu trao đổi (holdout) cũng có thể phá hỏng một thỏa thuận tiềm năng khi chưa phá sản.

Một động cơ khác thúc đẩy việc không chịu trao đổi (holdout) trong quá trình tái cấu trúc xuất hiện sau vụ phá sản năm 1986 của Tập đoàn LTV. Trong vụ này, công ty đã nộp đơn phá sản sau khi một cuộc tái tổ chức đã diễn ra. Trong quá trình phá sản, thẩm phán đã phán quyết rằng những chủ nợ đã từng trao đổi (tức là đổi khoản nợ cũ sang khoản nợ mới có giá trị thấp hơn) chỉ có thể đòi giá trị của khoản nợ 'đã tái tổ chức' thay vì số tiền gốc mà họ đã được hứa trước khi thỏa thuận tái tổ chức. Những người không chịu trao đổi (holdout) không đổi nợ cũ sang nợ mới giảm giá trị vẫn giữ được khoản đòi nợ gốc có giá trị cao hơn trong quá trình phá sản. Kể từ vụ kiện năm 1986 này, các chủ nợ lo ngại rằng nếu họ tham gia tái cấu trúc, họ sẽ có khoản đòi nợ bị giảm giá trị nếu sau đó công ty nộp đơn phá sản. Điều này làm tăng động cơ không chịu trao đổi của họ.

LÀM CÁCH NÀO ĐỂ ÉP MỘT ĐỀ NGHỊ TÁI CẤU TRÚC ĐƯỢC CHẤP NHẬN?

Như đã giải thích ở trên, có động cơ để trở thành nhà đầu tư không chịu trao đổi (holdout investor) vì nếu công ty sống sót, chủ nợ không chịu trao đổi sẽ được thanh toán đầy đủ. Vấn đề là nếu quá nhiều nhà đầu tư đi đến kết luận giống nhau, việc tái cấu trúc sẽ thất bại và mọi người đều bị thiệt. Vì vậy, các chuyên gia tài chính đã đưa ra một số

6Trên thực tế, các chủ nợ và các bên có quyền đòi nợ khác thường sẽ phản đối việc tái cơ cấu, ngay cả khi nó làm tăng tổng giá trị của công ty, nếu "phần bánh" của họ trong thanh lý lớn hơn.

về các chiến lược để khuyến khích các nhà đầu tư kháng cự (holdout investors) đồng ý với một cuộc trao đổi (về cơ bản biến vấn đề kháng cự thành vấn đề "giữ chân" (hold-in)).

Trong một cuộc trao đổi được đề xuất, chứng khoán mới thường có một số đặc điểm sau để khiến nhà đầu tư kháng cự bị thiệt hại:

1. Nếu có thể, khoản nợ mới được xếp ưu tiên cao hơn khoản nợ cũ. Điều này có nghĩa là nếu phá sản xảy ra sau đó, các chủ nợ của khoản nợ mới (những người đã trao đổi) có quyền ưu tiên cao hơn bất kỳ nhà đầu tư kháng cự nào.

2. Kỳ hạn của khoản nợ mới ngắn hơn khoản nợ cũ. Điều này khiến nhà đầu tư kháng cự phải chịu rủi ro cao hơn những người đã trao đổi.

3. Nếu không thể xếp khoản nợ mới ưu tiên hơn khoản nợ cũ, "chấp thuận rút lui" (exit consents) được sử dụng để tước bỏ các giao ước (covenants). Trong khi Đạo luật Ủy thác và Khế ước Hoa Kỳ (U.S. Trust and Indenture Act) quy định rằng bạn không thể thay đổi lãi suất hoặc kỳ hạn, hầu hết các trái phiếu cho phép thay đổi các giao ước với hai phần ba số phiếu. Bằng cách loại bỏ các giao ước trên khoản nợ cũ, nhà đầu tư kháng cự sẽ bị thiệt hại.

4. Nếu được phép, việc trao đổi nợ cũ bằng cả tiền mặt và nợ mới có thể hấp dẫn hơn so với giữ nợ cũ, mặc dù nợ cũ có giá trị cao hơn. Trong khi những người kháng cự giữ lại yêu cầu ban đầu của họ, những người trao đổi nhận được một phần thanh toán bằng tiền mặt ngay lập tức, do đó giảm rủi ro nếu công ty không thể trả nợ trong tương lai.

5. Yêu cầu tỷ lệ chấp nhận cao để cuộc trao đổi có hiệu lực tạo ra một tình thế tiến thoái lưỡng nan (prisoners' dilemma) vì mỗi nhà đầu tư kháng cự trở thành một điểm quyết định quan trọng (tức là xác suất tái cơ cấu thành công mà không có từng nhà đầu tư cụ thể sẽ bị giảm).

Trở ngại chính thứ hai đối với tái cơ cấu là thuế. Mục 108 của bộ luật thuế IRS (Internal Revenue Service) quy định rằng việc xóa nợ (ngoài phá sản) phải được ghi nhận ngay lập tức như thu nhập. Do đó, một công ty gặp khó khăn tài chính với không đủ tiền mặt có thể phải trả một khoản thuế nếu tái cơ cấu nợ của mình. (Trong ví dụ trên, giá trị khoản nợ giảm từ 100 triệu đô la xuống còn 80,2 triệu đô la, và điều này sẽ tạo ra 19,8 triệu đô la thu nhập chịu thuế.)7

Tái cấu trúc (restructuring) tốn kém, và trong một số trường hợp, vấn đề chủ nợ ngoan cố (holdout problem) hoặc vấn đề nợ thuế (tax indebtedness problem) có thể ngăn cản một giải pháp thương lượng. Vậy nếu một công ty không thể vượt qua

7Lưu ý rằng đây không phải là vấn đề nếu khoản lỗ của công ty vượt quá khoản nợ được hủy/miễn. Có nhiều sự phức tạp khác trong quá trình tái cấu trúc. Ví dụ, nếu công ty có sự thay đổi về quyền sở hữu, điều này có thể hạn chế số lỗ hoạt động trước đó mà công ty có thể sử dụng trong một năm nhất định. Nếu công ty mất khả năng thanh toán (nợ lớn hơn tài sản), việc hủy nợ ngoài phá sản không dẫn đến thuế cho đến khi số nợ được hủy làm cho công ty trở nên có khả năng thanh toán trở lại. Con nợ cũng thường có thể giảm giá trị tài sản hoặc sử dụng lỗ hoạt động trước đó để bù đắp cho số nợ được hủy (tức là số tiền được xóa nợ). Cũng có thể trao đổi nợ thành vốn chủ sở hữu, ở một mức độ nào đó. Cuối cùng, nếu một chủ nợ cũng là cổ đông, việc xóa nợ có thể được coi là tăng cơ sở chi phí của vốn chủ sở hữu.

vấn đề chủ nợ ngoan cố (holdout problem) hoặc hậu quả thuế? Công ty vẫn có lựa chọn nộp đơn phá sản (file for bankruptcy). Phá sản giải quyết cả vấn đề chủ nợ ngoan cố lẫn vấn đề thuế. Trong phá sản, Đạo luật Tín thác và Trái phiếu (Trust and Indenture Act) không còn hiệu lực. Một tỷ lệ đủ lớn các chủ nợ (tỷ lệ này được định nghĩa bên dưới) có thể buộc tất cả các bên yêu cầu (claimants) trong một nhóm phải chấp nhận thỏa thuận đã thương lượng. Hơn nữa, việc hủy nợ không phải là sự kiện chịu thuế trong phá sản.

Tuy nhiên, phá sản cũng tốn kém theo cách riêng của nó. Chương 6 đã xem xét bằng chứng thực nghiệm rằng chi phí phá sản trực tiếp (ví dụ: chi phí luật sư, kế toán, và tòa án) là 2–5% tổng giá trị công ty đối với các công ty lớn (Fortune 500) và có thể là 20–25% đối với các công ty vừa (mid-cap). Ngoài ra, chi phí gián tiếp của khó khăn tài chính (financial distress) có thể cao hơn nhiều (ví dụ: mất khách hàng, nhà cung cấp, nhân viên, và cơ hội kinh doanh; ban quản lý tập trung vào việc cứu công ty hơn là cạnh tranh trên thị trường). Do đó, vẫn có động cơ để cố gắng tìm giải pháp ngoài phá sản.

Có cách nào khác để giảm chi phí tái tổ chức ngoài việc tái cấu trúc hoặc phá sản không? Có, có một cách tái tổ chức khác vừa nằm trong vừa nằm ngoài phá sản. Đó được gọi là phá sản 'chuẩn bị trước' (prepackaged bankruptcy). Điều này được thực hiện bằng cách thương lượng (giống như tái cấu trúc) trước khi nộp đơn phá sản, sau đó nộp đơn phá sản với kế hoạch tái tổ chức đã được thương lượng. Điều này ngăn chặn bất kỳ chủ nợ ngoan cố nào phá hoại việc tái tổ chức vì việc nộp đơn phá sản buộc họ phải chấp nhận kế hoạch mà các chủ nợ khác đã đồng ý. Nó cũng cho phép công ty thoát khỏi phá sản gần như nhanh như khi bước vào. Về cơ bản, đây là một sự tái cấu trúc không yêu cầu sự nhất trí và tránh việc đánh thuế thu nhập xảy ra khi hủy nợ.

Cũng có chi phí cho các vụ phá sản được chuẩn bị trước (prepackaged bankruptcies). Thứ nhất, công ty phải có đủ dòng tiền (cash flows) để tiếp tục hoạt động và thanh toán các nghĩa vụ nợ trong quá trình đàm phán. Điều này có nghĩa là công ty phải nhận ra xác suất gặp khó khăn tài chính (financial distress) trước khi tình hình trở nên quá nghiêm trọng. Đôi khi ban quản lý ngần ngại nhận ra các vấn đề đang phát triển của công ty; những lúc khác, các vấn đề lại đến bất ngờ và không lường trước được. Thứ hai, không có lệnh tự động hoãn (automatic stay) trong quá trình đàm phán, điều này có nghĩa là một số chủ nợ, khi được cảnh báo về khả năng gặp khó khăn từ các cuộc đàm phán, có thể cố gắng thực thi các yêu cầu của họ trong quá trình đó. Thứ ba, các khoản đòi nợ không có bảo đảm (unsecured claims) (ví dụ: thương mại, cho thuê, nhân viên/công đoàn) thường khó xác định bên ngoài phá sản. Chỉ sau khi nộp đơn phá sản, tất cả các khoản đòi nợ mới được biết.8 Tuy nhiên, phá sản được chuẩn bị trước có thể hữu ích trong việc giảm chi phí bằng cách tránh một quá trình phá sản kéo dài.

CÁC QUY TẮC PHÁ SẢN

Bộ luật phá sản Hoa Kỳ có hai loại phá sản doanh nghiệp chính: Chương 7 và Chương 119 (được gọi như vậy vì chúng đề cập đến các chương cụ thể trong bộ luật phá sản).10

Chương 7 giám sát việc thanh lý có trật tự của một doanh nghiệp, trong đó tài sản được bán

8Các doanh nghiệp thường phải đối mặt với các khoản yêu cầu trong phá sản cao hơn những khoản được ghi trên bảng cân đối kế toán (balance sheets) của họ.
Điều này một phần do một số giá trị chưa được biết trước khi phá sản và một phần do các chủ nợ phóng đại các khoản yêu cầu của họ với dự đoán rằng họ sẽ phải từ bỏ một phần trong số đó.
9Chương 13 của bộ luật phá sản liên quan đến phá sản cá nhân đối với những người có khả năng trả nợ theo thời gian (ví dụ: năm năm) và cho phép họ giữ lại toàn bộ tài sản của mình.
10Các tác giả của cuốn sách này đã cân nhắc đặt chương này trước chương về Apple để nó có thể là Chương 11 nhưng quyết định đặt nó ở nơi phù hợp nhất về mặt khái niệm.

(từng phần hoặc toàn bộ). Đây là giải pháp mong muốn nếu giá trị của tài sản trong thanh lý lớn hơn giá trị của tài sản trong hoạt động liên tục. Điều này thường là kết quả của các vấn đề về thị trường sản phẩm không thể khắc phục được. Trong các vụ phá sản theo Chương 7, các chủ nợ được thanh toán theo thứ tự ưu tiên của họ (ví dụ: nợ có bảo đảm thứ nhất, nợ có bảo đảm thứ hai, nợ không có bảo đảm, và sau đó là vốn chủ sở hữu).

Tuy nhiên, nếu giá trị của tài sản trong hoạt động liên tục lớn hơn trong thanh lý, thì công ty nên tiếp tục hoạt động. Chương 11 cho phép tái cơ cấu các quyền đòi nợ của công ty thông qua đàm phán giữa các chủ nợ (claimants), những người quyết định mỗi nhóm chủ nợ sẽ nhận được bao nhiêu. Ý tưởng trung tâm trong phá sản theo Chương 11 là xác định tất cả các khoản nợ phải trả của công ty, thiết lập thứ tự ưu tiên của chúng, và tạo ra một quy trình mà theo đó những chủ nợ sẽ không được thanh toán đầy đủ có quyền quyết định thanh lý hay cho phép công ty tiếp tục hoạt động.11 Lập luận là chính những chủ nợ có vốn đang gặp rủi ro là những người có khả năng đánh giá tốt nhất liệu công ty có đáng giá hơn như một doanh nghiệp hoạt động liên tục (going concern) hay không.

Trong phần còn lại của chương này, chúng ta tập trung vào phá sản theo Chương 11 — nghĩa là các vụ phá sản mà giá trị hoạt động của công ty là dương và công ty sẽ có lãi nếu nó có các chính sách tài chính đúng đắn.

Một điểm quan trọng: Phá sản theo Chương 11 tự nó không giải quyết bất kỳ vấn đề nào trên thị trường sản phẩm. Quá trình phá sản có thể dẫn đến ban quản lý mới, chiến lược mới và tái định vị công ty. Tuy nhiên, đây không phải là mục tiêu của luật phá sản và sẽ không tự nhiên xảy ra như một phần của quá trình phá sản. Quá trình phá sản được thiết kế để phân phối lại dòng tiền tương lai của công ty bằng cách quyết định chủ nợ nào nhận được chúng và với số lượng bao nhiêu. Do đó, luật phá sản chỉ giúp một công ty như Avaya phân phối lại dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh.

Ai điều hành công ty trong quá trình phá sản theo Chương 11? Đây là một câu hỏi quan trọng vì nó giúp xác định những quyền đòi nợ nào sẽ được coi là hợp lệ, những thay đổi nào sẽ được thực hiện đối với hoạt động trên thị trường sản phẩm, những thay đổi nào sẽ được thực hiện trong chính sách tài chính, và ai là người đầu tiên đề xuất kế hoạch tái cơ cấu. Ở nhiều quốc gia, một người được ủy thác (trustee) sẽ được tòa án chỉ định để giám sát (và có thể thay thế) ban quản lý của công ty. Ở Mỹ, ban quản lý được trao cơ hội đầu tiên để tiếp tục nắm quyền (trừ các trường hợp chủ nợ có thể chứng minh gian lận hoặc quản lý sai trầm trọng). Những người phụ trách (cho dù là ban quản lý hiện tại hay người được ủy thác) có 120 ngày để đưa ra kế hoạch tái cơ cấu và sau đó thêm 60 ngày để các chủ nợ (những người tuyên bố công ty nợ họ tiền) phê duyệt nó. Tòa án có thể và thường xuyên gia hạn khoảng thời gian này.

Tính hợp lệ của các yêu cầu tài chính được nộp chống lại công ty phá sản được xác định như thế nào? Tòa án, với các thẩm phán là con người, đánh giá xem các yêu cầu chống lại một công ty có hợp pháp hay không.

---

11. Các chủ nợ có bảo đảm (secured creditors) chỉ được bảo đảm đến giá trị tài sản thế chấp (collateral) của họ. Ví dụ, nếu một chủ nợ có bảo đảm được nợ 100 triệu đô la với tài sản thế chấp trị giá 80 triệu đô la, thì chủ nợ đó chỉ được bảo đảm đến 80 triệu đô la. 20 triệu đô la bổ sung trở thành yêu cầu không có bảo đảm (unsecured claim). Ngoài ra, lãi tích lũy (accrued interest) trong quá trình phá sản cũng chỉ được bảo đảm đến giá trị tài sản thế chấp. Ví dụ, nếu một chủ nợ có bảo đảm được nợ 100 triệu đô la với tài sản thế chấp trị giá 105 triệu đô la, thì bất kỳ khoản lãi nào vượt quá 5 triệu đô la là một yêu cầu không có bảo đảm. Điều này có nghĩa là một chủ nợ có bảo đảm được nợ 100 triệu đô la (với tài sản thế chấp trị giá 100 triệu đô la) có thể chấp nhận ít hơn 100 triệu đô la để giải quyết nhanh chóng. Tại sao? Vì họ có thể phải chờ đợi nhiều năm để thu hồi và bất kỳ khoản lãi tích lũy nào sẽ không được bảo đảm và khó có thể được trả đầy đủ.

(bên cạnh nhiều quyết định khác). Nếu các thẩm phán quan trọng, liệu một công ty có thể tìm kiếm một thẩm phán có khả năng phán quyết có lợi cho mình không? Về mặt kỹ thuật, một công ty có quyền lựa chọn nộp đơn phá sản tại nơi công ty được thành lập, nơi công ty đặt trụ sở chính, hoặc nơi công ty có địa điểm kinh doanh chính. Điều này cho phép các tập đoàn có sự linh hoạt đáng kể trong việc lựa chọn tòa án (và do đó là thẩm phán). Nhưng liệu các công ty có sử dụng sự linh hoạt này khi quyết định nơi nộp đơn phá sản không? Có bằng chứng giai thoại cho thấy họ làm vậy. Ví dụ, một trong các đồng tác giả của bạn đã ghi nhận rằng tại một thời điểm, hơn 30% các vụ phá sản doanh nghiệp tại NYSE và ASE được nộp đơn tại Quận phía Nam của New York mặc dù lúc đó có 93 quận tòa án phá sản. (Vị trí của các hồ sơ này không thể được biện minh bởi quy mô hoặc độ phức tạp của các vụ việc.12)

Vậy, làm thế nào để kế hoạch tái tổ chức phá sản được phê duyệt? Như đã đề cập ở trên, công ty phá sản (được đại diện bởi ban quản lý hoặc người được ủy thác) có 120 ngày để lập kế hoạch tái tổ chức và sau đó thêm 60 ngày để được các chủ nợ (người nắm giữ nợ và người nắm giữ vốn cổ phần) chấp thuận (mặc dù tòa án thường gia hạn thời gian này). Cần có sự chấp thuận từ mỗi nhóm chủ nợ sẽ bị ảnh hưởng theo kế hoạch. Một nhóm chủ nợ là tất cả các chủ nợ có cùng thứ tự ưu tiên pháp lý (ví dụ: người nắm giữ nợ cao cấp (senior debt holders), người nắm giữ nợ thứ cấp (subordinated debt holders), cổ đông (equity holders), v.v.) Trong mỗi nhóm chủ nợ, cần có sự chấp thuận của đa số về số lượng (mỗi chủ nợ hoặc cổ đông có một phiếu) và hai phần ba về giá trị bằng tiền. Tất cả điều này có nghĩa là gì? Thứ nhất, chỉ những chủ nợ bị ảnh hưởng mới được bỏ phiếu. Nếu kế hoạch trả đầy đủ cho một nhóm chủ nợ, những chủ nợ này sẽ không bỏ phiếu (họ được coi là đã bỏ phiếu chấp nhận kế hoạch). Thứ hai, chỉ những chủ nợ bỏ phiếu mới thực sự được tính. Thứ ba, một kế hoạch có thể bị chặn theo một trong hai cách: hoặc bởi đa số người bỏ phiếu hoặc bởi những người bỏ phiếu đại diện cho một phần ba tổng số tiền nợ của nhóm.

Sử dụng ví dụ ở trên về một công ty có 80,2 triệu đô la tài sản và 100 chủ nợ
mỗi người được nợ 1 triệu đô la. Nếu tất cả mọi người bỏ phiếu, ít nhất 51 chủ nợ (chiếm đa số) nắm giữ
ít nhất 67 triệu đô la trong các khoản nợ (hai phần ba giá trị bằng đô la) phải bỏ phiếu ủng hộ để được
chấp thuận.13 Nếu điều này xảy ra và tất cả các nhóm khác cũng bỏ phiếu ủng hộ, bất kỳ người nào từ chối
đều bị buộc
phải chấp nhận việc trao đổi. Nếu các khoản nợ của các chủ nợ không được phân bổ đều, vẫn
cần đa số về số lượng những người bỏ phiếu và hai phần ba về giá trị bằng đô la.

Phá sản xử lý như thế nào với một kế hoạch chưa được xác nhận (tức là kế hoạch bị những người bỏ phiếu bác bỏ)? Đầu tiên, thẩm phán có thể cho phép các chủ nợ, thay vì ban quản lý, đưa ra một kế hoạch. Thứ hai, thẩm phán có thể phê duyệt một kế hoạch và buộc đạt được thỏa thuận ngay cả khi không phải tất cả các nhóm bỏ phiếu ủng hộ—điều này được gọi là ép buộc chấp nhận kế hoạch (cram down). Điều này xảy ra nếu thẩm phán xác định rằng những người yêu cầu bỏ phiếu chống lại kế hoạch sẽ nhận được ít hơn từ việc thanh lý công ty (theo đó những người yêu cầu được thanh toán theo thứ tự ưu tiên của họ). Trong quá khứ, quy trình để xác định liệu một người yêu cầu có nhận được ít hơn từ việc thanh lý hay không rất tốn thời gian. Gần đây, các tòa án và quy trình đã giảm đáng kể thời gian của quá trình phá sản.

12Ngày nay, Delaware dường như là địa điểm được lựa chọn.
13Trong trường hợp này, vì tất cả 100 người yêu cầu đều được nợ 1 triệu đô la mỗi người, sẽ cần 67 phiếu ủng hộ để đạt được hai phần ba tổng giá trị bằng đô la được nợ. Ràng buộc chính ở đây là hai phần ba giá trị. Nếu không phải tất cả người yêu cầu bỏ phiếu, một kế hoạch có thể bị chặn bởi một nửa số người bỏ phiếu hoặc bởi những người nắm giữ một phần ba giá trị được đại diện bởi những người bỏ phiếu đó.

DUY TRÌ GIÁ TRỊ CỦA MỘT CÔNG TY TRONG PHÁ SẢN

Một trong những điều mà một công ty cần làm trong quá trình phá sản theo Chương 11 là duy trì hoạt động. Như chúng tôi đã lưu ý ở Chương 1, một phần quan trọng trong công việc của CFO là quản lý dòng tiền của công ty. Trong thời gian phá sản, chỉ dừng trả lãi và trả nợ là không đủ. Nhân viên sẽ không làm việc nếu họ không được trả lương, và các nhà cung cấp của các công ty gặp khó khăn tài chính sẽ thường ngừng giao hàng mới trừ khi họ nhận được tiền mặt khi giao hàng. Như đã nêu ở trên, cũng cần phải khắc phục mọi vấn đề trong hoạt động của công ty.

Vậy, một công ty phá sản làm cách nào để có đủ tiền mặt tiếp tục hoạt động? À, việc công ty đã ngừng trả lãi và nợ giúp ích được phần nào, nhưng thường không đủ để duy trì hoạt động. Công ty vẫn (hy vọng là) thu được tiền mặt từ khách hàng. (Tuy nhiên, điều này có thể trở nên khó khăn vì một số khách hàng có thể ngừng giao dịch với công ty, và những người khác có thể trì hoãn thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ trước đó cho đến khi bị tòa án ra lệnh.) Tuy nhiên, hầu hết các công ty phá sản vẫn cần tài trợ (tức là họ cần huy động tiền mặt). Bán tài sản là một lựa chọn, nhưng việc này có thể mất thời gian và ảnh hưởng đến khả năng hoạt động liên tục (going concern) của công ty. Huy động từ thị trường nợ hoặc vốn chủ sở hữu thường không phải là lựa chọn cho các công ty sắp phá sản hoặc đã phá sản. Giải pháp thường là một hình thức tài trợ độc đáo gọi là 'tài trợ cho con nợ đang chiếm hữu tài sản' (debtor-in-possession financing – DIP financing).

DIP financing là một hình thức nợ được pháp luật phá sản cho phép, có quyền ưu tiên cao hơn tất cả các khoản nợ khác (tức là có siêu ưu tiên – super priority). Siêu ưu tiên là điều kiện cần để các công ty phá sản có thể huy động được vốn, vì nếu không có nó, các chủ nợ sẽ không muốn cho công ty vay trong thời gian phá sản. Theo định nghĩa, DIP financing vi phạm nguyên tắc ưu tiên tuyệt đối (absolute priority rule) vốn quy định rằng nợ có bảo đảm cấp cao được trả trước, sau đó đến nợ có bảo đảm cấp thấp, và cứ thế cho đến phần vốn chủ sở hữu được trả cuối cùng. Vì lý do này, DIP financing (và việc công ty sử dụng nó) phải được tòa án phê duyệt.

Một yếu tố độc đáo của DIP financing là mặc dù đây là khoản vay cho một công ty đang phá sản, rủi ro đối với người cho vay có thể không cao lắm nhờ vào siêu ưu tiên. Do đó, một công ty phá sản có thể vay với lãi suất thấp hơn cả mức trước khi phá sản—một đặc điểm nữa giúp công ty sống sót. (Lưu ý rằng không phải quốc gia nào cũng cho phép DIP financing.)

Vậy quá trình phá sản kéo dài bao lâu? Trước đây, các cuộc đàm phán phá sản có thể mất vài năm trước khi đạt được thỏa hiệp cuối cùng. Mặc dù một khi được phê duyệt, kế hoạch phá sản sẽ được áp dụng cho tất cả các bên, nhưng quá trình phê duyệt lại đòi hỏi biểu quyết của từng nhóm (class). Nếu các nhóm chủ nợ có thứ bậc thấp hơn không đồng ý, điều này có thể trì hoãn việc giải quyết cuối cùng. Tại sao các nhóm chủ nợ cấp thấp hơn lại không phê duyệt? Đôi khi họ cố tình trì hoãn bằng cách bỏ phiếu chống lại kế hoạch để giành được nhượng bộ từ các chủ nợ cao cấp hơn, đổi lại việc giải quyết nhanh hơn. Tuy nhiên, điều này không còn xảy ra thường xuyên như trước nữa.

Nghiên cứu gần đây của một trong các tác giả của bạn chỉ ra rằng: "Ngày nay . . . các chủ nợ đã nắm quyền kiểm soát quá trình phá sản thường là các chủ nợ có bảo đảm với quyền cầm giữ trên toàn bộ hoặc gần như toàn bộ tài sản và có ảnh hưởng rất lớn."14 Kết quả của những thay đổi kiểm soát này

14Xem Barry Adler, Vedran Capkun, và Lawrence A. Weiss, "Value Destruction in the New Era of Chapter 11." The Journal of Law Economics and Organizations 29 (2013).

làm cho quá trình phá sản hiện nay nhanh hơn nhiều so với 20 năm trước. Ngày nay, ngay cả các vụ phá sản rất lớn thường cũng chỉ cần chưa đầy một năm để hoàn tất, và thứ tự ưu tiên của các khoản nợ (priority of claims) thường là nguyên tắc chung thay vì ngoại lệ.

AVAYA THOÁT KHỎI PHÁ SẢN

Ai là người phụ trách Avaya trong quá trình phá sản? Ban quản lý cấp cao của Avaya không bị thay thế trước hoặc trong thời gian phá sản. Tuy nhiên, khi công ty thoát khỏi phá sản, CEO Kevin Kennedy (người đã phụ trách từ năm 2008) được thay thế bởi COO Jim Chirico (cũng đã làm việc tại Avaya từ năm 2008).

Như đã nêu ở trên, các chủ nợ (claimants) thường có xu hướng, khi biết rằng họ sẽ không được thanh toán đầy đủ,
thổi phồng số tiền mà họ yêu cầu doanh nghiệp phá sản nợ. Điều này đúng với
Avaya. Sau khi nộp đơn phá sản, Avaya nhận được 3,600 yêu cầu với tổng số khoảng 20
tỷ đô la—một con số vượt xa con số 6.3 tỷ đô la nợ phải trả mà Avaya thực tế
thể hiện trong hồ sơ nộp. Công ty đã phản đối hầu hết các yêu cầu này và tòa án đã đồng ý và bác bỏ nhiều yêu cầu.

Trong Bản Công bố Thông tin Sửa đổi (Amended Disclosure Statement) ngày 7 tháng 8 năm 2017, Avaya đã ước tính các nghĩa vụ nợ của mình như sau:

	(triệu đô la)
Các khoản yêu cầu hành chính	150.0
Phí chuyên môn	65.0
Tài trợ DIP (Debtor-in-possession financing)	727.0
Các khoản thuế ưu tiên	14.4
Các khoản nợ cầm giữ cấp một (First-lien claims)	4,377.6
Các khoản nợ cầm giữ cấp hai (Second-lien claims)	1,440.0
Nghĩa vụ lương hưu	1,240.3
Các khoản nợ không bảo đảm chung	305.0
Tổng cộng	8,319.3

Khoản tiền này bao gồm một hạng mục mới là 727 triệu đô la tài trợ cho con nợ đang chiếm hữu tài sản
(DIP) cũng như các nghĩa vụ lương hưu đã được trình bày lại. Avaya đã có được khoản vay DIP 727 triệu đô la
từ Citibank với lãi suất Libor + 750 điểm cơ bản để tiếp tục hoạt động trong thời gian
phá sản (lãi suất Libor 6 tháng trung bình là 1.475% trong năm 2017, nghĩa là
khoản vay DIP của Avaya có lãi suất khoảng 8.975%). Dòng tiền từ hoạt động và nguồn tài trợ DIP đã cung cấp thanh khoản để Avaya tiếp tục hoạt động trong suốt quá trình phá sản.

Điều gì đang diễn ra ở phía thị trường sản phẩm? Avaya đã cố gắng bán mảng kinh doanh trung tâm hợp đồng (contract-center). Công ty đã liên hệ với 34 người mua tiềm năng và 8 người đã đưa ra đề nghị bằng văn bản. Một đề nghị là 3,9 tỷ đô la nhưng các cuộc đàm phán đã đổ vỡ. Avaya sau đó

đã nhận được một đề nghị khác trị giá 3,7 tỷ đô la nhưng quyết định không theo đuổi.15 Công ty cũng đã liên hệ với 37 người mua tiềm năng cho mảng kinh doanh mạng và nhận được bốn đề nghị. Nhà đấu thầu cao nhất, ở mức 330 triệu đô la, đã rút khỏi thỏa thuận. Nhà đấu thầu cao nhất tiếp theo, Extreme Networks, cuối cùng đã mua lại mảng kinh doanh với giá 100 triệu đô la.16

Avaya đã nộp kế hoạch tái tổ chức đầu tiên vào ngày 13 tháng 4 năm 2017. Tuy nhiên, công ty không thể nhận được sự chấp thuận của các chủ nợ cho kế hoạch này. Vào ngày 9 tháng 9 năm 2017, tòa án đã đưa các con nợ và các bên liên quan chính của họ vào quá trình hòa giải, dẫn đến một kế hoạch thứ hai vào ngày 24 tháng 10 năm 2017, được các chủ nợ và tòa án phê duyệt vào ngày 28 tháng 11 năm 2017. Kế hoạch đã được xác nhận bao gồm:

■Khoản tài trợ của con nợ đang chiếm hữu (debtor-in-possession financing) trị giá 725 triệu đô la sẽ được hoàn trả đầy đủ khi sự thoát khỏi phá sản của công ty.

■Các chủ nợ có quyền cầm giữ cấp một (tức là các chủ nợ có bảo đảm cao cấp) đã nhận được 2.1 tỷ đô la Mỹ bằng tiền mặt và 99.3 triệu cổ phiếu phổ thông, trị giá ước tính tổng cộng 1.6 tỷ đô la Mỹ, tương đương 90.5% cổ phiếu phổ thông của công ty sau tái cơ cấu, có thể bị pha loãng tối đa 2.55% sau khi thoát khỏi phá sản. (Mức 2.55% này dựa trên kế hoạch khuyến khích cổ phiếu cho các giám đốc, nhân viên điều hành và một số nhân viên nhất định.) Như vậy, các chủ nợ có quyền cầm giữ cấp một đã nhận được khoảng 3.7 tỷ đô la Mỹ trong tổng số 4.4 tỷ đô la Mỹ của khoản đòi nợ.17 Điều này thể hiện mức thu hồi 84.1% số tiền đòi và 86.6% tổng số tiền thanh toán cho tất cả các chủ nợ.

■Các chủ nợ có quyền cầm giữ cấp hai (tức là các chủ nợ có bảo đảm xếp sau các chủ nợ có quyền cầm giữ cấp một) đã nhận 4.4 triệu cổ phiếu phổ thông, trị giá ước tính 70.4 triệu đô la Mỹ, khoảng 4% cổ phiếu phổ thông của công ty sau tái cơ cấu (cũng có thể bị pha loãng tối đa 2.55% sau khi thoát khỏi phá sản). Họ cũng nhận được 5.6 triệu chứng quyền (warrants) để mua thêm cổ phiếu phổ thông với giá thực hiện 25.55 đô la Mỹ mỗi cổ phiếu.18 Như vậy, các chủ nợ có quyền cầm giữ cấp hai đã nhận được khoảng 70.4 triệu đô la Mỹ trong tổng số 1.4 tỷ đô la Mỹ của khoản đòi nợ. Điều này thể hiện mức thu hồi 5.0% số tiền đòi và 1.7% tổng số tiền thanh toán cho tất cả các chủ nợ.

■Các chủ nợ không có bảo đảm nói chung (general unsecured creditors) có quyền lựa chọn nhận $58 triệu hoặc mua tối đa 200,000 cổ phiếu phổ thông. (Bất kỳ khoản tiền mặt nào không được trả cho các chủ nợ không có bảo đảm nói chung sẽ được trả cho các chủ nợ ưu tiên (first-lien creditors).) Như vậy, các chủ nợ không có bảo đảm đã nhận được $58.0 triệu trong số $305 triệu yêu cầu của họ. Điều này thể hiện tỷ lệ thu hồi là 19.0% số tiền yêu cầu và 1.4% tổng số tiền đã trả cho tất cả các chủ nợ.19

■ Tổng công ty Bảo hiểm Lợi ích Lương hưu (PBGC) đã nhận được 340 triệu đô la Mỹ trong tiền mặt và 6.1 triệu cổ phiếu phổ thông trị giá ước tính $97.6 triệu

---

15Xem https://www.crn.com/slide-shows/networking/300084634/avayas-reorganization-plan-filing-10-key-takeaways-for-partners.htm/pgno/0/5

16Xem https://www.bizjournals.com/sanjose/news/2017/03/08/extreme-networks-avaya-networking-acquisition.html

17Cổ phiếu của Avaya bắt đầu giao dịch vào ngày 18 tháng 12 năm 2017, mở cửa ở mức $15.875 và đóng cửa ở mức $18. Các tác giả đã chọn sử dụng mức giá $16 để định giá cổ phiếu trao cho các bên khiếu nại. Các ước tính về số tiền nợ cho từng loại bên khiếu nại được lấy từ Bản Tuyên bố Công bố Sửa đổi (Amended Disclosure Statement) nộp ngày 18/08/2017.

18Mặc dù tất cả các quyền chọn (options) đều có giá trị, nhưng rất khó để xác định giá trị cho các quyền chọn trong tình huống này. Vì giá thực hiện thấp hơn nhiều so với giá IPO, các tác giả đã không định giá các quyền chọn cho mục đích của phép tính này.

19Như đã lưu ý ở trên, trong các cuộc tổ chức lại theo Chương 11 (Chapter 11), nguyên tắc ưu tiên tuyệt đối (absolute priority) không phải lúc nào cũng được tuân thủ.

(khoảng 5,5% cổ phần phổ thông của công ty tái cơ cấu, chịu sự pha loãng tiềm năng 2,55% sau khi thoát khỏi tình trạng phá sản, như trên). Do đó, PBGC đã nhận được khoảng 437,6 triệu đô la trong số yêu cầu 1,2 tỷ đô la. Điều này thể hiện tỷ lệ thu hồi 36,5% số tiền yêu cầu và 10,4% tổng số tiền chi trả cho tất cả các chủ nợ.20

- Vốn chủ sở hữu trước khi thoát khỏi phá sản—cả cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông—đã bị hủy bỏ (tức là, các cổ đông cũ không nhận được gì). Các cổ phiếu cũ đã bị hủy, và cổ phiếu mới được phép phát hành gồm 55 triệu cổ phiếu ưu đãi với mệnh giá 0,01 đô la và 550 triệu cổ phiếu phổ thông với mệnh giá 0,01 đô la.
- Công ty mới (tái cơ cấu) đã đạt được khoản tài trợ dài hạn trị giá 2,9 tỷ đô la đến hạn vào ngày 15 tháng 12 năm 2024, và một hạn mức tín dụng quay vòng (revolving credit facility) trị giá 300 triệu đô la đến hạn vào ngày 15 tháng 12 năm 2022.

Ngoài ra, công ty dự kiến sẽ thanh toán đầy đủ các khoản yêu cầu hành chính khoảng 150 triệu đô la, phí chuyên môn 65 triệu đô la và các khoản thuế ưu tiên 14.4 triệu đô la.21

Do đó, khi Avaya thoát khỏi phá sản, công ty đã huy động được khoảng 3 tỷ đô la tài trợ mới. Trong năm tài chính 2017, trong khi phá sản, Avaya có lợi nhuận hoạt động dương 137 triệu đô la mặc dù doanh số giảm 11% (400 triệu đô la). Công ty chịu lỗ ròng 182 triệu đô la chủ yếu do chi phí lãi vay 243 triệu đô la (so với 471 triệu đô la năm 2016) và chi phí tái cơ cấu 98 triệu đô la. Kể từ năm 2018, việc giảm các khoản nợ và nghĩa vụ lương hưu từ quá trình phá sản dự kiến sẽ cải thiện dòng tiền (cash flow) hơn 300 triệu đô la trong tương lai.

TÓM TẮT

Doanh nghiệp phải đối mặt với khó khăn tài chính (financial distress) do thất bại của thị trường sản phẩm và/hoặc thị trường tài chính. Cả hai đều phải được khắc phục để doanh nghiệp tồn tại. Thất bại thị trường sản phẩm thường liên quan đến sự thay đổi trong điều kiện thị trường sản phẩm (ví dụ: sự thay đổi của các đối thủ cạnh tranh, sản phẩm mới, thay đổi chi phí), mặc dù chúng cũng có thể do quản lý yếu kém. Thất bại thị trường tài chính thường liên quan đến việc sử dụng các chính sách tài chính không đúng đắn, đặc biệt là chính sách cơ cấu vốn (capital structure policy). Việc tái cơ cấu tài chính các khoản nợ của doanh nghiệp và phá sản theo Chương 11, như đã thảo luận trong chương này, được thiết kế để khắc phục vấn đề sau, không phải vấn đề trước.

Những điểm chính cần nhớ

Tái cơ cấu và phá sản phân bổ lại dòng tiền (cash flows) của doanh nghiệp và do đó thay đổi giá trị của doanh nghiệp cũng như các thành phần của nợ và vốn chủ sở hữu (debt and equity).

Quyết định doanh nghiệp có nên tồn tại hay không nên dựa trên việc liệu doanh nghiệp, với các chính sách tài chính mới, có giá trị hơn khi hoạt động liên tục (going concern) so với khi thanh lý hay không (nói cách khác, nếu doanh nghiệp có NPV dương với các chính sách tài chính mới).

20PBGC là tổ chức chính phủ bảo lãnh một phần các kế hoạch hưu trí của doanh nghiệp. Họ là một bên yêu cầu bồi thường bổ sung trong Chapter 11. PBGC tuyên bố kế hoạch hưu trí của Avaya bị thiếu vốn 1.2 tỷ đô la. Trong quá trình phá sản, Avaya đã chấm dứt kế hoạch hưu trí cho 1,000 nhân viên đang hoạt động và 7,000 nhân viên đã nghỉ hưu. Xem https://www.reuters.com/article/us-bankruptcy-avaya/u-s-judge-clears-avaya-inc-to-exit-bankruptcy-idUSKBN1DS2W9

21Lưu ý rằng 215 triệu đô la gồm các khiếu nại hành chính và phí chuyên môn chiếm 4% giá trị sổ sách (book value) 5.2 tỷ đô la của doanh nghiệp tại thời điểm bắt đầu quá trình phá sản.

Có ba loại tái cấu trúc chính được sử dụng để giải quyết sự thất bại tài chính:

1. Tái cấu trúc tự nguyện. Điều này gặp khó khăn trong việc đạt được sự đồng ý của các chủ nợ và các vấn đề thuế từ việc xóa nợ.
2. Tái cấu trúc theo Chương 11 (Chapter 11) phá sản. Điều này giải quyết hai vấn đề nêu trên nhưng phát sinh thêm chi phí do sử dụng hệ thống pháp luật.
3. Phá sản được chuẩn bị trước (prepackaged bankruptcy). Về cơ bản, đây là một thỏa thuận tái cấu trúc tự nguyện được nộp lên tòa án phá sản để buộc những người không chịu thỏa thuận phải tuân thủ, và nó đòi hỏi phải nhận biết sớm về tình trạng khó khăn tài chính sắp xảy ra.

Nội dung sắp tới

Điều này kết thúc phần của cuốn sách dành riêng cho các quyết định tài trợ và các chính sách tài chính. Bây giờ chúng ta chuyển sang định giá, tức là cách đưa ra các quyết định đầu tư đúng đắn. Chương tiếp theo giới thiệu các công cụ chính được sử dụng trong định giá: chiết khấu và giá trị hiện tại ròng (NPV).

PHỤ LỤC 13.A: VẤN ĐỀ PHỐI HỢP GIỮA CÁC CHỦ NỢ

Một trong những đặc điểm thường bị bỏ qua của phá sản là nó yêu cầu tất cả mọi người trong cùng một hạng ưu tiên được thanh toán như nhau (tức là nhận được cùng một tỷ lệ phần trăm trên khoản đòi nợ của họ). Nếu không có đặc điểm này, nếu một công ty rơi vào tình trạng khó khăn tài chính, các chủ nợ sẽ có động cơ cố gắng được thanh toán trước. Điều này áp đặt chi phí giám sát đáng kể lên các chủ nợ. Cụm từ "ai đến trước được ưu tiên trước" (first in time is first in line) là yếu tố thúc đẩy đằng sau nhiều cuộc khủng hoảng ngân hàng ban đầu (xem khung bài viết để có một ví dụ nhẹ nhàng). Luật phá sản tạm hoãn quyền đòi nợ cá nhân của các chủ nợ, cung cấp một diễn đàn để đàm phán lại, và đảm bảo việc phân phối tương ứng giá trị tài sản giữa các chủ nợ có cùng ưu tiên theo hợp đồng.

AI ĐẾN TRƯỚC ĐƯỢC PHỤC VỤ TRƯỚC

Mary Poppins, một câu chuyện thiếu nhi hư cấu lấy bối cảnh ở London năm 1910, có một cảnh tuyệt vời minh họa khái niệm "ai đến trước được ưu tiên trước." Khi ông Banks (chủ nhân của Mary Poppins) đưa con trai mình, Michael, đến ngân hàng nơi ông làm việc, chủ tịch ngân hàng lấy số tiền tiết kiệm hai xu (tuppence) của cậu bé để gửi vào ngân hàng. Cậu bé muốn số tiền đó để mua hạt cho chim và lớn tiếng đòi lại tiền. Những người khác nghe thấy cậu bé và tin rằng ngân hàng đang từ chối trả tiền cho một người gửi tiền. Điều này gây ra một cuộc rút tiền hàng loạt (run on the bank), nơi những người gửi tiền xếp hàng để đòi lại tiền, và ngân hàng buộc phải tạm thời đóng cửa. Câu chuyện xảy ra trước khi các ngân hàng ở Anh hoặc Mỹ có bảo hiểm tiền gửi, điều đó có nghĩa là nếu một ngân hàng phá sản, người gửi tiền có thể mất tiền. Ngay khi có dấu hiệu rắc rối, người gửi tiền sẽ đổ xô đến ngân hàng để rút tiền. Những người đầu tiên sẽ nhận lại được toàn bộ tiền, trong khi những người cuối cùng sẽ không nhận được gì.

PHẦN BA

Đầu tư và Định giá

CHƯƠNG14
Giá trị thời gian của tiền: Chiết khấu và Giá trị hiện tại ròng (NPV)

Với chương này, chúng ta bắt đầu phần thứ ba của cuốn sách về định giá. Ở đầu cuốn sách, chúng tôi đã đề cập rằng một CFO có ba nhiệm vụ chính: đưa ra các quyết định tài trợ tốt, đưa ra các quyết định đầu tư tốt, và không bị hết tiền khi thực hiện hai nhiệm vụ đầu. Phần một đã xử lý vấn đề không bị hết tiền. Phần thứ hai đã xử lý về tài trợ tốt và các chính sách tài chính khác. Phần này xử lý việc đưa ra các quyết định đầu tư tốt. Để làm được điều đó, trước tiên chúng ta phải học các công cụ được sử dụng trong định giá.

Trong số đó, có lẽ quan trọng nhất là chiết khấu và giá trị hiện tại ròng (NPV). Không giống như nhiều tài liệu trong cuốn sách này (mà các tác giả của cuốn sách cảm thấy không được đưa vào các sách tài chính khác; nếu không chúng tôi đã không viết nó), chiết khấu và NPV được đề cập trong tất cả các sách kế toán và tài chính cơ bản. Phần tiếp theo là quan điểm của chúng tôi về chủ đề này.

GIÁ TRỊ THỜI GIAN CỦA TIỀN

Giá trị thời gian của tiền là một trong những khái niệm mạnh mẽ nhất trong tài chính. Đó là một khái niệm mà trẻ nhỏ hiểu khi chúng nói: "Con muốn nó ngay bây giờ, không phải lát nữa, bây giờ!" Khá đơn giản, ý tưởng là một đô la hôm nay (hoặc bất cứ thứ gì) có giá trị hơn một đô la ngày mai.

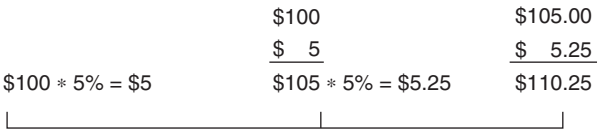
*Một cách dễ dàng để bắt đầu giải thích giá trị thời gian của tiền là xem xét một tài khoản ngân hàng. Nếu bạn đầu tư 100 đô la vào tài khoản ngân hàng vào đầu năm và kiếm được 5% lãi suất hàng năm trên số tiền của bạn trong năm, thì cuối năm bạn sẽ có bao nhiêu? Bạn sẽ có 105 đô la, bao gồm số tiền gốc ban đầu là 100 đô la cộng với tiền lãi 5 đô la bạn kiếm được trong năm (100 đô la * 5%). Điều này có nghĩa là với lãi suất 5%, 100 đô la hôm nay tương đương với 105 đô la trong một năm. Ngược lại, 105 đô la trong một năm trị giá 100 đô la hôm nay.*

Việc lấy một số tiền hôm nay và tính toán giá trị của nó trong tương lai được gọi là lãi kép (compounding). Việc lấy một số tiền trong tương lai và tìm ra giá trị của nó hôm nay được gọi là chiết khấu (discounting). Lãi kép và chiết khấu là hai phép toán nghịch đảo của nhau.

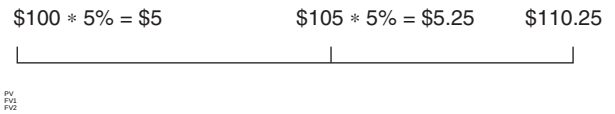
*Nếu bạn để 105 đô la trong ngân hàng thêm năm thứ hai, vẫn kiếm được 5% lãi thì bạn sẽ có bao nhiêu vào cuối năm thứ hai? Bạn sẽ có 110,25 đô la. Bạn bắt đầu năm thứ hai với 105 đô la và kiếm thêm 5,25 đô la, đó là tiền lãi bạn kiếm được trong năm thứ hai (105 đô la * 5%). Bạn kiếm được nhiều hơn trong năm thứ hai (5,25 đô la) so với năm đầu tiên (5,00 đô la) vì bạn bắt đầu năm thứ hai với nhiều tiền hơn. Trong năm thứ hai,*

bạn đã kiếm được $5 tiền lãi trên $100 ban đầu cộng thêm $0.25, tức là 5% lãi cho $5 mà bạn kiếm được trong năm đầu tiên. Trong năm thứ hai, bạn đang kiếm lãi trên chính khoản lãi của mình. Ví dụ này cũng có nghĩa là $110.25 trong hai năm có giá trị là $100 ngày hôm nay.

Chúng ta có thể biểu diễn điều này một cách trực quan bằng dòng thời gian sau:



Chúng ta coi hôm nay là hiện tại, vì vậy $100 là giá trị hiện tại (hay viết tắt là PV). Giá trị $105 là giá trị tương lai (FV), và $110.25 cũng vậy. Để phân biệt hai giá trị này, chúng ta gọi $105 là giá trị tương lai tại thời điểm 1 (FV1) và $110.25 là giá trị tương lai tại thời điểm 2 (FV2). Chúng ta có thể gắn nhãn lại dòng thời gian như sau:



5% là lãi suất của chúng ta, ký hiệu là r (đôi khi cũng được ký hiệu là i). Điều này cho phép chúng ta đưa dòng thời gian vào một công thức:

$$FV_1 = PV * (1 + r) \rightarrow \$105 = \$100 * (1 + 5\%)$$

$$FV_2 = FV_1 * (1 + r) \rightarrow \$110.25 = \$105 * (1 + 5\%)$$

Chúng ta sử dụng phép thay thế đại số để có được:

$$FV_2 = PV * (1 + r) * (1 + r) = PV * (1 + r)^2$$

Trong ví dụ trên, $110.25 = $100 * (1.05)2

Chúng ta có thể viết tổng quát cho bất kỳ thời kỳ tương lai n nào:

$$FVn = PV \quad (1 + r)n$$

trong đó, với lãi suất r mỗi kỳ, giá trị tương lai sau n kỳ kể từ bây giờ bằng giá trị hiện tại nhân với (1 + r)n.

Việc gộp lãi giá trị hiện tại thành giá trị tương lai là một khái niệm quen thuộc với hầu hết mọi người, kể cả những người không làm trong lĩnh vực tài chính. Chúng ta gặp điều này thường xuyên khi gửi tiền vào ngân hàng và nhận lãi.

Chiết khấu giá trị tương lai về giá trị hiện tại thường mới đối với những người không quen thuộc với tài chính. Tuy nhiên, như đã nói ở trên, nó là phép toán ngược của gộp lãi. Về mặt toán học, nó hoạt động như sau:

Chúng ta chia cả hai vế của phương trình FVn = PV * (1 + r)n cho (1 + r)n để có được PV (giá trị hiện tại):

$$PV = FVn \quad (1 + r)^n$$

Sử dụng các con số ở trên, chiết khấu FV2 là $110.25 ngược về hai năm với lãi suất 5% có giá trị là $100 ngày hôm nay.

$$PV = \$110.25 / (1.05)^2 = \$100$$

Chỉ vậy thôi. Đó là bản chất của gộp lãi (hướng tương lai), chiết khấu (hướng quá khứ) và giá trị thời gian của tiền. Bây giờ chúng ta sẽ áp dụng khái niệm này vào các tình huống khác nhau.

Thêm về Gộp lãi và Chiết khấu

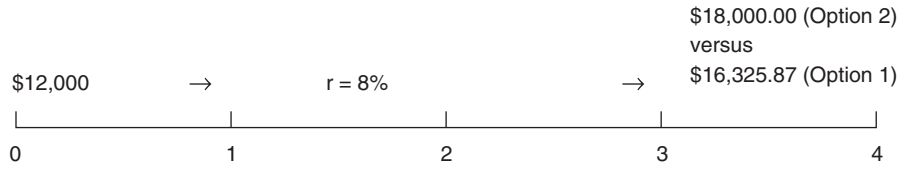
Hãy sử dụng một ví dụ đơn giản khác để minh họa khái niệm trên. Giả sử bạn được đề nghị một khoản thanh toán trọn gói $12,000 ngay hôm nay (Lựa chọn 1) hoặc $18,000 (Lựa chọn 2) vào cuối bốn năm và lãi suất hàng năm phù hợp là 8%.1 Lựa chọn nào có giá trị lớn hơn: $12,000 hôm nay hay $18,000 sau bốn năm?

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta phải chọn một ngày rồi so sánh giá trị của hai phương án vào ngày đó (có thể là bất kỳ ngày nào: hôm nay, cuối năm thứ tư, hoặc bất kỳ ngày nào ở giữa). Hãy bắt đầu bằng việc tìm giá trị của hai phương án vào cuối năm thứ tư. Theo định nghĩa, Phương án 2 là $18.000 sau bốn năm. Giá trị của Phương án 1 sau 4 năm là bao nhiêu? Nghĩa là, $12.000 hôm nay đáng giá bao nhiêu sau bốn năm? Từ các phương trình ở trên, với PV = $12.000, r = 8%, và n = 4.

$$FV_n = PV * (1 + r)^n = \$12,000 * (1.08)^4 = \$16,325.87$$

Do đó, tốt hơn là chọn khoản tiền một lần $18.000 sau bốn năm thay vì nhận $12.000 hôm nay và đầu tư với lãi suất 8% trong bốn năm.

Nhắc lại, việc lấy $12.000 hôm nay và tính giá trị tương lai của nó được gọi là lãi kép (compounding). Minh họa:

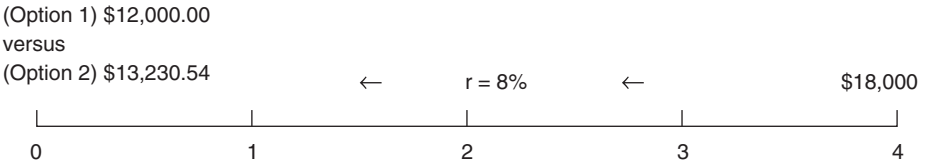


Chúng ta cũng có thể trả lời câu hỏi phương án nào đáng giá hơn bằng cách so sánh hai phương án ở thời điểm hôm nay. Theo định nghĩa, giá trị của Phương án 1 là $12.000 hôm nay. Giá trị của Phương án 2 hôm nay là bao nhiêu? Nghĩa là, $18.000 sau bốn năm đáng giá bao nhiêu ở thời điểm hôm nay? Sử dụng phương trình ở trên với FV = $18.000, r = 8%, và n = 4.

$$\text{This has a } PV = \$18,000 / (1.08)^4 = \$13,230.54.$$

1Trong bối cảnh kinh doanh, việc này tương đương với việc đầu tư $12.000 hôm nay để nhận được $18.000 sau bốn năm. Lãi suất 'phù hợp' phản ánh rủi ro của khoản đầu tư, bao gồm cả lạm phát.

Việc lấy $18.000 trong tương lai và tính giá trị hiện tại của nó hôm nay được gọi là chiết khấu (discounting). Minh họa:



Điều quan trọng cần lưu ý là việc tính lãi kép cho Phương án 1 để tính giá trị tương lai và chiết khấu Phương án 2 để tính giá trị hiện tại đều cho thấy $18.000 sau bốn năm có giá trị hơn $12.000 hôm nay. Kết quả là giống nhau bất kể chúng ta đi theo hướng nào (tính giá trị tương lai hoặc giá trị hiện tại).

Do đó, bằng cách sử dụng lãi kép và/hoặc chiết khấu, chúng ta có thể lấy hai phương án khác nhau và so sánh chúng tại cùng một thời điểm, và chúng ta sẽ nhận được cùng một câu trả lời về việc phương án nào có giá trị hơn. Kết quả là nhất quán: giá trị hiện tại của Phương án 2 lớn hơn giá trị hiện tại của Phương án 1 và giá trị tương lai của Phương án 2 lớn hơn giá trị tương lai của Phương án 1.2

Lãi suất định kỳ

Khi nói về lãi suất và lãi kép, điều quan trọng là phải rõ ràng về kỳ được sử dụng. Trong các ví dụ trên, chúng ta giả định lãi suất là theo năm, nghĩa là chúng được áp dụng mỗi năm một lần vào cuối mỗi năm. Tuy nhiên, khá phổ biến khi có lãi suất được tính lãi kép nhiều hơn một lần mỗi năm. Một ví dụ phổ biến ở Hoa Kỳ là trái phiếu trả lãi (hoặc phiếu lãi) hai lần một năm. Điều này có nghĩa là lãi suất được tính lãi kép là lãi suất công bố (hoặc hàng năm) trên trái phiếu chia cho hai. Hãy xem xét một trái phiếu Hoa Kỳ có lãi suất công bố 8% được tính lãi kép hai lần một năm. Điều này có nghĩa là trái phiếu thực sự trả 4% mỗi 6 tháng. 4% trả mỗi sáu tháng nhiều hơn 8% trả mỗi năm một lần. Tại sao? Nếu chi phí ban đầu của trái phiếu là $100, thì vào cuối sáu tháng đầu tiên, nó kiếm được $4 tiền lãi (4% * $100). Tiền lãi cho sáu tháng thứ hai cũng là 4%, nhưng lần này nó sẽ là 4% của $104, tương đương $4.16. Nếu trái phiếu đáo hạn vào cuối năm, nhà đầu tư sẽ nhận lại chi phí ban đầu là $100.

2 Cách khác để so sánh là tính lãi suất chiết khấu (discount rate) làm cho hai khoản tiền trở nên tương đương và so sánh nó với "lãi suất" mà chúng ta dùng để chiết khấu hoặc ghép lãi. Phép tính để tìm lãi suất làm cho hai lựa chọn tương đương là: FVn = PV * (1 + r)n → (1 + r)n = FVn/PV, giải tìm r. Hãy gọi r làm cho hai lựa chọn tương đương này là requivalent. Kết quả của chúng ta là requivalent = 10.67% (vì (1 + requivalent)4 = $18,000/$12,000). Điều này có nghĩa là kiếm được 10.67% trong bốn năm khiến nhà đầu tư không phân biệt giữa việc nhận $12,000 hôm nay hay $18,000 trong bốn năm. Vì 10.67% cao hơn 8%, đầu tư $12,000 ở mức 8% sẽ thu về ít hơn $18,000 trong bốn năm. Theo nguyên tắc chung, nếu chúng ta giải tìm r làm cho hai khoản tiền tương đương và requivalent này cao hơn lãi suất chúng ta dùng để chiết khấu và ghép lãi, thì chúng ta thích nhận khoản tiền trọn gói trong tương lai hơn. Tuy nhiên, nếu requivalent thấp hơn lãi suất của chúng ta, thì chúng ta nên nhận khoản tiền trọn gói ngay hôm nay và đầu tư nó ở mức lãi suất của chúng ta, vì khoản đầu tư sẽ tăng trưởng lớn hơn so với lựa chọn nhận khoản tiền trọn gói trong tương lai.

(được gọi là “tiền gốc”) cộng với lãi kép là $4 và $4.16, tổng cộng là $108.16. Nếu trái phiếu chỉ trả lãi mỗi năm một lần, để nhận được số tiền cuối năm tương tự sẽ cần lãi suất 8.16%.

Do đó, lãi suất thực tế trong một kỳ phụ thuộc vào tần suất ghép lãi.

Trong ví dụ trên, $12,000 với lãi suất công bố 8% ghép lãi hằng năm đã cho chúng ta tổng cộng $16,325.87 sau bốn năm. Nếu ví dụ thay đổi và $12,000 bây giờ có lãi suất công bố 8% ghép lãi theo quý, cách tính là 2% mỗi ba tháng (ví dụ: lãi suất công bố 8% được chia thành bốn quý, tức 2% mỗi quý). Nếu chúng ta muốn tìm xem $12,000 đáng giá bao nhiêu sau bốn năm khi ghép lãi theo quý, thì r là lãi suất 2% và n là 16 (hãy nhớ, n là số kỳ, kỳ của chúng ta trong ví dụ này là theo quý, và có 16 quý trong bốn năm).3

Tính toán của chúng ta bây giờ là:

$$FVn = PV \quad (1 + r)n$$

$$FV_{16} = \$12{,}000 * (1.02)^{16} = \$16{,}473.43.$$

Lưu ý rằng FV16 với lãi suất 8% ghép lãi theo quý trong bốn năm ($12,000 * (1.02)16) cho chúng ta nhiều hơn $16,325.87 (hoặc $12,000 * (1.08)4) được tính ở trên với ghép lãi hằng năm.

Chúng ta có thể sử dụng khái niệm này để tạo ra một giá trị tương đương hàng năm, gọi là tỷ lệ phần trăm hàng năm (APR),4 hữu ích trong việc so sánh các mức lãi suất được tính lãi kép theo các khoảng thời gian khác nhau.

Công thức để chuyển đổi lãi kép nhiều lần trong một năm thành APR là:

APR = (1 + r/j)n*j – 1, trong đó j là số lần lãi được tính gộp trong một năm.

Niên kim (Annuities)

Niên kim là một hợp đồng có các khoản thanh toán định kỳ bằng nhau. Điều quan trọng là, mặc dù tên là 'niên kim', các giai đoạn không nhất thiết phải là hàng năm. Thanh toán thế chấp nhà là một loại niên kim (một khoản tiền lớn được vay, sau đó thanh toán các khoản bằng nhau hàng tháng trong 10, 20 hoặc 30 năm). Ngoài ra, hầu hết các hợp đồng nợ là sự kết hợp của một niên kim (khoản thanh toán lãi định kỳ) và một khoản hoàn trả gộp cuối kỳ.

Lưu ý, có các bảng cung cấp giá trị hiện tại hoặc tương lai của các niên kim. Ngày nay, chúng đã được thay thế bằng các bảng tính điện tử, nơi giá trị của một niên kim có thể được tìm thấy bằng cách chỉ cần đưa từng khoản thanh toán vào một ô của bảng tính và chiết khấu hoặc tính lãi kép nó.

Ví dụ: Giả sử một khoản thanh toán bằng nhau là 300.000 đô la được thực hiện vào cuối tháng 6 và tháng 12 trong hai năm, với khoản thanh toán đầu tiên vào tháng 6 năm 2019. Cũng giả sử một lãi suất

3Không có lý do gì mà lãi suất không thể được nêu cho một khoảng thời gian ngắn hơn một năm (ví dụ: 2% mỗi ba tháng). Chỉ là quy ước đơn giản để nêu lãi suất cho một năm.
4Nó cũng được gọi là tỷ lệ lợi suất phần trăm hàng năm (APY).

lãi suất 12% được tính lãi kép nửa năm một lần (tức là 6% mỗi 6 tháng). Giá trị vào ngày 1 tháng 1 năm 2019 là bao nhiêu? Câu trả lời sẽ như sau:

June 30, 2019	$300,000	$1/(1 + r)$	0.943396226	$ 283,019
December 31, 2019	$300,000	$1/(1 + r)^2$	0.889996440	$ 266,999
June 30, 2020	$300,000	$1/(1 + r)^3$	0.839619283	$ 251,886
December 31, 2020	$300,000	$1/(1 + r)^4$	0.792093663	$ 237,628
Value 1/1/2019 (r = 6%)				$1,039,532

GIÁ TRỊ HIỆN TẠI RÒNG (NPV)

Trong tài chính, các quyết định đầu tư thường được thể hiện dưới dạng giá trị hiện tại ròng (NPV). Nếu NPV dương, nó được coi là một khoản đầu tư tốt. Nếu NPV âm, nó được coi là một khoản đầu tư xấu. NPV là gì? Đó là giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền (cash flows) của khoản đầu tư, bao gồm cả dòng tiền vào và dòng tiền ra. Thông thường, các khoản đầu tư yêu cầu một khoản thanh toán ban đầu (tức là dòng tiền ra) sau đó là một loạt các khoản thu (tức là một loạt các dòng tiền vào).

Hãy quay lại ví dụ về tài khoản ngân hàng, nơi 100 đô la được gửi vào ngân hàng với lãi suất 5% tính lãi kép hàng năm. Bây giờ giả sử chúng ta rút tiền vào cuối năm đầu tiên. NPV sẽ được tính như sau: một dòng tiền ra ban đầu là 100 đô la vào ngân hàng, tiếp theo sau một năm là một dòng tiền vào là 105 đô la nếu tất cả các khoản tiền được rút ra. NPV là giá trị hiện tại của hai dòng tiền này. Giá trị hiện tại của 100 đô la gửi hôm nay là 100 đô la, và vì nó là dòng tiền ra, nó được tính là –100 đô la trong tổng. Giá trị hiện tại của dòng tiền vào 105 đô la trong một năm là 100 đô la, bằng với giá trị hiện tại của 105 đô la được chiết khấu ngược về một năm với lãi suất 5%. Do đó, NPV là 0 đô la (–100 đô la + 100 đô la).

Công thức là:

$$NPV = \text{Cash Flow}0 + \text{Cash Flow}1 \quad /(1 + r)1 + \ldots + \text{Cash Flow}n \quad /(1 + r)^n$$

Lưu ý rằng bất kỳ dòng tiền riêng lẻ nào cũng có thể dương hoặc âm. Dòng tiền vào (cash inflow) là dương, dòng tiền ra (cash outflow) là âm.

Trong ví dụ của chúng ta, giá trị là:

$$NPV = -\$100 + \$105/(1.05)^1 = -\$100 + \$100 = \$0$$

NPV bằng $0 không có nghĩa là khoản đầu tư không tạo ra lợi nhuận. Thay vào đó, nó có nghĩa là khoản đầu tư tạo ra lợi nhuận cạnh tranh, một mức lợi nhuận có thể đạt được ở nơi khác. Nếu lãi suất thực sự là 5%, đầu tư $100 hôm nay để nhận $105 sau một năm không phải là khoản đầu tư tốt cũng không phải là khoản đầu tư xấu. Đó là một mức lợi nhuận hợp lý; nhà đầu tư kiếm được 5%, và có NPV bằng $0. Tuy nhiên, giả sử rằng thay vì đầu tư $100 vào ngân hàng, một công ty có thể đầu tư

số $100 vào thiết bị mới (có cùng mức rủi ro như ngân hàng) và nhận được $110 sau một năm. NPV sẽ là $4.76 (được tính là –$100 + $110/1.05). Đây là một NPV dương. Nếu rủi ro của các khoản đầu tư là giống nhau, khoản đầu tư thứ hai được ưa thích hơn khoản đầu tư thứ nhất vì nó có NPV cao hơn.

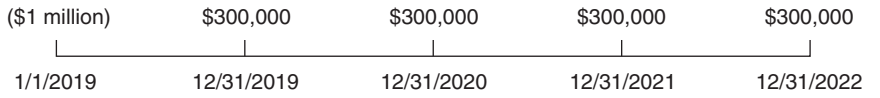
NPV được sử dụng như một quy tắc quyết định đầu tư như sau: NPV dương có nghĩa là lợi nhuận tương lai của khoản đầu tư lớn hơn rủi ro mà khoản đầu tư chấp nhận. NPV âm có nghĩa là lợi nhuận tương lai của khoản đầu tư nhỏ hơn rủi ro mà khoản đầu tư chấp nhận. Lưu ý rằng NPV âm không có nghĩa là tổng dòng tiền tương lai nhỏ hơn khoản đầu tư ban đầu (ví dụ, không có nghĩa là chúng ta đầu tư $100 và sau đó nhận được $90). Nó chỉ đơn giản có nghĩa là dòng tiền tương lai không đủ cao để biện minh cho khoản đầu tư ban đầu với mức lợi nhuận yêu cầu. Do đó:

NPV > $0 Đầu tư tốt

NPV < $0 Đầu tư xấu

NPV = $0 Khoản đầu tư tạo ra lợi nhuận cạnh tranh

Bây giờ hãy điều chỉnh ví dụ về niên kim (annuity) trước đó của chúng ta: giả sử một chuỗi các dòng tiền có thể được tạo ra từ khoản đầu tư ban đầu là 1 triệu đô la. Về mặt trực quan, điều này là:



Sử dụng tỷ lệ chiết khấu 6%, NPV sẽ là $39,532 (–$1 triệu + $1,039,532). Nếu bạn tìm thấy một dự án có các dòng tiền kỳ vọng và lãi suất kỳ vọng đó, bạn nên sẵn sàng trả $1 triệu cho nó vì đó là một dự án có NPV dương.5

Tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR)

Tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) đôi khi được ủng hộ như một quy tắc đầu tư thay thế cho NPV. IRR là tỷ lệ chiết khấu làm cho NPV của tất cả các dòng tiền bằng $0. IRR được so sánh với một tỷ lệ yêu cầu tối thiểu (còn gọi là tỷ lệ vượt rào – hurdle rate). Nếu IRR cao hơn tỷ lệ yêu cầu, đó là một khoản đầu tư tốt; nếu thấp hơn, đó là một khoản đầu tư xấu.

Sử dụng công thức NPV, chúng ta đặt NPV bằng 0 và giải tìm r:

$$NPV = \$0 = \text{Cash Flow}_0 + \text{Cash Flow}_1 / (1 + r)^1 + \text{Cash Flow}_2 / (1 + r)^2 + \ldots + \text{Cash Flow}_n / (1 + r)^n$$

5Trường hợp được trình bày có một dòng tiền ra ban đầu âm, sau đó chỉ có các dòng tiền vào dương. Phân tích cơ hội đầu tư này bằng cách tính NPV giống như chiết khấu niên kim $300,000 trong bốn năm và so sánh với chi phí ban đầu $1 triệu của niên kim. Các khoản thanh toán niên kim $300,000 thông thường tương đương với lợi nhuận hoặc dòng tiền vào định kỳ của khoản đầu tư, trong khi chi phí ban đầu $1 triệu của niên kim tương đương với dòng tiền ra ban đầu của khoản đầu tư. Tuy nhiên, các khoản đầu tư không phải lúc nào cũng giống niên kim: dòng tiền của các khoản đầu tư có thể thay đổi dấu theo thời gian. Tuy vậy, kỹ thuật NPV rất mạnh mẽ và hoạt động trong mọi tình huống. NPV chiết khấu tất cả các dòng tiền (dương và âm) theo thời gian và tổng hợp chúng lại.

Cash Flow0 là khoản đầu tư ban đầu, Cash Flow1 là lợi nhuận sau một năm, v.v. Lưu ý rằng bất kỳ dòng tiền riêng lẻ nào cũng có thể dương hoặc âm.

Quy tắc quyết định với IRR là:

Nếu IRR lớn hơn tỷ suất sinh lời yêu cầu của công ty, thì đó là một dự án tốt.

Nếu IRR nhỏ hơn tỷ suất sinh lời yêu cầu, thì đó là một dự án kém.

Nếu IRR bằng tỷ suất sinh lời yêu cầu, khoản đầu tư sẽ kiếm được lợi nhuận cạnh tranh.

Theo trực giác, sử dụng IRR để đánh giá các khoản đầu tư tiềm năng có nghĩa là nếu một dự án đạt được mức lợi nhuận bằng hoặc lớn hơn tỷ suất sinh lời yêu cầu của công ty, thì đó là một khoản đầu tư tốt. Ngược lại, nó không tốt.

Hãy sử dụng ví dụ trước của chúng ta về $100 gửi ngân hàng với lãi suất 5%. Tiếp theo giả sử $105 được rút ra vào cuối năm đầu tiên đó. Khoản đầu tư này có IRR là 5% vì NPV sử dụng 5% (như đã trình bày ở trên) bằng không. Vì IRR 5% bằng tỷ suất sinh lời yêu cầu 5%, khoản đầu tư kiếm được lợi nhuận cạnh tranh.

Bây giờ hãy sử dụng ví dụ trước về khoản đầu tư $1 triệu ngày hôm nay và dòng tiền vào $300,000 mỗi năm một lần trong bốn năm. Cũng giả sử, như chúng ta đã làm trước đó, tỷ lệ chiết khấu 6%. Nếu chúng ta áp dụng công thức IRR,

$$\text{NPV} = \$0 = \text{Cash Flow0} + \text{Cash Flow1}/(1+r)1 + \text{Cash Flow2}/(1+r)^2 + \ldots + \text{Cash Flown}/(1+r)^n$$

$$\$0 = -\$1\text{ million} + \$300{,}000/(1+r)^1 + \$300{,}000/(1+r)^2 + \$300{,}000/(1+r)^3 + \$300{,}000/(1+r)^4$$

Giải tìm r, chúng ta có IRR là 7.71%. Vì IRR cao hơn tỷ lệ rào cản (hurdle rate) của công ty là 6%, dự án được coi là một khoản đầu tư tốt.

Ở dạng bảng:

January 1, 2019	−$1,000,000	1/1	1.000000	−$1,000,000
June 30, 2019	$ 300,000	$1/(1+r)$	0.928384	$ 278,515
December 31, 2019	$ 300,000	$1/(1+r)^2$	0.861898	$ 258,569
June 30, 2020	$ 300,000	$1/(1+r)^3$	0.800172	$ 240,052
December 31, 2020	$ 300,000	$1/(1+r)^4$	0.742868	$ 222,860
Value 1/1/2019 (r = 15.428% semiannually or 7.714% every 6 months)				−$4*

Số $4 hiển thị ở trên là do sai số làm tròn.

Nên dùng IRR hay NPV?

Quy tắc IRR và NPV thường khuyến nghị cùng một quyết định. Trong ví dụ về ngân hàng ở trên, khoản đầu tư có NPV bằng 0, và IRR bằng với tỷ suất sinh lời yêu cầu.

Điều này có nghĩa là cơ hội đầu tư (tức là gửi tiền vào ngân hàng) mang lại một khoản lợi nhuận cạnh tranh (hợp lý) tương ứng với rủi ro.

Trong ví dụ thứ hai ở trên, NPV dương ở mức chiết khấu 6%, và IRR là 7,714% cũng cao hơn mức chiết khấu 6%. Do đó, cả hai quy tắc quyết định đều chỉ ra rằng khoản đầu tư là tốt.

Tuy nhiên, đôi khi IRR và NPV cho kết quả khác nhau. Điều này xảy ra vì bốn nguyên nhân chính. Chúng là:

Đầu tiên, IRR bỏ qua quy mô của dự án. Giả sử công ty chỉ đầu tư vào một trong hai dự án loại trừ lẫn nhau (ví dụ: chúng sử dụng cùng một mảnh đất) và tỷ lệ rào cản là 12%. Hai dự án có thể có cùng IRR (ví dụ: 15%), nhưng một dự án nhỏ hơn trong khi dự án kia lớn hơn. Ví dụ, một dự án cần 100.000 đô la hôm nay và trả lại 115.000 đô la sau một năm có IRR là 15%. Tức là:

Dự án A:

$$0 = \text{Dòng tiền0} + \text{Dòng tiền1} \quad /(1 + r)1 \ldots + \text{Cash Flown} \,/(1 + r)^{n}$$

$$\$0 = -\$100{,}000 + (\$115{,}000 \quad (1 + r))$$

IRR = 15%

Tương tự, một dự án cần đầu tư $1 million hôm nay và thu về $1,150,000 trong một năm cũng có IRR là 15%. Nghĩa là:

Dự án B:

$$\$0 = -\$1 \text{ million} + (\$1{,}150{,}000/(1 + r))$$

IRR = 15%

Vì vậy, các IRR là như nhau và nếu tỷ lệ chiết khấu là 12%, cả hai đều là những khoản đầu tư tốt. Không có cách nào để đánh giá, sử dụng IRR, khoản đầu tư nào tốt hơn.

Tuy nhiên, NPV của hai dự án là khác nhau ở mức tỷ lệ chiết khấu 12%. Các NPV là:
Dự án A:

$$\text{NPV} = -\$100{,}000 + (\$115{,}000/(1.12)) = \$2{,}679$$

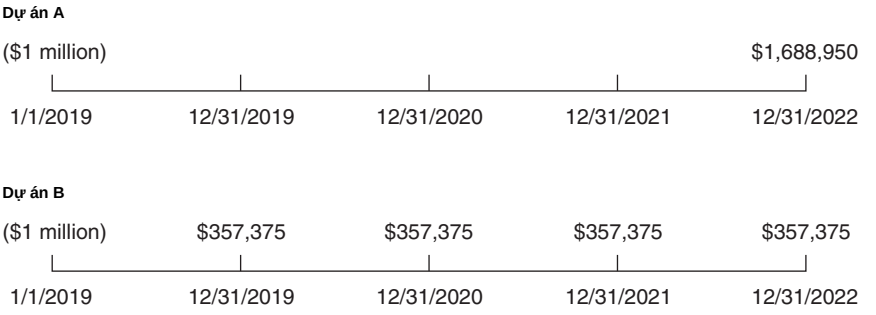
Dự án B:

$$\text{NPV} = -\$1 \text{ million} + (\$1{,}150{,}000/1.12) = \$26{,}786$$

Dự án thứ hai có NPV lớn hơn nhiều với cùng mức rủi ro và là lựa chọn đầu tư được ưu tiên nếu chỉ thực hiện một dự án. Do đó, quy tắc IRR và quy tắc NPV cho kết quả khác nhau trong việc xếp hạng hai dự án. Theo quy tắc IRR, hai dự án là tương đương. Theo quy tắc NPV, Dự án B vượt trội hơn.

Lý do thứ hai là NPV của một dự án thay đổi khi tỷ lệ chiết khấu thay đổi, trong khi IRR thì không.

Một lần nữa, hãy xem xét hai khoản đầu tư khả thi, A và B. Cả hai đều yêu cầu khoản chi ban đầu là 1 triệu đô la ngày hôm nay. Dự án A thu về 0 đô la trong ba năm đầu và sau đó là 1.688.950 đô la vào cuối năm thứ tư. Dự án B thu về 357.375 đô la vào cuối mỗi năm trong bốn năm.



Dự án A có IRR là 14%, được tính bằng cách giải phương trình để tìm r:

$$\$0 = -\$1{,}000{,}000 + \$1{,}688{,}950/(1+r)^4),$$

Dự án B có IRR là 16%:

$$\$0 = -\$1{,}000{,}000 + \$357{,}375/(1+r) + \$357{,}375/(1+r)^2 + \$357{,}375/(1+r)^3 + \$357{,}375/(1+r)^4$$

Theo quy tắc IRR, nếu tỷ lệ chiết khấu dưới 14%, công ty nên chấp nhận dự án thứ hai vì nó có IRR cao hơn.

Lưu ý, kết quả đánh giá IRR là như nhau bất kể tỷ lệ tối thiểu (hurdle rate) của công ty. Nghĩa là, tỷ lệ tối thiểu không bao giờ được sử dụng khi tính IRR.

Khi sử dụng quy tắc NPV, NPV thay đổi theo các tỷ lệ chiết khấu khác nhau. Sử dụng phương trình NPV của chúng ta cho cả hai dự án:

$$\text{NPV of Project A} = -\$1{,}000{,}000 + \$1{,}688{,}950/(1+r)^4 = \$0$$

$$\text{NPV of Project B} = -\$1{,}000{,}000 + \$357{,}375/(1+r) + \$357{,}375/(1+r)^2 + \$357{,}375/(1+r)^3 + \$357{,}375/(1+r)^4 = \$0$$

Các giá trị NPV theo các tỷ lệ chiết khấu được cho trong bảng dưới đây. Ở tỷ lệ chiết khấu thấp 10% hoặc 11% (thực tế là 11% hoặc thấp hơn), NPV của Dự án A lớn hơn NPV của Dự án B. Ở các tỷ lệ chiết khấu từ 12% trở lên, NPV của Dự án B lớn hơn NPV của Dự án A. Lưu ý, ở tỷ lệ chiết khấu 14%, NPV của Dự án A bằng 0, và ở tỷ lệ chiết khấu 16%, NPV của Dự án B bằng 0. Đây chính là IRR của các dự án.

Do đó, theo quy tắc NPV, Dự án A được ưu tiên khi tỷ lệ chiết khấu dưới 12%, và Dự án B được ưu tiên khi tỷ lệ chiết khấu nằm trong khoảng từ 12% đến 16%. Không nên chọn dự án nào khi tỷ lệ chiết khấu trên 16%.

Trong ví dụ, IRR của B lớn hơn IRR của A. Tuy nhiên, NPV của B không phải lúc nào cũng lớn hơn NPV của A vì NPV phụ thuộc vào tỷ lệ chiết khấu thực tế

được sử dụng. Do đó, nếu chúng ta buộc phải lựa chọn giữa hai dự án, việc sử dụng NPV có thể cho kết quả khác với IRR.

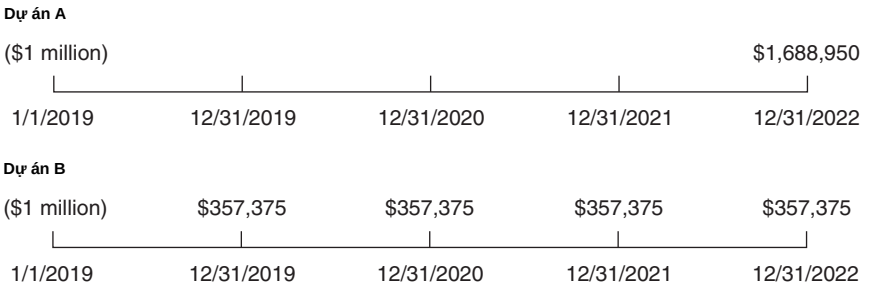
Do đó, quy tắc IRR và quy tắc NPV có thể cho ra các kết quả khác nhau khi tỷ lệ chiết khấu thực tế thay đổi.

Tỷ lệ chiết khấu	NPV của Dự án A	NPV của Dự án B
10%	$153,582	$132,831
11%	$112,570	$108,737
12%	$ 73,365	$ 85,473
13%	$ 35,871	$ 63,002
14%	0	$ 41,288
15%	($ 34,332)	$ 20,298
16%	($ 67,202)	0
17%	($ 98,686)	($ 19,636)
18%	($128,853)	($ 38,639)

Lý do thứ ba khiến quy tắc IRR và NPV có thể cho chúng ta các kết quả khác nhau là vì quy tắc IRR giả định rằng tất cả các dòng tiền nhận được được tái đầu tư ở IRR.

Nghĩa là, quy tắc IRR giả định rằng mọi dòng tiền vào mà công ty nhận được sẽ đạt được mức lợi suất bằng
IRR trong tương lai cho đến khi dự án kết thúc. Đây thường là một giả định không thực tế. Đặc biệt, nếu IRR rất cao (điều này thường khiến công ty coi dự án là một khoản đầu tư tốt), thì không chắc rằng các dòng tiền từ dự án có thể được tái đầu tư ở mức tỷ lệ đó.

Sử dụng hai dự án ở trên của chúng ta:



Dự án A mang lại $1,688,950 vào cuối năm thứ tư với IRR 14%.
Dự án B mang lại $357,375 mỗi năm trong bốn năm với IRR 16%.
Tuy nhiên, giả sử các khoản thanh toán từ Dự án B chỉ có thể được tái đầu tư để sinh lời 11%.
Giá trị tương lai vào ngày 31/12/2022 của Dự án B là bao nhiêu? Đó là:

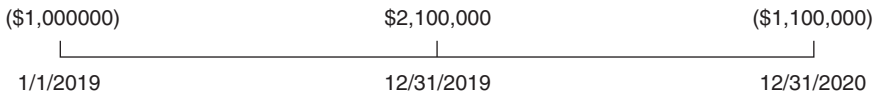
$$\$357,375 * 1.11^3 + \$357,375 * 1.11^2 + \$357,375 * 1.11^1 + \$357,375 = \$1,683,140$$

Do đó, nếu các dòng tiền không thể được tái đầu tư theo IRR, việc sử dụng quy tắc IRR có thể dẫn đến một quyết định không tối ưu.

Cuối cùng, lý do thứ tư khiến quy tắc IRR và NPV có thể đưa ra các câu trả lời khác nhau là vì IRR của một dự án không nhất thiết là duy nhất.

Giải quyết quy tắc IRR, như đã thấy trong các phương trình ở trên, chỉ đơn giản là giải một phương trình đa thức cho r. Theo đó, mỗi khi các dòng tiền đổi dấu (tức là các khoản chi ra âm và các khoản thu vào dương) sẽ có thêm một nghiệm IRR (một nghiệm bổ sung).6 Nếu một khoản đầu tư có dòng tiền ra, sau đó là dòng tiền vào (như các ví dụ trên của chúng ta), điều này tương ứng với một lần đổi dấu, một nghiệm, và do đó một giải pháp IRR. Tuy nhiên, nếu một khoản đầu tư có dòng tiền ra, sau đó là dòng tiền vào, rồi lại dòng tiền ra, điều này tương ứng với hai lần đổi dấu, hai nghiệm và hai giải pháp IRR. Vì vậy, đối với nhiều khoản đầu tư yêu cầu một khoản chi ban đầu và sau đó là các khoản đầu tư dòng tiền trong tương lai (có thể là chi phí bảo trì), IRR không đưa ra một giải pháp duy nhất. NPV, mặt khác, đưa ra một nghiệm duy nhất mỗi lần.

Hãy xem xét một dự án có khoản đầu tư ban đầu là $1,000,000 vào ngày 1 tháng 1 năm 2019, dòng tiền thu về là $2,100,000 vào cuối năm thứ nhất, sau đó cần thêm khoản đầu tư $1,100,000 vào cuối năm thứ hai.



Giải ra r = IRR = 0% và 10%

$$r = 0\%,\ 0 = -\$1 \text{ million} + \$2{,}100{,}000/1.0 - \$1{,}100{,}000/1.0$$

$$r = 10\%,\ 0 = -\$1 \text{ million} + \$2{,}100{,}000/1.1 - \$1{,}100{,}000/1.1^2$$

NPV với bất kỳ tỷ lệ chiết khấu nào đều là một giá trị duy nhất.
Như đã thấy trong bốn ví dụ, quy tắc IRR và NPV đôi khi đưa ra các câu trả lời khác nhau về việc dự án nào được ưa thích. Vì NPV chính xác hơn và xem xét quy mô, sự thay đổi của lãi suất, tỷ lệ tái đầu tư trên các dòng tiền vào, và nhiều nghiệm, NPV là quy tắc đầu tư được ưu tiên.

THỜI GIAN HOÀN VỐN

Khi chúng ta đang xử lý các quy tắc đầu tư, chúng ta cũng nên đề cập đến 'thời gian hoàn vốn' (payback).
Mặc dù ngày nay không nhiều doanh nghiệp sử dụng, nhưng trong quá khứ đây là một kỹ thuật phổ biến để đánh giá các dự án đầu tư. Nó vẫn được nhiều hộ gia đình và cá nhân sử dụng khi xem xét các khoản đầu tư cá nhân. Thời gian hoàn vốn đánh giá một dự án bằng cách đo thời gian cho đến khi khoản đầu tư ban đầu trong dự án được hoàn trả. Trong ví dụ thứ hai ở trên, thời gian hoàn vốn là 2.8 năm. Khoản đầu tư ban đầu $1,000,000 có dòng tiền là $357,375

6Đây là Quy tắc dấu của Descartes (Descartes's Rule of Signs), cho thấy số nghiệm bằng số lần đổi dấu.

một năm trong bốn năm, vì vậy nó được hoàn trả sau 2.8 năm (tức là $1,000,000/357,375). Quy tắc là chọn dự án nào có thời gian hoàn vốn ngắn hơn. Phương pháp này nghe có vẻ hợp lý khi mới xem xét, và đôi khi nó thực sự là vậy.

Vậy tại sao không dùng thời gian hoàn vốn?

Thời gian hoàn vốn (payback period) không xem xét tỷ suất sinh lời của thị trường hay giá trị thời gian của tiền. Hãy xem một ví dụ đơn giản với hai dự án, A và B, cả hai đều cần đầu tư 1 triệu đô la ngày hôm nay. Dự án A thu về 800.000 đô la trong năm đầu tiên, 200.000 đô la trong năm thứ hai và 200.000 đô la trong năm thứ ba. Dự án B thu về 200.000 đô la trong năm đầu tiên, 800.000 đô la trong năm thứ hai và 200.000 đô la trong năm thứ ba. Cả hai có thời gian hoàn vốn giống nhau là hai năm, nhưng chúng không có NPV bằng nhau. Đến lúc này của chương, bạn nên nhận ra rằng Dự án A có NPV cao hơn Dự án B. Mặc dù tổng dòng tiền của hai dự án là bằng nhau, Dự án A thu về gấp bốn lần trong năm đầu tiên. Vì chiết khấu và/hoặc ghép lãi, chúng ta biết rằng tiền trong một năm có giá trị hơn tiền trong hai năm. Quy tắc NPV nắm bắt được sự khác biệt về giá trị này trong khi quy tắc thời gian hoàn vốn thì không.

Điều này không có nghĩa là thời gian hoàn vốn không đưa ra câu trả lời đúng trong các tình huống phù hợp. Ví dụ, cho đến đầu những năm 1990, Procter and Gamble (P&G) đã sử dụng thời gian hoàn vốn như một phần trong quy trình đánh giá dự án của họ. Điều này hiệu quả với họ vì hầu hết sản phẩm của họ là hàng tiêu dùng tương tự với rủi ro và cấu trúc dòng tiền tương đồng. P&G thực hiện đầu tư, quảng cáo và triển khai sản phẩm. Các sản phẩm có cấu trúc rủi ro tương tự nghĩa là chúng có tỷ lệ chiết khấu tương tự. Điều này có nghĩa là thứ tự xếp hạng các dự án theo thời gian hoàn vốn giống hệt với thứ tự xếp hạng theo NPV. Do đó, P&G qua kinh nghiệm có thể xếp hạng các dự án và xác định liệu thời gian hoàn vốn có đủ ngắn để khoản đầu tư là tốt hay không. Trong trường hợp này, việc sử dụng thời gian hoàn vốn cho phép P&G về cơ bản xác định dự án có NPV dương hay không.

CÁC DỰ ÁN CÓ VÒNG ĐỜI KHÔNG BẰNG NHAU

Một vấn đề thường gặp trong tài chính là làm thế nào để so sánh các dự án có vòng đời khác nhau. Điều này phát sinh nếu một dự án phải được thay thế khi kết thúc vòng đời hữu ích của nó. Ví dụ, hãy tưởng tượng một
chủ nhà phải thay mái nhà và có thể sử dụng tấm lợp (shingles), kéo dài 20 năm, hoặc đá phiến (slate), kéo dài 30 năm.

Làm thế nào để so sánh sự lựa chọn giữa tấm lợp (shingles) và đá phiến (slate), vì chúng là những tài sản có thời gian sử dụng khác nhau? Liệu có đúng không khi chỉ đơn giản chọn NPV cao hơn? Không. Tại sao? Bởi vì sử dụng tấm lợp đòi hỏi phải thay thế chúng sớm hơn 10 năm (vào năm thứ 20) so với sử dụng đá phiến (sẽ được thay thế vào năm thứ 30). Chủ nhà không thể không có mái che trong những năm từ 21 đến 30. NPV của một dự án 30 năm không thể đơn giản so sánh với NPV của một dự án 20 năm. Chúng ta phải so sánh các NPV trong cùng một khoảng thời gian.

Có hai cách để giải quyết vấn đề này:
Cách thứ nhất là làm cho khoảng thời gian của cả hai dự án giống nhau. Cách này được gọi là 'các năm chung' (common years). Nếu bạn có một dự án 20 năm và một dự án 30 năm, bạn kéo dài cả hai ra
60 năm (tức là tìm bội số chung nhỏ nhất của hai chu kỳ dự án khác nhau).
Điều này có nghĩa là sử dụng giá trị hiện tại (present value) của ba dự án 20 năm liên tiếp so với

với giá trị hiện tại (present value) của hai dự án 30 năm liên tiếp và sau đó chọn chuỗi dự án nào có NPV cao hơn.

Cách thứ hai để xử lý vấn đề này là tính toán cái được gọi là 'chi phí hàng năm tương đương' (equivalent annual cost) (đôi khi được gọi là 'doanh thu hàng năm tương đương' – equivalent annual revenue). Phương pháp này hơi tương tự như việc tính IRR.

Chi phí hàng năm tương đương (equivalent annual cost) tính toán các dòng tiền hàng năm trong phương trình NPV của chúng ta cần thiết để làm cho NPV = $0 (với khoản đầu tư ban đầu và tỷ lệ chiết khấu thị trường).
Lưu ý rằng phương pháp IRR để đánh giá đầu tư giải cùng một phương trình cho tỷ lệ chiết khấu làm cho NPV = $0 (trong trường hợp này với khoản đầu tư ban đầu và các dòng tiền thay vào đó).
Thay vì giải tìm IRR làm cho NPV = $0, chúng ta giải tìm các dòng tiền làm cho NPV = $0. Công thức để làm điều này là:

$$\$0 = \text{Cash Flow}0 + \text{Cash Flow}1 \quad /(1 + r)1 + \text{Cash Flow}2 \quad /(1 + r)^2 + \ldots$$

$$+ \text{Cash Flow}n \quad (1 + r)^n$$

trong đó r đã cho và bạn giải tìm các dòng tiền.
Ví dụ, hãy tưởng tượng sự so sánh sau:

Dự án một: chi phí vốn (capital outlay) là 100 triệu đô la, thời gian sử dụng 10 năm, và tỷ lệ chiết khấu 10%.

Dự án hai: chi phí vốn (capital outlay) là 160 triệu đô la, thời gian sử dụng 15 năm, và tỷ lệ chiết khấu 10%.

Giải cả hai dự án với NPV = $0:

$$\$0 = -\$100 \text{ million} + \text{cash flow} * (1/1.10 + 1/1.10^2 + 1/1.10^3 + \ldots$$

$$1/1.10^9 + 1/1.10^{10})$$

$$= -\$100 \text{ million} + \text{cash flow} \quad \sum_{1}^{10}(1/(1.10)^n)$$

$$\$100 \text{ million} = \text{cash flow} \quad \sum^{10}(1/(1.10)^n) = \text{cash flow} * (6.1446)$$

$$\$100 \text{ million}/6.1446 = \text{cash flow}$$

$$\$16.3 \text{ million/year} = \text{cash flow}$$

Do đó, chi phí hằng năm tương đương (equivalent annual cost) là $16.3 million cho dự án một.

$$\$160 \text{ million} = \text{dòng tiền (cash flow)} \quad \sum^{15}(1/(1.10)^n) = \text{cash flow} * (7.6061)$$

$$\$160 \text{ million}/7.6061 = \text{dòng tiền (cash flow)}$$

$$\$21.0 \text{ million} \quad \text{năm} = \text{dòng tiền (cash flow)}$$

Do đó, chi phí hằng năm tương đương (equivalent annual cost) là $21.0 million cho dự án hai.

Trong trường hợp này, nguyên tắc đầu tư là chọn dự án có chi phí hằng năm tương đương (equivalent annual cost) thấp nhất. Trong trường hợp này, đó sẽ là dự án một với chi phí hằng năm là $16.3 million so với chi phí hằng năm là $21.0 million cho dự án hai.

Một cách để suy nghĩ về điều này là các khoản thanh toán cho khoản chi tiền mặt ban đầu (initial cash outlay) đang được chuyển đổi thành một khoản thanh toán hằng năm tương đương (equivalent annual payment) (giống như một khoản thanh toán thuê hằng năm). Thực tế, hai phương pháp được mô tả ở trên (làm cho các khoảng thời gian giống nhau và chi phí hằng năm tương đương) là giống hệt nhau. Khi so sánh các dự án có tuổi thọ khác nhau, dự án nào có dòng tiền chi ra hằng năm (annual cash outflow) yêu cầu thấp hơn mỗi năm sẽ là dự án có NPV cao hơn.

CÁC DÒNG TIỀN VĨNH VIỄN (PERPETUITIES)

Khi thực hiện định giá, chúng ta thường sử dụng các công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity formulas). Về mặt khái niệm, định giá lấy các dòng tiền cho đến khi chúng kết thúc và chiết khấu chúng về hiện tại. Trong thực tế, giai đoạn mà chúng ta cảm thấy thoải mái khi dự báo dòng tiền có thể ngắn hơn nhiều so với giai đoạn mà dòng tiền dự kiến sẽ tồn tại. Ví dụ, một công ty như Apple có thể ra mắt một sản phẩm/dịch vụ mới như Apple Pay. Tuổi thọ thực tế của dự án có thể là 50 năm hoặc hơn. Tuy nhiên, các nhà phân tích chỉ thoải mái dự báo dòng tiền trong 5–10 năm. Câu hỏi đặt ra là: Chúng ta nên xử lý việc định giá các dòng tiền sau giai đoạn mà chúng ta cảm thấy thoải mái khi dự báo như thế nào?

Công thức dòng tiền vĩnh viễn là câu trả lời. Nó định giá một tập hợp các khoản thanh toán định kỳ kéo dài mãi mãi. Công thức cho giá trị hiện tại của các dòng tiền đều nhau kéo dài mãi mãi là:

$$PV = \text{cash flow}/r$$

Hãy quay lại ví dụ về ngân hàng và giả sử chúng ta kiếm được $5 tiền lãi mỗi năm mãi mãi. Đây là một dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity), và giá trị hiện tại của $5 mỗi năm mãi mãi với tỷ lệ chiết khấu 5% là ($5/0.05) = $100. Hãy nghĩ theo cách này: nếu chúng ta bắt đầu với một khoản tiền gửi $100 trong ngân hàng và để đó mãi mãi với lãi suất 5%, mỗi năm nó sẽ tạo ra $5 tiền lãi. Do đó, $5 tiền lãi mỗi năm mãi mãi với lãi suất 5% có giá trị $100 ngày hôm nay.

Một dòng tiền vĩnh viễn tăng trưởng (Perpetuity with Growth)

Bây giờ giả sử khoản thanh toán định kỳ không giữ nguyên, mà tăng theo thời gian với một tỷ lệ không đổi g. Công thức tính giá trị hiện tại của dòng tiền với tốc độ tăng trưởng không đổi g, chiết khấu ở tỷ lệ r, là:

$$PV = \text{dòng tiền}/(r - g)$$

Hãy xem ví dụ về Apple Pay. Giả sử Apple kỳ vọng dòng tiền là 100 triệu đô la trong năm đầu tiên và sau đó tăng trưởng theo lạm phát 2% mỗi năm. Giả định thêm rằng tỷ lệ chiết khấu của Apple cho dự án này là 12%. Điều này có nghĩa là giá trị dòng tiền vĩnh viễn (tức là giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn) là 100 triệu đô la /(12% – 2%) = 1 tỷ đô la.

Dòng tiền vĩnh viễn thường được sử dụng trong định giá doanh nghiệp. Chúng đặc biệt hữu ích khi tính giá trị cuối kỳ (terminal values), một chủ đề chúng ta sẽ giải thích chi tiết hơn trong các chương sắp tới về định giá.

TÓM TẮT

Chương này giới thiệu một số công cụ được sử dụng trong việc đưa ra quyết định đầu tư. Những công cụ này phụ thuộc vào các khái niệm về giá trị thời gian của tiền tệ, lãi kép và chiết khấu. Cụ thể, chúng ta đã thảo luận về giá trị hiện tại ròng (net present value), tỷ suất hoàn vốn nội bộ (internal rate of return) và thời gian hoàn vốn (payback). Mặc dù thường nhất quán với nhau, chúng ta đã chứng minh tính ưu việt của NPV trong việc phân tích giá trị của một khoản đầu tư và quyết định giữa các khoản đầu tư thay thế. Quy tắc đầu tư NPV khá đơn giản: chiết khấu tất cả các dòng tiền về hiện tại theo tỷ lệ sinh lời yêu cầu, nếu NPV của dòng tiền là dương, hãy đầu tư. Nếu âm, đừng đầu tư. Lưu ý rằng các dự án có NPV bằng không mang lại tỷ lệ sinh lời cạnh tranh tương đương với tỷ lệ sinh lời yêu cầu.

Điểm hấp dẫn sắp tới (Coming Attractions)

Hai chương tiếp theo áp dụng các công cụ vừa giới thiệu vào nhiệm vụ đưa ra quyết định đầu tư tốt. Chúng ta bắt đầu với việc tạo ra dòng tiền tự do (free cash flows - FCF) cho doanh nghiệp bằng cách sử dụng pro formas. Tiếp theo là cách tính chi phí vốn (cost of capital), được sử dụng để chiết khấu các dòng tiền, và cách xác định giá trị cuối kỳ (terminal value). Cùng với nhau, điều này xác định giá trị của một dự án hoặc doanh nghiệp.

CHƯƠNG 15
Định giá và Dòng tiền

(Sungreen A)

Ở đầu cuốn sách này, chúng ta đã nêu ba nhiệm vụ chính của một CFO là:

1. Đưa ra quyết định tài trợ (financing) tốt.
2. Đưa ra quyết định đầu tư (investment) tốt.
3. Không bị hết tiền mặt khi thực hiện hai nhiệm vụ đầu tiên.

Các chương từ 2 đến 4 tập trung vào quản lý vốn lưu động (working capital management), liên quan đến việc không bị hết tiền mặt. Các chương đó đã giới thiệu một số công cụ (nguồn và sử dụng, tỷ số, và pro formas). Các chương từ 5 đến 13 sau đó tập trung vào cách đưa ra quyết định tài trợ tốt. Chúng ta đã thảo luận về M&M (1958, 1961 và 1963), lợi ích của lá chắn thuế (tax shields), chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress), tín hiệu (signaling), thông tin bất cân xứng (asymmetric information), lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) và chính sách cổ tức (dividend policy).

Chương hiện tại bắt đầu phần của chúng ta về cách đưa ra quyết định đầu tư tốt. Chúng ta tập trung chủ yếu vào việc định giá. Ý tưởng là xem liệu lợi nhuận đầu tư kỳ vọng có đủ cao để biện minh cho khoản đầu tư ban đầu và rủi ro kỳ vọng hay không. Như với các phần trước, ban đầu có thể hơi bực bội vì chúng ta đang leo lên đường cong kiến thức, nhưng chúng tôi tin rằng mọi thứ sẽ kết nối lại ở cuối. Vậy chúng ta bắt đầu nhé.

QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ

Mọi quyết định đầu tư đều có ba yếu tố chính:

1. Yếu tố chiến lược: Dự án đang xem xét có ý nghĩa kinh tế không? Nó có phù hợp với hoạt động kinh doanh và mục tiêu của công ty không?
2. Phân tích định giá: Dự án đáng giá bao nhiêu? Nó có phải là một khoản đầu tư tốt từ góc độ định giá không?
3. Thực thi: Làm thế nào để đưa khoản đầu tư thành hiện thực? Những yếu tố thể chế quan trọng là gì?

Các công ty thường nên xem xét yếu tố chiến lược trước, nhưng vì đây trước hết là một cuốn sách giáo trình tài chính, chúng ta sẽ bắt đầu bằng việc định giá.1

LÀM THẾ NÀO ĐỂ ĐỊNH GIÁ MỘT DỰ ÁN

Có năm cách chính để định giá bất kỳ khoản đầu tư nào. (Trong mỗi cách này có nhiều biến thể, nhưng các tác giả tổ chức định giá theo năm "nhóm".)

1. Dòng tiền chiết khấu (ví dụ: dòng tiền tự do của doanh nghiệp, dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu, APV,
EVA, v.v.)
2. Bội số lợi nhuận hoặc dòng tiền (ví dụ: P/E, EBIT, EBITDA, EBIAT, v.v.)
3. Bội số tài sản (ví dụ: giá trị sổ sách, thị giá trên giá trị sổ sách, giá trị thay thế, v.v.)
4. So sánh (ví dụ: thùng dự trữ dầu, ounce vàng, mẫu gỗ, diện tích
bán lẻ, dân số, số lượt truy cập trang web, v.v.)
5. Quyền đòi nợ tiềm tàng (tức là phương pháp định giá quyền chọn)

Chúng ta sẽ tập trung vào bốn cách đầu tiên ở đây. Chúng ta sẽ không đề cập đến quyền đòi nợ tiềm tàng trong cuốn sách này vì nó đòi hỏi kiến thức về định giá quyền chọn, điều mà nhiều độc giả có thể không có. Quyền đòi nợ tiềm tàng cũng ít được sử dụng để định giá dự án trong tài chính doanh nghiệp.

Trong năm cách định giá một dự án, phương pháp mà các học giả ưa thích nhất là dòng tiền chiết khấu.
Và, vì cả hai tác giả đều là học giả, và cũng thích phương pháp này, nên đây là phương pháp chúng ta sẽ bắt đầu. Có một số kỹ thuật dòng tiền chiết khấu. Kỹ thuật được sử dụng phổ biến nhất, và là kỹ thuật chúng ta sẽ bắt đầu, là dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFf). FCFf là tên của kỹ thuật, nhưng nó thực sự có nghĩa là dòng tiền tự do từ dự án đầu tư mà chúng ta đang đánh giá.

Dự án, Dự án, Dự án

Một quy tắc quan trọng trong định giá (valuation) là dự án, dự án, dự án. Nghĩa là, sử dụng dòng tiền của dự án (project cash flows), cấu trúc vốn của dự án (project capital structure), và chi phí vốn của dự án (project cost of capital). Đây là một quy tắc quan trọng và thường bị bỏ qua trong phân tích định giá (valuation analysis).

Nếu một công ty đang xem xét mua lại một công ty khác hoặc xây dựng một nhà máy mới, các dòng tiền (cash flows) được đưa vào định giá chỉ là những dòng tiền liên quan đến khoản đầu tư hoặc dự án mới. Điều quan trọng là không bao gồm bất kỳ dòng tiền nào không phải là mới (tăng thêm) đối với dự án. Ngoài ra, các dòng tiền này phải được đánh giá ở mức độ rủi ro của dự án. Điều này có nghĩa là chiết khấu chúng ở mức chi phí vốn (cost of capital) phù hợp với khoản đầu tư. Đáng ngạc nhiên là, nhiều chuyên gia tài chính, những người sẽ không bao giờ dùng dòng tiền của công ty để định giá một dự án, lại sử dụng chi phí vốn của công ty một cách sai lầm để định giá dự án. Như chúng ta sẽ giải thích, việc xác định chi phí vốn của dự án đòi hỏi trước hết phải xác định cấu trúc vốn (capital structure) của dự án.

Chúng ta sẽ khám phá những vấn đề này chi tiết hơn trong chương này và chương tiếp theo.

1Nếu đây là một chương về mua lại (acquisitions), chúng ta sẽ tập trung vào chiến lược trước. Phân tích chiến lược sẽ chỉ ra liệu có những lý do kinh tế nào khiến công ty mục tiêu (target firm) đáng giá hơn đối với bên mua (bidder) so với khi nó là một công ty độc lập hiện tại hay không.

Tiền mặt là vua

Điều đầu tiên cần nhớ khi thực hiện định giá là tiền mặt là vua. Tiền mặt làm bạn thành công hoặc phá sản. Mặc dù các kế toán viên nói về lợi nhuận (earnings), trong tài chính, dòng tiền (cash flows) mới là điều quan trọng nhất. Vâng, lợi nhuận là một phần lớn của dòng tiền, và chúng hoàn toàn quan trọng, nhưng dòng tiền chiếm ưu thế hơn lợi nhuận. Các công ty có thể tồn tại lâu dài với lợi nhuận âm (ví dụ, Amazon.com đã lỗ 3 tỷ đô la trong tám năm đầu hoạt động), nhưng họ sẽ chết nhanh chóng nếu cạn kiệt tiền mặt. Trong bong bóng dot-com, sự sống còn ngắn hạn của một công ty dot-com phụ thuộc vào tỷ lệ đốt tiền (burn rate) (tức là tốc độ công ty sử dụng hết tiền mặt). Rất ít công ty dot-com có lợi nhuận dương. Trong Chương 1, chúng ta đã lưu ý một câu nói xưa: "Bạn mua sâm panh bằng lợi nhuận, nhưng bạn mua bia bằng tiền mặt." Nếu một công ty có lợi nhuận dương, mọi người có thể ăn mừng, nhưng thứ giúp bạn tiếp tục ngày qua ngày là tiền mặt. Tóm lại, định giá là tất cả về dòng tiền. Lợi nhuận chỉ quan trọng trong định giá vì chúng là một phần của dòng tiền. Các kỹ thuật định giá khác nhau sử dụng các định nghĩa khác nhau về dòng tiền (ví dụ, dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (free cash flow to the firm), dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flow to equity), v.v.). Để hiểu sự khác biệt giữa các dòng tiền khác nhau, hữu ích khi bắt đầu với Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet). Hãy xem xét Bảng cân đối kế toán đơn giản sau:

Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet)	
Tài sản (Assets)	**Nợ phải trả và Giá trị ròng (Liabilities and Net Worth)**
	Vốn lưu động ròng tự phát (Net Spontaneous Working Capital)
	Nợ ngắn hạn (Short-Term Debt)
(Cash + A/R + Inv. – A/P)	
	Nợ ngân hàng (Bank Debt)
Tài sản dài hạn (Long-Term Assets)	
	Nợ dài hạn (Long-Term Debt)
	Vốn chủ sở hữu (Equity)

Ở phía tài sản, chúng ta có vốn lưu động ròng tự phát (net spontaneous working capital). Nó là gì? Ngày nay, đây là một thuật ngữ không phổ biến. Vốn lưu động ròng tự phát là tài sản ngắn hạn (current assets) trừ đi nợ ngắn hạn (current liabilities), ngoại trừ những khoản nợ phải trả có tính lãi.[2] Điều này có nghĩa là phần ngắn hạn của nợ dài hạn (current portions of long-term debt), nợ ngân hàng (bank debt), giấy nợ có lãi (interest-bearing notes), v.v. đều được loại trừ khỏi vốn lưu động ròng tự phát. Cộng tài sản cố định ròng (net PP&E) vào vốn lưu động tự phát sẽ bằng tổng tài sản. Đây là phía bên trái của bảng cân đối kế toán (Balance Sheet). Ở phía bên phải, chúng ta có nợ chịu lãi (interest-bearing debt) (tức là tổng nợ chịu lãi, bao gồm nợ ngân hàng, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn), và chúng ta có giá trị ròng (net worth) hay vốn chủ sở hữu (equity).

Hãy bắt đầu bằng việc xem xét các dòng tiền đến từ phía tài sản (tức là các dòng tiền mà tài sản tạo ra). Chúng ta gọi các dòng tiền từ phía tài sản là dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm – FCFf). Chúng bao gồm lợi nhuận của doanh nghiệp, cộng với khấu hao (depreciation), trừ đi chi phí vốn (capital expenditure) cần thiết và sau đó trừ (cộng) khoản tăng (giảm) trong vốn ròng.

2. Với vốn lưu động ròng tự phát (net spontaneous working capital), nợ ngắn hạn (current liabilities) không được liệt kê ở phía bên phải của bảng cân đối kế toán; chúng được kết hợp với tài sản ngắn hạn (current assets) ở phía bên trái của bảng cân đối kế toán. Tuy nhiên, nợ ngắn hạn (current debt) (có thời gian đáo hạn dưới một năm) không được bao gồm trong vốn lưu động tự phát. Bất kỳ khoản nợ chịu lãi nào, dù là ngắn hạn, đều bị loại trừ khỏi vốn lưu động tự phát.

vốn lưu động tự phát. Một cách chính thức hơn, công thức dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFf) như sau:

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras,$$

trong đó:

FCFf = dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm)

EBIT = lợi nhuận trước lãi vay và thuế (earnings before interest and taxes)

Tc = thuế suất trung bình mà doanh nghiệp phải trả (the average tax rate the firm pays)

Dep = khấu hao và hao mòn (depreciation and amortization)

CAPEX = chi phí vốn (capital expenditures)

NWCend,begin = vốn lưu động ròng (net working capital) tại thời điểm cuối năm hoặc đầu năm

(vốn lưu động ròng (net working capital) là tiền mặt bắt buộc (required cash) cộng với khoản phải thu (receivables) cộng với hàng tồn kho (inventory) trừ đi khoản phải trả (payables))

Extras = các khoản mục như trợ cấp (subsidies) (không phát sinh trong mọi trường hợp)[3]

Ngay sau đây chúng ta sẽ xem xét từng thành phần này. Tuy nhiên, trước tiên hãy lưu ý lại rằng công thức này được gọi là dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm - FCFf).4

Chúng ta cũng có thể tính toán các dòng tiền từ phía bên phải của Bảng cân đối kế toán. Đây là các dòng tiền đến nợ và các dòng tiền đến vốn chủ sở hữu (và chúng ta sẽ thảo luận về từng loại sau này). Điều quan trọng là không được trộn lẫn các dòng tiền từ một phía của Bảng cân đối kế toán với phía bên kia. Ví dụ, FCFf không bao gồm lãi vay, cổ tức, trả nợ, v.v. Các dòng tiền từ phía bên trái của Bảng cân đối kế toán và các dòng tiền đến phía bên phải của Bảng cân đối kế toán là hai khái niệm riêng biệt.
Bạn không nên trộn lẫn hai loại này.

Các ngân hàng thương mại đôi khi mắc sai lầm này vì họ muốn xem xét các dòng tiền có sẵn cho ngân hàng. Trong phân tích tín dụng của họ, họ có thể lấy dòng tiền từ tài sản trừ đi dòng tiền đến vốn chủ sở hữu để xác định dòng tiền nào có sẵn cho các chủ nợ (tức là cho ngân hàng). Đây có thể là cách đúng để phân tích tín dụng, nhưng lại là cách sai để định giá.

Một ví dụ về định giá: Tập đoàn Sungreen

Bây giờ chúng ta hãy giới thiệu Tập đoàn Sungreen, một công ty hư cấu, để minh họa cách định giá một dự án đầu tư bằng cách tạo ra dòng tiền tự do của doanh nghiệp và tỷ lệ chiết khấu của nó.

Đó là đầu năm 2018. Tập đoàn Sungreen là một công ty lớn trong lĩnh vực lâm sản và giấy với doanh thu năm 2017 là 6,5 tỷ đô la và thu nhập ròng là 221 triệu đô la. Công ty cạnh tranh trong ba lĩnh vực kinh doanh: sản phẩm xây dựng, giấy và bột giấy, và hóa chất. Báo cáo thu nhập, Bảng cân đối kế toán và một số thông tin tài chính chọn lọc khác của Sungreen trong ba năm qua được đưa ra trong Bảng 15.1 đến 15.3. Các nhà phân tích phân loại Sungreen là một doanh nghiệp "lâm sản"

3 Sự thay đổi trong thuế hoãn lại cũng là một phần của dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Nó đôi khi được bao gồm trong vốn lưu động và đôi khi được xử lý riêng biệt.
4 Chúng tôi sử dụng thuật ngữ dòng tiền tự do của doanh nghiệp như nó được sử dụng trong thực tế. Nó thực sự là dòng tiền tự do của dự án.

BẢNG 15.1
Báo cáo thu nhập của Tập đoàn Sungreen cho năm kết thúc ngày 31 tháng 12

($ millions)	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	5,414	5,462	6,469
Giá vốn hàng bán	4,720	4,791	5,653
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	327	377	399
EBIT	367	294	417
Lãi vay	87	89	77
Lợi nhuận trước thuế	280	145	340
Thuế (35%)	98	51	119
Thu nhập ròng	182	94	221

BẢNG 15.2
Bảng cân đối kế toán của Sungreen Corp. đến ngày 31 tháng 12

($ millions)	2015	2016	2017
Nợ ngắn hạn	257	167	10
Phải trả người bán	552	568	627
Nợ dài hạn, phần hiện hành	85	95	95
Nợ dài hạn	1.487	1.518	1.618
Nợ phải trả khác	475	480	482
Vốn chủ sở hữu	2.204	2.222	2.242
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	5.060	5.150	4.979

BẢNG 15.3
Sungreen Corp. Thông tin tài chính chọn lọc

	2015	2016	2017
COGS/Doanh số	87,2%	88,7%	87,4%
SG&A/Doanh số	6,0%	7,0%	6,2%
Tài sản ngắn hạn/Doanh số	26,2%	26,2%	23,4%
Tài sản cố định ròng/Doanh số	67,3%	68,5%	53,5%
Phải trả người bán/Doanh số	10,2%	10,5%	9,7%
Thuế tính theo % lợi nhuận trước thuế	35%	35%	35%
Nợ/(Nợ + vốn cổ phần thường)	45,4%	45,8%	46,8%
Cổ phiếu lưu hành (triệu)	100,00	100,00	100,00
Giá mỗi cổ phiếu cuối năm	30,15	36,25	37,75
Vốn hóa thị trường	3.015	3.625	3.775
Nợ/(Nợ + vốn hóa thị trường)	37,8%	34,2%	36,1%
Beta	1,1		

doanh nghiệp do thực tế rằng 60% doanh số năm 2017 và 70% lợi nhuận hoạt động của nó đến từ bộ phận sản phẩm xây dựng của công ty.

Ngành công nghiệp sản phẩm rừng, nhìn chung, phản ứng nhanh chóng và mạnh mẽ đối với những thay đổi trong nền kinh tế tổng thể. Doanh số và lợi nhuận của các sản phẩm của ngành, chẳng hạn như ván ép, gắn liền với hoạt động xây dựng, do đó rất nhạy cảm với chu kỳ kinh tế và lãi suất.

Các nhân vật chính của chúng ta là Pat Lahey và Hanna Summers, lần lượt là Chủ tịch và Giám đốc tài chính của Sungreen Corporation. Hai người được lên lịch gặp nhau trong bữa trưa để thảo luận về một dự án mở rộng cho một nhà máy giấy và nhà máy in mới để sản xuất giấy gói.

Thị trường giấy gói

Giấy gói, một sản phẩm giấy đầy màu sắc và thường mang tính nghệ thuật, được người tiêu dùng sử dụng chủ yếu để gói quà nhưng cũng dùng làm bao bì cho quần áo và đồ chơi. Cạnh tranh giữa các nhà cung cấp giấy gói dựa trên giá cả, thiết kế sản phẩm và chất lượng của giấy và bản in. Giấy gói bắt đầu từ giấy được sản xuất trong các nhà máy đặc biệt từ bột gỗ. Bột giấy thường được làm từ các loại cây được phân loại là gỗ mềm. Đối với giấy gói, bột giấy được tẩy trắng trước khi chuyển thành giấy, và sau đó giấy được tráng phủ. Ngày nay, các mối quan tâm về môi trường đòi hỏi cả nhà sản xuất giấy và nhà cung cấp hóa chất phải chọn chất tẩy trắng và chất tạo màu thân thiện với môi trường.

Khi đội ngũ thiết kế đã chọn được một mẫu giấy, một chiếc máy khắc hình ảnh lên trụ in sẽ đọc tệp máy tính chứa tác phẩm nghệ thuật đã được số hóa. Các nhà sản xuất giấy gói có thiết bị in hiện đại có thể in nhiều màu cùng lúc và thêm các lớp hoàn thiện đặc biệt như ép kim, óng ánh, ánh ngọc trai và phủ lông tơ. Khi giấy ra khỏi máy in, nó được cuộn thành những cuộn lớn và chuyển sang một bộ phận khác của nhà máy.

Nếu giấy gói được dùng để bán cho người tiêu dùng, máy sẽ cắt và cuộn giấy thành các cuộn nhỏ hơn nhiều hoặc gấp thành các gói phẳng để bán. Các cuộn giấy gói quà được bọc màng co ngay lập tức với lớp màng trong in sẵn thông tin và giá của nhà sản xuất. Các gói phẳng cũng được bọc và niêm phong. Cả hai loại giấy gói đều được đóng gói số lượng lớn trong thùng carton để vận chuyển đến các cửa hàng thiệp, cửa hàng bách hóa và các điểm bán lẻ khác.

Ngành công nghiệp giấy gói có tính thời vụ, với khoảng 60% doanh số bán hàng rơi vào nửa cuối năm dương lịch. Vì việc tặng quà, đặc biệt là sử dụng giấy gói quà cao cấp, được coi là một thứ xa xỉ, hiệu quả hoạt động của ngành giấy gói cũng gắn liền với nền kinh tế nói chung. Do đó, giá giấy gói trong lịch sử khá biến động, với mức biến động hàng năm (annual volatility) từ 10% đến 15%. Đồng thời, ngành giấy gói ít mang tính chu kỳ hơn nhiều (less cyclical) so với ngành vật liệu xây dựng. Điều này chủ yếu là do trong thời kỳ lãi suất cao, việc khởi công xây dựng nhà ở gần như bị đình trệ, nhưng việc tặng quà và đóng gói hàng tiêu dùng không hề dừng lại.

Các nhà sản xuất và nhà phân tích dự đoán năm 2019 sẽ khả quan cho ngành giấy gói. Nhu cầu mạnh, nguồn cung hạn chế và công suất mới hạn chế được kỳ vọng sẽ khiến cho

ngành sẽ hoạt động với công suất gần như 100%. Với việc phần lớn chi phí trong ngành là chi phí cố định (fixed costs), tỷ lệ hoạt động cao đồng nghĩa với lợi nhuận cao.5 Doanh số bán giấy gói được dự đoán tăng gần 7% khi GNP thực (real GNP) và nhu cầu tiêu dùng mạnh lên cùng với sự phục hồi kinh tế. Phần lớn mức tăng doanh số đo được là do lạm phát (inflation) dự kiến 5%. Tuy nhiên, chỉ có 1–2% công suất mới dự kiến có sẵn trước cuối năm 2021. Do đó, các nhà sản xuất giấy gói sẽ phải hoạt động ở mức sản xuất cao lịch sử, với tỷ lệ hoạt động (operating rate) dự kiến ổn định ở khoảng 96% (hoạt động 350 ngày một năm). Giá giấy gói dự kiến tăng từ 740 USD/tấn năm 2004 lên 882 USD vào cuối năm 2023.

Sungreen quan tâm đến giấy gói

Ý định của Sungreen trong việc bổ sung công suất sản xuất giấy gói đã được biết đến rộng rãi trong ngành giấy và bột giấy. Nhà máy giấy gói hiện có của công ty tại Toledo, Ohio, sản xuất 780 tấn giấy gói trắng và giấy tissue mỗi ngày. Đây là một tỷ lệ phần trăm nhỏ trong công suất trong nước, nghĩa là Sungreen sẽ chỉ chia sẻ một phần nhỏ trong sự tăng trưởng lành mạnh dự kiến của thị trường giấy gói. Quan trọng hơn, Sungreen không sản xuất đủ giấy trắng cho các máy in của chính mình và là nhà sản xuất giấy lớn duy nhất là người mua ròng giấy trắng. Sungreen mua khoảng 150.000 tấn giấy gói trắng mỗi năm từ các đối thủ cạnh tranh để cung cấp cho các nhà máy in của mình. Với thị trường khan hiếm hiện tại, giấy gói trắng có thể chỉ có sẵn ở mức giá rất cao và thậm chí có thể trở nên không có sẵn. Các nhà máy in của Sungreen có thể bị buộc phải từ chối đơn hàng, và lợi nhuận của bộ phận in có thể bị xói mòn.

Sungreen đã nghiên cứu các giải pháp khả thi. Công ty bắt đầu bằng việc khảo sát và xếp hạng (A, B hoặc C) các nhà máy giấy gói hiện có của Mỹ tùy thuộc vào công suất, độ tuổi, v.v. Không giống như điểm của sinh viên trường kinh doanh, nhiều nhà máy nhận điểm C. Lahey đã gọi cho chủ sở hữu của 11 nhà máy được xếp hạng A, thử xem họ có quan tâm đến việc bán nhà máy của họ không. Không ai quan tâm.

Vào đầu năm 2018, Lahey biết rằng Continental Group, Inc. quan tâm đến việc bán một gói bao gồm ba nhà máy giấy của họ, với tổng công suất hơn 1,1 triệu tấn mỗi năm (hoặc 3.143 tấn mỗi ngày), gấp khoảng bốn lần công suất hiện có của Sungreen. Tuy nhiên, Sungreen đã thua cuộc đấu thầu trước Cyperus Corp. (cũng là công ty hư cấu), công ty có

5Điều này là do cái gọi là "đòn bẩy hoạt động" (operating leverage), là tỷ lệ phần trăm chi phí biến đổi so với chi phí cố định. Tỷ lệ chi phí cố định càng lớn thì mức tăng (giảm) lợi nhuận càng lớn khi doanh số tăng (giảm). Ví dụ, lấy hai công ty có doanh số 100 đô la, tổng chi phí 90 đô la và lợi nhuận ròng 10 đô la. Một công ty có 80 đô la chi phí biến đổi và 10 đô la chi phí cố định (tổng 90 đô la). Công ty kia có 20 đô la chi phí biến đổi và 70 đô la chi phí cố định (tổng 90 đô la). Giả sử doanh số và chi phí biến đổi tăng 10% cho cả hai công ty. Doanh số của cả hai công ty sẽ tăng 10 đô la. Chi phí cố định 10 đô la và 70 đô la không đổi. Chi phí biến đổi tăng 8 đô la (80 đô la * 10%) cho công ty thứ nhất nhưng chỉ tăng 2 đô la (20 đô la * 10%) cho công ty thứ hai. Lợi nhuận của công ty thứ nhất sẽ tăng 2 đô la (10 đô la – 8 đô la) hoặc 20% (2 đô la / 10 đô la), nhưng lợi nhuận của công ty thứ hai sẽ tăng 8 đô la (10 đô la – 2 đô la) hoặc 80% (8 đô la / 10 đô la).

Dòng sản phẩm gần như chỉ bao gồm giấy gói và giấy tissue. David Stone, chủ tịch kiêm CEO của Cyperus, đã tóm tắt thương vụ:

> *Ba nhà máy được mua với giá khoảng 288.000 USD mỗi tấn/ngày, chưa bao gồm vốn lưu động và không gán bất kỳ giá trị nào cho các nhà máy in trong thương vụ. Con số này tương đương khoảng 80% chi phí xây dựng công suất mới, nếu bắt đầu xây dựng hôm nay thì không thể hoạt động trong vòng chưa đầy một năm và chi phí không dưới 360.000 USD mỗi tấn/ngày.*

Xây dựng công suất mới

Sau khi không tìm được nhà máy và xưởng sản xuất phù hợp để mua, ông Lahey đã nhờ bà Summers tính toán các con số để xác định liệu việc xây dựng một nhà máy giấy và xưởng in mới có đáng hay không. Ý tưởng là xây dựng một nhà máy có công suất khoảng 350.000 tấn mỗi năm (hoặc 1.000 tấn mỗi ngày nhân với 350 ngày hoạt động). Một phần sản lượng sẽ được chuyển thành giấy gói thành phẩm tại một xưởng in hiện đại mới, và các xưởng in hiện tại của Sungreen có thể sử dụng phần còn lại. Chi phí dự kiến (ngân sách) là 410 triệu đô la Mỹ (330 triệu cho nhà máy giấy, 45 triệu cho xưởng in, và khoảng 35 triệu cho nhu cầu vốn lưu động (working capital)). Nhà máy và xưởng mới sẽ được đặt tại Kingsport, Tennessee. Hợp đồng xây dựng yêu cầu thanh toán đầy đủ ngay khi nhà máy đi vào hoạt động, dự kiến vào đầu năm 2019.

Mục tiêu đầu tiên của bà Summers là dự phóng các dòng tiền trong tương lai. Cô ấy nên dự phóng dòng tiền trong bao nhiêu năm? Câu trả lời dễ dàng là: bao nhiêu năm cũng được, miễn là có những dự báo tốt. Nếu một công ty cung cấp dự báo trong năm năm, thì nhà phân tích nên sử dụng năm năm. Dự báo năm năm là khá phổ biến, nhưng thực sự phụ thuộc vào bản chất của dự án và những gì có thể dự đoán một cách hợp lý. Bất kể khoảng thời gian được chọn là gì, có một điểm cuối mà tại đó phải giả định một loại trạng thái ổn định (ổn định, tăng đều, hoặc giảm đều) nào đó. Giá trị tại điểm đó được gọi là giá trị cuối cùng (terminal value).

Sungreen cần dữ liệu nào để dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm)? Từ phương trình trước đó, định nghĩa của chúng ta về dòng tiền tự do của doanh nghiệp là:

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX$$
$$-(NWC_{end\text{-}of\text{-}year} - NWC_{start\text{-}of\text{-}year}) + Extras$$

Vì vậy, chúng ta cần dự báo từng biến số này. Chúng có thể được suy ra từ Báo cáo kết quả kinh doanh và Bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma).

Bảng 15.4 và 15.5 trình bày Báo cáo kết quả kinh doanh và Bảng cân đối kế toán dự phóng do nhân viên của Hanna Summers chuẩn bị cho nhà máy và xưởng in của Kingsport. Chúng dành cho năm năm tới, kết thúc vào năm 2023. Sau năm 2023, nhân viên của cô ấy dự kiến doanh số của nhà máy và xưởng in sẽ tăng theo tỷ lệ lạm phát, được dự báo là 3%. Sau năm 2023, họ cũng dự phóng vốn lưu động ròng (net working capital) sẽ tăng song song với doanh số và CAPEX sẽ bằng khấu hao. Các giả định khác được liệt kê trong các báo cáo dự phóng và ở cuối Bảng 15.5.

BẢNG 15.4
Báo cáo kết quả kinh doanh dự phóng của Sungreen cho Kingsport

($ millions)	2019	2020	2021	2022	2023
Sales	259.00	271.95	285.54	296.97	308.85
Cost of goods sold	186.48	195.80	205.59	213.82	222.37
Gross profit	72.52	76.15	79.95	83.15	86.48
Selling and distribution (11%)	28.49	29.91	31.41	32.67	33.97
Depreciation PP&E+CAPEX/40	9.38	9.28	9.21	9.17	9.14
Operating profit	34.66	36.96	39.33	41.31	43.37
Interest expense (4.48% * Debt)	4.13	4.11	4.10	4.10	4.11
Profit before tax	30.53	32.85	35.23	37.21	39.26
Income tax 21%	6.41	6.90	7.40	7.81	8.24
Net profit	24.12	25.95	27.83	29.40	31.02

BẢNG 15.5
Bảng cân đối kế toán dự phóng của Sungreen cho Kingsport

Cash	0	0	0	0	0	0
Receivables (13% sales)	33.00	33.67	35.35	37.12	38.61	40.15
Inventory (12% sales)	30.00	31.08	32.63	34.27	35.64	37.06
PP&E (Open – Dep. + CAPEX)	375.00	371.25	368.47	366.62	365.70	365.70
Total assets	438.00	436.00	436.45	438.01	439.95	442.91
Accounts payable (11% sales)	28.00	28.49	29.91	31.41	32.67	33.97
Debt (set at 22.5% of D+E)	92.25	91.69	91.47	91.49	91.64	92.01
Equity (set at 77.5% of D+E)	317.75	315.82	315.07	315.11	315.64	316.93
Total liabilities and equity	438.00	436.00	436.45	438.01	439.95	442.91

Các giả định chính cho giai đoạn 2019–2023:

- Doanh số năm 2019 được xác định với sản lượng hàng năm 350.000 tấn nhân với giá $740 mỗi tấn. Giá tăng 5% trong năm 2020, 5% trong năm 2021, 4% trong năm 2022 và 4% trong năm 2023 (lên $882 vào cuối năm 2023).
- Giá vốn hàng bán được dự phóng là 72% doanh số.
- Chi phí bán hàng và phân phối được dự phóng là 11% doanh số.
- Khấu hao trên nhà máy và xưởng được giả định là khấu hao đường thẳng trong 40 năm. Điều này được tính bằng số dư đầu kỳ của PP&E chia cho 40.
- CAPEX được đặt ở mức 60%, 70%, 80%, 90% và 100% của khấu hao từ 2019 đến 2023. Khấu hao mỗi năm được tăng thêm bằng CAPEX của năm trước chia cho 40.
- Chi phí lãi vay là 4.48% (sẽ được giải thích ở chương tiếp theo) của nợ cuối năm trước.
- Thuế suất thu nhập doanh nghiệp dự kiến là 21%.
- Tiền mặt được đặt bằng 0 để đơn giản hóa (vì đây là một nhà máy, một hạn mức tín dụng có thể tài trợ cho tất cả các nhu cầu tiền mặt của nó).

- Các khoản phải thu được dự kiến bằng 13% doanh thu (mặc dù về mặt kỹ thuật, các khoản phải thu phải thu sẽ bắt đầu năm ở mức $0, chúng sẽ ở mức cuối năm vào giữa tháng thứ hai, vì vậy để đơn giản, chúng tôi giả định các khoản này ở đầu năm).
- Hàng tồn kho được dự kiến bằng 12% doanh thu (với doanh thu không đổi, số tiền này sẽ là cần thiết vào đầu năm).
- Nhà máy dự kiến sẽ mở cửa vào đầu năm 2019. Khi nhà máy và xưởng hoạt động và Tiếp theo, các khoản phải trả dự kiến là 11% doanh số.
- Mức nợ được đặt ở mức cố định 22,5% của nợ và vốn chủ sở hữu. Tại sao chúng tôi chọn phần trăm đó sẽ được thảo luận trong chương tiếp theo.
- Vốn chủ sở hữu (equity) là số dư đầu kỳ (opening balance) cộng với lợi nhuận ròng (net income) trừ đi cổ tức (dividends). Cổ tức được thiết lập để giữ vốn chủ sở hữu (equity) ở mức cố định 77.5% của nợ (debt) cộng với vốn chủ sở hữu.

Dòng tiền danh nghĩa hoặc thực (Nominal or Real Cash Flows)

Dòng tiền có thể được chiết khấu bằng tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa (nominal discount rates) hoặc tỷ lệ chiết khấu thực (real discount rates). Hầu hết mọi người sử dụng tỷ lệ danh nghĩa, đây là các tỷ lệ được niêm yết trên báo chí tài chính. Tỷ lệ danh nghĩa bao gồm cả lợi suất thực và lợi suất cho lạm phát kỳ vọng. Ngược lại, tỷ lệ thực loại trừ lạm phát. Ví dụ, nếu một trái phiếu đang có lợi suất danh nghĩa là 6% và lạm phát là 4%, thì tỷ lệ hoàn vốn thực tế xấp xỉ 2%.

Mối quan hệ giữa hai tỷ lệ có thể được công thức hóa như sau:

$$r = [(1 + R_n)/(1 + i)] - 1$$

trong đó

r = tỷ lệ thực (real rate),

i = tỷ lệ lạm phát (inflation rate), và

Rn = tỷ lệ danh nghĩa (nominal rate)

Ngày nay, việc tính toán tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa và do đó sử dụng dòng tiền danh nghĩa là phổ biến. Trong lịch sử, các doanh nghiệp đôi khi sử dụng dòng tiền thực, trong trường hợp đó, để chính xác, họ cần sử dụng tỷ lệ chiết khấu thực. Điều ngược lại cũng đúng. Nếu một doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa, thì họ phải sử dụng dòng tiền danh nghĩa. Nếu một doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ chiết khấu thực (tức là tỷ lệ không bao gồm lạm phát), thì họ phải sử dụng dòng tiền thực.

Nhắc lại, phần lớn (đại đa số) các định giá ngày nay được thực hiện bằng cách sử dụng dòng tiền danh nghĩa và tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa (tức là danh nghĩa, danh nghĩa). Điều này xảy ra vì chúng ta thường sử dụng lãi suất thị trường cho chi phí nợ và vốn chủ sở hữu, và lãi suất thị trường là danh nghĩa. Để có được tỷ lệ thực, cần phải lấy lãi suất thị trường và điều chỉnh theo lạm phát.

Ngoài ra, khi dự phóng dòng tiền, thường tốt hơn là dự phóng dòng tiền danh nghĩa, bao gồm lạm phát. Tại sao? Dòng tiền danh nghĩa bao gồm việc dự phóng giá cả và chi phí ở giá trị tương lai dự kiến của chúng. Điều này làm cho dòng tiền danh nghĩa chính xác hơn (mặc dù có nhiều khả năng sai sót hơn). Nếu các khoản mục khác nhau trên Báo cáo thu nhập (Income Statement) của doanh nghiệp tăng trưởng với các tỷ lệ khác nhau (ví dụ: chi phí lao động tăng 3% do hợp đồng dài hạn, trong khi chi phí đầu tăng 7%), những khác biệt này có thể được kết hợp vào định giá dễ dàng hơn với dòng tiền danh nghĩa. Khi sử dụng dòng tiền thực, việc điều chỉnh cho các tỷ lệ tăng trưởng khác nhau phức tạp hơn và hiếm khi được thực hiện.

Tính toán các yếu tố của dòng tiền tự do của doanh nghiệp (Free Cash Flow to the Firm)

Từ trên, công thức dòng tiền tự do của doanh nghiệp là:

FCFf = EBIT (1 −Tc) + Dep −CAPEX−(NWCend-of-year −NWCstart-of-year) + Extras

*Bắt đầu với Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) ước tính, chúng ta điều chỉnh cho thuế ước tính để tính EBIT * (1 – Tc). Nên sử dụng mức thuế suất nào, thuế suất biên hay thuế suất trung bình? Chúng ta sử dụng thuế suất trung bình vì chúng ta muốn dòng tiền trung bình có sẵn. Lưu ý, đối với các công ty, thuế suất trung bình và thuế suất biên thường rất gần nhau (khác với mức thuế suất của cá nhân). Thuế suất trung bình ở đây, như được ghi chú trong Bảng 15.4, là 21%. Giảm EBIT theo thuế suất sẽ cho chúng ta EBIT * (1 – Tc) hay Lợi nhuận trước lãi vay sau thuế (EBIAT).*

Vì EBIT năm 2019 được dự báo là 34,66 triệu đô la (EBIT là lợi nhuận hoạt động), khi đó EBIT * (1 – Tc) là 27,38 triệu đô la (34,26 * (1 – 0,21)).

Vậy,

FCFf = 27,38 triệu đô la + Dep (khấu hao) − CAPEX (chi tiêu vốn) − (NWC cuối năm (vốn lưu động ròng cuối năm) − NWC đầu năm (vốn lưu động ròng đầu năm)) + Extras (các khoản mục bổ sung)

Nói thêm: Phép tính này có giả định ngầm rằng EBIT là dương. Nếu EBIT âm, thì không có lá chắn thuế trừ khi công ty có thu nhập khác. Nói cách khác, không có lợi ích từ lá chắn thuế nếu công ty không nộp thuế. Điểm này có vẻ nhỏ nhặt nhưng lại quan trọng: lá chắn thuế chỉ có tác dụng khi công ty nộp thuế.

*Ví dụ, hãy tưởng tượng bạn quyết định thực hiện một dự án trong gara của mình với chi phí 1 triệu đô la mỗi năm trong năm năm đầu và không có doanh thu. Do đó, bạn sẽ lỗ 1 triệu đô la mỗi năm trong năm năm tiếp theo. Bây giờ, hãy tưởng tượng Microsoft quyết định khởi động cùng một dự án trong phòng thí nghiệm của họ, và dòng tiền của họ cũng âm 1 triệu đô la mỗi năm trong năm năm đầu tiên. Liệu có sự khác biệt nào giữa bạn và Microsoft khi nói đến dòng tiền? Chắc chắn. Microsoft gần như chắc chắn sẽ có thể khấu trừ chi phí hàng năm 1 triệu đô la của dự án vào thu nhập doanh nghiệp khác. Điều này có nghĩa là khoản lỗ trước thuế 1 triệu đô la của họ là khoản lỗ sau thuế 790.000 đô la (1 triệu đô la * (1 – Tc) sau thuế, giả sử thuế suất 21%). Nói cách khác, cả bạn và Microsoft có thể có cùng dòng tiền trước thuế, nhưng dòng tiền sau thuế rất khác nhau. Ngay cả khi bạn có thể nhận được khoản tiết kiệm thuế từ lợi nhuận tại một thời điểm nào đó trong tương lai (giả sử bạn có thu nhập trong tương lai), giá trị hiện tại của các dòng tiền là rất khác nhau.*

Sau khi tính toán EBIT và điều chỉnh thuế, mục tiếp theo trong công thức dòng tiền của chúng ta là khấu hao. Chi phí khấu hao, như được trình bày trong Bảng 15.4, được tính bằng cách giảm dần khoản đầu tư 375 triệu đô la vào nhà máy và xưởng cán đều đặn trong suốt tuổi thọ dự kiến (trong trường hợp này là 40 năm). Khấu hao trong năm 2020 và các năm sau đó phải được tăng thêm bằng chi phí vốn bổ sung (CAPEX) hàng năm. (Chúng ta sẽ giả định rằng chi phí vốn bổ sung cũng được khấu hao theo đường thẳng trong 40 năm.)

Thật không may, cả Bảng 15.4 lẫn Bảng 15.5 đều không cung cấp số lượng CAPEX ước tính cho các năm tương lai. Chúng ta đang đưa ra giả định rằng CAPEX tăng từ 60% lên 100% của khấu hao, với các mức tăng bằng nhau, trong các năm 2019 đến 2023. Chúng ta cần

con số này vừa để hoàn thiện ước tính khấu hao của chúng ta vừa là mục tiếp theo trong công thức dòng tiền. Làm thế nào để tính CAPEX từ các báo cáo tài chính dự phóng? Chúng ta tính toán nó từ mối quan hệ kế toán sau: sự thay đổi của tài sản cố định ròng bằng CAPEX trừ đi khấu hao. Hoặc sự thay đổi của tài sản cố định ròng cộng với khấu hao bằng CAPEX. Điều đó có nghĩa là:

PP&E đầu năm + CAPEX − Khấu hao = PP&E cuối năm, do đó

CAPEX = PP&E cuối năm + Khấu hao − PP&E đầu năm

Một lời giải thích đơn giản cho công thức này đã được thảo luận trước đó trong Chương 3 trong ví dụ về tủ đựng thức ăn của chúng ta. Giả sử bạn có 100 đô la thực phẩm trong tủ đựng thức ăn vào đầu tuần. Bạn tiêu thụ (ăn) 70 đô la thực phẩm trong tuần. Nếu bạn không mua gì trong tuần, bạn sẽ có 30 đô la thực phẩm trong tủ. Tuy nhiên, nếu bạn tiêu thụ 70 đô la thực phẩm trong tuần nhưng kết thúc tuần với 80 đô la thực phẩm trong tủ, điều đó có nghĩa là bạn đã mua 50 đô la thực phẩm trong tuần. Sự tương tự như sau: 100 đô la thực phẩm trong tủ đựng thức ăn đầu tuần là PP&E mở đầu. 80 đô la thực phẩm cuối tuần là PP&E kết thúc. 70 đô la thực phẩm bạn ăn trong tuần là khấu hao. 50 đô la bạn chi tiêu tại cửa hàng trong tuần là CAPEX.

Bảng 15.6, được tạo bằng cách sử dụng các giả định được liệt kê ở trên, tính toán CAPEX dự phóng cho dự án Kingsport từ năm 2019 đến năm 2023:

Vì vậy, công thức dòng tiền tự do (free cash flow) của chúng ta cho năm 2019 như sau:

FCFf = $27.38 million + $9.38 million −$5.63 million

−(NWCend-of-year −NWCstart-of-year) + Extras

Mục cuối cùng cần thiết để tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm) là sự thay đổi trong vốn lưu động ròng (net working capital) (được trình bày trong Bảng 15.7). Sự gia tăng vốn lưu động ròng cũng giống như chi phí vốn (capital expenditures): doanh nghiệp tài trợ cho sự gia tăng vốn lưu động ròng (tiền mặt cộng khoản phải thu cộng hàng tồn kho trừ khoản phải trả),6 và điều này làm giảm dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Điều này không khác gì việc tăng CAPEX. Việc giảm vốn lưu động ròng

BẢNG 15.6
Dự phóng vốn lưu động mới và CAPEX của Sungreen Kingsport

($ millions)	2019	2020	2021	2022	2023
PP&E end	371.25	368.47	366.62	365.70	365.70
Dep	9.38	9.28	9.21	9.17	9.14
PP&E open	375.00	371.25	368.47	366.62	365.70
CAPEX	5.63	6.50	7.37	8.25	9.14
CAPEX is set at	60%dep	70%dep	80%dep	90%dep	100%dep

6Giả định này không có sự thay đổi về lượng tiền mặt cần thiết.

BẢNG 15.7
Dự phóng vốn lưu động ròng của Sungreen Kingsport

Receivables	33.00	33.67	35.35	37.12	38.61	40.15
Inventory	30.00	31.08	32.63	34.27	35.64	37.06
Payable	28.00	28.49	29.91	31.41	32.67	33.97
Net working capital	35.00	36.26	38.07	39.98	41.58	43.24
Change		1.26	1.81	1.91	1.60	1.66

làm tăng dòng tiền của doanh nghiệp. Do đó, chúng ta phải xác định vốn lưu động ròng cho từng năm và sau đó tính toán sự thay đổi từ năm này sang năm khác. (Nếu vốn lưu động ròng giữ nguyên mỗi năm, thì không có sự thay đổi trong vốn lưu động ròng và do đó không ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp.)

Bây giờ hãy xem xét vốn lưu động ròng của Sungreen theo từng năm. Nhà máy và xưởng sản xuất dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2019. Vốn lưu động ròng tại thời điểm đầu năm là 35 triệu đô la. Tại sao? Đây là hàng tồn kho và các khoản phải trả liên quan cần thiết để vận hành nhà máy. Các khoản phải thu về mặt kỹ thuật sẽ bắt đầu từ 0 đô la và tăng theo doanh số. Chúng sẽ ở mức cuối năm vào giữa tháng thứ hai—vì vậy để đơn giản, chúng cũng được giả định ở thời điểm bắt đầu.

Nếu vốn lưu động ròng đầu năm 2019 là 35,0 triệu đô la, thì cuối năm 2019 là bao nhiêu? Các con số, được trình bày trong Bảng 15.7, được lấy từ các Bảng cân đối kế toán dự phóng trong Bảng 15.5. Vào cuối năm, doanh nghiệp dự kiến có 33,67 triệu đô la khoản phải thu cộng với 31,08 triệu đô la hàng tồn kho trừ đi 28,49 triệu đô la khoản phải trả, cho một vị thế vốn lưu động ròng là 36,26 triệu đô la (33,67 + 31,08 – 28,49).7 Vốn lưu động bắt đầu năm ở mức 35 triệu đô la và kết thúc năm ở mức 36,26 triệu đô la. Đây là mức tăng 1,26 triệu đô la trong năm. Doanh nghiệp phải tài trợ cho sự gia tăng vốn lưu động này, có nghĩa là nó là một khoản giảm từ dòng tiền tự do của doanh nghiệp.

Cuối cùng, vào năm 2019 FCFf = $27.38 triệu + $9.38 triệu −$5.63 triệu

−($36.36 triệu −$35.0 triệu) + Extras

Tổng hợp tất cả các yếu tố

Sử dụng dữ liệu từ Bảng 15.5, 15.6 và 15.7 cho phép chúng ta tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm) cho nhà máy và xưởng Kingsport như được trình bày trong Bảng 15.8. Hãy nhớ rằng chúng ta đang sử dụng thuật ngữ kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm), nhưng thực chất chúng ta muốn nói đến dòng tiền tự do của dự án (free cash flows to the project) (tức là cho nhà máy và xưởng Kingsport mới).

Đây không phải là phép màu. Không có gì bí ẩn ở đây, không có gì giấu trong tay áo chúng tôi. Các con số cơ bản trong Bảng 15.8 là kết quả của việc lập Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán dự kiến (pro forma) của Kingsport như mô tả ở trên.

7Khoản phải thu được ước tính bằng 13% doanh thu, hàng tồn kho được ước tính bằng 12% doanh thu, và khoản phải trả được ước tính bằng 11% doanh thu.

BẢNG 15.8
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) dự phóng của Sungreen – Kingsport

($ millions)	2019	2020	2021	2022	2023

CHI PHÍ VỐN BÌNH QUÂN GIA QUYỀN (WACC)

Sau khi tính toán dòng tiền tự do, câu hỏi tiếp theo của chúng ta là: Những dòng tiền tương lai này hiện có giá trị bao nhiêu? Cụ thể hơn, dòng tiền tương lai của Sungreen từ Kingsport cao hơn hay thấp hơn giá mua (hoặc chi phí xây dựng)? Để trả lời câu hỏi này, chúng ta phải chiết khấu các dòng tiền, và để làm điều đó chúng ta cần một tỷ lệ chiết khấu. Chúng ta sẽ giới thiệu cách có được tỷ lệ chiết khấu trong phần này, nhưng chúng ta sẽ đợi đến chương tiếp theo để thực hiện chi tiết. Tỷ lệ chiết khấu phụ thuộc vào chi phí vốn và có thể khá phức tạp. Do đó, chúng tôi tin rằng chủ đề này nên được xử lý chuyên sâu trong một chương riêng.

Lưu ý, chúng ta đang sử dụng dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) cho nhà máy và xưởng Kingsport. Các dòng tiền này phải được chiết khấu theo chi phí vốn của nhà máy và xưởng Kingsport dựa trên cấu trúc vốn kỳ vọng của nó, chứ không phải theo chi phí vốn của toàn bộ Sungreen. Đây là một khái niệm then chốt và thường bị bỏ sót trong phân tích định giá, như đã đề cập trước đó. Việc định giá dòng tiền của nhà máy và xưởng Kingsport bằng chi phí vốn của Sungreen là không chính xác. Nguyên tắc là: dự án, dự án, dự án. Nghĩa là, hãy sử dụng dòng tiền của dự án, cấu trúc vốn của dự án và chi phí vốn của dự án.

Bây giờ, dòng tiền của doanh nghiệp (cash flows to the firm) biểu thị dòng tiền từ phía bên trái của Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet). Chúng là dòng tiền từ tài sản và được gọi là 'dòng tiền tự do của doanh nghiệp' (free cash flows to the firm – FCFf). Chúng sẽ đến với các chủ nợ và cổ đông (tức là các nhà cung cấp vốn). Dòng tiền của doanh nghiệp cần được chiết khấu theo tỷ lệ chiết khấu của doanh nghiệp (hoặc dự án). Dòng tiền chỉ dành cho vốn chủ sở hữu được chiết khấu theo chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), và dòng tiền dành cho nợ được chiết khấu theo chi phí nợ (cost of debt). Tuy nhiên, khi sử dụng dòng tiền của doanh nghiệp, tỷ lệ chiết khấu là chi phí kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ kết hợp này được gọi là chi phí vốn bình quân gia quyền (weighted average cost of capital – WACC).

Chi phí vốn cần phản ánh hai điều:

1. Rủi ro của các dòng tiền
2. Chi phí của các khoản vốn trên thị trường vốn

Chúng ta muốn một tỷ lệ chiết khấu phản ánh rủi ro của các dòng tiền và cũng là mức chi phí mà thị trường vốn sẽ tính doanh nghiệp cho khoản vốn đó. Hầu hết thời gian, mức phí mà thị trường vốn tính để tài trợ cho một dự án bằng với rủi ro của dòng tiền dự án. Tuy nhiên, điều này không phải lúc nào cũng đúng vì đôi khi lãi suất thị trường vốn bao gồm một khoản trợ cấp hoặc điều gì đó khác (tức là, trong một số trạng thái của thế giới, thị trường tính một mức lãi suất mà

khác với rủi ro thực tế). Vì mục đích hiện tại, chúng ta sẽ giả định rằng lãi suất thị trường phản ánh đầy đủ rủi ro của dự án (chúng ta sẽ nới lỏng giả định này sau trong Chương 17).

Công thức tính chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) như sau:

WACC = % nợ chi phí nợ sau thuế + % vốn chủ sở hữu chi phí vốn chủ sở hữu, hay một cách chính thức hơn,

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \square Kd \square(1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke,$$

trong đó:

D = nợ chịu lãi (interest-bearing debt)

E = vốn chủ sở hữu (equity)

(D/(D + E)) = tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn

(E/(D + E)) = tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn

Kd = chi phí nợ (cost of debt)

Tc = thuế suất biên (marginal tax rate), (lưu ý sử dụng thuế suất trung bình trong công thức FCFf)

Ke = chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity)

Vì vậy, để xác định WACC, chúng ta cần xác định các thành phần của nó. Tức là, chúng ta phải định nghĩa 'các tỷ trọng và lãi suất'. Chúng ta sẽ ước tính các thành phần này một cách chi tiết trong chương tiếp theo.

GIÁ TRỊ CUỐI KỲ (TERMINAL VALUES)

Chúng ta đã hoàn tất việc định giá dự án sau khi tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp và chiết khấu chúng về năm hiện tại chưa? Chưa đâu, vì Bảng 15.8 chỉ cung cấp các dự báo cho năm năm đầu tiên. Chúng ta vẫn phải tính giá trị của các dòng tiền cho năm 2024 và sau đó. Tuy nhiên, chúng ta không cố gắng dự báo dòng tiền ra mãi mãi. Thay vào đó, chúng ta tính giá trị cuối kỳ (terminal value), giá trị này được kỳ vọng sẽ nắm bắt giá trị của tất cả các dòng tiền từ thời điểm đó trở đi. Làm thế nào để tính điều này? Có một số kỹ thuật để tính giá trị cuối kỳ. Phổ biến nhất là:

1. Công thức vĩnh viễn (perpetuity formulas)
2. Bội số thu nhập (earnings multiples)
3. Bội số tài sản (asset multiples)

Chà, trông quen quen. Nếu bạn còn nhớ, chúng ta đã nói ở đầu chương này rằng
chỉ có năm cách để định giá một tài sản: dòng tiền chiết khấu (discounted cash flows), bội số thu nhập (earnings multiples), bội số tài sản (asset multiples), so sánh (comparables), và quyền chọn (contingent claims). Cả năm phương pháp đều được dùng để
tính giá trị cuối kỳ (terminal values), nhưng ba phương pháp đầu là phổ biến nhất.

Giống như chúng ta đã bắt đầu với dòng tiền chiết khấu (discounted cash flows) ở trên, hãy bắt đầu với công thức vĩnh viễn (perpetuity formula),
đây là một biến thể của dòng tiền chiết khấu. Công thức vĩnh viễn là gì?

Terminal Value (TV) = Free Cash Flowin-the-terminal-year (1 + g)/(k −g)

trong đó:

k = tỷ lệ chiết khấu (discount rate)

g = tỷ lệ tăng trưởng của dòng tiền tương lai (growth rate of future cash flows)

Công thức này được sử dụng trong tài chính, nhưng thực sự nó dựa trên toán học. Trước tiên, hãy giả sử không có tăng trưởng, tức là g = 0. Nếu dòng tiền hàng năm dự kiến là $1,000 mãi mãi và tỷ lệ chiết khấu hàng năm, k, là 10%, thì giá trị của dòng tiền vĩnh viễn là $10,000 ($1,000/10%). Điều này hợp lý vì nếu chúng ta đầu tư $10,000 với tỷ lệ hàng năm là 10% ngày hôm nay, chúng ta kỳ vọng nhận được $1,000 mỗi năm bây giờ và mỗi năm sau đó.

Điều quan trọng về mặt toán học (và tài chính) là nếu bạn đầu tư $10,000 ngày hôm nay, bạn phải đợi cả một năm để nhận được khoản lợi nhuận $1,000. Điểm mấu chốt là công thức giá trị cuối kỳ vĩnh viễn (perpetuity terminal value) cho giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền tương lai bắt đầu từ một năm kể từ hôm nay.

Tuy nhiên, dòng tiền có thể không luôn ổn định. Ví dụ, dòng tiền thường được kỳ vọng tăng theo lạm phát (hãy nhớ rằng chúng ta đang sử dụng dòng tiền danh nghĩa và tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa). Nhưng, hãy nhớ, công thức vĩnh viễn lấy dòng tiền một năm trong tương lai và quy về hiện tại. Vì vậy, nếu dòng tiền $1,000 dự kiến tăng 5% mỗi năm mãi mãi, thì dòng tiền một năm kể từ hôm nay là $1,050. Về mặt toán học, công thức lấy dòng tiền của năm cuối và tăng nó lên theo g. Do đó, trong ví dụ của chúng ta, chúng ta sẽ sử dụng $1,050 ở tử số, không phải $1,000.8 Sau đó chúng ta phải chiết khấu nó bằng chi phí vốn (k) trừ đi tỷ lệ tăng trưởng (g) trong dòng tiền tương lai.

Quay trở lại Sungreen và việc ước tính giá trị cuối kỳ, chúng ta bắt đầu với mức tăng trưởng dự kiến. Đội ngũ tài chính của Lahey kỳ vọng doanh số từ nhà máy và xưởng Kingsport sẽ tăng theo tỷ lệ lạm phát sau năm 2023, được dự báo là 3%. Vốn lưu động ròng được dự kiến tăng tương ứng với doanh số sau năm 2023, và chi phí vốn (CAPEX) được giả định bằng khấu hao. Biên lợi nhuận hoạt động được giả định không đổi, và thuế suất dự kiến không đổi ở mức 21%. Sử dụng các giả định này, chúng ta giả định rằng tỷ lệ tăng trưởng của FCF sau năm 2023 là 3%.9

Theo thảo luận trước đó của chúng ta, dòng tiền tự do (free cash flow) trong năm cuối 2023 là 32,60 đô la nhưng tăng 3% lên 33,58 đô la vào năm 2024. Cụ thể là:

$$FCF_{2024} = FCF_{2023} * 1.03 = \$32.60 * (1.03) = \$33.58$$

Sử dụng công thức cho dòng tiền vĩnh viễn tăng trưởng (growing perpetuity), giá trị cuối kỳ (terminal value) vào cuối năm 2023 là:

$$TV2023 = FCF2024 \quad /(k - g)$$

8Một sai lầm rất phổ biến là tính toán giá trị cuối kỳ của dòng tiền vĩnh viễn tăng trưởng bằng cách sử dụng dòng tiền trong năm cuối (1.000 đô la trong ví dụ của chúng ta) chia cho (k – g). Để có được giá trị ngày hôm nay, chúng ta phải sử dụng giá trị dòng tiền của một năm trong tương lai.
9Thực tế, các dòng tiền có thể không tăng chính xác 3%, tùy thuộc vào sự tăng trưởng của khấu hao (depreciation) và chi tiêu vốn (CAPEX).

trong đó:

k = tỷ lệ chiết khấu (discount rate)

g = tỷ lệ tăng trưởng (growth rate)

$$TV_{2023} = \$33.58/(k - 3\%)$$

Đây là giá trị cuối kỳ vào cuối năm 2023. Tuy nhiên, chúng ta cần giá trị hiện tại (present value) tại thời điểm đầu năm 2019, vì vậy chúng ta phải lấy giá trị cuối kỳ năm 2023 và chiết khấu nó về thời điểm đầu năm 2019:

$$\text{TV2019-start-of-year} = \text{TV2023} \quad /(1 + k)^5 = (\$33.58/(k - 3\%))/(1 + k)^5$$

Biến số còn lại duy nhất để giải quyết giá trị cuối kỳ của dòng tiền vĩnh viễn tăng trưởng (và để chiết khấu các dòng tiền tự do trong năm năm đầu tiên) là tỷ lệ chiết khấu k. Khi chúng ta sử dụng kỹ thuật FCF của doanh nghiệp (FCFfirm), tỷ lệ chiết khấu là WACC, đó là trọng tâm của chương tiếp theo.

Còn các cách khác để tính giá trị cuối kỳ thì sao? Như đã nêu ở trên, các phương pháp xác định giá trị cuối kỳ cũng giống như năm phương pháp được sử dụng để định giá (chiết khấu dòng tiền, bội số thu nhập hoặc dòng tiền, bội số tài sản, so sánh (comparables) và quyền chọn (contingent claims)). Chúng ta sẽ đi sâu vào giá trị cuối kỳ trong Chương 17.

TÓM TẮT

Chương này bắt đầu bằng việc liệt kê năm kỹ thuật định giá chính. Sau đó, chúng tôi đã trình bày chi tiết một trong các kỹ thuật—dòng tiền tự do chiết khấu của doanh nghiệp (discounted free cash flows to the firm). Chúng tôi đã giới thiệu Tập đoàn Sungreen và quyết định của họ về việc có nên xây dựng một nhà máy và xưởng in mới để minh họa cách tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp (dự án). Các dòng tiền tự do của doanh nghiệp được tạo ra bằng cách sử dụng Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán dự phòng (pro forma).

Tiếp theo, chúng tôi giới thiệu ngắn gọn cách ước tính chi phí vốn (cost of capital), được sử dụng làm tỷ lệ chiết khấu trong việc định giá các dòng tiền tự do. Cuối cùng, chúng tôi đã giới thiệu các kỹ thuật khác nhau để tính giá trị cuối kỳ. Hai điểm cuối cùng này (chi phí vốn và giá trị cuối kỳ) không được trình bày chi tiết như các dòng tiền tự do. Vì vậy, nếu người đọc cảm thấy kém thoải mái hơn về những phần này của việc định giá, điều đó là dễ hiểu.

Sắp tới

Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ sử dụng Sungreen để tính chi phí vốn và giá trị cuối cùng. Trong các chương tiếp theo, chúng ta sẽ quay lại cả ba phần (dòng tiền, WACC và giá trị cuối cùng) một cách chi tiết hơn.

CHƯƠNG 16
Định giá (Sungreen B)

Trong chương trước, chúng ta đã giới thiệu về định giá và giải thích cách định giá một công ty hoặc dự án bằng kỹ thuật dòng tiền chiết khấu và dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Trong chương này, chúng ta sẽ hoàn tất việc định giá nhà máy và xưởng Kingsport của Sungreen mà chúng ta đã bắt đầu ở Chương 15. Chúng ta sẽ sử dụng các dòng tiền dự phóng như đã ước tính trong Chương 15. Sau đó, chúng ta sẽ tính chi phí vốn và giá trị cuối cùng cho dự án này và minh họa cách sử dụng các dòng tiền dự phóng, giá trị cuối cùng và chi phí vốn để định giá một dự án hoặc công ty. Theo chủ đề lặp lại của chúng ta, chúng ta sẽ làm điều này trong các chương tương lai.

DÒNG TIỀN DỰ PHÓNG CỦA SUNGREEN

Bảng 16.1 trình bày dòng tiền tự do dự phóng cho doanh nghiệp (free cash flows to the firm) của nhà máy và xưởng Kingsport của Sungreen, mà chúng ta đã xây dựng trong Bảng 15.8 của Chương 15.

Như chúng ta đã trình bày trong Chương 15, công thức cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) là:

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

Công thức dòng tiền trên thường được hầu hết sinh viên tài chính học thuộc lòng mà không hiểu cách nó được xây dựng. Công thức này hơi khác thường vì một số lý do. Một là nó bắt đầu với thuật ngữ EBIT (1 – Tc). Thuật ngữ này không bao giờ xuất hiện trên Báo cáo thu nhập (Income Statement), vì thuế không được khấu trừ từ EBIT. Thuế được khấu trừ từ EBIT trừ đi lãi vay (còn gọi là "lợi nhuận trước thuế"). Nói cách khác, trên Báo cáo thu nhập, thuế không được tính bằng thu nhập trước lãi vay và thuế. Thuế trên Báo cáo thu nhập được tính bằng lợi nhuận trước thuế (là EBIT sau khi khấu trừ chi phí lãi vay).

Ngược lại, công thức FCF sử dụng EBIT (1 – Tc), trong đó thuế được tính trên toàn bộ EBIT. Do đó, công thức có vẻ như khai khống số thuế mà công ty thực tế đang trả. Tại sao công thức FCF lại làm điều này? Đó là vì cách chúng ta tính tỷ lệ chiết khấu, đó là WACC trong trường hợp dòng tiền tự do của doanh nghiệp.

BẢNG 16.1
Dòng tiền tự do dự phóng của Sungreen cho doanh nghiệp – Kingsport

($ millions)	2019	2020	2021	2022	2023

CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN BÌNH QUÂN (WACC)

Như đã đề cập ở chương trước, công thức tính chi phí sử dụng vốn bình quân như sau:

$$WACC = K0 = (D/(D + E)) \square Kd \square(1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke$$

trong đó:

D = nợ chịu lãi

E = vốn chủ sở hữu

(D/(D + E)) = tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn

(E/(D + E)) = tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn

Kd = chi phí sử dụng nợ

Tc = thuế suất biên

Ke = chi phí vốn chủ sở hữu

Như được thể hiện trong công thức, WACC là tỷ trọng nợ nhân với Kd (1 – Tc) cộng với tỷ trọng vốn chủ sở hữu nhân với Ke.

Tại sao chi phí sử dụng nợ (Kd) lại được giảm trừ theo thuế suất? Để phản ánh tấm chắn thuế từ lãi vay liên quan đến nợ. Điều này có nghĩa là giá trị của tấm chắn thuế từ nợ đã được bao gồm trong WACC. Vì tấm chắn thuế đã nằm trong WACC, chúng ta không muốn tính trùng nó trong FCF. Tấm chắn thuế chỉ nên được tính ở một nơi, hoặc trong dòng tiền hoặc trong tỷ lệ chiết khấu. Vì WACC được tính với chi phí sử dụng nợ sau thuế của nợ, điều này có nghĩa là tấm chắn thuế đã được bao gồm trong WACC và không nên được bao gồm thêm trong dòng tiền. Đây là lý do tại sao chúng ta sử dụng EBIT (1 – Tc) trong công thức FCF mặc dù EBIT (1 – Tc) không bao giờ xuất hiện trên báo cáo thu nhập.1

Chúng ta cũng đã giải thích ở chương trước rằng vì dòng tiền tự do của doanh nghiệp là dành cho nhà máy Kingsport, chúng phải được chiết khấu theo chi phí sử dụng vốn cho Kingsport

1Như chúng ta sẽ giải thích trong một chương sau, đây cũng là lý do tại sao dòng tiền tự do của doanh nghiệp không bằng dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu cộng với dòng tiền tự do của nợ.

nhà máy và xưởng sản xuất sử dụng cấu trúc vốn kỳ vọng của nhà máy Kingsport. Do đó, WACC phản ánh chi phí sử dụng vốn và cấu trúc vốn của nhà máy Kingsport.

Để tính WACC cho nhà máy Kingsport, chúng ta cần xác định các thành phần của nó. Tức là, chúng ta phải định nghĩa "tỷ trọng và tỷ lệ".

Tỷ trọng

Tỷ trọng (tức là phần trăm của tổng nguồn tài trợ) cho nợ và vốn chủ sở hữu là bao nhiêu? Đối với nợ, chúng ta bao gồm nợ chịu lãi (interest-bearing debt) và sử dụng giá trị thị trường nếu có sẵn. Thật không may, giá trị thị trường thường không dễ dàng có được đối với nợ, và điều này khiến chúng ta sử dụng giá trị sổ sách (book value) cho nợ. Nó không hoàn hảo, nhưng giá trị sổ sách của nợ thường là một đại diện gần đúng cho giá trị thị trường của nợ.2 Đối với vốn chủ sở hữu, chúng ta sử dụng vốn hóa thị trường (market capitalization) (giá thị trường mỗi cổ phiếu nhân với số cổ phiếu đang lưu hành). Nếu vốn hóa thị trường không có sẵn, chúng ta có thể sử dụng giá trị sổ sách cho vốn chủ sở hữu không? Có và không. Điều đó có thể thực hiện, nhưng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu thường không phải là một đại diện hợp lý cho giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Trong thực tế, thường là nợ theo giá trị sổ sách và vốn chủ sở hữu theo giá trị thị trường, nhưng về mặt lý thuyết, nên là nợ theo giá trị thị trường và vốn chủ sở hữu theo giá trị thị trường.

Để xác định tỷ lệ phần trăm của nợ và vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn (capital structure) của dự án, chúng ta sẽ bắt đầu với cấu trúc vốn của toàn bộ Sungreen để minh họa cách thực hiện. Chúng ta làm điều này vì chúng ta có dữ liệu cho Sungreen (tất nhiên là chúng ta có, như đã đề cập trước đó, đây là một tình huống "ngồi ghế bành" (armchair case), tức là do các tác giả ngồi trên ghế bành bịa ra) và có thể minh họa cách đo lường cấu trúc vốn. Chúng ta sẽ sớm đề cập đến cấu trúc vốn của nhà máy và xưởng Kingsport.

Đối với Sungreen, chúng ta chuyển sang Bảng 15.2 trong Chương 15. Từ Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet), chúng ta thấy giá trị sổ sách năm 2017 của tổng nợ chịu lãi (interest-bearing debt) của Sungreen là $1,628 triệu đô la (tương đương với $10 triệu đô la nợ ngắn hạn cộng với $95 triệu đô la phần nợ dài hạn đến hạn cộng với $1,523 triệu đô la nợ dài hạn). Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu là $2,242 triệu đô la, nhưng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu là $3,775 triệu đô la (Bảng 15.3 trong Chương 15). Giá cổ phiếu là $37.75 mỗi cổ phiếu và có 100 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Sử dụng số liệu sổ sách hoặc kế toán cho vốn chủ sở hữu tính ra rằng Sungreen được tài trợ với 42.1% nợ ($1,628/($1,628 + $2,242)) so với con số chính xác hơn là 30.1% nợ khi sử dụng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu ($1,628/($1,628 + $3,775)). Nếu nhà máy và xưởng Kingsport được vận hành với cùng cấu trúc vốn như Sungreen, thì 30.1% sẽ là mức nợ ước tính của chúng ta cho dự án. Tuy nhiên, như sẽ được giải thích dưới đây, nhà máy và xưởng Kingsport được giả định có mức nợ mục tiêu thấp hơn.

Sử dụng cấu trúc vốn (capital structure) của dự án

Tại sao cấu trúc vốn tổng thể của một công ty (ví dụ: Sungreen) không được sử dụng làm trọng số tương đối khi ước tính chi phí vốn (cost of capital) của một dự án? Ngoài ra, rủi ro nên được xử lý như thế nào trong một công ty có các dự án khác nhau ở các bộ phận khác nhau?

2Miễn là lãi suất thị trường và chất lượng tín dụng của khoản nợ không thay đổi quá nhiều kể từ khi khoản nợ được phát hành, giá trị thị trường sẽ gần bằng giá trị phát hành.

Hãy tưởng tượng bạn sở hữu cổ phần trong hai công ty. Một công ty khoan dầu trong khi công ty kia xây dựng đường ống dẫn dầu. Giả sử thị trường tính chi phí vốn (cost of capital) 20% cho ngành khoan dầu (được coi là rủi ro cao) và chi phí vốn 10% cho ngành đường ống (được coi là rủi ro thấp vì chúng ta không xây đường ống cho đến khi tìm thấy dầu).

Hơn nữa, hãy tưởng tượng công ty khoan dầu có bốn dự án khoan dầu tiềm năng với tỷ lệ sinh lời lần lượt là 16%, 18%, 22% và 25%. Công ty nên thực hiện những dự án nào? Chỉ những dự án có tỷ lệ sinh lời 22% và 25%. Tại sao? Vì chỉ có hai dự án đó có tỷ lệ sinh lời trên tỷ lệ chặn (hurdle rate) của công ty khoan dầu, tức là chi phí vốn 20% của công ty.

Bây giờ, hãy tưởng tượng công ty đường ống có bốn dự án đường ống tiềm năng với tỷ lệ sinh lời lần lượt là 8%, 9%, 12% và 14%. Công ty đường ống nên thực hiện những dự án nào? Chỉ những dự án có tỷ lệ sinh lời 12% và 14%, vì chỉ có hai dự án đó vượt trên chi phí vốn 10% của công ty đường ống.

*Bây giờ hãy thay đổi kịch bản một chút. Giả sử thay vì hai công ty riêng biệt, bạn có một công ty dầu khí tích hợp thực hiện cả khoan dầu (50% hoạt động kinh doanh) và đường ống (50% hoạt động kinh doanh). Chi phí vốn bình quân gia quyền (weighted average cost of capital) của công ty là bao nhiêu? Đó là bình quân gia quyền của chi phí vốn cho mỗi bộ phận trong hai bộ phận của công ty: 15% (tính từ 50% * 20% + 50% * 10%). Hãy cho công ty này có cùng tám dự án được liệt kê ở trên (bốn dự án khoan với tỷ lệ sinh lời 16%, 18%, 22% và 25% cũng như bốn dự án đường ống với tỷ lệ sinh lời 8%, 9%, 12% và 14%). Công ty nên thực hiện những dự án nào? Công ty nên thực hiện những dự án tương tự như trước (các dự án khoan dầu với tỷ lệ sinh lời 22% và 25% cộng với các dự án đường ống với tỷ lệ sinh lời 12% và 14%).*

Tại sao? Chẳng phải công ty tích hợp nên chấp nhận tất cả các dự án có lợi suất trên 15% và không chấp nhận dự án nào dưới 15% (tức là tất cả các dự án khoan dầu và không có dự án đường ống nào)? Hãy nghĩ về điều gì sẽ xảy ra nếu công ty áp dụng tỷ lệ rào cản (hurdle rate) 15% cho tất cả các dự án. Tất cả các dự án khoan dầu có lợi suất trên 15% sẽ được chấp nhận, và không có dự án đường ống nào dưới 15% sẽ được chấp nhận. Điều này có nghĩa là một số dự án khoan kém sẽ được chấp nhận, và một số dự án đường ống tốt sẽ bị từ chối. (Một dự án được coi là 'kém' nếu lợi suất của dự án nhỏ hơn chi phí vốn (cost of capital) của nó, và một dự án được coi là 'tốt' nếu lợi suất của nó lớn hơn chi phí vốn.)

Hơn nữa, công ty sẽ rất nhanh chóng rời xa trạng thái cân bằng (50% khoan dầu và 50% đường ống) mà thay vào đó ngày càng tập trung vào mảng kinh doanh khoan dầu. Và, khi công ty ngày càng trở thành một công ty khoan dầu, điều gì sẽ xảy ra với chi phí vốn (cost of capital) của nó? Các bên cho vay ban đầu có thể cho vay ở mức 15%, nhưng họ sẽ sớm nhận ra rằng họ đang cho vay 15% cho các dự án khoan dầu, vốn có mức rủi ro 20%. Trong ví dụ của chúng ta, khi chỉ thực hiện các dự án dầu, các bên cho vay nên tính lãi 20% cho các dự án mới. Do đó, công ty sẽ không duy trì tỷ lệ 50/50 (khoan và đường ống) với chi phí vốn 15%. Cuối cùng, nó sẽ trở thành một công ty khoan dầu chủ yếu với chi phí vốn 20% và một số dự án khoan dầu có lợi suất dưới 20%.

Minh họa đơn giản này cho thấy lý do tại sao mỗi bộ phận, mảng kinh doanh hoặc dự án phải sử dụng tỷ lệ chiết khấu (tỷ lệ rào cản) phản ánh rủi ro của dự án chứ không phải rủi ro trung bình của công ty. Khái niệm này được gọi là nhiều tỷ lệ rào cản (multiple hurdle rates). Các nhà quản lý muốn biện minh cho một dự án thường có thể lập luận rằng công ty nên tính mức lãi suất trung bình mà công ty phải trả. Sai lầm trong lập luận này là chi phí vốn tổng thể của công ty dựa trên danh mục đầu tư của tất cả các dự án của công ty, và không có dự án riêng lẻ nào nên được trợ cấp bởi bất kỳ dự án nào khác.

Bạn có thể nghĩ rằng tất cả các công ty sẽ hiểu điều này và hành động theo đó, nhưng trên thực tế họ không làm vậy. Một vài năm trước, một trong các tác giả của bạn đã tư vấn cho một ngân hàng lớn của Mỹ sử dụng một mức chi phí vốn duy nhất cho toàn bộ công ty. Ngân hàng cho vay qua đêm (overnight) đối với các ngân hàng đầu tư (rủi ro thấp) với cùng mức lãi suất mà họ cho vay đối với các nước kém phát triển (LDCs), vốn có rủi ro cao hơn. Không ngạc nhiên khi theo thời gian, danh mục cho vay của ngân hàng ngày càng bao gồm nhiều khoản vay cho các nước kém phát triển, trong khi các khoản vay an toàn hơn trở thành một phần nhỏ hơn trong hoạt động cho vay của ngân hàng. Tại sao? Vì họ tính phí quá cao cho các khoản vay an toàn (và mất mảng kinh doanh đó) trong khi tính phí quá thấp cho các khoản vay rủi ro (và giành được toàn bộ mảng kinh doanh đó). Bạn có thể nghĩ rằng một ngân hàng sẽ tinh vi trong lĩnh vực tài chính, nhưng đây là một sai lầm phổ biến và thường tốn kém đối với mọi loại hình doanh nghiệp.

Vì đây là một khái niệm rất quan trọng, hãy nghĩ về nó theo một cách khác. Tìm công ty trên NYSE có chi phí vốn thấp nhất, gọi là LOWCOST. Giả sử công ty này, với chi phí vốn thấp nhất của mình, tìm cách mua lại bất kỳ công ty nào khác trên sàn giao dịch. Nếu LOWCOST áp dụng chi phí vốn của mình cho bất kỳ công ty nào khác, gọi là ANYOTHER, thì việc sáp nhập sẽ có vẻ như có NPV dương. Tại sao? Bạn đang định giá dòng tiền của ANYOTHER bằng chi phí vốn thấp hơn của LOWCOST.

Nếu LOWCOST đặt mục tiêu mua lại tất cả các công ty có NPV dương khi sử dụng tỷ lệ chiết khấu của mình, thì LOWCOST sẽ tìm cách mua lại những công ty nào? Tất cả các công ty trên thế giới. Tuy nhiên, khi LOWCOST bắt đầu mua lại cả thế giới, chi phí vốn của nó sẽ tăng lên và không còn là thấp nhất trên thế giới nữa. Đây là lý do tại sao khi định giá một dự án, bạn phải sử dụng chi phí vốn của dự án chứ không phải chi phí vốn của công ty.

Điểm mấu chốt là nếu bạn sử dụng sai chi phí vốn, bạn sẽ không có được ý tưởng chính xác về việc liệu dự án có nên được thực hiện hay không. Hãy nhớ suy nghĩ 'dự án, dự án, dự án'. Dòng tiền của dự án, tỷ lệ chiết khấu của dự án, cơ cấu vốn của dự án.

Tài trợ thực hiện (Execution Financing)

Một điểm quan trọng khác: Đừng nhầm lẫn tài trợ thực hiện với mức nợ mục tiêu. Điều đó có nghĩa là gì? Tại thời điểm một công ty mua một doanh nghiệp hoặc mua lại một công ty khác, họ có thể thực hiện chủ yếu bằng nợ. Đây là tài trợ thực hiện—số tiền tài trợ tại thời điểm mua hoặc mua lại. Tuy nhiên, nếu mức nợ này không phải là cách công ty dự định vận hành dự án trong dài hạn, thì đây không phải là mức nợ cần sử dụng trong các dự báo. Mức nợ có thể thay đổi vì nợ có thể được giảm sau khi phát hành cổ phiếu hoặc được phân bổ ở nơi khác trong công ty. Cơ cấu vốn phải được tính toán bằng mức nợ mục tiêu của dự án, nghĩa là cách dự án được kỳ vọng sẽ vận hành. Điều này sẽ được thảo luận thêm trong chương tiếp theo.

Các mức lãi suất: Beta và phổ rủi ro-lợi nhuận (Beta and the Risk Return Spectrum)

Trước khi chọn mức lãi suất nợ và vốn chủ sở hữu để sử dụng, chúng ta hãy xem xét một phổ rủi ro-lợi nhuận từ rủi ro thấp nhất đến rủi ro cao nhất. Tài sản có rủi ro thấp nhất mà mọi người hoặc công ty có thể đầu tư là gì? Trái phiếu chính phủ Mỹ có rủi ro thấp nhất, đó là lý do tại sao chúng có lãi suất thấp nhất. Loại đầu tư nào sẽ có rủi ro thấp thứ hai? Trái phiếu doanh nghiệp xếp hạng AAA. Các loại trái phiếu khác sẽ kéo dài dọc theo phổ rủi ro của chúng ta. Chẳng bao lâu, cổ phiếu sẽ xuất hiện. Cổ phiếu có rủi ro thấp nhất sẽ bao gồm các công ty tiện ích công cộng. Tiếp theo có lẽ là các siêu thị. Tại một thời điểm nào đó, rủi ro đối với thị trường

toàn bộ thị trường sẽ xuất hiện trên phổ rủi ro. Các cổ phiếu riêng lẻ sẽ tiếp tục nằm về phía bên phải của phổ. Ví dụ, về phía bên phải của toàn bộ thị trường (tức là rủi ro hơn toàn bộ thị trường) sẽ là các công ty hóa chất, hàng không, và có thể tiến xa hơn đến các công ty công nghệ sinh học.

Một cách để đặt nợ và vốn chủ sở hữu của công ty trên phổ rủi ro là mượn khái niệm beta từ lý thuyết thị trường vốn. Beta là thước đo rủi ro thị trường được sử dụng trong mô hình định giá tài sản vốn (CAPM). Nó được định nghĩa là mức độ biến động của lợi nhuận từ một khoản đầu tư cụ thể so với lợi nhuận chung của thị trường.3

Quay lại hồ sơ rủi ro của chúng ta, chúng ta có thể đo lường rủi ro dọc theo hồ sơ bằng beta. Beta của trái phiếu kho bạc là bao nhiêu? Bằng không. Tại sao? Vì đó là chứng khoán phi rủi ro, và lợi nhuận của nó không thay đổi bất kể điều gì xảy ra trên thị trường.4 Sử dụng beta bằng không trong công thức CAPM của chúng ta (được giới thiệu trong Chương 7 là Ke = Rf + β(Rm – Rf)), làm cho lợi nhuận Ke = Rf (trong đó Rf được định nghĩa là lãi suất phi rủi ro).

Beta của trái phiếu doanh nghiệp hạng AAA là bao nhiêu? Rất thấp, khoảng 0,15. Điều này có nghĩa là lợi nhuận của nó không thay đổi nhiều khi thị trường tổng thể biến động. Do đó, beta của nó gần với beta của trái phiếu chính phủ, phù hợp với việc trái phiếu doanh nghiệp hạng AAA nằm ngay bên phải trái phiếu chính phủ trên phổ rủi ro. Tiếp theo, beta của cổ phiếu công ty tiện ích công cộng là bao nhiêu? Khoảng từ 0,6 đến 0,75. Beta của chuỗi siêu thị là bao nhiêu? Khoảng 0,85.

Beta của toàn bộ thị trường (ví dụ: S&P 500) là bao nhiêu? Theo định nghĩa, nó là 1,00. Khi xây dựng CAPM, lợi nhuận của thị trường tự biến động lên xuống theo chính nó. Sử dụng beta bằng 1,00 trong công thức CAPM của chúng ta (Ke = Rf + β(Rm – Rf)), kết quả là Ke = Rm, tức là lợi nhuận của toàn bộ thị trường.

Để hoàn thành ví dụ của chúng ta, beta của một công ty hóa chất, một hãng hàng không và một công ty công nghệ sinh học là bao nhiêu? Chúng lần lượt khoảng 1,2; 1,6 và 2,1, vì các công ty này rủi ro hơn toàn bộ thị trường. Do đó, beta tương quan với khái niệm phổ rủi ro của chúng ta.

*Hầu hết mọi người thực sự tính beta như thế nào? Chà, hầu hết mọi người không tự tính. Hầu hết chỉ tra cứu trực tuyến hoặc hỏi nhà môi giới. Được rồi, nhưng những người cung cấp beta cho bạn tính toán như thế nào? Nó thường được tính là hệ số hồi quy của lợi nhuận của một tài sản (thường là cổ phiếu của một công ty) trên lợi nhuận của thị trường. Lợi nhuận có thể được hồi quy so với Sở Giao dịch Chứng khoán New York hoặc bất kỳ điểm chuẩn thị trường nào. Thời gian sử dụng cho hồi quy là bao lâu? Trước đây thường là năm năm. Tại sao năm năm? Vì trước đây dữ liệu hàng tháng được sử dụng và năm năm cung cấp 60 điểm dữ liệu (5 năm * 12 tháng mỗi năm), thường đủ lớn để đạt được ý nghĩa thống kê. Ngày nay, các hồi quy thường được thực hiện với*

3Đây là một giải thích rất sơ lược về beta, vốn thường được đề cập trong các giáo trình tài chính thị trường vốn và được dùng làm thước đo rủi ro của một tài sản. Nói theo nghĩa đen, beta là hiệp phương sai (co-variance) giữa lợi nhuận của một tài sản và lợi nhuận của thị trường, chia cho phương sai (variance) của lợi nhuận thị trường.

4Trước cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ năm 2008, hầu hết mọi người cho rằng trái phiếu chính phủ Mỹ là phi rủi ro. Ngày nay chúng ta hiểu rằng luôn có một mức rủi ro nào đó, kể cả với trái phiếu chính phủ Mỹ. Tuy nhiên, nếu chính phủ Mỹ vỡ nợ, thì rủi ro trên nợ chính phủ sẽ là điều đáng lo ngại nhất của chúng ta.

lợi nhuận cổ phiếu hàng ngày trong một năm so với lợi nhuận thị trường chứng khoán hàng ngày trong một năm (với khoảng 240 ngày giao dịch trong một năm).5

Vậy, beta cho dự án Kingsport của Sungreen là bao nhiêu? Chúng ta không biết. Điều này là do nhà máy và xưởng sản xuất Kingsport chưa tồn tại, và ngay cả khi chúng tồn tại, chúng sẽ là một phần của một công ty lớn hơn. Do đó, không có lợi nhuận hay giá cổ phiếu nào để chạy hồi quy (regression). Vậy, beta 1.1 của Sungreen (được cho trong Bảng 15.3 ở Chương 15) có phải là beta đúng để sử dụng tính chi phí vốn cho cơ sở Kingsport không?6 Không, vì giấy gói hàng rủi ro hơn dòng sản phẩm hiện tại của Sungreen và chúng ta biết từ thảo luận trước đó rằng chúng ta nên sử dụng dòng tiền dự án, chi phí vốn dự án, cơ cấu vốn dự án.

Làm thế nào để tìm beta của dự án? Phương pháp thông thường là tìm một công ty tương đương (comparable) "twin" (công ty song sinh) và sử dụng beta của công ty so sánh đó làm đại diện cho beta của dự án.

CÔNG TY SONG SINH (TWIN FIRMS)

Kỹ thuật công ty song sinh (twin-firm technique) là một khái niệm được sử dụng liên tục trong tài chính. Ví dụ, khi cố gắng định giá một trái phiếu kỳ hạn 20 năm mới được xếp hạng BBB, các nhà ngân hàng đầu tư nhìn vào lợi suất thị trường hiện tại của các trái phiếu BBB tương tự. Không ngạc nhiên, để ước tính beta cho một công ty tư nhân hoặc một dự án cụ thể, chúng ta bắt đầu với beta của các công ty đại chúng trong cùng ngành. Và đó là điều chúng ta sẽ làm cho nhà máy và xưởng sản xuất Kingsport của Sungreen.

Để làm điều này một cách chính xác cần nhiều bước. Chúng ta muốn khớp không chỉ rủi ro thị trường sản phẩm của công ty mà còn cả rủi ro tài chính. Điều này có nghĩa là chúng ta phải tính đến dòng sản phẩm và đòn bẩy tài chính (financial leverage). Chúng ta thực hiện điều này qua bốn bước sau.

1. Tìm một công ty đại chúng (hoặc các công ty) hoạt động trong các lĩnh vực tương đương với dự án đang được định giá.
2. Tìm beta của công ty so sánh và sau đó loại bỏ ảnh hưởng của mức nợ hiện tại (tức là đòn bẩy) lên beta của công ty đó (gọi là "tháo đòn bẩy khỏi beta" – unlevering the beta).
3. Sử dụng beta đã tháo đòn bẩy của công ty so sánh làm đại diện cho beta tháo đòn bẩy của dự án.
4. Tái đòn bẩy beta tháo đòn bẩy của dự án tìm được ở bước 3 để tính đến mức nợ mục tiêu của dự án (tức là mức nợ mà dự án sẽ vận hành). Kết quả cuối cùng sẽ là beta của dự án có tính đến rủi ro thị trường sản phẩm và rủi ro tài chính của dự án.

Bước 1: Nhóm của cô Summers tại Sungreen tìm thấy hai công ty đại chúng, Cyperus Paper và Standard Paper, có hoạt động kinh doanh tương tự như loại nhà máy giấy và xưởng sản xuất mà ban lãnh đạo Sungreen đang cân nhắc thành lập. Cả hai chủ yếu bán giấy gói. Việc sử dụng chi phí vốn của hai công ty này trong định giá dự án Kingsport sẽ chính xác hơn

5Nếu một công ty đang trải qua việc sáp nhập (ví dụ, vừa mới mua lại một công ty khác) hoặc vì một lý do nào đó đã thay đổi đáng kể rủi ro kinh doanh so với năm trước, thì việc sử dụng beta được tính toán trong năm trước đó có thể không phản ánh chính xác rủi ro hiện tại của công ty.
6Beta 1.1 đối với Sungreen là hợp lý theo trực giác vì giá cổ phiếu của một công ty giấy có thể di chuyển sát với toàn bộ thị trường và có rủi ro thấp hơn so với cổ phiếu hàng không hoặc công nghệ sinh học.

so với việc sử dụng chi phí vốn của toàn bộ Sungreen. Như được trình bày trong Bảng 16.2 dưới đây, Cyperus và Standard có beta lần lượt là 1.38 và 1.55.

Bước 2: Beta hiện tại phản ánh rủi ro thị trường sản phẩm và rủi ro tài chính của hai công ty song sinh ở mức nợ hiện tại của họ. Việc ước tính beta cho dự án Kingsport đòi hỏi phải điều chỉnh rủi ro tài chính theo đòn bẩy của dự án (có thể khác với đòn bẩy của các công ty song sinh). Điều này được thực hiện bằng cách "tháo đòn bẩy" (unlevering) beta của các công ty song sinh và sau đó "tái đòn bẩy" (relevering) chúng theo mức nợ dự kiến của dự án. Việc này được thực hiện bằng các công thức sau:

$$\beta_{unlevered} = \beta_{levered} \quad equity/(debt + equity)$$

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \quad (debt + equity)/equity$$

Có rất nhiều công thức có thể được sử dụng để tháo đòn bẩy beta. Nhiều công ty và trường học có các phiên bản công thức riêng của họ, mỗi phiên bản có một điều chỉnh cụ thể. Ví dụ, nếu bạn gặp một người sử dụng công thức có lá chắn thuế trong công thức tháo đòn bẩy beta, điều đó có nghĩa là cô ấy có thể đã học tại Đại học Chicago. Tại sao? Bởi vì Bob Hamada, một cựu giáo sư và trưởng khoa tại Đại học Chicago, đã phát triển một mô hình có lá chắn thuế và đó là công thức được giảng dạy tại Đại học Chicago. Nếu bạn học tại MIT, bạn sẽ học mô hình mà chúng tôi đưa ra ở trên, vì đây là mô hình được sử dụng trong sách giáo trình của Brealy và Myers (cả Stewart Myers và một trong các tác giả của bạn đều là giáo sư tại MIT). Các tác giả của bạn tin rằng đây là công thức tốt nhất để sử dụng: nó là công thức phổ biến nhất và chứa các giả định đơn giản nhất, trong khi các công thức phức tạp hơn không làm thay đổi kết quả một cách đáng kể.7

Sử dụng công thức trên để tính beta không đòn bẩy (unlevered beta) cho Cyperus Paper và Standard Paper đòi hỏi phải biết nợ và vốn chủ sở hữu của mỗi công ty. Từ Bảng 16.2, chúng ta thấy Cyperus Paper có giá trị sổ sách của nợ là 0.8 tỷ đô la và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu là 3.2 tỷ đô la.

BẢNG 16.2
Thông tin tài chính về các công ty song sinh của Dự án Kingsport

	Cyperus Paper Standard Paper
Doanh thu $1,688 million $2,755 million	
Lợi nhuận ròng $ 133 million $ 193 million	
Tỷ lệ giấy gói trên tổng doanh thu 88.4% 93.6%	
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) $2.95 $4.75	
Giá cổ phiếu cuối năm $70.98 $73.83	
Giá trị sổ sách của nợ $ 800 million $1,000 million	
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu $3,200 million $3,000 million	
Đòn bẩy (debtbv/(debtbv + equitymv)) 20.0% 25.0%	
Xếp hạng trái phiếu A A	
Beta vốn chủ sở hữu 1.38 1.55	

7Các công thức thay thế để tính beta có đòn bẩy và beta không đòn bẩy, cũng như cách chứng minh các công thức này, được thảo luận trong Chương 17.

trong khi Standard Paper có giá trị sổ sách của nợ là 1.0 tỷ đô la và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu là 3.0 tỷ đô la. Điều này có nghĩa là Cyperus có cấu trúc vốn với 20% nợ ($0.8/(0.8 + $3.2)) trong khi Standard Paper có cấu trúc vốn với 25% nợ ($1.0/($1.0 + 3.0)). Chúng ta có thể tính beta không đòn bẩy như sau:

$$\text{Cyperus Paper } \beta\text{unlevered} = \beta\text{levered} \quad \text{equity/(debt + equity)}$$

$$= 1.38 * (3.2 \quad (0.8 + 3.2)) = 1.10$$

$$\text{Standard Paper } \beta\text{unlevered} = \beta\text{levered} \quad \text{equity/(debt + equity)}$$

$$= 1.55 * (3.0 \quad (1.0 + 3.0)) = 1.16$$

Không ngạc nhiên, do sự tương đồng của hai doanh nghiệp, hai beta không đòn bẩy rất gần nhau. Beta không đòn bẩy đo lường rủi ro kinh doanh cơ bản (BBR), và vì hai công ty trong cùng ngành, chúng ta kỳ vọng BBR của chúng tương tự. Beta không đòn bẩy đôi khi được gọi là beta tài sản (asset beta) vì chúng đại diện cho rủi ro của tài sản mà không có bất kỳ rủi ro tài chính nào. Do sự tương đồng của các beta không đòn bẩy của các công ty song sinh, chúng ta có thể chọn một hoặc cái kia hoặc trung bình. Hãy chọn trung bình là 1.13 ((1.10 + 1.16) / 2). Đây là bước ba.

Bước 4: Vậy, chúng ta có sử dụng beta 1.13 để xác định chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) cho nhà máy và xưởng Kingsport của Sungreen không? Không, trừ khi Sungreen có kế hoạch vận hành nhà máy và xưởng mà không có nợ. Hãy nhớ rằng, chúng ta vừa tính beta tài sản cho rủi ro kinh doanh của dự án, nhưng thứ chúng ta cần là beta vốn chủ sở hữu đại diện cho cả rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Bước tiếp theo là tái đòn bẩy (relever) beta bằng cách sử dụng mức nợ mục tiêu của dự án. Mức đó là bao nhiêu? Hãy giả định nhà máy và xưởng Kingsport sẽ được vận hành với mức nợ 22.5% (đây là trung bình của các mức nợ của Cyperus và Standard. Trong các tình huống khác, có thể có thông tin bổ sung về cấu trúc vốn dự kiến của công ty mà chúng ta sẽ sử dụng thay thế).

Chúng ta tái đòn bẩy beta bằng cách đảo ngược công thức phi đòn bẩy để có:

$$\beta\text{levered} = \beta\text{unlevered} \quad \text{(debt + equity)/equity}$$

Vì vậy, đối với nhà máy và xưởng Kingsport:

$$\beta\text{levered} = \beta\text{unlevered} \quad \text{(debt + equity)/equity} = 1.13 \quad (1/0.775) = 1.46$$

Lưu ý rằng beta tái đòn bẩy về cơ bản là trung bình của beta có đòn bẩy của Cyperus và Standard vì chúng ta đã lấy beta phi đòn bẩy và tái đòn bẩy theo cấu trúc vốn trung bình của chúng. Nếu chúng ta phi đòn bẩy và tái đòn bẩy với cùng một tỷ lệ, chúng ta thực sự không cần phải thực hiện bước này. (Chúng ta làm điều này ở đây chủ yếu để minh họa các cơ chế liên quan, nhưng cũng để nhắc bạn tái đòn bẩy nhà máy theo tỷ lệ nợ mục tiêu của nhà máy, không phải theo tỷ lệ nợ của công ty.)

Bây giờ, điều quan trọng cần lưu ý là các công thức này là gần đúng với hai giả định lớn: thứ nhất, chúng giả định rằng mối quan hệ giữa beta và lượng nợ là tuyến tính. Điều này có nghĩa là nếu nợ tăng từ 10% cấu trúc vốn lên 20% hoặc từ 50% lên 60%, tác động lên beta (sự gia tăng rủi ro) là như nhau (tăng

một cách tuyến tính). Tuy nhiên, chúng ta biết điều này không đúng. Chúng ta biết từ Chương 6 rằng khi rủi ro tăng, chi phí của Ke tăng chậm lúc đầu rồi sau đó tăng với tốc độ ngày càng nhanh. Vì vậy, trên thực tế, beta sẽ tăng theo đường cong, không phải đường thẳng.

Thứ hai, công thức giả định beta của nợ bằng không. Trên thực tế, beta của nợ thường không bằng không nhưng khá thấp (hãy nhớ rằng nó bằng không đối với nợ chính phủ, 0.15 đối với nợ AAA, v.v.). Chúng ta sẽ chỉ ra trong chương tiếp theo rằng việc nới lỏng giả định này (thực hiện trong một công thức chi tiết hơn khác) thường không làm thay đổi kết quả cuối cùng. Hiện tại, chỉ cần nhớ rằng để công thức này hoạt động, nó giả định beta của nợ bằng không.

CHI PHÍ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Bây giờ chúng ta hỏi: Chi phí vốn chủ sở hữu cho dự án Kingsport của Sungreen là bao nhiêu? Về lý thuyết, chi phí vốn chủ sở hữu là tỷ suất sinh lời mà các cổ đông yêu cầu khi đầu tư vào một công ty. Phương pháp phổ biến nhất hiện nay để xác định chi phí vốn chủ sở hữu (Ke) là mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), theo đó:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

trong đó

Rm = tỷ suất thị trường

Rf = tỷ suất phi rủi ro

β = thước đo rủi ro

Giá trị beta là 1.46 như đã suy ra ở phần trước. Điều này để lại Rf và (Rm – Rf) cần được ước lượng. Rf là tỷ suất phi rủi ro và (Rm – Rf) là phần bù rủi ro thị trường.

Làm thế nào để ước lượng Rf, tỷ suất phi rủi ro (risk-free rate)? Lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ là đại diện tốt nhất cho tỷ suất phi rủi ro. Tại sao là trái phiếu chính phủ Mỹ? Như chúng ta đã đề cập trong Chương 7, trái phiếu chính phủ Mỹ là khoản đầu tư an toàn nhất hiện có. Câu hỏi tiếp theo là: Sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ nào (vì chính phủ Mỹ phát hành nhiều loại trái phiếu với nhiều kỳ hạn khác nhau)? Thông thường, hầu hết các chuyên gia tài chính sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ dài hạn (tức là kỳ hạn 20 hoặc 30 năm). Tuy nhiên, nhiều người trong lĩnh vực tài chính (và những người giảng dạy tài chính) cho rằng lãi suất nên được khớp với kỳ hạn của dự án. Do đó, một dự án 10 năm sẽ sử dụng lãi suất kỳ hạn 10 năm, trong khi dự án dài hơn sẽ sử dụng lãi suất kỳ hạn 20 hoặc 30 năm.

Để thực hiện điều chỉnh này, chúng ta cần hiểu rằng các nhà đầu tư yêu cầu một mức bù rủi ro (risk premium) để nắm giữ nợ dài hạn thay vì nợ ngắn hạn.8 Mức bù rủi ro này thường được gọi là "phần bù thanh khoản" (liquidity premium) hoặc "phần bù kỳ hạn" (term premium). Đó là lợi suất bổ sung mà nhà đầu tư phải nhận được cho rủi ro khi thực hiện một khoản đầu tư dài hạn hơn.9

Roger Ibbotson10 tính toán phần bù thanh khoản của trái phiếu chính phủ dài hạn so với lãi suất tín phiếu kho bạc (T-bill) là khoảng 0,8% (80 điểm cơ bản).11 Để đơn giản, con số này thường được làm tròn lên 1%. Do đó, trong tính toán tỷ suất phi rủi ro cho mô hình CAPM, chúng tôi lấy lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn trừ đi phần bù thanh khoản 1%, vì đó là ước lượng tốt nhất cho lãi suất tín phiếu kho bạc dài hạn.12

Đối với nhà máy Kingsport của Sungreen, sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 20 năm là 2,96% trừ đi phần bù thanh khoản 1% cho ra tỷ suất phi rủi ro (Rf) là 1,96%.

Chúng ta còn một phần cuối cùng cần ước lượng trước khi tính chi phí vốn chủ sở hữu (Ke): phần bù rủi ro thị trường (market risk premium), hay Rm – Rf. Phần bù rủi ro thị trường là tỷ suất sinh lời kỳ vọng của thị trường trừ đi tỷ suất sinh lời kỳ vọng của tài sản phi rủi ro. Đó là lợi nhuận bổ sung nhận được khi chịu rủi ro của thị trường. Phần bù rủi ro thị trường thường được tính bằng tỷ suất sinh lời trung bình của thị trường trừ đi lãi suất tín phiếu kho bạc.

Giống như beta, thường được lấy từ các nguồn khác, phần bù rủi ro thị trường cũng vậy.13 Các ước tính sử dụng giá trị trung bình (mean) của chênh lệch giữa Rm – Rf theo thời gian. Giá trị trung bình được tính như thế nào? Có hai cách để tính trung bình: trung bình cộng (arithmetic mean) (cộng tất cả các số lại và chia cho số lượng) hoặc trung bình nhân (geometric mean) (tỷ suất sinh lời kép, hoặc căn bậc n của tích của n giá trị).

Phương pháp nào để tính trung bình là đúng? Đầu tiên, hãy dùng một ví dụ đơn giản. Hãy tưởng tượng bạn có các tỷ suất sinh lời sau cho sáu kỳ: 10%, 10%, 10%, 10%, 10% và 10%. Trung bình cộng là 10%, và trung bình nhân là 10%. Nhưng bây giờ hãy tưởng tượng tỷ suất sinh lời dao động giữa +30% và -10% (+30%, -10%,

8 Như một minh họa, nếu lãi suất tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ ngắn hạn dự kiến ở mức 10% trong năm kỳ tới (10%, 10%, 10%, 10% và 10%), lãi suất năm năm thường trên 10%. Phần vượt trên 10% là phần bù thanh khoản (liquidity premium).
9 Lưu ý rằng ngoài bối cảnh của cấu trúc kỳ hạn của lãi suất, phần bù thanh khoản có thể có nghĩa khác.
10 Giáo sư Ibbotson của Đại học Yale đã thành lập Ibbotson Associates (hiện thuộc sở hữu của Morningstar), công ty cung cấp nghiên cứu tài chính.
11 Chứng khoán do chính phủ Hoa Kỳ phát hành với kỳ hạn dưới một năm được gọi là "bills" và thường được viết tắt là T-bills (chữ T đại diện cho Treasury).
12 Một lưu ý quan trọng: Nếu người đọc có buổi phỏng vấn xin việc và nói rằng lãi suất đúng là lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn trừ đi 1%, người phỏng vấn bạn có thể không quen với cách làm này. Nhiều người không được học theo cách này. Dù sao, việc trừ một phần bù thanh khoản khỏi lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn thực sự là một ước tính tốt hơn (theo quan điểm của chúng tôi).
13 Không giống như beta, có sẵn gần như ở mọi nơi cho cổ phiếu Hoa Kỳ (ví dụ: Google Finance, Yahoo! Finance, Value Line, v.v.), phần bù thị trường không dễ tìm thấy như vậy. Nguồn chính là Ibbotson Associates. Ước tính được sử dụng cho phần bù rủi ro thị trường khác nhau giữa các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác. Độc giả của chúng tôi nên hiểu rằng nhiều khác biệt trong định giá giữa các ngân hàng khác nhau bắt nguồn từ các ước tính khác nhau về các đầu vào được sử dụng trong WACC, bao gồm cả phần bù rủi ro thị trường.

+30%, –10%, +30%, –10%). Trung bình cộng vẫn là 10% (60%/6). Tuy nhiên, trung bình nhân (geometric mean) lúc này nhỏ hơn 10% (8.17%, như trình bày bên dưới).

*Để giải thích: giả sử một nhà đầu tư bắt đầu với 100 đô la, kiếm được 30%, sau đó mất 10%. Cuối cùng nhà đầu tư có bao nhiêu? Câu trả lời là 117 đô la. (Phép tính: 100 đô la * (1 + 30%) = 130 đô la, tiếp theo 130 đô la * (1 – 10%) = 117 đô la). Lợi suất trung bình (arithmetic mean) là 10% ((30% – 10%)/2). Lợi suất kép (compound return) hay trung bình nhân (geometric mean) là 8.17% (117 đô la/(1 + r)^2). Thực tế, tỷ lệ lợi suất kép (geometric mean) luôn nhỏ hơn hoặc bằng lợi suất trung bình cộng (và chỉ bằng khi tất cả các lợi suất riêng lẻ đều giống nhau).14 (Chúng ta sẽ không đi sâu vào chi tiết vì đây là khái niệm toán học, không phải tài chính.)*

Vậy, chúng ta nên dùng trung bình cộng (arithmetic mean) hay trung bình nhân (geometric mean)? Trung bình cộng. Tại sao? Vì ước tính tốt nhất của chúng ta về lợi suất trong một năm tới là trung bình cộng (trong trường hợp này là 10%). Đây là lợi suất kỳ vọng cho mỗi năm dựa trên chuỗi lợi suất theo thời gian. Việc lợi suất biến động theo từng năm không làm thay đổi lợi suất kỳ vọng của chúng ta. Đáng tiếc là không phải ai cũng hiểu khái niệm này, và nhiều sách giáo khoa cùng bài báo từng tranh luận ủng hộ trung bình nhân, điều này không chính xác.15

Chúng ta ước tính phần bù rủi ro thị trường (market risk premium) trong khoảng thời gian nào? Thông thường được ước tính từ 1926 đến nay. Tại sao chúng ta bắt đầu từ 1926? Chúng ta quay về 1926 vì đó là năm sớm nhất mà chúng ta có dữ liệu máy đọc được. Đó là thời điểm Trung tâm Nghiên cứu Giá Chứng khoán (CRSP) bắt đầu chuỗi lợi suất cổ phiếu của mình. Nếu dữ liệu của Trung tâm bắt đầu từ 1946, chúng ta sẽ quay về 1946. Một số người khác cho rằng ước tính nên bắt đầu từ những năm 1960. Sử dụng một giai đoạn ước tính khác không nhất thiết là sai, nhưng bạn phải xem xét liệu giai đoạn ước tính đó có đủ dài để cung cấp dự báo tốt cho tương lai hay không. Ví dụ, nếu bạn chỉ nhìn vào một giai đoạn có thị trường tăng giá, điều này có thể làm sai lệch ước tính.

Đối với chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) của nhà máy và xưởng Kingsport của Sugnreen, chúng ta sẽ sử dụng mức bù rủi ro thị trường ước tính (Rm – Rf) là 6%. Chúng ta lấy con số này từ ước tính của Ibbotson & Associates về trung bình cộng của mức bù rủi ro thị trường trong giai đoạn 1926–2016.16

Bây giờ, kết hợp tất cả các yếu tố đầu vào lại với nhau, chúng ta có thể tính Ke như sau:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) = 1.96\% + 1.46 * (6\%) = 10.72\%$$

Vì Rf = 1.96% (lãi suất trái phiếu chính phủ 2.96% trừ đi 1% điều chỉnh thanh khoản), β = 1.46 (sử dụng phương pháp công ty song sinh), và (Rm – Rf) = 6% (phần bù rủi ro thị trường hoặc chênh lệch giữa lợi suất thị trường và tín phiếu kho bạc Mỹ).

14Một ví dụ đơn giản hơn nữa: Lợi tức là +10% rồi sau đó là –10%. Trung bình cộng là 0 (từ (10 – 10)/2). Trung bình nhân là số âm. Ví dụ, bắt đầu với $100, tăng 10% tức $10 lên $110, sau đó giảm 10% tức $11 xuống $99. Kết quả là khoản lỗ $1, tức nhỏ hơn không.

15Một ấn bản đầu của Brealy and Myers đã ghi chú trong chú thích rằng lý do sử dụng trung bình cộng "là điều hiển nhiên" mà không giải thích thêm. Chúng tôi xin lỗi nếu điều này là hiển nhiên đối với bạn.

16Để có thảo luận chuyên sâu về các ước tính cho phần bù rủi ro thị trường, xem Pablo Fernandez, "Equity Premium in Finance and Valuation Textbooks," IESE Business School–University of Navarra, 2008.

CHI PHÍ NỢ

Chúng ta bây giờ ước tính chi phí nợ cho nhà máy và xưởng Kingsport. Cách dễ nhất để xác định chi phí nợ là nhìn vào lãi suất thị trường của nợ: Chi phí phát hành thêm nợ cần thiết cho dự án mới là bao nhiêu? Chúng ta không sử dụng những gì công ty đã trả trong quá khứ để tài trợ cho các dự án trước đây vì nó không liên quan gì đến chi phí mà công ty sẽ phải bỏ ra để tài trợ cho một dự án hiện tại. Hãy tưởng tượng bạn bè đang nghĩ đến việc mua nhà và hỏi bạn về lãi suất thế chấp. Bạn có nói với họ lãi suất thế chấp khi bạn vay vào một thời điểm nào đó trong quá khứ không? Không, bạn sẽ nói cho họ biết lãi suất thế chấp hiện tại vì đó là mức lãi suất mà họ sẽ vay.

Mặc dù thị trường tài chính khá biến động một thập kỷ trước, tình hình vào tháng 1 năm 2019 tương đối ổn định. Lợi suất trái phiếu đầu tư (investment-grade bonds) đã tăng nhẹ trong những tháng gần đây nhưng vẫn dưới mức trung bình lịch sử. Dữ liệu thị trường vốn được trình bày trong Bảng 16.3.

Từ Bảng 16.3, vì mức nợ của Sungreen là 30.1%, nợ của công ty có thể sẽ được xếp hạng A, và lãi suất sẽ là 4.48%. Nhà máy và xưởng Kingsport dự kiến có mức nợ 22.5% (trung bình của các công ty song sinh). Điều này có nghĩa là nợ dự án của Kingsport cũng có thể sẽ được xếp hạng A.18. Đội ngũ của Lahey, sau khi xem xét tỷ lệ nợ của ngành giấy và thực tế là dự án Kingsport sẽ được vận hành ở mức nợ thấp hơn là 22.5%, đã ước tính chi phí nợ cho nhà máy là 4.48%.

BẢNG 16.3
Dữ liệu thị trường vốn tính đến ngày 11 tháng 6 năm 201817

Lãi suất thị trường:

	Tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ	Lãi suất cho vay cơ bản
Lãi suất	**Hoa Kỳ 20 năm**	**(6 tháng)**
2.96%	**Hoa Kỳ 5 năm**	
2.80%		
2.06%		
4.75%		

Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp:

AAA	AA	A	BBB	BB
4.00%	4.35%	4.48%	4.85%	6.10%

Đòn bẩy cho các xếp hạng trái phiếu khác nhau (nợ % tổng vốn theo giá trị thị trường vốn chủ sở hữu):

17Một số con số trong bảng này được lấy từ www.federalreserve.gov vào ngày 10 tháng 1 năm 2014. Các con số khác được các tác giả ước tính.
18Xếp hạng trái phiếu (bond ratings) nhằm đo lường rủi ro liên quan đến việc đầu tư vào một trái phiếu cụ thể. Mặc dù tỷ lệ nợ là một thành phần lớn trong quá trình xếp hạng, nhưng đó không phải là yếu tố duy nhất. Các yếu tố khác bao gồm quy mô công ty, chất lượng quản lý, số năm hoạt động, v.v.

Điều chỉnh cho Lá chắn thuế (Tax Shield)

Khi tính chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC), chúng ta sử dụng chi phí nợ sau thuế, Kd * (1 – Tc). Tiếp theo, chúng ta cần ước tính Tc, là thuế suất biên (marginal tax rate) mà Sungreen dự kiến phải nộp trên thu nhập từ nhà máy và xưởng Kingsport. Từ 2015 đến 2017, thuế suất thực tế của Sungreen lần lượt là 30%, 34% và 35%. Tuy nhiên, thuế suất doanh nghiệp của Hoa Kỳ, như đã đề cập trước đó, đã giảm xuống 21% vào năm 2018 do Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm (Tax Cuts and Jobs Act). Trong tính toán của chúng ta, chúng ta sẽ sử dụng 21%.

Ko hoặc WACC cho Nhà máy

Vậy bây giờ chúng ta có tất cả các yếu tố để tính chi phí vốn tổng thể cho nhà máy và xưởng Kingsport. Từ phần trên:

$$\text{WACC} = \text{Ko} = (\text{D}/(\text{D} + \text{E})) \square\text{Kd} \square(1 - \text{Tc}) + (\text{E}/(\text{D} + \text{E})) \square\text{Ke}$$

$$\text{WACC} = \text{K}_{\text{o}} = 22.5\% * 4.48\% * (1 - 21\%) + 77.5\% * 10.72\% = 9.10\%^{19}$$

ĐỊNH GIÁ CUỐI CÙNG

Bây giờ chúng ta có thể tính giá trị hiện tại ròng (NPV) của nhà máy và xưởng Kingsport. Chúng tôi khuyến nghị định giá theo ba phần như sau:

1. Khoản đầu tư ban đầu (hoặc giá mua). Số tiền này là $410 million (như đã cho trong Chương 15).
2. Giá trị hiện tại của các dòng tiền. Đây là giá trị hiện tại của các dòng tiền từ các báo cáo pro forma cho giai đoạn 2019–2023 (như đã cho trong Bảng 15.8 ở Chương 15), được chiết khấu theo WACC là 9.10%. Giá trị này được thể hiện trong Bảng 16.4 là $120.24 million.
3. Giá trị cuối cùng (terminal value). Đây là giá trị của các dòng tiền trong tương lai tại thời điểm cuối năm 2023.

Chương 15 đã thảo luận ngắn gọn về cách ước tính giá trị cuối cùng. Chương 17 sẽ xem xét chi tiết hơn nhiều về giá trị cuối cùng. Ở đây, chúng ta chỉ sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity formula) với tốc độ tăng trưởng 3% (theo dự báo của đội ngũ Lahey như đã đề cập trong Chương 15) và chi phí vốn là 9.10% (như đã tính ở trên). Giá trị cuối cùng sau đó phải được chiết khấu về hiện tại (trong trường hợp này là đầu năm 2019). Điều này cho chúng ta một giá trị cuối cùng là $356.12 million như sau:

$$\text{TV2019 (đầu năm)} = \text{TV2023} \quad /(1 + 9.10\%)^5 = ((\$32.60 * 1.03)/(9.10\% - 3\%))/$$

$$(1 + 9.10\%)^5 = (\$33.58/(9.10\% - 3\%))/(1 + 9.10\%)^5 = \$356.12$$

19 Để so sánh, WACC cho toàn bộ Sungreen sẽ là 30.1% * 4.48% * (1 – 21%) + 69.9% * 8.7% = 7.105%.

BẢNG 16.4
Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value) của dòng tiền tự do (Free Cash Flows) cho Nhà máy Kingsport

($ millions)	2019	2020	2021	2022	2023
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (Free Cash Flow to the Firm)					
29.87					
30.16					
31.00					
31.96					
32.60					
Hệ số chiết khấu/(1+r)n					
1.09					
1.19					
1.30					
1.42					
1.55					
Giá trị hiện tại của FCF/(1+r)n					
27.38					
25.34					
23.87					
22.56					
21.09					
Giá trị hiện tại ròng (tổng 5 năm)					
120.24					
Giá trị hiện tại ròng của dòng tiền tự do 2019–2023 là $120.24 triệu					
Giá trị hiện tại ròng của giá trị cuối kỳ (terminal value) là					
$356.12 triệu					
Điều này cho tổng giá trị hiện tại ròng của Kingsport là					
$476.36 triệu					
Giá mua lại Kingsport là					
$410.00 triệu					
Do đó, dự án Kingsport có NPV đươngng là $ 66.36 triệu					

Giá trị hiện tại ròng (NPV) của dự án Kingsport là tổng của ba yếu tố trên: giá trị hiện tại của dòng tiền là $120.24 triệu cộng với giá trị hiện tại $356.12 triệu của giá trị cuối kỳ (terminal value) trừ đi giá mua $410 triệu, với tổng là $66.36 triệu.

Lý do để liệt kê giá trị cuối kỳ (terminal value) riêng biệt với NPV của dòng tiền là để xem xét tầm quan trọng tương đối của giá trị cuối kỳ đối với NPV của dự án. Ví dụ, giả sử có hai dự án, mỗi dự án có khoản đầu tư ban đầu là $10 triệu và một NPV là $20 triệu. Hơn nữa, giả sử dự án thứ nhất có ba giá trị sau: một khoản đầu tư ban đầu là $10 triệu, giá trị hiện tại của dòng tiền năm năm là $18 triệu và giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ là $12 triệu. Do đó, NPV bằng $20 triệu (hoặc –$10 + 18 + 12). Bây giờ, giả sử dự án thứ hai có ba giá trị sau: khoản đầu tư ban đầu là $10 triệu, giá trị hiện tại của dòng tiền năm năm là $8 triệu và giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ là $22 triệu. NPV của dự án thứ hai này cũng bằng $20 triệu (hoặc –10 + 8 + 22). Các NPV là giống hệt nhau, vì vậy chúng ta nên thờ ơ giữa hai dự án nếu chúng ta chỉ nhìn vào NPV. Tuy nhiên, sẽ hữu ích khi biết rằng dự án thứ nhất cho chúng ta NPV dương sau năm năm trong khi dự án thứ hai có NPV âm sau năm năm. Nếu các dự án là loại trừ lẫn nhau (mutually exclusive), điều này có thể khiến dự án thứ nhất được ưa chuộng hơn. (Đây là lý do tại sao phương pháp thời gian hoàn vốn (payback method) vẫn còn một số giá trị.)

Đối với nhà máy và xưởng Kingsport, việc tách riêng giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (terminal value) khỏi giá trị hiện tại của các dòng tiền cũng mang lại thêm góc nhìn. Trong trường hợp này, rõ ràng giá trị cuối cùng là chìa khóa để dự án có NPV dương (giá trị cuối cùng gấp 3,0 lần dòng tiền năm năm, tức 74,8% tổng tất cả các dòng tiền). Phần trăm giá trị tổng đến từ giá trị cuối cùng càng lớn, chúng ta càng thấy kém an tâm. Tại sao? Vì phần lớn giá trị nằm ở xa hơn trong tương lai, khiến nó kém chắc chắn hơn.

Vậy bây giờ chúng ta có NPV của dự án Kingsport, nhưng rõ ràng chưa xong. Lúc đầu, chúng tôi nhấn mạnh rằng mỗi khoản đầu tư có ba phần: chiến lược, định giá và thực thi. Chúng tôi cũng đã đề cập rằng chúng ta sẽ làm lệch thứ tự và làm định giá trước. Điều đó chỉ vì đây là sách giáo trình tài chính. Trong thực tế, chúng ta sẽ làm phân tích chiến lược trước và xem liệu khoản đầu tư có phù hợp với chiến lược thị trường sản phẩm của công ty hay không. Hãy nói vài lời về phân tích chiến lược ở đây và hoãn thảo luận sâu hơn đến Chương 19.

PHÂN TÍCH CHIẾN LƯỢC

Chúng ta có ý gì khi nói phân tích chiến lược? Về cơ bản, chúng ta đang cố trả lời câu hỏi: Liệu Sungreen có nên mua xưởng và nhà máy không? Câu trả lời từ định giá tài chính là "Có, vì nó có NPV dương." Tại sao nó có NPV dương chính là câu trả lời cho phân tích chiến lược của chúng ta. Để dự án này có NPV dương đối với Sungreen, công ty phải nhận được tỷ suất sinh lời trên dự án Kingsport cao hơn mức cạnh tranh. Lý do là nhà máy và xưởng Kingsport phải có dòng tiền cao hơn hoặc chi phí vốn thấp hơn so với một nhà máy và xưởng cạnh tranh.

Nếu một công ty mua lại hoặc xây dựng một nhà máy mới, một câu hỏi đặt ra là: Liệu chúng ta có kỳ vọng chi phí của nhà máy đó thấp hơn so với các đối thủ trong ngành không? Nếu chúng ta kỳ vọng chi phí cao hơn (ví dụ: vị trí không tốt và phí vận chuyển cao hơn), thì đó có lẽ không phải là một quyết định chiến lược tốt. Nếu chi phí thấp hơn (ví dụ: nằm ở vị trí có chi phí vận chuyển đến khách hàng thấp hơn đáng kể, thấp hơn so với các đối thủ), thì đó có lẽ là một quyết định chiến lược tốt.

Vậy, các ước tính dự phóng (pro forma) của chúng ta có thành hiện thực không? Câu trả lời cuối cùng được quyết định trên thị trường sản phẩm. Ví dụ, nếu chúng ta giả định doanh số tăng trưởng 10% mỗi năm, thì phải có lý do từ thị trường sản phẩm cho giả định đó. Giả sử doanh số ngành được dự báo tăng trưởng 2% và tất cả đối thủ đang đầu tư vào công suất mới. Tại sao công ty này lại tăng trưởng 10%? Có lẽ sẽ không. Đây là lý do tại sao phân tích chiến lược cung cấp nền tảng kinh tế và lý do cho các dự phóng (pro forma).

Điều gì sẽ khiến dự án Kingsport có NPV dương? Bất kỳ yếu tố nào sau đây: dự án có thể đạt được giá cao hơn, bán được nhiều đơn vị hơn, và/hoặc có chi phí thấp hơn. Có nhiều cách để mỗi yếu tố này xảy ra. Có lẽ công ty đạt được sức mạnh độc quyền bằng cách xây dựng hoặc mua lại nhà máy mới. Nếu vậy, công ty có thể tăng giá và nhận được doanh thu cao hơn với cùng số lượng đơn vị và cùng chi phí sản xuất. Có lẽ công ty áp dụng công nghệ mới với chi phí thấp hơn. Có lẽ ban quản lý hiện tại không hiệu quả và đang được thay thế bằng một ban quản lý hiệu quả hơn. Có lẽ công ty đạt được chi phí lao động thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh nhờ một hợp đồng mới. Cuối cùng, có lẽ Sungreen đạt được lợi thế kinh tế nhờ quy mô (economies of scale) từ nhà máy mới.

Rõ ràng có nhiều khả năng khác, và chúng ta chỉ nêu ra một vài ở đây. NPV dương sau khi mua lại hoặc đầu tư mới có nghĩa là ban quản lý mới đạt được doanh thu cao hơn và/hoặc chi phí thấp hơn so với ban quản lý cũ hoặc các đối thủ cạnh tranh. Hãy nhớ rằng, Sungreen là một công ty giả định được sử dụng để minh họa việc định giá. Vì lý do này, chúng tôi đã không đưa quá nhiều thông tin về thị trường sản phẩm, điều cần thiết để thực hiện một phân tích chiến lược thực sự. Điều này sẽ được thực hiện sâu hơn trong Chương 19 bằng cách sử dụng một công ty thực tế.

Phân tích chiến lược là một phần lớn của khóa học tài chính khởi nghiệp (entrepreneurial finance) hoặc vốn mạo hiểm (venture capital). Phần định giá giống như đã trình bày ở đây: dòng tiền dự phóng (pro forma cash flows) được chiết khấu theo chi phí vốn. Sự khác biệt nằm ở phân tích chiến lược và trong việc ký kết hợp đồng cho tất cả các tình huống và lựa chọn. Ví dụ, nếu người mua gọi cho công ty bán hàng sáu tháng sau khi mua và nhờ giúp đỡ giải quyết một vấn đề kỹ thuật, người bán có thể sẽ cúp máy. Tuy nhiên, nếu vẫn còn một khoản thanh toán lớn còn tồn đọng dựa trên một kết quả cuối cùng nào đó, người bán sẽ có động lực để đảm bảo kết quả cuối cùng xảy ra. Trong tình huống sau này, người bán có cùng động lực như người mua để đảm bảo dự án hoạt động như đã hứa và là

nhiều khả năng sẽ hợp tác với bên mua. Mặc dù quan trọng, loại phân tích này nằm ngoài phạm vi của cuốn sách này. Trọng tâm của chúng tôi ở đây là định giá.

TÓM TẮT

1. Chương này định giá nhà máy và xưởng cưa Kingsport của Sungreen bằng kỹ thuật dòng tiền chiết khấu cho doanh nghiệp (discounted cash flows to the firm). DCF là một trong năm kỹ thuật định giá của chúng tôi; dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) là biến thể được sử dụng phổ biến nhất của kỹ thuật DCF.
2. Kỹ thuật DCF sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp đòi hỏi phải dự phóng dòng tiền của một doanh nghiệp (như đã trình bày trong Chương 15), xác định chi phí vốn (trong trường hợp dòng tiền tự do của doanh nghiệp, chi phí vốn là WACC), và tính toán giá trị cuối kỳ (terminal value).
3. Dòng tiền tự do của doanh nghiệp được định nghĩa là:

$$FCFfirm = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

4. Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) được định nghĩa là:

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \square Kd \square (1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke$$

5. Tỷ trọng tương đối của nợ và vốn chủ sở hữu trong công thức WACC thường được tính bằng giá trị sổ sách (book value) cho nợ và giá trị thị trường (market value) cho vốn chủ sở hữu. Kd được sử dụng là lãi suất thị trường mà dự án có thể vay nợ hiện tại (không nhất thiết là lãi suất mà toàn bộ công ty có thể vay). Ke được tính bằng mô hình CAPM một nhân tố, yêu cầu beta của dự án, lãi suất phi rủi ro (risk-free rate) cũng như phần bù rủi ro thị trường (market risk premium). Lãi suất phi rủi ro là lãi suất trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ có cùng kỳ hạn với dự án (trừ đi 1% nếu kỳ hạn dài). Phần bù rủi ro thị trường là trung bình cộng của mức bù rủi ro dự kiến của thị trường chứng khoán so với lãi suất tín phiếu kho bạc (T-bill rate). Thuế suất sử dụng, hay Tc, là thuế suất biên dự kiến (marginal expected tax rate).

Những điểm hấp dẫn sắp tới

Chương này đã đề cập đến những điều cơ bản về cách định giá dòng tiền chiết khấu. Chương tiếp theo sẽ đề cập đến một số chi tiết tinh tế hoặc sắc thái của việc định giá.

CHƯƠNG 17
Các sắc thái trong định giá

Trong hai chương trước, chúng ta đã định giá Công ty Sungreen bằng phương pháp dòng tiền tự do (free cash flow) của doanh nghiệp. Nghĩa là, chúng ta ước tính dòng tiền tương lai của doanh nghiệp và chiết khấu chúng bằng chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC). Chương này sẽ mở rộng phân tích và cung cấp một số sắc thái về định giá.

Chương này được tổ chức xoay quanh việc cung cấp chi tiết hơn về từng thành phần của định giá: dòng tiền, chi phí vốn và giá trị cuối kỳ. Với mỗi thành phần, chúng ta sẽ mở rộng phân tích từ Chương 15 và 16. Cuối cùng, chúng ta sẽ xem xét các kỹ thuật định giá thay thế (APV và APT) cũng như các chủ đề khác.

SẮC THÁI DÒNG TIỀN

Khi thực hiện định giá, điều quan trọng cần nhớ là tiền mặt là vua. Dòng tiền (cash flow), không phải lợi nhuận, mới là thứ tạo nên hoặc phá vỡ một công ty. Một công ty có thể tồn tại một thời gian với lợi nhuận âm nhưng sẽ không kéo dài lâu sau khi trải qua dòng tiền âm. Hãy nhớ câu trích dẫn từ chương đầu tiên: "Tiền mặt giống như không khí, lợi nhuận giống như thức ăn. Bạn cần cả hai để sống sót, nhưng bạn sẽ chết nhanh hơn nhiều nếu thiếu không khí."

Ví dụ, các công ty khởi nghiệp (như các công ty dot-com) chủ yếu lo lắng về một thứ gọi là tốc độ đốt tiền (burn rate). Nghĩa là, tốc độ công ty "đốt" (tiêu) tiền mặt của mình nhanh đến mức nào. Nhiều công ty không bao giờ có lợi nhuận dương, nhưng thời gian sống sót của họ thực chất là về việc tiền mặt sẽ kéo dài được bao lâu.

Điều này không có nghĩa là lợi nhuận không quan trọng; lợi nhuận quan trọng vì chúng thường là một phần lớn trong dòng tiền của công ty. Tuy nhiên, chúng ta không định giá một công ty chỉ dựa trên lợi nhuận, và cuối cùng, tổng dòng tiền mới là thứ quyết định. Trong Chương 1, chúng ta cũng đã đề cập đến một câu nói xưa: "Bạn mua sâm panh bằng lợi nhuận, nhưng bạn mua bia bằng tiền mặt." Vì vậy, hãy nhớ rằng tiền mặt, không phải lợi nhuận, mới là số một trong việc định giá.

DÒNG TIỀN: NHỮNG GÌ ĐƯỢC VÀ KHÔNG ĐƯỢC TÍNH VÀO

Tiếp theo, chúng ta hãy thảo luận về những gì được và không được bao gồm trong dòng tiền (cash flows). Như được sử dụng trong định giá đầu tư, dòng tiền bỏ qua các khoản mục phi tiền mặt (noncash items) (ví dụ: các khoản dồn tích và phân bổ kế toán) và chi phí chìm (sunk costs). Ví dụ, chi phí quản lý doanh nghiệp được coi là chi phí chìm trong định giá dự án vì nó không phải là dòng tiền gia tăng (incremental cash flow). Nếu một khoản mục không thay đổi khi có thêm khoản đầu tư đang được định giá, thì nó sẽ bị loại trừ.

Chi phí chìm (sunk costs) là gì? Chúng phản ánh tiền đã được chi tiêu trong quá khứ. Ví dụ, một nghiên cứu khả thi kỹ thuật đã hoàn thành là một chi phí chìm—số tiền đó

đã được chi tiêu. Chi phí chìm (sunk costs) không được tính vào định giá dự án (project valuations) (các dòng tiền (cash flows)
phát sinh từ các khoản đầu tư trước đó trong dự án được bao gồm nhưng không bao gồm số tiền đã chi
cho các khoản đầu tư trước đó). Phân tích đầu tư luôn hướng về tương lai (forward-looking).

Nếu chúng ta đang định giá một dự án thay vì toàn bộ doanh nghiệp, chúng ta cũng bỏ qua các dòng tiền (cash flows)
của các dự án không liên quan hoặc các bộ phận không liên quan của doanh nghiệp nếu chúng không thay đổi theo dự án.
Nói cách khác, nếu nó không phải là một phần của dự án đang được đánh giá, nó không phải là dòng tiền liên quan
(relevant cash flow) và do đó
bị bỏ qua trong định giá dự án.

Một cách để xác định các dòng tiền liên quan của dự án là tìm những dòng tiền thay đổi khi giới thiệu dự án. Nghĩa là, chúng ta bao gồm mọi thay đổi dòng tiền liên quan đến dự án bất kể chúng xảy ra ở đâu trong công ty. Điều này có vẻ mâu thuẫn với việc chúng ta nhấn mạnh "dự án, dự án, dự án", nhưng thực ra không phải vậy. Điều quan trọng là tổng dòng tiền từ dự án, không phải nơi chúng xảy ra. Đồng thời, chúng ta loại trừ các dòng tiền xảy ra bất kể có dự án hay không (những dòng tiền không bị ảnh hưởng bởi dự án hoặc không thuộc về dự án).

Thời điểm của một dòng tiền cũng rất quan trọng. Chúng ta đã nói trước đó rằng một cách để xác định dòng tiền liên quan là kiểm tra xem nó có thay đổi theo dự án hay không. Sự thay đổi này có thể là về số lượng hoặc thời điểm. Nghĩa là, nếu dự án khiến các dòng tiền tương tự xảy ra sớm hơn hoặc muộn hơn so với khi không có dự án, thì những thay đổi về dòng tiền này phải được đưa vào định giá vì giá trị thời gian của dòng tiền là quan trọng (giá trị thời gian của dòng tiền được trình bày chi tiết trong Chương 14).

Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm Hoa Kỳ năm 2018 là một ví dụ về sự thay đổi trong thời điểm của dòng tiền. Luật mới cho phép tăng tốc khấu hao. Nhiều khoản chi tiêu vốn (capital expenditures) được phép tính toàn bộ chi phí ngay lập tức thay vì khấu hao theo thời gian. Các dòng tiền khấu hao tăng tốc này sẽ làm tăng giá trị của công ty do giá trị thời gian của tiền.

Còn các dòng tiền của một tài sản có thể có nhiều mục đích sử dụng, một số không liên quan đến dự án chúng ta đang đánh giá thì sao? Ví dụ, một dự án mới cần một tuyến đường sắt. Nếu quyền sử dụng đất dành cho tuyến đường sắt không thể được sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác, thì toàn bộ chi phí của nó phải do dự án sử dụng nó chịu. Tuy nhiên, nếu quyền sử dụng đất sẽ được sử dụng cho các mục đích khác bất kể dự án mới có được thực hiện hay không (ví dụ, đường dây điện, đường ống, cáp viễn thông, v.v. cũng sẽ sử dụng quyền sử dụng đất đó), thì chi phí của quyền sử dụng đất có thể được bỏ qua. Chính những thay đổi trong dòng tiền do dự án mới gây ra mới là điều quan trọng.

Bạn có nên tính chi phí cho một dự án khi sử dụng công suất dư thừa ở một bộ phận khác không? Nghĩa là, nếu có công suất dư thừa trong công ty mà bạn hiện sử dụng cho dự án, điều đó ảnh hưởng như thế nào đến định giá của dự án? Nếu công suất dư thừa sẽ không bao giờ được công ty sử dụng mà không có dự án, thì không có khoản phí nào cho dự án mới. Nếu công suất dư thừa cuối cùng sẽ được sử dụng, thì nó có tác động đến dòng tiền và nên được tính cho dự án mới. Khoản phí sẽ là chi phí trong tương lai của bất kỳ công suất bổ sung nào cần thiết.

Cần xem xét những yếu tố liên quan nào khác khi đánh giá dòng tiền của một dự án? Các phân tích dòng tiền thường bỏ qua chi phí cơ hội do dự án tạo ra. Việc thêm một dự án mới thường gây gián đoạn cho hoạt động hiện tại và do đó ảnh hưởng đến các dòng tiền khác của công ty. Ví dụ, ở dạng đơn giản nhất, một sản phẩm mới có thể ảnh hưởng đến doanh số của các sản phẩm hiện tại (ví dụ: việc bổ sung vào dòng sản phẩm của công ty có thể làm giảm doanh số từ các sản phẩm khác). Tác động đầy đủ cần được chuyển vào dòng tiền được sử dụng trong định giá dự án (tức là sản lượng giảm tạo ra doanh thu giảm, dẫn đến EBIT giảm, v.v.).

Chi phí từ bỏ là một ví dụ khác về dòng tiền liên quan thường bị bỏ qua. Đây là những dòng tiền liên quan đến việc kết thúc một dự án và chúng phải được đưa vào định giá dự án.1 Chi phí từ bỏ bao gồm vốn lưu động ròng. Đặc biệt, các khoản phải thu hoặc hàng tồn kho bị xóa sổ phải được bao gồm.

Tóm lại: Định giá phải xem xét tất cả các dòng tiền liên quan, dù là dòng tiền mới từ dự án hay bất kỳ thay đổi nào trong dòng tiền hiện có do dự án gây ra. Định giá cũng hoàn toàn nói về tiền mặt—tiền mặt thực—chứ không phải lợi nhuận kế toán. Hơn nữa, mọi thứ đã làm trong quá khứ đều đã qua và bị lãng quên (tức là chi phí chìm). Chúng ta quan tâm đến số lượng và thời điểm của dòng tiền tương lai đi vào và đi ra từ dự án mới.

Còn lạm phát và dòng tiền thì sao?

Như đã thảo luận trong Chương 15, điều quan trọng là sử dụng dòng tiền thực (loại trừ lạm phát) với tỷ lệ chiết khấu thực hoặc dòng tiền danh nghĩa (bao gồm lạm phát) và tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa (bao gồm lạm phát và là tỷ lệ chiết khấu thị trường).

Hầu hết các nhà thực hành sử dụng dòng tiền danh nghĩa với tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa. Tại sao? Họ làm điều này chủ yếu vì các phiên bản danh nghĩa dễ có được hơn. Dòng tiền danh nghĩa là những dòng tiền thực sự nhận được, và các báo cáo kế toán sử dụng số liệu danh nghĩa. Tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa là những tỷ lệ do thị trường ấn định. Vì vậy, phương pháp thông thường là danh nghĩa - danh nghĩa. Điều này có thêm lợi thế nếu các yếu tố khác nhau của dòng tiền tăng trưởng với các tỷ lệ khác nhau. Ví dụ, chi phí lao động của công ty có thể bị ràng buộc bởi hợp đồng công đoàn với mức tăng cố định, trong khi chi phí nguyên vật liệu có thể tăng với tỷ lệ khác theo lạm phát. Sử dụng dòng tiền danh nghĩa cho phép chúng ta điều chỉnh các tỷ lệ khác nhau một cách dễ dàng.

CÁC SẮC THÁI CỦA CHI PHÍ VỐN

Khi chúng ta tính chi phí vốn cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) trong Chương 16, chúng ta đã sử dụng chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC). Công thức tính WACC là:

WACC = % nợ chi phí nợ sau thuế (after-tax cost of debt) + % vốn chủ sở hữu chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), hoặc một cách chính thức hơn,

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \times Kd \times (1 - Tc) + (E/(D+ E)) \times Ke$$

trong đó:

D = nợ chịu lãi (interest-bearing debt)

E = vốn chủ sở hữu (equity)

(D/(D + E)) = tỷ trọng nợ trong cơ cấu vốn (capital structure)

(E/(D+ E)) = tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn (capital structure)

Kd = chi phí nợ (cost of debt)

Tc = thuế suất biên (marginal tax rate)2

Ke = chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity)

1Khi một dự án kết thúc, thường có các dòng tiền liên quan đến việc chấm dứt dự án (ví dụ, nếu một nhà máy bị đóng cửa, các khoản nợ cho phúc lợi hưu trí và/hoặc y tế có thể vẫn còn phải trả).
2Thuế suất biên (marginal tax rate) được sử dụng khi tính chi phí vốn. Thuế suất bình quân (average tax rate) được sử dụng khi tính EBIT sau thuế (after-tax EBIT).

Công thức WACC đòi hỏi chúng ta xác định tỷ trọng của nợ và
vốn chủ sở hữu, chi phí nợ, chi phí vốn chủ sở hữu, và thuế suất. Hơn nữa, chi phí vốn chủ sở hữu đòi hỏi chúng ta xác định beta, lãi suất phi rủi ro (risk-free rate), và phần bù thị trường (market premium) của Rm – Rf.
Công thức cho chi phí vốn chủ sở hữu (Ke) là:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

trong đó:

Rm = tỷ suất thị trường (market rate)

Rf = lãi suất phi rủi ro (risk-free rate)

β = một thước đo rủi ro (a measure of risk)

WACC chúng ta đã tính ở Chương 16 khá đơn giản. Dưới đây, chúng ta sẽ thêm một số sắc thái vào cách tính đó.

Một điểm quan trọng khi tính tỷ trọng nợ và vốn chủ sở hữu là không nhầm lẫn giữa tài trợ thực hiện (execution financing) với mức nợ mục tiêu (target debt level). Điều đó nghĩa là gì? Tại thời điểm một công ty đầu tư vào một dự án hoặc mua lại một công ty khác, họ có thể sử dụng một loại hình tài trợ không nhằm mục đích lâu dài.

Ví dụ, một công ty ban đầu có thể tài trợ toàn bộ các tài sản được mua bằng nợ (hoặc hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu). Đây là tài trợ thực hiện (execution financing): số lượng và hình thức tài trợ tại thời điểm đầu tư hoặc mua lại. Tuy nhiên, nếu cấu trúc tài chính (financial structure) (tức là mức nợ và vốn chủ sở hữu) được sử dụng để tài trợ cho dự án không phải là cách công ty dự kiến vận hành dự án về lâu dài, thì đây không phải là mức nợ nên sử dụng trong chi phí vốn. Mức nợ thực hiện có thể tạm thời sử dụng khả năng vay nợ (debt capacity) của toàn công ty và có thể được giảm xuống sau khi vốn chủ sở hữu được tăng lên (thông qua lợi nhuận giữ lại (retained earnings) hoặc phát hành vốn cổ phần mới (new equity issue)). Ngoài ra, tỷ lệ vốn chủ sở hữu ban đầu được sử dụng trong một giao dịch cổ phiếu (stock transaction) cũng có thể thay đổi theo thời gian (thông qua các đợt phát hành nợ mới). Để nhắc lại, chi phí vốn cho dự án cần phản ánh cấu trúc vốn (capital structure) theo mức nợ mục tiêu của dự án, đó là cách dự án dự kiến được vận hành.

Các giả định đằng sau WACC

Công thức WACC được ước tính trong Chương 16 chứa một số giả định quan trọng cần được xem xét. Một giả định cơ bản đằng sau công thức là WACC giả định một tỷ lệ nợ không đổi (constant debt ratio) (nợ/(nợ + vốn chủ sở hữu)). WACC không giả định rằng một lượng nợ cố định được phát hành tại một thời điểm và sau đó vẫn không đổi. Thay vào đó, WACC giả định rằng nợ duy trì ở một tỷ lệ phần trăm không đổi so với giá trị của công ty. Do đó, khi giá trị của công ty tăng hoặc giảm, số nợ đang lưu hành cũng thay đổi theo. Ví dụ, nếu nợ bắt đầu ở mức 22.5% và giá trị của công ty tăng gấp đôi, thì số nợ cũng tăng gấp đôi để tỷ lệ phần trăm vẫn giữ nguyên.

Đây là một giả định rất mạnh và không phải lúc nào cũng được tuân theo trong thực tế. Lý do WACC nên giả định một tỷ lệ nợ không đổi là vì giá trị của lá chắn thuế (tax shield) được tạo ra từ công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity formula). Do đó, WACC giả định rằng khoản nợ là vĩnh viễn.

Trong thực tế, cơ cấu vốn có thay đổi đôi chút ngay cả trong các dự phóng (pro formas), và một WACC được ước tính dựa trên cơ cấu vốn trung bình thường được sử dụng. Điều này đặc biệt đúng khi doanh nghiệp chuyển từ tài trợ thực hiện (execution financing) sang tài trợ thường xuyên (permanent financing). Trong Bảng 15.5, chúng tôi đã giả định cơ cấu vốn không đổi ở mức 22.5%.

Một đặc điểm khác của WACC là dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) không thay đổi khi cơ cấu vốn thay đổi (như chúng tôi sẽ trình bày trong Chương 20). Ngoài ra, tài chính là một nghệ thuật, không phải là khoa học, vì vậy bất kỳ định giá hợp lý nào cũng sẽ bao gồm phân tích độ nhạy (sensitivity analysis) với các chi phí vốn khác nhau.

Khi nào giả định rằng tỷ lệ nợ không đổi là quan trọng nhất? Hãy xem xét việc định giá các thương vụ LBO hoặc các giao dịch vốn tư nhân (private equity) (chúng tôi sẽ đề cập chi tiết trong Chương 18). Trong cả hai trường hợp, doanh nghiệp thường có đòn bẩy nợ cao ở giai đoạn đầu (tỷ lệ nợ rất cao), sau đó nợ được trả dần theo thời gian. Khi giá trị của doanh nghiệp (hy vọng là) tăng lên, lượng nợ giảm xuống. Do đó, tỷ lệ nợ không phải là hằng số theo giá trị của doanh nghiệp mà giảm dần theo thời gian. Trong tình huống này, việc định giá không thể được thực hiện bằng WACC vì các tấm chắn thuế (tax shields) rõ ràng không phải là vĩnh viễn. Thay vào đó, việc định giá nên sử dụng dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) được chiết khấu theo Ke (chúng tôi sẽ đề cập trong Chương 21).

Chi phí nợ

Chi phí nợ được sử dụng để xác định WACC giả định chi phí nợ ở mức lãi suất thị trường. Điều này có nghĩa là không có khoản trợ cấp nào làm cho lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường (ví dụ: không có trái phiếu doanh thu công nghiệp (industrial revenue bonds) hoặc các khoản hoàn thuế đặc biệt từ chính phủ).3 Các ngoại lệ đối với giả định lãi suất thị trường được xử lý dễ dàng. Lợi ích từ bất kỳ sự giảm lãi suất nào được tính riêng và sau đó cộng vào giá trị hiện tại ròng (net present value – NPV) của dự án. Tuy nhiên, điều quan trọng cần nhớ là khi có trợ cấp, WACC vẫn sử dụng lãi suất thị trường, không phải lãi suất được trợ cấp.

Nên xử lý lãi suất được trợ cấp như thế nào? Hãy xem xét một ví dụ minh họa (ví dụ minh họa là một ví dụ được tạo ra để làm rõ vấn đề). Giả sử lãi suất thị trường hiện tại cho nợ dài hạn là 10,0% nhưng một trái phiếu doanh thu công nghiệp được cung cấp cho ba năm đầu của dự án với lãi suất 7,0%. Đâu là tỷ lệ chiết khấu đúng cho dự án nếu dự án đang nhận được mức lãi suất thấp hơn thị trường? Tỷ lệ chiết khấu của dự án vẫn nên là 10,0% lãi suất thị trường dài hạn. Tại sao tỷ lệ chiết khấu của dự án không phải là 7,0% từ trái phiếu công nghiệp được cấp cho dự án? Thứ nhất, lãi suất của trái phiếu công nghiệp không phản ánh rủi ro của dự án trên thị trường—đây là một mức lãi suất được trợ cấp. Tỷ lệ chiết khấu được sử dụng phải phản ánh cùng mức rủi ro cho dự án như lãi suất thị trường cho dự án đó. Thứ hai, không chắc doanh nghiệp có thể vay tất cả số vốn cần thiết với lãi suất được trợ cấp. Vậy, bạn có bỏ qua lãi suất được trợ cấp trên trái phiếu công nghiệp không? Không, giá trị của khoản trợ cấp phải được xem xét riêng và cộng vào giá trị của dự án.

Hãy sử dụng một ví dụ có thể hữu ích cho cá nhân bạn. Hãy tưởng tượng bạn quyết định mua cho mình một chiếc ô tô khi bạn đọc xong cuốn sách này, để ăn mừng sự hiểu biết của bạn

3Lãi suất của trái phiếu doanh thu công nghiệp sẽ được thảo luận trong Chương 7.

về tài chính. Khi bạn đến đại lý ô tô, họ đề nghị một thỏa thuận. Nếu bạn trả bằng tiền mặt, họ sẽ trả lại $3,000 tiền mặt (tức là giảm $3,000) so với giá mua $23,000 (do đó bạn còn nợ $20,000). Hoặc thay vào đó, họ đề nghị tài trợ mua xe với lãi suất 1%, trong khi lãi suất hiện tại tại ngân hàng cho vay mua ô tô là 6%. Bạn nên làm gì, lấy tiền mặt trả lại hay khoản vay lãi suất thấp? Chà, khoản tài trợ 1% đáng giá bao nhiêu? Bạn phải tính giá trị hiện tại của khoản tài trợ với lãi suất thấp hơn, so sánh với $3,000 tiền mặt trả lại, và sau đó chọn cái có giá trị hiện tại cao hơn.

Bạn sẽ làm điều đó như thế nào? Vì mỗi độc giả của cuốn sách này hẳn phải biết nhiều hơn một nhân viên bán xe về con số đó là gì, hãy để chúng tôi hướng dẫn bạn cách bạn sẽ làm điều này.

Một cách là tính toán khoản tiết kiệm hàng tháng từ việc vay mua một chiếc xe $23,000 với lãi suất 1% thay vì 6% (chúng ta sẽ giả định một khoản vay mua xe trong ba năm với thanh toán hàng tháng, với khoản thanh toán đầu tiên diễn ra vào ngày bán).

Vay $23,000 với lãi suất 6% và các khoản thanh toán hàng tháng là $696.22.4.

Vay $23,000 với lãi suất 1% và các khoản thanh toán hàng tháng là $648.25.

Sự khác biệt là $47.97 mỗi tháng.

Chiết khấu khoản chênh lệch hàng tháng này là $47.97 với lãi suất 6% (tỷ lệ thị trường mà ngân hàng tính và rủi ro của các dòng tiền) mang lại giá trị hiện tại là $1,584.71.

Điều này sau đó được so sánh với khoản tiền mặt hoàn lại (cash back) tại thời điểm mua, trị giá chính xác $3,000 vào ngày mua.

Rõ ràng là nên chọn khoản tiền mặt hoàn lại (cash back) $3,000 (mang lại NPV là $1,415.29).

Một cách khác để so sánh là so sánh các khoản thanh toán thực tế bạn phải trả theo từng phương án. Nếu bạn tài trợ xe tại đại lý, bạn phải tài trợ toàn bộ giá mua là $23,000. Tuy nhiên, nếu bạn tài trợ việc mua tại ngân hàng và trả tiền mặt cho đại lý, bạn chỉ cần $20,000 ($23,000 trừ đi $3,000 tiền hoàn lại).

Tài trợ $23,000 với lãi suất 1% và khoản thanh toán hàng tháng là $648.25.

Tài trợ $20,000 với lãi suất 6% và khoản thanh toán hàng tháng là $605.41.5.

Bạn tiết kiệm được $42.84 mỗi tháng bằng cách trả tiền mặt cho đại lý sau khi vay $20,000 từ ngân hàng của bạn với lãi suất 6%. Chiết khấu $42.84 mỗi tháng với lãi suất 6% mang lại NPV là $1,415.23—sự khác biệt giữa hai phương pháp dẫn đến sai số làm tròn rất nhỏ là $0.06.

Đây chính xác là phương pháp bạn dùng để định giá một mức lãi suất được trợ cấp (dưới mức thị trường) đáng giá bao nhiêu cho bất kỳ dự án nào. Mức lãi suất thấp hơn là một khoản trợ cấp có giá trị và phải được

4Công thức cho khoản thanh toán đến hạn là: thanh toán hàng tháng = $23,000/[1 +1/(1 + r/12)1 + 1/(1 + r/12)2] + . . . + 1/(1 + r/12)35]. Trong ví dụ, r = 6% hoặc 1%, và n = 36. Xem Chương 14 để có thảo luận đầy đủ.

5Giả sử khoản thanh toán cho ngân hàng cũng được thực hiện vào đầu tháng.

được tính vào giá trị gia tăng của dự án. Nhưng lãi suất ưu đãi không phải là chi phí vốn của dự án, vì doanh nghiệp không thể nhận được lãi suất ưu đãi cho toàn bộ dự án (ví dụ, bạn cũng không thể nhận được lãi suất ưu đãi từ khoản vay mua ô tô cho các khoản mua sắm khác). Hơn nữa, lãi suất ưu đãi thường chỉ áp dụng trong một khoảng thời gian giới hạn, không phải cho suốt vòng đời dự án, vì vậy lãi suất thị trường của dự án là tỷ lệ chiết khấu phù hợp để sử dụng.

MỘT LƯU Ý NGOÀI LỀ

Một ví dụ ngoạn mục gần đây về mức giá được trợ cấp (subsidized rates) là khoản ưu đãi thuế ước tính $1.25 billion mà tiểu bang Nevada đã trao cho Tesla vào năm 2014 để xây dựng nhà máy pin trị giá $3.5 billion. Thỏa thuận này bao gồm:

- Miễn thuế bán hàng (sales tax) 100% trong 20 năm: $725 million
- Miễn thuế bất động sản và động sản (real and personal property tax) 100% trong 10 năm: $332 million
- Miễn giảm 100% thuế kinh doanh sửa đổi (thuế biên chế - payroll tax) trong 10 năm: 27 triệu đô la
- Tín dụng thuế chuyển nhượng (transferable tax credits) trị giá 12.500 đô la cho mỗi công việc, tối đa 6.000 công việc: 75 triệu đô la
- Tín dụng thuế chuyển nhượng trị giá 5% của khoản đầu tư 1 tỷ đô la đầu tiên và 2.8% của khoản đầu tư $2.5 tỷ tiếp theo: $120 triệu
- Giá điện ưu đãi trong tám năm: $8 triệu
- Nevada sẽ mua quyền sử dụng đất [mở rộng] USA Parkway: 43 triệu đô la
- Nevada sẽ kéo dài USA Parkway đến Xa lộ Hoa Kỳ 50 ở hạt Lyon: Chi phí không xác định
- Tesla sẽ trả cho Nevada 7,5 triệu đô la cho giáo dục trong năm năm: 37,5 triệu đô la

Nguồn: Văn phòng Phát triển Kinh tế của Thống đốc [Nevada]; Anjeanette Damon, "Bên trong thỏa thuận ưu đãi thuế 1,25 tỷ đô la của Tesla tại Nevada," Reno Gazette-Journal, ngày 16 tháng 9 năm 2014, www.rgj.com/story/news/2014/09/04/nevada-strikes-billion-tax-break-deal-tesla/15096777/.

Lá chắn thuế lãi vay hiện bị giới hạn tại Hoa Kỳ

Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm của Hoa Kỳ năm 2018 có tác động quan trọng đến cách sử dụng WACC. Cho đến luật thuế này, mọi khoản lãi vay của doanh nghiệp đều được khấu trừ toàn bộ khỏi thu nhập doanh nghiệp ở tất cả các quốc gia (như chúng ta đã thảo luận trong Chương 6). Luật thuế mới của Hoa Kỳ hiện giới hạn khả năng khấu trừ lãi vay ở Mỹ ở mức 30% EBITDA đến năm 2022 và sau đó là 30% EBIT trở đi.

Nên hạch toán mức trần 30% đối với khấu trừ lãi vay như thế nào? Như đã thảo luận ở trên, WACC giả định rằng các lá chắn thuế là vĩnh viễn và không giới hạn. Vì luật thuế doanh nghiệp hiện hành giới hạn lá chắn thuế ở mức 30% EBITDA, điều này có nghĩa là sử dụng WACC ở dạng hiện tại sẽ định giá cao hơn dự án (bằng lượng lá chắn thuế không được phép). Khi sử dụng WACC, việc định giá chính xác sự giảm này trong lá chắn thuế đòi hỏi phải xử lý lãi vay bị từ chối tương tự như các mức lãi suất được trợ cấp đã thảo luận ở trên. Tuy nhiên, thay vì làm tăng giá trị, sẽ có một sự giảm giá trị so với mức WACC.

BẢNG 17.1
Tỷ lệ phần trăm các công ty NYSE có chi phí lãi vay lớn hơn 30% EBIT và EBITDA năm 2017

Industry EBITDA EBIT
Giấy, cao su và nhựa 3.4% 27.6%
Dược phẩm 8.3% 16.7%
Sản xuất thực phẩm 9.1% 36.4%
Các nhà bán lẻ 9.8% 28.3%
Hóa chất 11.8% 25.0%
Dịch vụ điện, khí đốt và vệ sinh 18.1% 49.1%
Phần mềm máy tính 20.0% 30.0%
Hãng hàng không 25.0% 50.0%
Tất cả (bao gồm tài chính) 18.0% 34.9%
Tất cả (loại trừ tài chính) 13.8% 33.6%

Nguồn: Compustat

Định giá phần lá chắn thuế bị từ chối và trừ nó khỏi định giá WACC sẽ cho chúng ta NPV chính xác. Các lá chắn thuế bị từ chối nên được chiết khấu theo chi phí nợ vì chúng ta giả định rằng nó đo lường rủi ro đạt được các lá chắn thuế.

Lưu ý rằng phần lá chắn thuế bị từ chối có thể được chuyển tiếp và sử dụng trong tương lai khi trần 30% không còn ràng buộc. Việc phân bổ hợp lý thời điểm của các lá chắn thuế này làm tăng thêm độ phức tạp cho tính toán nhưng về mặt khái niệm vẫn có thể hiểu được. Trong thực tế, chúng tôi kỳ vọng rằng nếu trần bị ràng buộc trong vài năm đầu, hầu hết các chuyên gia sẽ bỏ qua giá trị của các lá chắn thuế trì hoãn vì PV của chúng trong tương lai có thể nhỏ so với tổng NPV.

Bảng 17.1 (cũng được trình bày trong Chương 6) cho thấy sự thay đổi này trong luật thuế mới của Hoa Kỳ là quan trọng. Bảng cung cấp tỷ lệ phần trăm các công ty NYSE theo ngành mà sẽ bị ảnh hưởng bởi hai mức trần 30% này trong năm 2017 (tức là nếu luật đã có hiệu lực vào năm 2017).

Ngoài việc trừ đi giá trị của khoản lãi không được khấu trừ, hai kỹ thuật định giá khác không sử dụng WACC sẽ xử lý chính xác sự thay đổi trong các tấm chắn thuế: APV (được thảo luận trong chương này) và Dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (Free Cash Flow to Equity) (được thảo luận trong Chương 21).

Cách ước tính xếp hạng nợ của dự án và chi phí nợ.

Nếu một dự án tiềm năng có tỷ lệ nợ dự kiến rất khác so với phần còn lại của công ty, và nếu dự án chưa phát hành nợ công dưới tên/tín dụng của chính nó, thì đôi khi rất khó để ước tính chi phí nợ cho dự án. Để giải thích, các dự án (và các công ty tư nhân) thường không có nợ giao dịch công khai với lãi suất thị trường có thể quan sát được. Khi một dự án có cấu trúc vốn và mức độ rủi ro tương tự như công ty mẹ, công ty mẹ

lãi suất của doanh nghiệp có thể được sử dụng. Khi không phải như vậy, chúng ta phải ước tính chi phí nợ (cost of debt) cho dự án.

Do xếp hạng nợ (debt rating) phản ánh rủi ro của khoản nợ đối với nhà đầu tư, chi phí nợ (cost of debt) có tương quan cao với xếp hạng đó. Vì vậy, nếu không có lãi suất thị trường trực tiếp, chúng ta có thể ước tính bằng kỹ thuật công ty tương đương (twin-firm technique) sử dụng xếp hạng nợ. Kỹ thuật công ty tương đương có nghĩa là xác định xếp hạng nợ tiềm năng của dự án, sau đó xem xét mức lãi suất thị trường áp dụng cho khoản nợ có xếp hạng đó.

Bây giờ chúng ta đặt câu hỏi: Làm thế nào để xác định xếp hạng nợ của một doanh nghiệp? Các tổ chức xếp hạng có hướng dẫn về tỷ lệ phần trăm nợ và tỷ lệ trang trải (coverage ratios). Chúng ta có thể sử dụng các hướng dẫn này như một bước sơ bộ: xếp hạng sẽ được tăng lên nếu doanh nghiệp lớn và có quản lý tốt; xếp hạng sẽ bị giảm xuống nếu doanh nghiệp nhỏ và quản lý hoạt động không tốt. Tuổi của doanh nghiệp cũng là một yếu tố, với các công ty lâu đời có xu hướng được đánh giá cao hơn và các công ty trẻ có xu hướng bị đánh giá thấp hơn. Chúng tôi, các tác giả, không cố gắng giải thích cách xác định các tỷ lệ cho các xếp hạng khác nhau. Thay vào đó, chúng tôi giải thích rằng nếu bạn biết tỷ lệ mà một doanh nghiệp dự kiến có, bạn có thể ước tính xếp hạng nợ của nó.

Thông thường, xếp hạng nợ (debt rating) được lấy trực tiếp từ một trong các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, hoặc từ một nhà môi giới hay chuyên gia tài chính khác. Khi chúng không được công khai, có thể dự đoán bằng cách sử dụng các chỉ số của công ty từ cả báo cáo tài chính hiện tại và dự phóng (pro forma). Như được trình bày trong Chương 15, nhà máy và xưởng sản xuất Kingsport của Sungreen có tỷ lệ nợ (debt ratio) dự kiến là 22,5% trong năm 2019. Ngoài ra, Sungreen có tỷ lệ thanh toán lãi vay theo EBIT (EBIT/I) khoảng 8,4. Hơn nữa, đây là một doanh nghiệp khá ổn định. cùng với nhau, ba yếu tố này phù hợp với các công ty được xếp hạng A. Xếp hạng nợ của Sungreen phụ thuộc vào quy mô của công ty hoặc dự án, rủi ro kinh doanh (dòng tiền khá ổn định với rủi ro thấp), tỷ lệ nợ (22,5% không cao so với ngành) và tỷ lệ thanh toán lãi vay (EBIT/I bằng 8,4 mang lại biên an toàn lớn).

Sau khi ước tính xếp hạng nợ của Sungreen là A, chúng ta sẽ ra thị trường và xem lãi suất tương ứng với xếp hạng A là bao nhiêu.

CÁC SẮC THÁI KHI TÍNH CHI PHÍ VỐN CHỦ SỞ HỮU: ĐIỀU CHỈNH BETA THEO ĐÒN BẨY VÀ LOẠI BỎ ĐÒN BẨY (LEVERING AND UNLEVERING BETA)

Bây giờ, hãy cùng thảo luận về các cách khác nhau để gỡ bỏ đòn bẩy (unlever) và tái lập đòn bẩy (relever) beta vốn chủ sở hữu của một dự án. Có
vài công thức để làm điều này trong tài chính. Ở Chương 16, chúng ta đã sử dụng một trong những công thức đơn giản nhất, được liệt kê dưới đây. (Trong chú thích 7, chúng tôi tham chiếu nơi bạn có thể tra cứu các công thức khác.)

$$\beta_{unlevered} = \beta_{levered} / (1 + debt/equity) = \beta_{levered} \quad equity/(debt + equity)$$

Và sau đó chúng ta tái lập đòn bẩy (relever) theo tỷ lệ nợ mục tiêu:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \quad (debt + equity)/equity$$

Các công thức này giả định rằng các beta là beta vốn chủ sở hữu và beta của nợ bằng 0. Để hiểu công thức này và nguồn gốc của nó, hãy bắt đầu với beta cho toàn bộ dự án (hoặc doanh nghiệp). Beta của dự án phản ánh cấu trúc vốn của dự án,

cũng như beta của nợ và beta của vốn chủ sở hữu. (Có giả định rằng thuế suất là 0.)

$$\beta project = \beta debt \quad \% debt + \beta equity \quad \% equity$$

Nợ có beta không? Có, nợ có beta. Giá trị kỳ vọng của nó là gì? Beta của nợ phản ánh mức độ tương quan giữa lợi suất của nợ và lợi suất của thị trường. Về mặt khái niệm, nó giống hệt beta của vốn chủ sở hữu và được tính theo cùng cách. Beta của nợ phi rủi ro bằng 0, và beta của nợ doanh nghiệp, loại nợ có rủi ro, lớn hơn 0. (Thường giả định rằng nợ chính phủ Mỹ là phi rủi ro.)

Sử dụng công thức CAPM đối với nợ phi rủi ro, chúng ta có:

$$Rdebt = Rf + \beta debt \quad (Rm - Rf)$$

Nếu $\beta debt = 0$, thì

$$Rdebt = Rf$$

điều này, tất nhiên, cũng giống như nói rằng lợi suất của nợ chính phủ là tỷ suất phi rủi ro.

Bây giờ chúng ta hãy xem xét một ví dụ trong đó beta của nợ khác không. Đây là trường hợp của tất cả nợ doanh nghiệp. Lấy Apple làm ví dụ, nếu toàn bộ thị trường tăng điểm, mọi thứ khác không đổi, cổ phiếu của Apple cũng sẽ tăng. (Beta của cổ phiếu Apple xấp xỉ 0.9.) Khi giá cổ phiếu của Apple tăng, giá nợ đang lưu hành của Apple cũng có thể tăng. Tại sao? Khi thị trường cải thiện và giá trị vốn chủ sở hữu của Apple tăng, khả năng vỡ nợ của khoản nợ giảm xuống. Mọi thứ khác không đổi, điều này sẽ làm giảm tỷ suất sinh lời yêu cầu (tỷ lệ chiết khấu) trên nợ của Apple, từ đó tăng giá trị của nó.6 Tương tự, nếu thị trường chứng khoán và giá cổ phiếu Apple giảm, nợ trở nên rủi ro hơn, chi phí nợ tăng, và giá nợ đang lưu hành giảm. Mối quan hệ giữa lợi suất nợ của Apple và thị trường xác định beta cho nợ của Apple.

Lưu ý rằng những thay đổi này không giống với sự thay đổi giá trị của trái phiếu do thay đổi lãi suất thị trường. Giá trái phiếu tăng giảm nghịch biến với lãi suất, nhưng điều này không ảnh hưởng trực tiếp đến beta của trái phiếu. Beta của trái phiếu bị ảnh hưởng bởi mối tương quan giữa lợi nhuận trái phiếu và lợi nhuận thị trường. Tất nhiên, lợi nhuận thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến lãi suất hoặc ngược lại. Khi tính beta cho nợ, chúng ta không dùng sự thay đổi lãi suất thị trường; chúng ta dùng sự thay đổi trong lợi nhuận thị trường.

Ở chương trước, chúng ta đã lưu ý rằng khi thảo luận về phổ rủi ro-lợi nhuận, beta của nợ AAA xấp xỉ 0.15. Giả sử một công ty có nợ AAA với beta là 0.15, beta vốn chủ sở hữu là 1.5, và tỷ lệ nợ trên tổng vốn là 33.3% (có nghĩa là tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng vốn là 66.7%).

6Từ Chương 14, với bất kỳ dòng tiền nào, tỷ lệ chiết khấu thấp hơn dẫn đến giá trị hiện tại cao hơn.

Từ trên, beta của dự án là:

βproject = βdebtlevered debt/(debt + equity) + βequitylevered equity/(debt + equity)

Sau khi thay số vào, chúng ta có beta dự án là 1.05 = 0.15 * 33.3% + 1.5 * 66.7%. Beta dự án còn được gọi là beta tài sản (asset beta). Beta tài sản tương đương với beta vốn chủ sở hữu không đòn bẩy (unlevered equity beta) trong công ty không có nợ.

Ở chương trước, công thức của chúng ta để khử đòn bẩy beta (unlevering beta) là:

βunlevered = βlevered equity/(debt + equity)

Và beta vốn chủ sở hữu không đòn bẩy (unlevered equity beta) của chúng ta, sử dụng công thức này, trở thành 1.0 = 1.5 * 66.7%. Điều này
gần với beta dự án là 1.05 được tính từ công thức đầy đủ. Hãy nhớ rằng, công thức đơn giản hóa chúng ta đã giới thiệu trước đó có được bằng cách lấy công thức đầy đủ và giả định beta của nợ bằng không.

Trong ví dụ của chúng ta, công thức đơn giản hóa cho beta không đòn bẩy là 1.0 so với beta không đòn bẩy là 1.05 từ công thức đầy đủ.

Bây giờ, hãy tái đòn bẩy (relever) beta vốn chủ sở hữu của chúng ta ở một tỷ lệ nợ mục tiêu khác, chẳng hạn 66.7% nợ và 33.3% vốn chủ sở hữu (thay vì 33.3% nợ và 66.7% vốn chủ sở hữu), sử dụng cả công thức đầy đủ và công thức đơn giản hóa.

Công thức đơn giản của chúng ta là:

βlevered = βunlevered (debt + equity)/equity = 1.0 (1.0)/0.333 = 3.00

Công thức đầy đủ của chúng ta là:

βequitylevered = [βproject −βdebtlevered (debt)/(debt + equity)]

(debt + equity)/(equity)

$$\text{And now, } \beta\text{equity}_{\text{levered}} = [1.05 - 0.15 * 0.667] * (1.0)/(0.333) = 2.85$$

Một lần nữa, kết quả từ công thức đầy đủ và công thức đơn giản hóa là tương tự nhau. Lưu ý rằng nếu đòn bẩy của công ty tăng gấp đôi, chúng ta không kỳ vọng beta của nợ sẽ giữ nguyên.

Việc sử dụng công thức đầy đủ hay đơn giản hóa khi điều chỉnh beta (levering and unlevering beta) có sự khác biệt lớn đến mức nào? Miễn là beta của nợ của bạn khá thấp (điều này đúng với nợ được xếp hạng cao) và bạn có tỷ lệ nợ thấp (đây là một phần lý do khiến beta nợ thấp), thì beta tính từ mô hình đơn giản sẽ rất gần với beta tính từ mô hình đầy đủ. Ngay cả với những thay đổi lớn về beta và tỷ lệ nợ, sự khác biệt giữa các mô hình không quá lớn. Hơn nữa, việc tìm beta của vốn chủ sở hữu thường khá dễ dàng, trong khi beta của nợ có thể khó tìm hơn nhiều. Do đó, nhiều nhà phân tích sử dụng phép xấp xỉ đơn giản hóa.

Vậy, những điểm quan trọng cần nhớ về việc điều chỉnh beta (levering and unlevering beta) là gì? Thứ nhất, có nhiều công thức khác nhau (chúng ta chỉ đề cập đến hai công thức đơn giản và phổ biến nhất ở đây).7 Thứ hai, hãy nhận ra rằng mô hình đơn giản giả định beta của nợ của dự án bằng không.

Điều này có ý nghĩa gì đối với chi phí vốn được sử dụng trong định giá? Việc điều chỉnh beta (unlevering and levering) không chính xác. Có hai giả định lớn. Một là beta của nợ bằng không. Chúng ta vừa chỉ ra rằng giả định này, mặc dù không đúng, nhưng thường ít ảnh hưởng. Tuy nhiên, giả định thứ hai là beta tăng tuyến tính. Chúng ta biết giả định thứ hai này cũng không đúng.

Trong ví dụ trên, chúng ta giả định mức tăng nợ lớn, tăng gấp đôi từ 33.3% lên 66.7%. Tuy nhiên, các công thức của chúng ta giả định rằng việc tăng nợ gây ra sự gia tăng tuyến tính trong rủi ro của beta vốn chủ sở hữu. Khi chúng ta thảo luận về đòn bẩy và tác động của nó đến chi phí nợ và vốn chủ sở hữu trong Chương 5 và 6, chúng ta đã đề cập rằng khi tỷ lệ nợ tăng, chi phí nợ và vốn chủ sở hữu ban đầu tăng chậm và sau đó tăng với tốc độ nhanh hơn. Đó là, chúng ta giả định mối quan hệ giữa đòn bẩy và rủi ro là phi tuyến tính (curvilinear).

Điểm mấu chốt là việc sử dụng công thức đầy đủ cho một phép xấp xỉ và sử dụng công thức đơn giản hơn cho một phép xấp xỉ khác. Cả hai đều là phép xấp xỉ, và bây giờ bạn có thể thấy sự khác biệt về quy mô của chúng. Trên thị trường, gần như mọi người đều sử dụng công thức đơn giản hóa. Tại sao? Sự khác biệt về quy mô thường không lớn lắm, và vấn đề thực sự là cả hai công thức đều sử dụng các giả định. (Sau phần này, nếu bạn từng thấy công thức đầy đủ, bây giờ bạn biết nó là gì, nó được suy ra như thế nào và tại sao nó thường không được sử dụng.)

Một công thức phổ biến khác để điều chỉnh beta theo đòn bẩy và phi đòn bẩy (levering and unlevering beta) được phát triển bởi Bob Hamada tại Đại học Chicago và có nội dung như sau:

$$BU = \frac{BL}{[1 + (1 - TC) \times (D/E)]}$$

Trong đó BU là beta không đòn bẩy (unlevered beta), BL là beta có đòn bẩy (levered beta), TC là thuế suất thuế doanh nghiệp (corporate tax rate), và D/E là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (debt-equity ratio).

Các cách khác để ước tính chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity): Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage Pricing Theory - APT)

Cho đến nay, chúng ta đã sử dụng mô hình CAPM một nhân tố để ước tính Ke. Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (APT) là một cách khác để ước tính tỷ suất sinh lời kỳ vọng của một tài sản như vốn chủ sở hữu. Ở dạng đơn giản hóa, nó là tổ hợp tuyến tính của một tập hợp các nhân tố rủi ro, với mỗi nhân tố có beta riêng. Lý thuyết này được phát triển bởi Steve Ross, giáo sư tại MIT. APT giả định rằng tỷ suất sinh lời của bất kỳ tài sản nào có thể được viết dưới dạng mối quan hệ với các nhân tố rủi ro của tài sản đó như sau:

$$R_j = \alpha_j + (\beta_{j1} \square F1) + (\beta_{j2} \square F2) + (\beta_{j2} \square F3) + \ldots$$

7Đây không phải là hai công thức duy nhất để điều chỉnh beta theo đòn bẩy và phi đòn bẩy, mà chỉ là những công thức phổ biến nhất. Thực tế có nhiều cách khác nhau để điều chỉnh beta theo đòn bẩy và phi đòn bẩy sử dụng các giả định khác nhau về mức nợ và tấm chắn thuế (tax shields). Xem, ví dụ, Pablo Fernandez, “Levered and Unlevered Beta,” Working Paper IESE Business School, 17 tháng 10, 2008, để có mô tả chi tiết về bảy công thức khác nhau.

trong đó:

αj = hằng số

βjn = beta cụ thể cho từng nhân tố

Fn = nhân tố rủi ro

APT cũng phát biểu rằng tỷ suất sinh lời kỳ vọng của tài sản j có thể được viết là:

$$E(Rj) = Rf + \beta j1 \square(F1 - Rf) + \beta j2 \square(F2 - Rf) + \beta j3 \square(F3 - Rf) + \ldots$$

trong đó:

Rf = lãi suất phi rủi ro (risk-free rate)

jn = beta cụ thể cho từng nhân tố

Fn = nhân tố rủi ro

Các beta được ước tính từ một hồi quy (tương tự như cách thực hiện trong CAPM), với tỷ suất sinh lời của tài sản j (Rj) là biến phụ thuộc và các nhân tố rủi ro là các biến độc lập. Theo quan điểm của chúng tôi, câu hỏi quan trọng là: Các nhân tố rủi ro là gì? Lý thuyết không cho chúng ta biết nhân tố nào quan trọng.8 Trong thực tế, chúng ta muốn sử dụng các nhân tố rủi ro ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của chứng khoán. Các nhân tố (Fn) có thể là kinh tế vĩ mô (ví dụ: lãi suất, giá dầu), có thể liên quan đến thị trường (ví dụ: tỷ suất sinh lời thị trường hầu như luôn được sử dụng), có thể đặc thù ngành (ví dụ: chỉ số hàng hóa), hoặc có thể là đặc điểm của công ty (ví dụ: quy mô).

Về mặt thực nghiệm, hồi quy APT (APT regression), với tập hợp biến giải thích lớn hơn (một trong số đó thường là lợi nhuận thị trường), nhìn chung cho mức độ phù hợp tốt hơn CAPM. Một cách nhìn CAPM là nó là một trường hợp đặc biệt của APT với một nhân tố, với beta được suy ra bằng cách hồi quy lợi nhuận thị trường trên lợi nhuận của tài sản.

Fama và French (1993) đã xác định bằng thực nghiệm ba nhân tố liên quan đến lợi nhuận cổ phiếu (equity returns). Các nhân tố này là lợi nhuận thị trường (Rm), lợi nhuận theo quy mô (Rs) và tỷ lệ book-to-market.9 Fama và French nhận thấy rằng lợi nhuận cổ phiếu tương quan dương với lợi nhuận thị trường, tương quan âm với quy mô công ty (công ty nhỏ hơn có lợi nhuận cao hơn công ty lớn hơn), và tương quan âm với tỷ lệ book-to-market của công ty (các công ty có tỷ lệ book-to-market cao có lợi nhuận thấp hơn các công ty có tỷ lệ book-to-market thấp). Mô hình ba nhân tố Fama và French này cũng có thể được coi là một trường hợp đặc biệt của APT.

Gần đây, một số nhà nghiên cứu đã thêm một nhân tố thứ tư vào mô hình ba nhân tố của Fama và French: động lượng (momentum). Nhân tố này phản ánh việc nếu một cổ phiếu đang tăng giá, nó sẽ tiếp tục tăng, và nếu nó đang giảm giá, nó sẽ tiếp tục giảm.

Ngày nay, nhiều/hầu hết các công ty quản lý đầu tư sử dụng các mô hình đa nhân tố. Tuy nhiên, các nhà thực hành tài chính doanh nghiệp vẫn gần như chỉ dựa vào CAPM để ước tính

8Nhiều quỹ đầu tư tuyên bố đã xác định được các nhân tố rủi ro, nhưng họ coi chúng là thông tin độc quyền (proprietary) và không tiết lộ chúng.
9Xem Eugene F. Fama và Kenneth R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," Journal of Financial Economics 33 (1993): 3–56.

chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity). Các tác giả của cuốn sách này tin rằng tại một thời điểm nào đó trong tương lai, các mô hình định giá được sử dụng phổ biến nhất sẽ bao gồm các biến thể của APT để ước tính chi phí vốn chủ sở hữu. Khi họ làm như vậy, bạn sẽ sẵn sàng.

TÁCH DÒNG TIỀN VÀ GIÁ TRỊ CUỐI KỲ

Khi chúng ta định giá trong chương trước, chúng ta đã cộng giá trị hiện tại (present value) của các dòng tiền và giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ (terminal value), sau đó so sánh với giá mua. (Chúng ta cũng sẽ làm điều này cho một thương vụ mua lại trong Chương 18.) Liệu việc bao nhiêu phần trong tổng giá trị của chúng ta đến từ dòng tiền so với giá trị cuối kỳ có quan trọng không? Có, như chúng ta đã trình bày trong Chương 16. Hãy tưởng tượng công ty có hai dự án với dòng tiền khác nhau và giá trị cuối kỳ khác nhau nhưng cùng tổng NPV. Giả sử Dự án A có giá trị hiện tại của dòng tiền trong ba năm đầu của đời dự án là 10 triệu đô la cộng với giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ là 2 triệu đô la, tổng cộng là 12 triệu đô la. Nếu tổng chi phí là 10 triệu đô la, thì NPV dương là 2 triệu đô la, và công ty sẽ quyết định tiến hành. Ngược lại, Dự án B có giá trị hiện tại âm 20 triệu đô la cho dòng tiền từ ba năm đầu của đời dự án và giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ là 32 triệu đô la, tổng cộng là 12 triệu đô la. Giả sử nó có cùng chi phí 10 triệu đô la, thì nó cũng có NPV là 2 triệu đô la.

Bây giờ, cả Dự án A và Dự án B đều có cùng tổng giá trị hiện tại. Nhưng chúng có thực sự giống nhau không? Liệu ban quản lý có nhìn nhận hai dự án này theo cùng một cách không? Chắc chắn là không. Hai dự án rất khác nhau. Vì sao à? Dự án A có khả năng được chấp nhận cao hơn nhiều vì phần lớn giá trị của nó được hiện thực hóa trong vài năm đầu của dự án. Dự án B ít có khả năng được chấp nhận hơn vì phần lớn giá trị đến từ giá trị cuối kỳ (terminal value).

Mặc dù đây là một ví dụ cực đoan, nó minh họa vì sao các tác giả của bạn tin rằng việc tách riêng giá trị của dòng tiền khỏi giá trị cuối kỳ là quan trọng. Ngoài ra, nếu một dự án (hoặc thương vụ mua lại) có khoản chi đầu tư ban đầu tại thời điểm 0, chúng tôi khuyên bạn nên giữ cả ba giá trị riêng biệt: khoản chi đầu tư, giá trị hiện tại của dòng tiền và giá trị cuối kỳ. Do sử dụng các chương trình bảng tính như Excel, hầu hết sinh viên và nhiều nhà phân tích giải và báo cáo NPV chỉ như một con số duy nhất. Tuy nhiên, việc tách ba phần này cho phép chúng ta xác định rõ ràng hơn giá trị đến từ đâu. Điều này trở nên đặc biệt quan trọng khi định giá các thương vụ sáp nhập (mergers), điều chúng ta sẽ thảo luận trong các chương tới. Về mặt kỹ thuật, Dự án A và Dự án B có cùng NPV, tuy nhiên thời điểm giá trị được hiện thực hóa đôi khi là một sắc thái quan trọng.

CÁC SẮC THÁI CỦA PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ CUỐI KỲ

Sau khi đã thảo luận về tầm quan trọng của việc tách riêng giá trị cuối kỳ, tiếp theo chúng ta sẽ thảo luận về sự khác biệt trong cách tính chúng. Sẽ thật tuyệt nếu chúng ta có thể tính dòng tiền ra mãi mãi và bỏ qua giá trị cuối kỳ. Thật không may, điều đó là không thể. Chúng ta nên sử dụng bao nhiêu năm dòng tiền trước khi xác định giá trị cuối kỳ? Bao nhiêu năm tùy theo doanh nghiệp cung cấp, hoặc mức mà doanh nghiệp cảm thấy thoải mái để dự báo. Khoảng thời gian năm năm

là khá phổ biến, nhưng có thể ngắn đến hai năm hoặc dài đến mười năm. Việc định giá dòng tiền có thể sử dụng bất kỳ khoảng thời gian nào, sau đó phải tính toán giá trị cuối kỳ.

Làm thế nào chúng ta tính toán giá trị cuối kỳ? Có năm phương pháp chính:

1. Dòng tiền sử dụng công thức vĩnh viễn (perpetuity formula)
2. Giá trị sổ sách hoặc giá trị thanh lý (book values or liquidation values)
3. Bội số lợi nhuận hoặc dòng tiền (earnings or cash flow multiples)
4. So sánh tương đồng (comparables)
5. Các quyền có điều kiện (contingent claims)

Các phương pháp tính toán giá trị cuối kỳ này có vẻ quen thuộc vì chúng là năm kỹ thuật tương tự được sử dụng để định giá một dự án. Tất cả các phương pháp định giá mà các tác giả của bạn từng thấy trong sự nghiệp của họ đều có thể được phân loại vào một trong năm loại này.

Ba phương pháp đầu tiên là những phương pháp được sử dụng phổ biến nhất, và chúng ta sẽ thảo luận về chúng dưới đây.

Chúng ta cần lưu ý rằng các phương pháp định giá có thể định giá toàn bộ doanh nghiệp hoặc định giá riêng biệt phần nợ và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Điều này cũng đúng với giá trị cuối kỳ (terminal value). Một số kỹ thuật ước tính giá trị cuối kỳ ước tính giá trị của toàn bộ doanh nghiệp; một số chỉ ước tính giá trị của nợ hoặc vốn chủ sở hữu. Chúng tôi bao gồm các ví dụ về điều này trong phần thảo luận dưới đây.

Ước tính giá trị cuối kỳ sử dụng công thức vĩnh viễn (perpetuity formula)

Công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity) được trình bày trong Chương 15 là:

$$\text{Giá trị cuối cùng (TV)} = \text{Dòng tiền tự do (FCF)} \quad (1 + g)/(k - g),$$

trong đó:

k = chi phí vốn (cost of capital)

g = tỷ lệ tăng trưởng của dòng tiền tương lai (growth rate of future cash flows)

Chúng tôi đã lưu ý ở Chương 15 rằng công thức này được sử dụng trong tài chính, nhưng thực ra nó xuất phát từ toán học. Chúng tôi khuyên độc giả quay lại phần đó nếu cần xem lại cách công thức được suy ra.

Điểm tinh tế chúng tôi muốn bổ sung ở đây là câu trả lời cho câu hỏi: Tỷ lệ tăng trưởng nào nên được sử dụng trong công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity formula) cho giá trị cuối kỳ (terminal value)? Câu trả lời hiển nhiên là tỷ lệ mà chúng ta kỳ vọng dòng tiền sẽ tăng trưởng. Nếu một công ty đạt công suất tối đa với mức độ thâm nhập thị trường trưởng thành, tỷ lệ lạm phát thường được sử dụng làm tỷ lệ tăng trưởng. Tuy nhiên, một cách phổ biến hơn để ước tính tăng trưởng tương lai của dòng tiền là xem xét tốc độ dòng tiền được dự báo tăng trưởng trong các báo cáo pro forma. Cụ thể, với một ước tính pro forma năm năm, lấy tỷ lệ tăng trưởng trong bốn năm cuối và sử dụng nó trong công thức dòng tiền vĩnh viễn. Thật không may, làm điều này có thể dẫn đến việc đánh giá quá cao giá trị cuối kỳ.

Sự đánh giá quá cao xảy ra bởi vì các báo cáo pro forma, đặc biệt là đối với các công ty mới hoặc dự án mới, thường có tỷ lệ tăng trưởng trong giai đoạn được bao phủ bởi pro forma cao hơn so với mức có thể kỳ vọng trong dài hạn. Thực tế, đôi khi tỷ lệ tăng trưởng (g) có thể cao hơn chi phí vốn (k), điều đó có nghĩa là công thức trở nên vô nghĩa. Đây được gọi là "tăng trưởng siêu thường" (supernormal growth), và nó không bền vững. Như một bài học chung, bất kỳ tỷ lệ tăng trưởng "siêu thường" nào trong các báo cáo pro forma cũng nên bị nghi ngờ. Tốc độ tăng trưởng nhanh gấp nhiều lần so với nền kinh tế tổng thể thường chỉ xảy ra trong một thời gian ngắn, khi một công ty mới khởi nghiệp và đang tăng thị phần bằng cách chiếm lấy thị phần của đối thủ cạnh tranh hoặc tạo ra một ngành công nghiệp mới.

Ví dụ, nếu dòng tiền trong năm năm đầu tiên của chúng ta tăng trưởng 30% mỗi năm và chi phí vốn là 15%, chúng ta không kỳ vọng tình huống này tiếp tục vĩnh viễn. Nếu tình huống tiếp tục, công ty cuối cùng sẽ phát triển lớn hơn giá trị của phần còn lại của nền kinh tế thế giới. Trong những trường hợp này, điều chúng ta cần làm là dự báo thêm nhiều năm cho đến khi tốc độ tăng trưởng chậm lại đủ để mức tăng trưởng mà chúng ta nghĩ có thể duy trì vĩnh viễn.

Lưu ý: Như đã nhắc lại từ Chương 15, một sai lầm rất phổ biến là tính giá trị cuối kỳ (terminal value) bằng dòng tiền đều tăng trưởng vĩnh viễn (growing perpetuity) bằng cách lấy dòng tiền hiện tại (FCF) chia cho (k – g) thay vì dòng tiền một năm sau (FCF) * (1 + g). Công thức dòng tiền đều lấy dòng tiền một năm trong tương lai và quy về hiện tại. Để có được giá trị hôm nay, chúng ta phải sử dụng giá trị dòng tiền một năm trong tương lai, không phải giá trị dòng tiền hiện tại.

Ước tính Giá trị Cuối kỳ Bằng Giá trị Tài sản

Cách thứ hai để xác định giá trị cuối kỳ là ước tính giá trị tài sản của công ty: công ty có thể bán hoặc thay thế tài sản của mình ở mức giá nào. Chúng ta đã sử dụng khái niệm này khi xem xét giá trị tài sản thế chấp của tài sản PIPES trong Chương 3.

Điểm khởi đầu để ước tính giá trị tài sản cuối kỳ là giá trị sổ sách (book values). Thực tế, thường thì giá trị sổ sách của công ty được sử dụng như một ước tính cho giá trị cuối kỳ. Tuy nhiên, giá trị sổ sách là một đại diện thô vì chúng ta biết các giá trị kế toán thường không phản ánh giá trị thị trường. Câu hỏi đặt ra là: Làm thế nào để điều chỉnh các giá trị kế toán để phản ánh giá trị thị trường?

Câu trả lời cho câu hỏi này không đơn giản. Tuy nhiên, chúng ta thường có thể xác định liệu giá trị thị trường cao hơn hay thấp hơn giá trị kế toán. Chúng ta hãy giải thích điều này bằng một ví dụ:

Giả sử một công ty có giá trị sổ sách cho tổng tài sản là 100 triệu đô la vào cuối kỳ dự báo (pro forma). Bây giờ, hãy so sánh tỷ suất sinh lời sổ sách trên tổng vốn của công ty với tỷ suất sinh lời yêu cầu theo thị trường. Đó là, hãy so sánh tỷ suất sinh lời trên tổng vốn (EBIT/tổng vốn) với chi phí vốn thị trường (Ko). Nếu tỷ suất sinh lời sổ sách trên tài sản lớn hơn tỷ suất sinh lời yêu cầu theo thị trường trên tài sản, điều này có nghĩa là giá trị thị trường của tài sản công ty nên cao hơn giá trị sổ sách. Ngược lại, nếu tỷ suất sinh lời sổ sách trên tài sản thấp hơn tỷ suất sinh lời yêu cầu theo thị trường, điều đó có nghĩa là giá trị thị trường của tài sản nên thấp hơn giá trị sổ sách của chúng. Hả?

Hãy để chúng tôi giải thích. Hãy tưởng tượng bạn thành lập một công ty nước đóng chai. Bạn đầu tư 1 triệu đô la vào tài sản cố định ròng (net fixed assets), ban đầu cả giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tài sản đều bằng nhau. Giả sử dòng tiền tự do (free cash flows) dự kiến hàng năm là 100.000 đô la vĩnh viễn. Tỷ suất sinh lời trên tài sản sổ sách là

do đó là 10% (100.000 đô la / 1 triệu đô la). Bây giờ, nếu chúng ta giả định chi phí vốn thị trường (Ko) cũng là 10%, thì giá trị thị trường của công ty này (sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn được thảo luận trong Chương 14) cũng là 1 triệu đô la (100.000 đô la / 10%). (Chúng ta giả định ở đây rằng các dòng tiền là không đổi và vĩnh viễn để có thể sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn đơn giản.) Do đó, khi tỷ suất sinh lời thị trường trên vốn bằng tỷ suất sinh lời sổ sách trên vốn, giá trị thị trường của tài sản bằng giá trị sổ sách của tài sản.

Bây giờ, giả sử chúng ta đặt cho nước đóng chai của mình một cái tên hấp dẫn và công ty bắt đầu quảng cáo rằng nước của họ có ga tự nhiên (mặc dù thực tế, công ty bơm bọt khí vào nước). Người tiêu dùng quyết định họ thích sản phẩm này, và dòng tiền tăng lên 200.000 đô la mỗi năm vĩnh viễn. Tỷ suất sinh lời trên tài sản sổ sách bây giờ là bao nhiêu? Đó là 20% (200.000 đô la / 1 triệu đô la). Giả sử rủi ro thị trường là như nhau, do đó tỷ suất sinh lời đòi hỏi của thị trường vẫn là 10%. (Hãy nhớ rằng, tỷ suất sinh lời thị trường được dẫn dắt bởi rủi ro của công ty hoặc dự án.) Điều này có nghĩa là tỷ suất sinh lời sổ sách (ở mức 20%) hiện cao hơn tỷ suất sinh lời đòi hỏi của thị trường (10%).

Nếu công ty được bán, liệu họ có bán nó với giá trị sổ sách là 1 triệu đô la không? Không. Nó sẽ được bán với giá bao nhiêu? Một dòng tiền 200.000 đô la vĩnh viễn, được chiết khấu ở mức 10%, có giá trị thị trường là 2 triệu đô la. Trong trường hợp này, vì tỷ suất sinh lời sổ sách cao hơn tỷ suất sinh lời thị trường, giá trị thị trường của tài sản cao hơn giá trị sổ sách của tài sản.

Khi công ty được bán cho chủ sở hữu mới, các chủ sở hữu mới nâng giá trị tài sản lên 2 triệu đô la, trở thành giá trị sổ sách mới. Tỷ suất sinh lời trên giá trị sổ sách của tài sản bây giờ là 10% (200.000 đô la / 2 triệu đô la), bằng với tỷ suất thị trường. Vì vậy, một lần nữa giá trị thị trường của tài sản bằng giá trị sổ sách.

Bây giờ giả sử công chúng phát hiện ra công ty đang bơm benzene vào nước để tạo bọt khí và có lo ngại rằng benzene có thể gây ung thư. Đột nhiên doanh số của công ty giảm mạnh, và dòng tiền bây giờ được dự kiến là 100.000 đô la mỗi năm vĩnh viễn. Tỷ suất sinh lời sổ sách cho các chủ sở hữu mới lúc này là 5% (100.000 đô la / 2 triệu đô la). Nếu thị trường vẫn đòi hỏi tỷ suất sinh lời 10% và nếu tài sản được bán lại, giá thị trường mới sẽ là 1 triệu đô la (100.000 đô la / 10%). Do đó, khi tỷ suất sinh lời sổ sách thấp hơn tỷ suất sinh lời thị trường, giá trị thị trường của tài sản thấp hơn giá trị sổ sách.

Ví dụ này tuy hay, nhưng mối quan hệ thực tế không nhất thiết là tuyến tính. Tức là, nếu lợi nhuận sổ sách (book return) gấp đôi tỷ suất sinh lời yêu cầu của thị trường, tài sản không nhất thiết sẽ được bán với giá gấp đôi giá trị sổ sách. Trước hết, các dòng tiền không nhất thiết là dòng tiền vĩnh viễn (perpetuities). Thứ hai, việc nhân đôi dòng tiền do sự thay đổi điều kiện thị trường sản phẩm cũng có thể làm thay đổi mức độ rủi ro thị trường. Tuy nhiên, chúng ta biết rằng nếu tỷ suất sinh lời yêu cầu của thị trường thấp hơn (cao hơn) lợi nhuận sổ sách, thì tài sản có thể sẽ được bán cao hơn (thấp hơn) giá trị sổ sách. Do đó, việc xem xét tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) so với tỷ suất sinh lời yêu cầu của thị trường (Ko) cung cấp một kiểm tra thực tế theo quy tắc ước lượng (rule-of-thumb) để xác định giá trị cuối kỳ (terminal value) cao hơn hay thấp hơn giá trị sổ sách.

Một lưu ý nhỏ: Một câu hỏi quan trọng là liệu nên sử dụng giá trị tài sản trước hay sau khi trừ đi các khoản nợ phải trả (liabilities). Một cách hỏi trang trọng hơn là: Chúng ta nên sử dụng giá trị cuối kỳ của doanh nghiệp hay giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu? Khi sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm), giá trị cuối kỳ được sử dụng nên là giá trị cuối kỳ của doanh nghiệp. Việc trừ đi giá trị cuối kỳ của nợ sẽ cho giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu. Việc nhầm lẫn giữa giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu và giá trị cuối kỳ của

giá trị của doanh nghiệp (nhớ rằng, giá trị của doanh nghiệp bằng giá trị nợ cộng với giá trị vốn chủ sở hữu).10

Ước tính giá trị cuối kỳ bằng bội số (multiples)

Cho đến nay, chúng ta đã ước tính giá trị cuối kỳ bằng cách sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity formula) và bằng giá trị tài sản. Cách tiếp cận thứ ba để xác định giá trị cuối kỳ là sử dụng bội số (multiples). Bội số phổ biến nhất được sử dụng trong tài chính là tỷ lệ P/E (giá trên mỗi cổ phần / thu nhập trên mỗi cổ phần). Tuy nhiên, bạn sẽ nhận được loại giá trị cuối kỳ nào khi sử dụng P/E? Bạn nhận được giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu. Để có được giá trị cuối kỳ của doanh nghiệp, bạn cần cộng giá trị thị trường của nợ (với một vấn đề nhỏ là bạn thường phải sử dụng giá trị sổ sách của nó làm đại diện vì giá trị thị trường của nợ thường không có sẵn) vào giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (được tính bằng P/E).

Có một vấn đề khác khi sử dụng bội số P/E: các doanh nghiệp khác nhau, ngay cả trong cùng một ngành, có thể có P/E rất khác nhau. Tại sao tỷ lệ P/E lại khác nhau đến vậy, ngay cả trong cùng một ngành? Một lý do phổ biến là sự khác biệt về đòn bẩy tài chính (leverage) của các doanh nghiệp. Từ Chương 7 (về Marriott), chúng ta có thể trả lời câu hỏi này: Khi một doanh nghiệp tăng đòn bẩy tài chính, điều gì xảy ra với P/E của nó? Trong Chương 7, chúng ta đã thảo luận về thực tế rằng khi đòn bẩy tài chính tăng, P/E chỉ giảm và giảm. Doanh nghiệp càng thêm nợ thì càng trở nên rủi ro hơn và bội số càng thấp.

Vậy, chúng ta có thể khử đòn bẩy để có P/E đúng không? Mặc dù không có công thức nào để khử đòn bẩy P/E, cách tiếp cận là sử dụng một bội số định giá toàn bộ doanh nghiệp. Các bội số thường được dùng để định giá toàn bộ doanh nghiệp là bội số EBIT và EBITDA. Chúng được tính bằng cách chia giá trị doanh nghiệp, là giá trị nợ cộng giá trị vốn chủ sở hữu, cho EBIT hoặc EBITDA. Giá trị nợ thường được giả định là giá trị sổ sách, và giá trị vốn chủ sở hữu thường được giả định là vốn hóa thị trường (giá mỗi cổ phiếu nhân với số cổ phiếu đang lưu hành).

Bội số EBIT hoặc EBITDA = Giá trị doanh nghiệp / EBIT hoặc EBITDA

= (nợ + vốn chủ sở hữu) / EBIT hoặc EBITDA

Nói chung, bội số EBIT hoặc EBITDA gần nhau hơn nhiều giữa các doanh nghiệp trong một ngành so với bội số P/E. Tại sao? Việc sử dụng bội số với toàn bộ giá trị doanh nghiệp loại bỏ ảnh hưởng của đòn bẩy lên chỉ riêng bội số P/E. Bội số EBIT hoặc EBITDA, khi lần đầu được sử dụng vào những năm 1970 trong các vụ LBO, ban đầu được gọi là P/E phi đòn bẩy (unlevered P/E) (mặc dù về mặt kỹ thuật chúng không phải là phi đòn bẩy).

Tóm lại: Bội số P/E có thể khác nhau giữa các doanh nghiệp vì tỷ lệ đòn bẩy khác nhau. Số liệu EBIT hoặc EBITDA đã bao gồm cả nợ và vốn chủ sở hữu, vì vậy bội số EBIT hoặc EBITDA không khác nhau nhiều.

10 Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu theo sổ sách (ROE) và tỷ suất sinh lời yêu cầu trên vốn chủ sở hữu theo thị trường (Ke) có thể được thay thế vào ví dụ trên cho ROA và Ko. Tức là, nếu ROE của doanh nghiệp lớn hơn Ke yêu cầu của thị trường, thì giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu doanh nghiệp sẽ lớn hơn giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Điều này sẽ cho giá trị cuối cùng của vốn chủ sở hữu.

Một sắc thái cuối cùng về giá trị cuối cùng

Một cách tiếp cận hữu ích khi tính toán giá trị cuối cùng là xem xét giá trị cuối cùng cần thiết để một dự án hòa vốn (tức là đạt NPV = 0 cho dự án). Điều này được thực hiện bằng cách bắt đầu với giá của dự án và trừ đi giá trị hiện tại của các dòng tiền dự kiến. Nghĩa là, tính NPV mà không có giá trị cuối cùng. Thông thường điều này sẽ dẫn đến NPV âm. Tiếp theo, đánh giá giá trị cuối cùng tối thiểu cần thiết để đưa NPV về 0.

Sau đó, tùy thuộc vào kỹ thuật giá trị cuối cùng được sử dụng, hãy xác định các giả định cần thiết để đạt được giá trị cuối cùng đó và xem liệu những giả định này có khả năng xảy ra hay không. Nếu chúng không thể xảy ra, thì doanh nghiệp có thể sẽ không thể hòa vốn.

Ví dụ, sử dụng phương pháp vĩnh viễn để tính giá trị cuối kỳ, tỷ lệ tăng trưởng tối thiểu cần thiết để đạt NPV = 0 là bao nhiêu? Khi sử dụng phương pháp giá trị tài sản để tính giá trị cuối kỳ, tài sản phải được bán với bao nhiêu phần trăm giá trị sổ sách để đạt NPV = 0? Cuối cùng, khi sử dụng phương pháp bội số, chẳng hạn như EBIT, câu hỏi là: Bội số EBIT cần thiết để đạt NPV = 0 là bao nhiêu?

Ý tưởng là phân tích ngược các giả định cần thiết để đạt NPV = 0 theo từng phương pháp giá trị cuối kỳ. Nói cách khác, xác định những giả định nào cần thiết để hòa vốn. Sau đó, so sánh các giả định này với hiệu quả hoạt động trong quá khứ của công ty. Nếu các giả định là thực tế và có khả năng xảy ra, thì giá trị cuối kỳ có thể sẽ giúp công ty hòa vốn hoặc có NPV dương. Nếu các giả định khó có thể xảy ra dựa trên hiệu quả hoạt động trong quá khứ của công ty, thì giá trị cuối kỳ có thể sẽ không đủ lớn để công ty hòa vốn. Ví dụ, khi sử dụng phương pháp vĩnh viễn, nếu tỷ lệ tăng trưởng hòa vốn cần thiết là 10% nhưng tỷ lệ tăng trưởng lịch sử không bao giờ vượt quá 5%, dự án khó có thể đạt NPV = 0, chưa nói đến NPV dương.
Điều này chứng minh một lý do khác tại sao việc tách riêng giá trị cuối kỳ là quan trọng, không kết hợp nó thành một con số duy nhất với giá trị hiện tại của dòng tiền và khoản đầu tư ban đầu. Việc tách riêng giá trị cuối kỳ cung cấp thêm một mức độ tin cậy khi chấp nhận hoặc từ chối một dự án.

Điểm mấu chốt về giá trị cuối kỳ

Để nhắc lại từ trên, chúng tôi đã lưu ý rằng có năm cách để định giá một dự án hoặc khoản đầu tư: dòng tiền chiết khấu, bội số tài sản, bội số thu nhập, so sánh tương đối và quyền đòi nợ ngẫu nhiên (contingent claims). Giá trị cuối kỳ được xác định như thế nào? Sử dụng cùng năm cách đó. Các kỹ thuật được sử dụng để định giá dòng tiền chính xác là các kỹ thuật được sử dụng cho giá trị cuối kỳ.

Vậy, phương pháp nào là tốt nhất để sử dụng? Khuyến nghị của chúng tôi là không bao giờ chỉ sử dụng một kỹ thuật duy nhất để tìm giá trị cuối kỳ. Tại sao không? Bởi vì hiểu được sự khác biệt giữa các kỹ thuật và các ước tính của chúng làm tăng độ tin cậy trong việc định giá cuối cùng.

Ví dụ, nếu một dự án gần cuối vòng đời (ví dụ, nhà máy có tuổi thọ 20 năm và hiện đang ở cuối năm thứ 18), sẽ không hợp lý khi sử dụng công thức vĩnh viễn hoặc bội số doanh thu. Đây có lẽ là một tình huống phù hợp hơn với giá trị thanh lý (một biến thể của kỹ thuật giá trị tài sản). Ngược lại, nếu công ty đang hoạt động tốt và dự kiến hoạt động thêm 100 năm nữa, thì việc sử dụng giá trị thanh lý là vô nghĩa. Đây là một tình huống nên sử dụng công thức vĩnh viễn, bội số doanh thu hoặc bội số P/E. Những ví dụ này cho thấy rằng tài chính đòi hỏi chúng ta phải sử dụng

sự phán đoán và linh hoạt vì việc lựa chọn phương pháp định giá đòi hỏi sự hiểu biết về bối cảnh.

Cũng cần cảnh báo rằng hầu hết những người làm định giá thường tập trung vào dòng tiền (cash flows) và xem giá trị cuối cùng (terminal value) chỉ như một suy nghĩ sau. Nhưng hãy nhớ kết quả từ Sungreen ở chương trước: dự án có giá trị hiện tại âm trước khi xem xét giá trị cuối cùng. Sau khi tính cả giá trị cuối cùng, dự án có NPV dương. Đừng dành phần lớn nỗ lực để định giá dòng tiền rồi chỉ gắn thêm một giá trị cuối cùng vĩnh viễn (perpetuity terminal value). Các giả định, như chọn tốc độ tăng trưởng nào, có thể làm thay đổi đáng kể NPV của dự án. Giá trị cuối cùng quan trọng và thường quyết định, vì vậy cần được xem xét cẩn thận.

Chính trị của việc định giá

Một sắc thái khác, điều thường không được xem xét trong các giáo trình tài chính, là tầm quan trọng của chính trị trong các quyết định định giá. Chính trị hay bản chất con người (ví dụ như tư lợi) đôi khi sẽ lấn át phân tích tài chính đúng đắn. Các nhà quản lý có thể tìm cách tối đa hóa tiền thưởng hoặc quy mô nhà máy, hoặc cố gắng tránh sa thải nhân viên (điều gây đau đớn). Các cân nhắc chính trị có thể ảnh hưởng đến bất kỳ phần nào của việc định giá, từ giả định dòng tiền được đưa ra cho đến cách tính chi phí vốn.

Khi chúng ta đã đề cập cách lập báo cáo tài chính dự phóng (pro formas) trong các Chương 2–4, chúng ta đã thấy các giả định về tỷ lệ và tốc độ tăng trưởng quan trọng như thế nào trong việc xác định các con số dự phóng. Vì định giá dòng tiền chiết khấu sử dụng dòng tiền dự phóng làm đầu vào, việc thay đổi các giả định trong báo cáo dự phóng (ví dụ: giả định tăng trưởng doanh số 8% một năm thay vì 6%, hoặc giả định giá vốn hàng bán (COGS) là 20% thay vì 22%) sẽ làm thay đổi dòng tiền tương lai và do đó thay đổi định giá. Điều này cần được ghi nhớ vì chính trị có thể ảnh hưởng đến các báo cáo dự phóng, đôi khi rất đáng kể.

Điều gì gây ra sự khác biệt trong các giả định về tỷ lệ và tốc độ tăng trưởng được sử dụng trong các báo cáo dự phóng? Lý do được nêu trong các Chương 2–4 là sự không chắc chắn về tỷ lệ và tốc độ tăng trưởng thực tế trong tương lai sẽ như thế nào. Tuy nhiên, chính trị cũng đóng vai trò. Hãy xem xét một nhà quản lý đang ủng hộ việc hiện đại hóa nhà máy. Nhà quản lý này có động cơ để đánh giá thấp chi phí thực tế của việc cải tạo và phóng đại lợi ích. Một định giá không bao giờ chỉ là về các con số. Nó liên quan đến các giả định, và các giả định thường phản ánh điều mọi người mong muốn một cách chủ quan, không nhất thiết là điều thực tế.

Một ví dụ khác, gần gũi hơn, là nhiều trường đại học chỉ cho phép xây dựng các tòa nhà mới khi một tỷ lệ cố định (ví dụ: 60%) kinh phí cho tòa nhà đã được thu hoặc ít nhất là cam kết từ các nhà tài trợ. Hãy tưởng tượng tòa nhà dự kiến có tổng chi phí thực là 110 triệu đô la và 60 triệu đô la đã được thu. Để bắt đầu xây dựng, hiệu trưởng có thể tuyên bố tòa nhà sẽ chỉ tốn 100 triệu đô la và sau đó lập luận rằng 10 triệu đô la thêm là do vượt chi phí. (Ý tưởng này được tóm tắt trong một châm ngôn: “Xin tha thứ dễ hơn xin phép.”)

Nhiều đánh giá dự án trong nhiều bối cảnh khác nhau bị ảnh hưởng bởi chính trị. Một nhà quản lý có thể đưa ra một đề xuất khiêm tốn và mở rộng nó sau khi tổ chức đã phê duyệt đề xuất ban đầu. Một lựa chọn khác cho nhà quản lý là chia một dự án lớn thành các phần nhỏ hơn (ví dụ: tách riêng tòa nhà khỏi nội thất). Các nhà quản lý cũng thao túng các giả định của dự án bằng cách thay đổi thời điểm của các dòng tiền.

Không chỉ dòng tiền dự kiến có thể bị thao túng. Các giả định về tỷ lệ chiết khấu cũng có thể có ảnh hưởng lớn đến định giá của dự án. Ví dụ, sử dụng công thức dòng tiền đều vô hạn đơn giản, một dòng tiền thực là 10 triệu đô la mỗi năm có giá trị hiện tại là 100 triệu đô la với tỷ lệ chiết khấu 10% và giá trị hiện tại là 111 triệu đô la với tỷ lệ chiết khấu 9%. Sử dụng tỷ lệ chiết khấu nào là đúng là một câu hỏi thường xuyên trong định giá.

Một ví dụ phổ biến về điều này là tỷ lệ chiết khấu được sử dụng trong việc định giá các khoản nợ lương hưu của công ty, từ đó xác định các yêu cầu tài trợ cho quỹ lương hưu. Điều này có thể có tác động lớn. General Motors đã sử dụng tỷ lệ chiết khấu 3,73% để tính toán các nghĩa vụ phúc lợi kế hoạch lương hưu tại Mỹ năm 2014. Ngược lại, Ford sử dụng tỷ lệ chiết khấu 4,74% để tính toán phúc lợi lương hưu tại Mỹ năm 2014 của mình. Đối với một dòng tiền đều vô hạn 100 triệu đô la, sự khác biệt về tỷ lệ chiết khấu này làm thay đổi giá trị hiện tại ròng (NPV) khoảng 570 triệu đô la (2,68 tỷ đô la so với 2,11 tỷ đô la).

Các ngân hàng đầu tư thường chính thức hóa các khác biệt về dòng tiền và giả định tỷ lệ chiết khấu khi họ thực hiện định giá. Khi đánh giá một dự án, một ngân hàng đầu tư thường chuẩn bị một ma trận (4 nhân 4 hoặc 5 nhân 5) về giá trị của dự án với các giả định khác nhau về tăng trưởng dòng tiền và tỷ lệ chiết khấu. Mặc dù điều này có vẻ loại bỏ chính trị, nhưng trên thực tế, phần lớn các ô trong ma trận sẽ cho thấy dự án có NPV dương. Nghĩa là, phần lớn các ô chỉ ra rằng dự án nên được thực hiện. Tại sao ma trận của ngân hàng đầu tư lại thường cho thấy dự án nên được thực hiện, bất kể các giả định tăng trưởng và tỷ lệ chiết khấu được sử dụng là gì? Có lẽ vì giá trị kỳ vọng thực sự là dương. Nhưng có lẽ vì cấu trúc phí cho cách các ngân hàng đầu tư được trả công. Các ngân hàng đầu tư thường nhận một khoản phí cơ bản cho dịch vụ định giá cộng với một khoản phí dự phòng nếu giao dịch được hoàn tất. Điều này tạo ra một động lực mạnh mẽ cho ngân hàng đầu tư để chứng minh rằng giao dịch nên được thực hiện.

CÁC KỸ THUẬT ĐỊNH GIÁ KHÁC: CÁC BIẾN THỂ CỦA DCF

Mặc dù chúng ta đã đề cập nhiều lần rằng có năm phương pháp định giá chính, nhưng có nhiều biến thể trong mỗi phương pháp. Phương pháp dòng tiền chiết khấu (discounted cash flow – DCF) cũng không ngoại lệ, và chúng ta đã thảo luận hai biến thể—IRR và Payback—trong Chương 14. Trong chương này, chúng ta sẽ thêm một biến thể khác: giá trị hiện tại điều chỉnh (adjusted present value – APV).11

Chúng tôi đã đưa nó vào cuốn sách này vì nó được sử dụng rộng rãi bởi các học giả và trong các giáo trình. Tuy nhiên, ở cuối phần giải thích dưới đây, chúng tôi sẽ chỉ ra rằng nó hiếm khi được sử dụng trong thực tế.

Giá trị hiện tại điều chỉnh (APV)

Giá trị hiện tại điều chỉnh (APV) tách giá trị của một công ty hoặc dự án thành các phần. Ở dạng đơn giản nhất, trước tiên nó định giá công ty hoặc dự án như thể được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu (tức là không có nợ). Sau đó, nó định giá lá chắn thuế (tax shield) của bất kỳ khoản tài trợ bằng nợ nào và cộng hai giá trị lại với nhau để có được giá trị của công ty hoặc dự án có đòn bẩy (levered).

$$\text{Value}_{\text{firm/project}} = \text{Value}_{\text{unlevered-equity}} + \text{Value}_{\text{tax-shield}}$$

11Do Stew Myers phát triển.

Nghĩa là, APV là giá trị của các dòng tiền trong một công ty hoặc dự án tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu (all-equity) cộng với lá chắn thuế từ nợ. Các dòng tiền được chiết khấu ở Ka, trong đó Ka = Ke sử dụng beta không đòn bẩy (unlevered beta). Lá chắn thuế được chiết khấu ở mức lãi suất nằm giữa Kd và Ka, như sẽ thảo luận sau.

Vậy làm thế nào để định giá một công ty không đòn bẩy? Bằng cách sử dụng dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (với nợ bằng không) và chiết khấu chúng theo chi phí vốn chủ sở hữu của một công ty không đòn bẩy. Khi tính APV, dòng tiền tự do của một công ty không đòn bẩy giống như dòng tiền tự do của một công ty có đòn bẩy khi sử dụng WACC. Làm sao FCF của một công ty không đòn bẩy lại có thể giống FCF mà chúng ta có được từ một công ty có đòn bẩy khi tính WACC? Bởi vì dòng tiền tự do cho công ty mà chúng ta sử dụng với WACC không thay đổi theo tỷ lệ nợ được sử dụng (0%, 10%, 20%, hoặc hơn). Tại sao? Nếu bạn nhớ lại, trong dòng tiền không có lá chắn thuế từ lãi vay. (Hãy nhớ rằng, thảo luận của chúng ta về WACC đã chỉ ra rằng các lá chắn thuế từ lãi vay được tính trong tỷ lệ chiết khấu chứ không phải trong dòng tiền.) Điều này có nghĩa là dòng tiền tự do cho công ty là như nhau ở mọi mức nợ hoặc không có nợ. (Một bằng chứng sẽ được đưa ra trong Chương 20.)

Vậy, nếu dòng tiền giống nhau, thì tỷ lệ chiết khấu khi không có nợ là bao nhiêu, mà chúng ta gọi là Ka? Đó là tỷ lệ chiết khấu cho dòng tiền từ một công ty không vay nợ (unlevered firm) (chính là dòng tiền từ tài sản). Hãy nhớ rằng, dòng tiền từ tài sản là dòng tiền dành cho chủ sở hữu vốn nếu không có nợ.

Việc tìm tỷ lệ chiết khấu cho tài sản đòi hỏi phải đo lường rủi ro của dòng tiền từ tài sản. Để làm điều này, chúng ta phải tính chi phí vốn cho một công ty có 100% vốn chủ sở hữu (all-equity firm). Chúng ta sử dụng cùng công thức CAPM như đã dùng trong các chương trước, nhưng beta chúng ta dùng chỉ dành cho tài sản (không có bất kỳ khoản nợ nào).

$$Ka = Rf + \beta unlevered \quad (Rm - Rf)$$

Đây là beta không vay nợ (unlevered beta) hay beta tài sản (asset beta) mà chúng ta đã chỉ ra cách tính bằng công thức khử đòn bẩy (unlevering formula) của chúng ta.

$$Bunlevered = Blevered \quad /(1 + debt/equity) = Blevered \quad equity/(debt + equity)$$

Còn lãi suất phi rủi ro và thành phần (Rm – Rf) trong công thức CAPM ở trên thì sao? Chúng giống như trước: Rf là lãi suất chính phủ dài hạn trừ đi 1%, và (Rm – Rf) là tỷ lệ rủi ro thị trường. Nói cách khác, khi sử dụng APV, giá trị của công ty không vay nợ được tính bằng cách chiết khấu dòng tiền theo WACC với 0% nợ.

Bây giờ, như đã đề cập, chúng ta phải cộng giá trị hiện tại của các tấm chắn thuế (tax shields). Làm thế nào để tính giá trị này? Đầu tiên, chúng ta phải giả định công ty (hoặc dự án) sẽ sử dụng bao nhiêu nợ. Một lựa chọn là giả định mệnh giá của nợ không đổi và do đó các khoản thanh toán lãi không đổi. Nghĩa là, chúng ta giả định công ty phát hành một lượng nợ cố định không thay đổi theo thời gian. Trong trường hợp này, tỷ lệ chiết khấu đúng cho các khoản thanh toán lãi là Kd (là tỷ lệ mà thị trường tính phí cho công ty khi phát hành nợ). Đó là, tấm chắn thuế là thuế suất nhân với các khoản thanh toán lãi (Tc I) của khoản nợ được chiết khấu theo chi phí vốn Kd. Ở đây, Kd đại diện cho rủi ro của việc nợ có được tấm chắn thuế. Dòng tiền vốn chủ sở hữu vẫn được chiết khấu ở Ka.

Một lựa chọn thứ hai là giả định nợ là một tỷ lệ phần trăm của giá trị công ty (và do đó, giá trị của nợ tăng giảm theo giá trị của công ty). Trong trường hợp này, giá trị của các tấm chắn thuế thay đổi theo giá trị của công ty. Điều này có nghĩa rủi ro trên các tấm chắn thuế lớn hơn Kd ban đầu. Vì số lượng nợ (và do đó số lượng tấm chắn thuế) thay đổi theo rủi ro của công ty, tỷ lệ chiết khấu cho tấm chắn thuế gần bằng hoặc bằng Ka.

Hãy lấy một ví dụ. Nếu một doanh nghiệp, giả sử là Sungreen, phát hành 50 triệu đô la nợ, thì các lá chắn thuế (tax shields) chỉ chắc chắn như các khoản thanh toán nợ của nó. Rủi ro doanh nghiệp thực hiện các khoản thanh toán nợ là Kd, vì vậy tỷ lệ chiết khấu chính xác cho khoản nợ và các lá chắn thuế là Kd. Tuy nhiên, nếu số nợ doanh nghiệp phát hành thay đổi theo giá trị của doanh nghiệp, thì các lá chắn thuế cũng thay đổi theo giá trị của doanh nghiệp. Nếu rủi ro doanh nghiệp nhận được lá chắn thuế thay đổi chính xác theo giá trị doanh nghiệp đi lên và đi xuống, thì các lá chắn thuế nên được chiết khấu theo Ka.

Sử dụng lựa chọn thứ hai (giá trị của khoản nợ thay đổi theo giá trị của doanh nghiệp) làm phát sinh một sự phức tạp. Để có được giá trị của khoản nợ mỗi năm, cần phải ước tính giá trị của doanh nghiệp mỗi năm. Nghĩa là, để có được giá trị của lá chắn thuế mỗi năm, trước tiên cần phải tính giá trị của doanh nghiệp mỗi năm. Do đó, định giá một doanh nghiệp hoặc một dự án sử dụng phương pháp APV có nghĩa là trước tiên phải tìm giá trị của doanh nghiệp mỗi năm.

Giá trị doanh nghiệp được xác định như thế nào mỗi năm khi sử dụng APV và giả định tỷ lệ nợ thay đổi theo giá trị doanh nghiệp? Tin hay không, điều này thường được thực hiện bằng cách sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) và chiết khấu chúng với WACC (giả định tỷ lệ nợ là không đổi). Thật sao? Đúng vậy. Sử dụng phương pháp APV với giả định tỷ lệ nợ tăng giảm theo giá trị doanh nghiệp đòi hỏi phải biết số nợ và tấm chắn thuế mỗi năm. Điều này đòi hỏi phải biết giá trị doanh nghiệp mỗi năm, thường được ước tính bằng dòng tiền tự do và WACC mỗi năm. (Nếu điều này có vẻ vòng tròn, thì nó đúng là vậy.)

Các học giả (và các giáo trình khác) thích phương pháp APV vì nó là một mô hình rất thanh lịch. Nó cho thấy giá trị doanh nghiệp bằng giá trị của một doanh nghiệp hoàn toàn dùng vốn chủ sở hữu (all-equity firm) cộng với giá trị của các tấm chắn thuế. Đây là một cách hay để suy nghĩ về định giá doanh nghiệp. Nó nhấn mạnh rằng các tấm chắn thuế có một giá trị có thể tính toán độc lập và nhấn mạnh tác động của việc thay đổi đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong thực tế, phương pháp APV có nhiều phép tính hơn (giá trị doanh nghiệp và mức nợ phải được tính toán mỗi năm).

Phương pháp APV cũng có thể được sử dụng để định giá nhiều hơn chỉ dòng tiền vốn chủ sở hữu và các tấm chắn thuế từ nợ: APV cũng có thể bao gồm các thành phần định giá khác như chi phí kiệt quệ tài chính (cost of financial distress) hoặc lãi suất được trợ cấp. Trong trường hợp chi phí kiệt quệ tài chính, khi một doanh nghiệp tăng nợ và tấm chắn thuế của mình, doanh nghiệp cũng có rủi ro kiệt quệ tài chính cao hơn và do đó chi phí vốn cao hơn. Một cách để điều chỉnh chi phí vốn cho rủi ro kiệt quệ tài chính tăng lên là trình bày lại công thức APV như giá trị hiện tại của một doanh nghiệp hoàn toàn dùng vốn chủ sở hữu cộng với giá trị hiện tại của tấm chắn thuế trừ đi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính bổ sung (chi phí kiệt quệ tài chính là xác suất kiệt quệ nhân với tổn thất vô ích).

APV = PV all equity firm + PV tax shield −PV cost of financial distress

Công thức trên đưa chúng ta trở lại thế giới M&M (1963) với thuế và kiệt quệ tài chính (financial distress).

APV cũng dễ dàng xử lý được mức trần 30% EBITDA mới đối với khoản khấu trừ lãi vay ở Hoa Kỳ. Tấm chắn thuế từ lãi vay (interest tax shield) được phép chỉ tính cho số tiền lên tới giới hạn 30%. Bất kỳ khoản lãi nào vượt quá mức đó sẽ không được tính vào tấm chắn thuế. Do đó, công thức sẽ giống như trên, nhưng tấm chắn thuế sẽ bị giới hạn ở phần lãi vay được khấu trừ.

APV là một cách tiếp cận thanh lịch để chỉ ra rằng giá trị của một doanh nghiệp bằng giá trị vốn chủ sở hữu của nó cộng với giá trị của tấm chắn thuế (tax shield) (trừ đi chi phí kiệt quệ tài chính, nếu được tính đến). Tuy nhiên, việc ước tính APV khó khăn trong thực tế. Không ai trong hai tác giả của cuốn sách này có thể nghĩ đến một ngân hàng lớn nào sử dụng APV làm phương pháp định giá chính. Nhiều ngân hàng không dùng nó chút nào, nhưng việc sử dụng nó có thể tăng lên nhờ luật thuế Hoa Kỳ năm 2018. Điều này là do những khó khăn từ giới hạn khấu trừ lãi vay, khiến cho dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm) được đánh giá theo phương pháp WACC trở nên không chính xác (xem phần thảo luận ở trên).

QUYỀN CHỌN THỰC (CÒN GỌI LÀ LỰA CHỌN CHIẾN LƯỢC)

Cuối cùng, chúng ta hãy đề cập ngắn gọn về chủ đề lựa chọn chiến lược, mà các giáo sư tài chính gọi là “quyền chọn thực (real options).” Thực chất, các lựa chọn chiến lược của doanh nghiệp chính là các quyền chọn. Quyền của doanh nghiệp trong việc thực hiện các khoản đầu tư trong tương lai, chuyển đổi khoản đầu tư, bán dự án, thanh lý dự án, hoặc hủy bỏ dự án—tất cả đều là quyền chọn. Hãy tưởng tượng một doanh nghiệp có thể chọn đầu tư vào Dự án A ngay bây giờ và có quyền chọn đầu tư vào Dự án B sau này. Nếu doanh nghiệp không đầu tư vào Dự án A ngay bây giờ, họ sẽ không có quyền chọn đầu tư vào Dự án B sau này. Ví dụ, một doanh nghiệp có thể muốn thâm nhập thị trường Trung Quốc. Dự án đầu tiên của họ vào Trung Quốc, nếu đứng độc lập, có thể có NPV âm. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp không thực hiện dự án đầu tiên này, họ có thể mất đi khả năng đầu tư sau này. Giá trị của quyền chọn mở rộng có thể khiến dự án đầu tiên có NPV dương. Câu hỏi đặt ra là làm thế nào để xác định giá trị của một lựa chọn chiến lược hay quyền chọn thực.

Hãy minh họa khái niệm này bằng ngành công nghiệp điện ảnh Hoa Kỳ. Bộ phim trung vị được sản xuất tại Hoa Kỳ bị lỗ. Điều này có nghĩa là 50% số phim được sản xuất tại Hoa Kỳ mỗi năm đều lỗ. Nếu 50% số phim ở Hoa Kỳ có NPV âm (ít nhất là sau khi thực tế diễn ra), tại sao các bộ phim vẫn được làm? Một câu trả lời là các bộ phim ăn khách (có lãi) rất có lãi (vì vậy mức trung bình, hay giá trị trung bình, là dương). Một câu trả lời khác là các bộ phim có lãi thường có phần tiếp theo cũng có lãi.

Khi một bộ phim được sản xuất, thường không rõ liệu nó có sinh lời hay không. Tuy nhiên, nếu nó trở thành phim ăn khách, gần như chắc chắn phần tiếp theo sẽ được thực hiện và sinh lời. Điểm mấu chốt là quyết định làm phần tiếp theo chỉ được đưa ra khi kết quả của bộ phim gốc được biết. Vì vậy, trong khi việc xác định có nên làm bộ phim gốc là một quyết định tài chính khó khăn, việc xác định có nên làm phần tiếp theo thì rõ ràng hơn nhiều. Nếu bộ phim gốc không thành công, sẽ không có phần tiếp theo. Nếu bộ phim gốc là phim ăn khách, phần tiếp theo sẽ ra mắt. Giá trị quyền chọn (option value) của phần tiếp theo làm tăng giá trị hiện tại của bộ phim gốc.

Giá trị quyền chọn này có những hàm ý khác đối với ngành công nghiệp điện ảnh. Ví dụ, đó là lý do tại sao nhân vật phản diện trong một bộ phim như Star Wars hiếm khi bị giết chết. Giết kẻ phản diện làm giảm xác suất của phần tiếp theo. Một hàm ý khác của phần tiếp theo là khán giả mong đợi các diễn viên giống như bản gốc. Khán giả của Terminator 2 mong đợi Arnie (Arnold Schwarzenegger, ngôi sao của The Terminator) "quay trở lại." Điều này có nghĩa là Arnold Schwarzenegger cũng có giá trị quyền chọn. Nếu phần tiếp theo được thực hiện, Arnie có thể đòi thù lao cao hơn để tham gia phần tiếp theo. Biết điều này, các hãng phim thường yêu cầu diễn viên ký hợp đồng không chỉ cho bộ phim hiện tại mà còn cho các phần tiếp theo. Đó cũng là lý do tại sao cả ba bộ phim Chúa tể những chiếc nhẫn (Lord of the Rings) được quay trước khi bất kỳ bộ phim nào trong số đó được phát hành. Các nhà sản xuất dự đoán Lord of the Rings sẽ là một bộ phim ăn khách, và nếu họ đúng, họ muốn đảm bảo rằng họ sẽ có Frodo cho các phần tiếp theo mà không bị anh ta gây khó khăn để đòi thêm tiền (hoặc không bị anh ta lấy chiếc nhẫn và biến mất).

Điều này cũng giải thích những bộ phim nào có nhiều khả năng được sản xuất hơn. Hãy xem xét sự lựa chọn giữa việc làm một bộ phim về Flintstones hay một bộ phim dựa trên cuốn sách Ông già và biển cả của Ernest Hemmingway. Flintstones, nếu thành công, có thể dễ dàng có phần tiếp theo. Ngược lại, một bộ phim dựa trên Ông già và biển cả khó có phần tiếp theo (tiết lộ: ông già chết ở cuối phim). Loại lựa chọn này bị ảnh hưởng không chỉ bởi giá trị nghệ thuật của các bộ phim mà còn bởi các vấn đề tài chính cơ bản.

Chúng tôi không trình bày chi tiết về quyền chọn thực (real options) trong cuốn sách này, nhưng chúng tôi muốn giới thiệu khái niệm này vì một phần giá trị của bất kỳ dự án nào là giá trị của các quyền chọn thực của nó. Do đó, NPV của một dự án bằng giá trị của dự án cộng với giá trị của các quyền chọn thực của nó. Có thể có những trường hợp một công ty sẵn sàng thực hiện một dự án (ví dụ: xây dựng nhà máy nước giải khát ở Trung Quốc, khoan giếng thăm dò, v.v.) mà không kỳ vọng dự án ban đầu có NPV dương. Thay vào đó, dự án được thực hiện vì giá trị của các quyền chọn thực của nó.

Khi Các Con Số Đã Được Tính: Những Cân Nhắc Chiến Lược

Việc tính toán các con số (tức là xác định liệu NPV là dương hay âm và bao nhiêu phần giá trị đến từ dòng tiền so với giá trị cuối kỳ (terminal value)) chỉ là một bước trong việc đánh giá một dự án hoặc thương vụ mua lại. Mặc dù chúng tôi đã coi đây là bước đầu tiên trong cuốn sách này (dù sao thì đây cũng là sách tài chính), nó thực sự nên là bước thứ hai. Các vấn đề chiến lược nên được đặt lên hàng đầu.

Các con số một mình không cho nhà quản lý biết phải làm gì. Chúng chỉ cung cấp thông tin về chi phí hoặc lợi ích của việc làm gì đó. Ví dụ, với các yếu tố khác không đổi, một dự án có NPV dương nên được thực hiện và một dự án có NPV âm thì không. Tuy nhiên, có thể có những yếu tố khác không được đưa vào định giá. Thứ nhất, các vấn đề chiến lược và kinh tế cho biết liệu các báo cáo dự phòng (pro formas) có thể đạt được hay không.

Các báo cáo dự phòng (pro formas) tương đối dễ tạo ra nhưng khó để có được chính xác. Bạn nên nhớ rằng nếu một dự án hoặc công ty đạt được lợi nhuận cạnh tranh, NPV của nó bằng 0. NPV dương chỉ có thể xảy ra nhờ dòng tiền cao hơn (có được nhờ giá cao hơn hoặc chi phí thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh) hoặc nhờ chi phí vốn thấp hơn. Các cân nhắc chiến lược tích hợp phân tích kinh tế để xác định liệu dòng tiền và/hoặc chi phí vốn có thể

thực sự đạt được. Hãy nhớ, các yếu tố kinh tế thúc đẩy các con số; các con số không thúc đẩy các yếu tố kinh tế. Các tác giả có một quy tắc kinh nghiệm khi đối mặt với một dự án có NPV dương: hãy giải thích tại sao NPV của dự án lại dương trong năm câu hoặc ít hơn. Nếu bạn không thể, chúng tôi không tin.

Ví dụ: Yếu tố chiến lược quan trọng nào giải thích tại sao Sungreen đang xây dựng một nhà máy giấy và xưởng in mới? Một số vấn đề Sungreen phải xem xét bao gồm các đối thủ cạnh tranh đang làm gì, liệu có bất kỳ đối thủ mới nào có khả năng gia nhập thị trường, giá nguyên liệu thô, và triển vọng của sản phẩm cuối cùng (giá và sản lượng). Nếu công ty sử dụng công nghệ mới, công ty phải lo lắng liệu nó có hoạt động tốt hay không. Trong trường hợp của Sungreen, điều này có thể bao gồm công nghệ mới, kể cả máy in. Giả sử Sungreen sẽ trả 205 triệu đô la cho nhà máy giấy và 50 triệu đô la cho một máy in hiện đại mới. Điều gì sẽ xảy ra với khoản đầu tư của công ty nếu máy in mới không hoạt động? Không chỉ khoản đầu tư 50 triệu đô la vào máy in gặp rủi ro, mà một phần hoặc toàn bộ khoản đầu tư 205 triệu đô la vào nhà máy giấy cũng vậy. (Nếu nhà máy giấy sản xuất giấy mà Sungreen không sử dụng được, giấy có thể được bán cho người khác để nhà máy và xưởng in không bị tổn thất toàn bộ. Tuy nhiên, điều này làm giảm giá trị của nhà máy và xưởng in đối với Sungreen, vốn đã đưa vào định giá khả năng tự sử dụng giấy.)

Do đó, đối với Sungreen, mối quan tâm chính của dự án là liệu máy in mới có hoạt động hay không—máy in là một yếu tố chiến lược quan trọng. Giả sử nếu máy in hoạt động, thì dự án có NPV dương. Nhưng nếu công nghệ mới thất bại thì sao? Dự án nên được định giá như thế nào? Có thể ước tính xác suất thành công, nhưng trong thế giới thực, vấn đề định giá này có lẽ sẽ được quản lý bằng một hợp đồng có điều kiện (contingency contract). Cụ thể là, nhà cung cấp sẽ nhận một khoản thanh toán trước một phần và sau đó nhận thêm một khoản thanh toán nếu và khi công nghệ mới hoạt động.

Loại hợp đồng này là một phần quan trọng trong các khóa học về tài chính doanh nghiệp khởi nghiệp (entrepreneurial finance) hoặc vốn mạo hiểm (venture capital). Phần định giá được thực hiện chính xác như trên: phương pháp luận hoàn toàn giống nhau. Sự khác biệt nằm ở việc ký kết hợp đồng cho tất cả các tình huống dự phòng. Thông thường, nếu một công ty trả tiền trước cho một thứ gì đó, bên bán không còn cảm thấy trách nhiệm đảm bảo nó hoạt động. Tuy nhiên, nếu vẫn còn một khoản thanh toán lớn chưa được giải quyết dựa trên kết quả có điều kiện, người bán sẽ có động lực để đảm bảo đạt được kết quả mong đợi. Người bán có cùng động cơ với người mua để đảm bảo dự án hoạt động như đã hứa.

Ngoài lề, trong thực tế, nếu không có hợp đồng có điều kiện, các luật sư sẽ tham gia khi có sự cố không hoạt động. Để tránh điều đó, trong tài chính, một hợp đồng dự phòng phụ (side contingency contract) có thể được thiết lập để giúp giải quyết vấn đề. Dù sao, việc định giá cơ bản vẫn được thực hiện giống như trong các chương trước.

Một sắc thái bổ sung

Có đủ loại vấn đề định giá bổ sung nằm ngoài phạm vi cuốn sách này. Ví dụ, hãy tưởng tượng một công ty sắp kết thúc vòng đời có các khoản nợ lương hưu chưa được tài trợ (unfunded pension liabilities). Tỷ lệ chiết khấu nào được áp dụng cho các khoản nợ lương hưu chưa được tài trợ (hoặc các phúc lợi sức khỏe, về vấn đề đó)? Chúng có thể là một phần của hợp đồng lao động tập thể, và công ty có nghĩa vụ phải trả nhưng chưa tài trợ đầy đủ. Liệu các khoản nợ lương hưu chưa được tài trợ có được thanh toán trước hay sau các chủ nợ? Nếu các khoản nợ này được thanh toán trước các chủ nợ,

chúng có rủi ro thấp hơn và do đó có tỷ lệ chiết khấu thấp hơn so với khoản nợ. Nếu chúng được thanh toán sau các chủ nợ, chúng có rủi ro cao hơn và tỷ lệ chiết khấu cao hơn.12

Cuốn sách này đã giới thiệu các khái niệm và phương pháp định giá, nhưng vẫn còn nhiều vấn đề bổ sung cần được xử lý trong thực tế.

TÓM TẮT

Chúng ta đã đề cập trước đó trong sách rằng định giá có ba phần: chiến lược, định giá và thực thi. Cho đến nay trong cuốn sách này, chúng ta đã nhấn mạnh phần định giá và chủ yếu sử dụng NPV để định giá. Chúng ta đã sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) và tỷ lệ chiết khấu WACC để tính NPV.

Đối với dòng tiền tự do của doanh nghiệp, chúng ta đã sử dụng công thức:

$$FCF = EBIT \quad (1 - Tc) + depreciation - CAPEX$$

$-/+$ tăng hoặc giảm sự thay đổi của vốn lưu động cộng với bất kỳ khoản phụ trội nào

Như chúng ta đã lưu ý, đây là một công thức có các yếu tố không xuất hiện trong báo cáo tài chính và ban đầu có vẻ không hợp lý. Tuy nhiên, khi chúng ta tìm hiểu kỹ công thức, chúng ta thấy nó là kết quả của nhiều giả định và điều chỉnh khác nhau. Ví dụ, EBIT (1 – Tc) được sử dụng thay vì lợi nhuận ròng vì lá chắn thuế được tính đến trong WACC.

Đối với tỷ lệ chiết khấu WACC, chúng ta bắt đầu bằng cách tính tỷ trọng nợ và vốn chủ sở hữu, sau đó xác định Kd và Ke.

Điều quan trọng cần nhớ, như chúng ta đã đề cập trước đó, là luôn có một mức giá đủ cao sẽ làm cho NPV của dự án âm, và thường có một mức giá làm cho NPV của dự án dương.

Những điểm chính cần nhớ

1. Tiền mặt là vua. Định giá xoay quanh số lượng và thời điểm của các dòng tiền.
2. Dòng tiền của dự án phải bao gồm các dòng tiền, dù dương hay âm, từ bất kỳ nguồn nào và mọi nơi. Bao gồm mọi dòng tiền mà dự án thay đổi số lượng hoặc thời điểm của chúng.
3. Chi phí chung và các khoản phí kế toán không quan trọng vì chúng không phải là dòng tiền.

12Vào thời điểm viết cuốn sách này, vụ phá sản của thành phố Detroit đề cập chính xác những vấn đề này. Thỏa thuận dàn xếp được đề xuất không có nghĩa vụ nào được thanh toán đầy đủ, nhưng các quyền lợi hưu trí nhận được tỷ lệ thu hồi cao hơn nhiều so với nợ không có bảo đảm. Trong nhiều vụ phá sản doanh nghiệp, tòa án đã phán quyết rằng các khoản nợ lương hưu được đối xử ngang bằng với nợ không có bảo đảm. Ngoài ra, chính phủ liên bang có một chương trình bảo hiểm gọi là Pension Benefit Guarantee Corporation, đảm bảo một mức lương hưu tối thiểu nhất định (mặc dù thường thấp hơn nhiều so với các khoản trợ cấp hưu trí thực tế bị mất). Bạn sẽ nhớ rằng trong cuộc thảo luận của chúng ta về Avaya ở Chương 13, PBGC là một trong những chủ nợ trong vụ phá sản và nhận được tỷ lệ cao hơn so với các chủ nợ không có bảo đảm khác.

4. Chi phí chìm (sunk costs) không được xem xét.
5. Lạm phát phải được điều chỉnh phù hợp. Bạn nên sử dụng dòng tiền danh nghĩa (nominal cash flows) và tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa (nominal discount rates) hoặc dòng tiền thực (real cash flows) và tỷ lệ chiết khấu thực (real discount rates).
6. Giá trị cuối kỳ (terminal values) nên được xác định riêng. Hơn nữa, giá trị cuối kỳ phải phù hợp với việc định giá đang thực hiện (tức là, giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu được sử dụng khi định giá vốn chủ sở hữu, trong khi giá trị cuối kỳ của doanh nghiệp được sử dụng khi định giá doanh nghiệp).
7. Những thay đổi trong vốn lưu động (working capital) (khoản phải thu cộng hàng tồn kho trừ khoản phải trả) và giá trị cuối kỳ của vốn lưu động phải được hạch toán.
8. CAPEX (chi phí vốn) thường rất quan trọng.
9. Quyền chọn thực (real options) nên được bao gồm nhưng khó định giá.

Nội dung sắp tới

Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ tìm hiểu trường hợp của Congoleum. Đây là thương vụ mua lại bằng đòn bẩy (leveraged buyout - LBO) lớn đầu tiên. Vấn đề được nhấn mạnh trong chương không phải là cách định giá một LBO, mà là nơi (hoặc cách) mà giá trị được tạo ra. Vụ việc cũng minh họa cách thức và lý do tại sao thị trường vốn cổ phần tư nhân (private equity) hoạt động như vậy.

CHƯƠNG 18
Mua lại bằng đòn bẩy (Leveraged Buyouts) và

Tài trợ vốn cổ phần tư nhân (Private Equity Financing) (Congoleum)

Chương này sẽ giới thiệu cho người đọc về các thương vụ mua lại bằng đòn bẩy (leveraged buyouts - LBO), mà ngày nay thường diễn ra dưới hình thức tài trợ vốn cổ phần tư nhân (private equity financing). Nó sẽ giải thích cách thức hoạt động của các LBO và nguồn gốc giá trị được tạo ra bởi các LBO. Như một ví dụ, chúng ta sẽ sử dụng thương vụ mua lại bằng đòn bẩy năm 1979 của Congoleum Corporation. LBO này, lớn hơn nhiều lần so với bất kỳ LBO nào trước đó, đã trở thành khuôn mẫu cho nhiều LBO trong tương lai và cho các vụ thâu tóm vốn cổ phần tư nhân ngày nay.[1]

CONGOLEUM: SƠ LƯỢC LỊCH SỬ

Được thành lập năm 1886, Congoleum Narin là một công ty sản phẩm sàn (flooring) ban đầu sản xuất sàn từ nguyên liệu thô có nguồn gốc từ Congo (do đó có tên là Congo-leum). Sau đó, công ty bắt đầu sản xuất vải sơn (linoleum), một loại vật liệu trải sàn bằng nhựa vinyl mềm dẻo được làm từ bần (cork) hoặc gỗ xay, dầu hạt lanh đã oxy hóa trộn với bột màu và vật liệu hữu cơ. Congoleum là nhà sản xuất linoleum đầu tiên và sở hữu một số bằng sáng chế cho những cải tiến mà họ thực hiện trong quy trình sản xuất.[2]

Năm 1968, Bath Industries (một công ty nắm giữ (holding company) sở hữu Bath Iron Works, một trong những công ty đóng tàu lâu đời nhất tại Hoa Kỳ) đã giành quyền kiểm soát Congoleum Narin sau khi mua 42% cổ phần của công ty. Bath Industries tự đổi tên thành Congoleum Industries vào năm 1975 vì các sản phẩm trải sàn chiếm 40% doanh số của tập đoàn sau khi mua lại và 95% lợi nhuận.

Các nhân vật chính

Byron C. Radaker đến Congoleum năm 1975, trở thành COO năm 1976, Chủ tịch kiêm CEO năm 1977, và sau đó là Chủ tịch Hội đồng quản trị năm 1980. Byron trước đó đã từ chức khỏi Tập đoàn Certain Teed (một công ty sản phẩm xây dựng) sau cáo buộc tự giao dịch nội gián (insider self-dealing), tuy chưa bao giờ được chứng minh.

1LBO thường là việc mua lại một công ty đại chúng trong đó khoản mua được tài trợ bằng nợ. Sau LBO, công ty thường trở thành tư nhân. Các công ty cổ phần tư nhân (private equity firms) là các công ty đầu tư huy động các nguồn vốn từ nhà đầu tư và dùng số vốn đó để mua lại các công ty.
2Một số bằng sáng chế này vẫn còn hiệu lực tại thời điểm LBO năm 1979. Thực tế, Congoleum đã thắng một vụ kiện bằng sáng chế và nhận được khoản bồi thường 35 triệu đô la từ Công ty Armstrong Cork vào năm 1976.

Eddy G. Nicholson từng là người đứng thứ hai dưới trướng J. P. Fuqua (người mà trường kinh doanh Duke được đặt theo tên) trong việc xây dựng các tập đoàn. Ông Nicholson gia nhập Congoleum năm 1975, trở thành COO vào cuối năm 1978, và sau đó là Chủ tịch năm 1980.

James Harpel là một cựu sinh viên Harvard MBA, người đã xác định Congoleum là một ứng viên LBO. Và Harpel đã làm gì khi cho rằng Congoleum là một mục tiêu LBO tốt? Anh ấy có mua công ty không? Có và không. Anh ấy đã để Century Capital Associates (nơi anh là đối tác quản lý) mua 124.000 cổ phiếu Congoleum với giá chỉ dưới 13 đô la một cổ phiếu (tổng cộng khoảng 1,6 triệu đô la). Sau đó, anh mang ý tưởng biến Congoleum đang giao dịch công khai thành một công ty tư nhân thông qua mua lại bằng đòn bẩy tài chính (leveraged buyout) đến công ty ngân hàng đầu tư First Boston. Đó không phải là giao dịch nội gián (insider trading) sao, vốn là bất hợp pháp? Không, hoàn toàn không. Jim có một ý tưởng và nghĩ đó là một ý tưởng hay. Anh cảm thấy mình đã xác định được một ứng viên LBO tiềm năng trước bất kỳ ai khác. Sau đó anh đã mua cổ phiếu. Anh không phải là người nội gián và không sử dụng bất kỳ thông tin nội bộ, không công khai nào. Nhiều năm sau, sau khi trở nên khá giàu có, ông Harpel đã tài trợ một chiếc ghế giáo sư tại Trường Chính phủ Kennedy của Harvard. Tại sao lại không phải là trường kinh doanh đã cho ông kiến thức để trở nên giàu có? À, chúng ta sẽ bàn về điều đó sau một chút.

First Boston đã tiếp cận Công ty Bảo hiểm Prudential và một số nhà đầu tư tổ chức khác để tài trợ cho LBO.3 Tại sao công ty thực hiện LBO lại tiếp cận một công ty bảo hiểm như một nhà đầu tư tiềm năng? Chờ một chút, chúng ta sẽ rồi cũng sẽ đến vấn đề đó.

Vào đầu năm 1980, các bên tham gia (First Boston, Century Capital Associates của ông Harpel, các tổ chức tài chính khác bao gồm Prudential, và các giám đốc điều hành Congoleum là Byron C. Radaker và Eddy G. Nicholson) đã tạo ra Fibic Corp., một công ty holding. Fibic Corp. đã mua lại toàn bộ cổ phần đang lưu hành của Congoleum với giá 445 triệu đô la (hoặc 38 đô la mỗi cổ phiếu, thể hiện mức phí bảo hiểm hơn 50% so với mức giá mà Congoleum đang giao dịch tại thời điểm đó).

TIẾN TỚI LBO: ĐIỀU GÌ LÀM MỘT CÔNG TY TRỞ THÀNH MỤC TIÊU LBO TỐT?

Vậy hãy hỏi: Một công ty trông như thế nào trước khi LBO? Điều gì mà Jim Harpel đã thấy khiến ông tin rằng Congoleum là mục tiêu tiếp quản? Như chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn, Congoleum là một ứng viên LBO lý tưởng vì mức nợ thấp và dòng tiền ổn định.

Byron Radaker và Eddy Nicholson được thuê vào năm 1975 để hồi sinh Congoleum. Như đã thấy trong Bảng 18.1, Congoleum đã trải qua doanh số và lợi nhuận đáng thất vọng từ năm 1973 đến 1975. Lợi nhuận của Congoleum giảm từ 22.2 triệu đô la năm 1973 xuống chỉ còn 500,000 đô la vào năm 1974. Năm 1975, doanh số giảm gần 111 triệu đô la (hoặc 30%), trong khi lợi nhuận phục hồi lên 9.6 triệu đô la.

Byron và Eddy đã làm thế nào trong nỗ lực giúp doanh số và lợi nhuận phục hồi? Khá tốt. Chỉ trong bốn năm (1975–1978), tổng doanh thu của Congoleum đã tăng lên 575.8 triệu đô la, cao hơn 50.4% so với mức năm 1974 hoặc mức tăng trung bình hàng năm chỉ dưới 11%. Tỷ suất lợi nhuận ròng cải thiện lên 7.5% doanh số, và EPS tăng vọt từ 0.07 đô la/cổ phiếu năm 1974 lên 3.58 đô la năm 1978. Trong cùng thời kỳ, Congoleum đã tăng

3Trong khi Prudential là nhà đầu tư tổ chức hàng đầu và có cổ phần lớn nhất, cũng có các nhà đầu tư tổ chức khác. Để dễ trình bày, chúng ta sẽ gọi nhóm các nhà đầu tư tổ chức đơn giản là Prudential.

tỷ lệ chi trả cổ tức từ 0.40 đô la/cổ phiếu lên 0.80 đô la/cổ phiếu, và tỷ lệ nợ của công ty giảm từ 41% (78.5 triệu đô la/192.3 triệu đô la) xuống 8% (15.4 triệu đô la/202.9 triệu đô la). Điều này không bao gồm tiền mặt dư thừa, mà công ty rõ ràng có, như được trình bày trong Bảng 18.2, với 77 triệu đô la tiền mặt và chứng khoán khả mại vào cuối năm 1978 (so với nợ 15.4 triệu đô la). Phố Wall đã nhận ra những thay đổi tại Congoleum và giá cổ phiếu của công ty tăng vọt từ mức thấp 3.83 đô la vào năm 1974 lên mức cao 26.25 đô la vào năm 1978.

Vậy, liệu Congoleum có còn là một cổ phiếu "nên mua" (buy) sau khi giá cổ phiếu đã tăng gần 585% trong bốn năm? Câu trả lời là có, Congoleum vẫn là một cổ phiếu "nên mua". (Hầu hết chúng ta chỉ có thể nói như vậy khi nhìn lại, nhưng Jim Harpel đã nhìn thấy điều đó vào thời điểm đó.) Vào cuối năm 1978, giá cổ phiếu của Congoleum đang giao dịch ở mức 7.3 lần thu nhập trượt (trailing earnings) của nó (26.25 đô la / 3.58 đô la).4 Vào thời điểm đó, chỉ số S&P đang giao dịch ở mức khoảng 10 lần thu nhập trượt, với mức trung bình lịch sử dài hạn khoảng 15.5. Do đó, giá cổ phiếu của Congoleum vẫn còn dư địa để tăng trưởng.

Các hoạt động kinh doanh chính của Congoleum là gì? Trải sàn (flooring) (40% doanh số và 65% lợi nhuận), đóng tàu (shipbuilding) (38% doanh số và 21% lợi nhuận), và sửa chữa ô tô (auto repair) (22% doanh số và 14% lợi nhuận).6 Dòng tiền từ các hoạt động kinh doanh này an toàn và ổn định đến mức nào, và rủi ro kinh doanh của Congoleum là gì? Vào thời điểm đó, mảng kinh doanh trải sàn của Congoleum rất tốt.

BẢNG 18.1
Báo cáo thu nhập của Congoleum từ 1973 đến 19787

($000s)	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Net sales	382,065	382,767	272,000	284,735	375,466	558,633
Royalties	—	—	6,983	10,080	13,163	17,197
Total revenue	382,065	382,767	278,983	294,815	388,629	575,830
Cost of sales	285,602	323,036	219,182	224,028	285,770	385,851
Selling and general expenses	49,703	53,116	34,441	37,805	55,023	108,648
Operating profit	46,760	6,615	25,360	32,982	47,836	81,331
Other income (loss)	—	—	5,171	3,821	3,538	4,281
Interest expense	4,153	6,412	5,192	2,064	1,734	1,266
Profit before tax	42,607	203	25,339	34,739	49,640	84,346
Income tax	19,752	(1,705)	11,985	17,400	24,900	42,600
Loss on discontinued operations	(666)	(1,380)	(3,796)	(1,615)	—	—
Net profit	22,189	528	9,558	15,724	24,740	41,746
Earnings per share	2.83	0.07	1.25	2.04	2.39	3.58
Dividends per share	0.30	0.40	0.40	0.50	0.60	0.80
Stock price (high)	36 7/8	22.25	13.75	19.38	21.88	26.25
Stock price (low)	12.75	3.83	4.50	12.00	13.25	16.25

4Thu nhập lũy kế (trailing earnings) chỉ đơn giản là thu nhập của năm trước đó. Thông thường, người ta tính tỷ lệ P/E bằng cách sử dụng thu nhập lũy kế, nhưng cũng có thể tính bằng thu nhập dự kiến (projected earnings) (tức là thu nhập dự đoán cho năm tiếp theo).
5Có sự biến động lớn trong tỷ lệ P/E hàng tháng của S&P 500, với mức trung bình dài hạn là 15,5 và mức trung vị dài hạn là 14,5 (tính đến ngày 15 tháng 1 năm 2014). Xem trang web www.multpl.com/, truy cập ngày 15 tháng 1 năm 2014.
6Mục 'Corporate' (văn phòng công ty) và 'Other' (các khoản khác), cùng chiếm 3% doanh thu, không được bao gồm.
7Nguồn: Sổ tay ngành công nghiệp của Moody's, báo cáo thường niên và 10-K.

BẢNG 18.2
Các bảng cân đối kế toán của Congoleum từ 1973 đến 1978

($000s)	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Cash and marketable securities	8,578	10,748	6,428	40,424	12,369	77,254
Receivables	48,212	43,518	28,533	37,478	73,989	64,482
Inventory	67,216	71,022	27,727	33,656	73,318	75,258
Other current assets	14,218	7,258	65,253	34,382	5,679	3,511
Current assets	138,224	132,546	127,941	145,940	165,355	220,505
Net property, plant, and equipment	70,004	79,324	53,113	51,102	71,149	70,777
Goodwill and other	24,616	24,964	48,798	31,320	29,876	31,770
Total assets	232,844	236,834	229,852	228,362	266,380	323,052
Current portion long-term debt	5,170	3,880	2,170	1,939	2,055	460
Accounts payable	25,663	20,534	15,212	18,662	38,391	41,578
Other current liabilities	19,240	15,419	29,419	48,542	46,913	68,359
Current liabilities	50,073	39,833	46,801	69,143	87,359	110,397
Long-term debt	59,330	74,627	52,246	16,596	16,067	14,949
Other long-term liabilities	7,139	8,564	10,489	10,075	9,886	10,221
Total liabilities	116,542	123,024	109,536	95,814	113,312	135,567
Contributed capital	14,967	15,015	15,032	15,390	15,812	16,256
Retained earnings	101,335	98,795	105,284	117,158	137,256	171,229
Total equity	116,302	113,810	120,316	132,548	153,068	187,485
Total liabilities and equity	232,844	236,834	229,852	228,362	266,380	323,052

Được bảo hộ bởi các bằng sáng chế của công ty. Ngoài ra, hoạt động đóng tàu của Congoleum (tức là Bath Iron Works) có một lượng lớn đơn hàng tồn đọng từ các hợp đồng của chính phủ Mỹ. Cuối cùng, mảng kinh doanh phụ tùng ô tô của Congoleum sở hữu nhiều bằng sáng chế riêng và chủ yếu sản xuất phụ tùng thay thế, thay vì cung cấp cho thị trường thiết bị gốc (OEM). Mảng phụ tùng thay thế ít mang tính chu kỳ hơn nhiều so với mảng OEM, vốn phụ thuộc vào việc sản xuất ô tô mới. Do đó, cả ba mảng kinh doanh chính của Congoleum đều có dòng tiền mạnh và ổn định.

Còn hai giám đốc điều hành chủ chốt, Bryon và Eddy—họ có hạnh phúc không? Họ được trả mức lương cơ bản lần lượt là $370,000 và $295,000 mỗi năm, cộng với quyền chọn cổ phiếu. Đó có phải là số tiền lớn không? Vâng, cả lúc đó và cho đến ngày nay, nhưng rõ ràng là không đủ để được coi là giàu có. Ngay cả với việc giá cổ phiếu tăng mạnh (nhớ rằng họ có quyền chọn cổ phiếu), các giám đốc điều hành có thể đã tìm cách để tăng thêm thu nhập của họ.

Vậy tại sao Phố Wall chỉ định giá Congoleum ở mức 7,3 lần thu nhập trượt (trailing earnings), mặc dù thực tế là nó có dòng tiền mạnh và ổn định và vẻ ngoài của một ban quản lý tốt? Một lý do tiềm năng là các bằng sáng chế của Congoleum sắp hết hạn.8 Điều này có nghĩa là Congoleum là một con bò sữa (cash cow) vào thời điểm đó nhưng cuối cùng sẽ phải tìm ra cách để

8Vào thời điểm đó, bằng sáng chế được cấp có thời hạn 17 năm. Congoleum đã sử dụng nhiều bằng sáng chế của họ trong vài năm, do đó thời gian còn lại ngắn hơn đáng kể so với 17 năm.

xử lý việc hết hạn bằng sáng chế của mình. Tuy nhiên, đó không phải là vấn đề hiện tại của Congoleum vào cuối những năm 1970. Vấn đề của công ty lúc đó là tìm cách sử dụng toàn bộ số tiền mặt từ hoạt động kinh doanh được cải thiện.

Các công ty có thể làm gì với lượng tiền mặt dư thừa của mình? Như chúng ta đã đề cập trước đó, chỉ có năm điều mà một công ty có thể làm với tiền mặt dư thừa:

1. Trả nợ: Congoleum đã làm điều này và không còn khoản nợ đáng kể nào.
2. Trả cổ tức nhiều hơn: Công ty đã làm điều này bằng cách tăng cổ tức từ $0,40/cổ phiếu năm 1974 lên $0,80/cổ phiếu năm 1978, tức tỷ suất cổ tức 3,1% (tỷ suất cổ tức là tổng số tiền cổ tức bằng tiền mặt hàng năm chia cho giá cổ phiếu của công ty). Tuy nhiên, công ty có thể đã tăng cổ tức hơn nữa.
3. Mua lại cổ phiếu: Với bội số giá trên lợi nhuận (P/E multiple) chỉ 7,3 so với mức trung bình thị trường khoảng 15, rõ ràng thị trường nhìn nhận công ty là hơi cổ hủ và không có nhiều tiềm năng tăng trưởng (sàn lót, đóng tàu và phụ tùng ô tô không được xem là những ngành công nghiệp tăng trưởng hấp dẫn). Đây có vẻ là một hướng mà công ty có thể đã cân nhắc.
4. Đầu tư nội bộ để tăng trưởng: Công ty đã phát triển tốt trong một số ngành ổn định. Không rõ liệu đầu tư thêm vào các ngành này có mang lại lợi nhuận có giá trị hiện tại ròng (NPV) dương hay không.
5. Mua lại các công ty khác: Không rõ Byron và Eddy có muốn vậy hay không.

Đây là Congoleum mà Jim Harpel nhìn thấy và tin rằng là một ứng viên tiềm năng cho thương vụ mua lại bằng đòn bẩy (LBO). Sau khi ông thông báo cho First Boston, họ đồng ý với phân tích của ông và mang ý tưởng đến Prudential Insurance. Tại sao First Boston lại đến gặp một công ty khác? Để tìm nguồn tài trợ. Vào thời điểm của tình huống này (năm 1979), các ngân hàng đầu tư không tự tài trợ cho các thương vụ của mình, và các quỹ đầu tư tư nhân (private equity) chưa tồn tại như ngày nay. First Boston không muốn/không có khả năng tài trợ toàn bộ giao dịch, vì vậy họ đã liên hệ với một công ty bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm vốn là những nhà đầu tư lớn trên thị trường nợ và vốn cổ phần, cũng như các quỹ hưu trí. Các công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí được coi là các nhà đầu tư tổ chức (institutional investors): họ nhận phí bảo hiểm và tiền tiết kiệm hưu trí trước, và họ phải đầu tư số tiền đó để có thể chi trả cho các yêu cầu bồi thường trong tương lai.

Như một chi tiết thú vị, ngành kinh doanh cốt lõi của Berkshire Hathaway là bảo hiểm. Warren Buffett nhận được lượng tiền mặt khổng lồ từ phí bảo hiểm, số tiền này sau đó ông phải đầu tư. Mặc dù nổi tiếng với khả năng đầu tư tốt, một phần quan trọng trong thành công của ông là huy động được tiền mặt để đầu tư, trong đó phần lớn đến từ phí bảo hiểm.

CHI TIẾT THƯƠNG VỤ

Vậy thương vụ LBO Congoleum diễn ra như thế nào?9 Vào ngày 16 tháng 7 năm 1979, Fibic Corp. đề nghị mua 38 USD mỗi cổ phiếu cho tất cả cổ phiếu đang lưu hành (cao hơn 50% so với giá cổ phiếu thời điểm đó là 25 USD), tức tổng cộng 467,8 triệu USD (bao gồm 10,1 triệu USD để mua lại quyền chọn của ban quản lý và 10 triệu USD phí), như thể hiện trong Bảng 18.3.

9Thông tin chi tiết về thương vụ LBO được lấy từ bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) của Congoleum nộp lên SEC vào ngày 8 tháng 1 năm 1980. Bản tuyên bố ủy quyền là tài liệu bắt buộc theo luật định phải cung cấp cho cổ đông của công ty trước bất kỳ cuộc bỏ phiếu nào của cổ đông. Bản tuyên bố ủy quyền cung cấp cho cổ đông các chi tiết về chủ đề mà họ sẽ bỏ phiếu.

BẢNG 18.3
Tổng Giá Mua Congoleum

Thanh toán cho cổ đông (11,783 triệu cổ phiếu @ 38 USD/cổ phiếu) 447,7 triệu USD
Thanh toán để mua lại quyền chọn của ban quản lý 10,1 triệu USD
Phí 10,0 triệu USD
Tổng cộng 467,8 triệu USD

Hãy nhớ rằng Fibic Corp. là công ty được thành lập để thâu tóm Congoleum và được đồng sở hữu bởi Prudential, First Boston, Century Capital, Byron, và Eddy.

Trước khi đưa ra đề nghị, Fibic đã huy động được 379,6 triệu USD nợ và vốn chủ sở hữu (từ các bên tham gia), như thể hiện trong Bảng 18.4. Khoan đã. Fibic đã trả 467,8 triệu USD nhưng chỉ huy động được 379,6 triệu USD. Có vấn đề toán học ở đây sao? Làm sao Fibic có thể trả nhiều hơn 88,2 triệu USD so với số tiền huy động được? Số tiền bổ sung đó đến từ đâu? Số tiền bổ sung đến từ chính Congoleum. Thực tế Fibic đã sử dụng một phần tiền của Congoleum—khoản tiền mặt và chứng khoán thị trường (tức 'tiền mặt dôi ra')—để mua lại Congoleum. Hãy xem xét chi tiết từng bước:

1. Một công ty mới được thành lập (Fibic) với 379,6 triệu USD tiền mặt (đây là số tiền Fibic huy động dưới dạng nợ và vốn chủ sở hữu từ các chủ sở hữu—Prudential, First Boston, Century Capital, Byron, và Eddy). Fibic đã mua toàn bộ tài sản và nợ phải trả của Congoleum, bao gồm cả tên công ty, với giá 447,7 triệu USD. Congoleum chuyển giao toàn bộ tài sản và nợ phải trả cho Fibic, bao gồm (đến giữa năm 1979) ước tính khoảng 130 triệu USD tiền mặt.
2. Congoleum sau đó chỉ còn một tài sản: khoản phải thu từ Fibic là 447,7 triệu USD. Fibic nắm giữ toàn bộ tài sản và nợ phải trả của Congoleum, bao gồm tổng cộng 509,6 triệu USD tiền mặt (379,6 triệu USD từ nguồn tài trợ của Fibic cộng với khoảng 130 triệu USD tiền mặt từ Congoleum). Fibic cũng có một khoản nợ đối với Congoleum là 447,7 triệu USD. Fibic đã thanh toán cho Congoleum số tiền 447,7 triệu USD nó nợ cũng như khoảng 10 triệu USD phí và 10,1 triệu USD thanh toán quyền chọn cho ban quản lý của Congoleum. Fibic lúc này sở hữu khoảng 41,8 triệu USD tiền mặt (509,6 triệu USD – 447,7 triệu USD – 20,1 triệu USD) cùng với toàn bộ nợ phải trả cũ và tài sản phi tiền mặt của Congoleum.
3. Congoleum cuối cùng chỉ còn một tài sản: tiền mặt 447,7 triệu USD. Congoleum đã trao số tiền này cho các cổ đông cũ của mình và tự giải thể.

Nếu chúng ta chia nhỏ hơn nữa:

1. Trước khi thực hiện thương vụ

Fibic	Congoleum
Tiền mặt $379.6 triệu	Tiền mặt $130 triệu Tất cả tài sản và nợ phải trả khác (Xưởng đóng tàu, phụ tùng ô tô, sàn nhà, v.v.)
←	←
Tiền mặt $130 triệu	Tất cả tài sản và nợ phải trả khác

2. Giai đoạn trung gian của thương vụ

Fibic Congoleum
Tiền mặt 509,6 triệu đô la Tài sản và nợ phải trả của Congoleum Phải trả cho Congoleum 447,7 triệu đô la Phải thu từ Fibic 447,7 triệu đô la Phải trả phí 10 triệu đô la Phải trả cho quyền chọn 10,1 triệu đô la Thanh toán tiền mặt 447,7 triệu đô la →

3. Sau Thương vụ

Fibic Congoleum
Tiền mặt 41,8 triệu đô la10 Tiền mặt 447,7 triệu đô la Tất cả tài sản và nợ phải trả khác của Congoleum

Trên thực tế, giao dịch phức tạp hơn nhiều so với mô tả ở trên. Một vài chi tiết: Thứ nhất, Bath Iron Works là công ty con do Congoleum sở hữu 100%. Điều này có nghĩa là Congoleum sở hữu cổ phần của Bath Iron Works thay vì từng tài sản và khoản nợ riêng lẻ. Để tránh nhiều vấn đề thuế, Bath Iron Works được bán cho Fibic trước trong một giao dịch riêng với giá 92,3 triệu đô la, và sau đó toàn bộ tài sản và nợ phải trả khác của Congoleum được mua với giá 355,4 triệu đô la (92,3 triệu đô la cộng 355,4 triệu đô la bằng tổng 447,7 triệu đô la). Thứ hai, một công ty vỏ bọc (shell corporation) (Fibic) được thành lập để tạo điều kiện cho thương vụ, và sau đó nó được thanh lý khi thương vụ hoàn tất. Tức là, Fibic trở thành Congoleum (cái tên là một phần của tài sản được mua). Do đó, thay vì có cổ đông và được giao dịch công khai, Congoleum mới thuộc sở hữu tư nhân của First Boston, Prudential, Century Capital, Byron, và Eddy. Bất kể chi tiết kế toán và pháp lý như thế nào, bản chất của giao dịch vẫn như đã mô tả và minh họa ở trên.

Hãy xem xét điều này từ một góc nhìn khác: Về cơ bản, 11,783 triệu cổ phiếu của Congoleum đã được mua với giá 379,6 triệu đô la, tức là 32,22 đô la mỗi cổ phiếu (379,6/11,783). Làm sao bạn chỉ trả 32,22 đô la một cổ phiếu trong khi bạn đã trả giá 37,50 đô la cho các cổ đông cũ? Bằng cách dùng tiền của chính các cổ đông cũ (của Congoleum) để giúp tài trợ cho việc mua lại.

Thương vụ được tài trợ như thế nào?

Nguồn tài trợ thực tế cho thương vụ là gì (tức là 379,6 triệu đô la đến từ đâu)? Fibic đã vay 125 triệu đô la nợ ngân hàng mới. Prudential và các nhà đầu tư tổ chức khác đã mua 246,1 triệu đô la chứng khoán thông qua tài trợ theo dải (strip financing). First Boston và Century Capital đã mua tổng cộng 4,5 triệu đô la cổ phiếu phổ thông trong công ty mới.

10Số tiền mặt của Congoleum bắt đầu ở mức 130 triệu đô la tại thời điểm giao dịch vào giữa năm 1979. Khi kết thúc thương vụ, Fibic còn lại 41,8 triệu đô la tiền mặt. Do đó, khoản chênh lệch 88,2 triệu đô la mà Fibic trả cho Congoleum đến từ chính Congoleum.

Ban quản lý (chủ yếu là Radaker và Nicholson)11 cũng mua tổng cộng 4 triệu đô la cổ phiếu phổ thông. Tổng nguồn tài trợ cho thương vụ do đó là 379,6 triệu đô la từ tất cả các bên.

Tài trợ theo gói (strip financing) là kỹ thuật trong đó nhà đầu tư mua một "gói" gồm nhiều chứng khoán khác nhau cùng lúc. Gói này được bán như một chứng khoán đơn lẻ. Trong trường hợp này, 246,1 triệu đô la gói bao gồm bốn phần khác nhau: 113,6 triệu đô la trái phiếu cao cấp (senior notes), 89,8 triệu đô la trái phiếu thứ cấp (subordinated notes), 26,2 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi, và 16,5 triệu đô la cổ phiếu phổ thông. Gói có thể tách rời hoặc không tách rời. Trong gói tách rời, các chứng khoán khác nhau có thể được tách ra và bán sau đó như các công cụ riêng lẻ. Trong gói không tách rời, các chứng khoán khác nhau phải được giữ kết hợp với cùng tỷ lệ. Gói của Congoleum là loại không tách rời.

Quan điểm Bảng cân đối kế toán về nguồn tài trợ mới của Fibic được trình bày trong Bảng 18.4.

BẢNG 18.4
Tài trợ cho thương vụ

Nợ ngân hàng (14%)
125,0 triệu đô la
Trái phiếu cao cấp (11,25%, B+)
113,6 triệu đô la
Trái phiếu thứ cấp (12,25%, B–)
89,8 triệu đô la
Tổng nợ
328,4 triệu đô la
Cổ phiếu ưu đãi (13,5%, CCC)
26,2 triệu đô la
Vốn cổ phần phổ thông
25,0 triệu đô la
Tổng vốn chủ sở hữu
51,2 triệu đô la
Tổng nguồn tài trợ
379,6 triệu đô la
Hoặc thay thế:
Nợ ngân hàng
125 triệu đô la
Tài trợ theo gói: Trái phiếu cao cấp
113,6 triệu đô la
Trái phiếu thứ cấp
89,8 triệu đô la
Cổ phiếu ưu đãi
26,2 triệu đô la
Cổ phiếu phổ thông
16,5 triệu đô la
246,1 triệu đô la
Ngân hàng đầu tư và vốn cổ phần quản lý
8,5 triệu đô la
Tổng nguồn tài trợ
379,6 triệu đô la

Các ngân hàng đầu tư (Century Capital và First Boston) lấy 4,5 triệu đô la họ đầu tư từ đâu? Phần lớn đến từ phí họ thu được khi thực hiện thương vụ. Như đã đề cập, tổng phí là 10 triệu đô la, bao gồm tiền cho First Boston và Century Capital cũng như phí 3 triệu đô la cho Lazard Frères & Co. (một ngân hàng đầu tư khác đưa ra ý kiến "công bằng" về thương vụ) và phí cho kế toán và luật sư.12

Ban quản lý lấy 4 triệu đô la họ đầu tư từ đâu? Họ đã được trả 10,1 triệu đô la cho quyền chọn cổ phiếu của họ trong công ty cũ và đầu tư 4 triệu đô la từ số đó vào thương vụ.

Vậy khi mọi thứ sáng tỏ, bảng cân đối kế toán (balance sheet) mới của Congoleum trông như thế nào? Bảng 18.5 cho thấy khoản nợ và vốn chủ sở hữu được điều chỉnh lại năm 1978 sau LBO. Công ty mới vẫn

11Radaker mua 70.000 cổ phiếu (7%), Nicholson mua 50.000 cổ phiếu (5%), và 20–30 giám đốc điều hành khác mua 40.000 cổ phiếu (4%), tổng cộng 160.000 cổ phiếu (16%) với giá 25 đô la mỗi cổ phiếu.

12Ý kiến "công bằng" (fairness opinion) được cung cấp bởi bên thứ ba độc lập xác nhận rằng giao dịch là công bằng cho các cổ đông hiện tại. Điều này đặc biệt quan trọng trong các LBO khi ban quản lý "mua" công ty từ các cổ đông và nó nhằm tránh tự giao dịch (self-dealing). Các điểm nổi bật của ý kiến công bằng của Lazard được nêu trong Phụ lục 18B.

BẢNG 18.5
Tóm tắt Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu năm 1978

	Không LBO	Dự kiến sau LBO

giữ lại khoản nợ 15,4 triệu đô la của Congoleum cũ (cuối năm 1978) cộng với khoản nợ mới 328,4 triệu đô la được mô tả ở trên, tổng nợ là 343,8 triệu đô la. So sánh với vốn chủ sở hữu ưu đãi và phổ thông là 51,2 triệu đô la, công ty đã tăng tỷ lệ nợ (nợ/(nợ + vốn chủ sở hữu)) từ 7,6% (15,4 triệu đô la/(15,4 triệu đô la + 187,5 triệu đô la)) lên 87,0% (343,8 triệu đô la/(343,8 triệu đô la + 51,2 triệu đô la)). Điều này tạm thời bỏ qua tiền mặt thặng dư có sẵn trên bảng cân đối kế toán của Congoleum cũ; chúng tôi thảo luận tất cả những vấn đề này
chi tiết hơn trong Phụ lục 18A cho những ai muốn biết thêm thông tin.

Chà! Đây là sự gia tăng đòn bẩy rất lớn. Theo thảo luận về cấu trúc vốn (capital structure) trước đó trong cuốn sách này, điều này cũng nên thể hiện sự gia tăng rủi ro tài chính rất lớn. Nhưng liệu điều này có đúng không? Khoản nợ mới (và mức rủi ro) có thực sự cao như vậy không? Không. Tại sao không? Hãy nhìn kỹ lại các thành phần nợ và vốn chủ sở hữu trong Bảng 18.4. Chúng ta hãy xem xét cổ phiếu phổ thông của Congoleum. Tổng cộng có 25,0 triệu đô la cổ phiếu phổ thông. Nó được chia giữa 16,5 triệu đô la thuộc sở hữu của Prudential, 4,5 triệu đô la của First Boston và Century Capital, và 4 triệu đô la của ban quản lý (Byron và Eddy). Nói cách khác, Prudential sở hữu 66% cổ phiếu phổ thông, với First Boston và Century Capital sở hữu 18% trong khi Bryon, Eddy và một số người khác sở hữu 16%.

Tiếp theo, hãy xem xét khoản nợ ngân hàng của Congoleum. Điều gì xảy ra nếu Congoleum sau LBO không trả được nợ trước LBO hoặc bất kỳ khoản nợ ngân hàng mới nào phát sinh? Công ty có nguy cơ bị buộc phải phá sản.

Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu Congoleum không trả được các trái phiếu cao cấp (senior notes) hoặc trái phiếu thứ cấp (subordinated notes)? Hãy nhớ rằng, trái phiếu cao cấp và trái phiếu thứ cấp của Prudential đã được gắn liền với cổ phiếu ưu đãi (preferred equity) và cổ phiếu phổ thông (common equity) của họ và được bán dưới dạng các chứng khoán không thể tách rời (nonseparable strips). Đây là một chi tiết quan trọng. Liệu Prudential có thực sự kiện Congoleum và đẩy công ty vào phá sản không? Nếu Prudential sẵn lòng làm điều này, ai sẽ bị tổn hại? Các cổ đông sẽ bị tổn hại; tuy nhiên, Prudential là một trong những cổ đông và sở hữu 66% cổ phần của Congoleum sau LBO! Về bản chất, các trái phiếu cao cấp và trái phiếu thứ cấp không phải là nợ theo nghĩa truyền thống vì khoản nợ này được nắm giữ bởi các cổ đông và không thể tách rời khỏi cổ phần. Theo một nghĩa rất quan trọng (đó là rủi ro bị buộc phải phá sản), nó không phải là nợ. Thực tế, nếu Prudential buộc phá sản, họ đang tự làm hại chính mình.

Do đó, nợ ngân hàng và nợ cũ là "nợ thực sự" duy nhất làm tăng rủi ro tài chính cho Congoleum theo cách chúng ta đã thảo luận ở Chương 6. Điều này có nghĩa là "nợ thực sự" của công ty mới sau LBO chỉ chiếm 35.5% tổng nguồn tài trợ (($15.4 triệu nợ cũ + $125 triệu nợ ngân hàng) / $395 triệu nợ và vốn chủ sở hữu). Mức "nợ thực sự" 35.5% với dòng tiền ổn định như của Congoleum là tương đối an toàn với rủi ro phá sản thấp.

Do đó, tỷ lệ nợ có vẻ là 87% (tổng nợ 343,8 triệu USD / 395 triệu USD trong tổng nợ và vốn chủ sở hữu), nhưng thực tế không phải vậy. Prudential sở hữu 59,2% khoản nợ và 66% cổ phiếu phổ thông trong các gói chứng khoán (strips). Mức nợ "thực" thực chất là 35,5% như đã đề cập trước đó.

Hãy xem xét lại tình huống này bằng một ví dụ đơn giản. Hãy tưởng tượng bạn bắt đầu công ty riêng của mình trong gara và cho chính mình vay tiền. Bạn sở hữu tất cả cổ phiếu. Nếu bạn không thể trả lại tiền mà bạn đã cho mình vay, liệu bạn có đưa mình ra tòa và buộc mình phá sản không? Không. Tương tự, miễn là Congoleum trả được khoản nợ cũ và nợ ngân hàng, công ty vẫn an toàn khỏi phá sản. Congoleum không phải đối mặt với rủi ro phá sản lớn nếu không trả được nợ cho Prudential, vì công ty bảo hiểm này sở hữu khoản nợ cao cấp (senior debt), nợ thứ cấp (subordinated debt), cổ phiếu ưu đãi, và phần lớn cổ phiếu phổ thông. Vì vậy, gói chứng khoán (strip) thực chất không phải là nợ theo nghĩa truyền thống mà chúng ta đã đề cập trước đó trong sách (tức là theo nghĩa làm tăng rủi ro bị buộc phá sản nếu không thể trả nợ).

Vậy, mức độ rủi ro của khoản nợ cũ và nợ ngân hàng là bao nhiêu? Lãi suất của khoản nợ cũ khoảng 1,2 triệu đô la, và lãi suất của nợ ngân hàng khoảng 17,5 triệu đô la. Điều này có nghĩa là Congoleum cần kiếm được 18,7 triệu đô la để trang trải lãi của khoản nợ cũ và nợ ngân hàng. Bảng 18.1 cho thấy, năm 1978, Congoleum có EBIT là 85,6 triệu đô la. Đây là tỷ lệ bao phủ (coverage ratio) 4,6 lần. Lưu ý rằng riêng tiền bản quyền (royalties) 17,2 triệu đô la của Congoleum trong năm 1978 đã đủ để trang trải 92% chi phí lãi vay. Điều này cho thấy Congoleum có thể dễ dàng thanh toán lãi cho khoản nợ cũ và nợ ngân hàng, và rủi ro của nó không cao.

Bây giờ, hãy giải thích LBO của Congoleum theo một cách khác, sử dụng những gì chúng ta biết về lý thuyết cấu trúc vốn (capital structure theory). Hãy nhớ rằng trong một thế giới M&M thuần túy không có thuế, cấu trúc vốn không quan trọng. Ngược lại, trong một thế giới M&M có thuế và không có chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress), tỷ lệ nợ mong muốn là 100%. Tuy nhiên, trong thế giới thực, khi chúng ta tăng nợ, chúng ta thường phải chịu thêm chi phí kiệt quệ tài chính, vì vậy cấu trúc vốn tối ưu phụ thuộc vào sự đánh đổi (trade-off) giữa lợi ích của lá chắn thuế (tax shields) và chi phí kiệt quệ tài chính. Do đó, khi xác định cấu trúc vốn mục tiêu cho một LBO, chúng ta cần hiểu mức độ kiệt quệ tài chính mà LBO phải đối mặt.

Để nói lại câu hỏi trước đó của chúng ta: Liệu có bất kỳ sự kiệt quệ tài chính nào liên quan đến các trái phiếu tách rời (strips) được sử dụng để tài trợ cho LBO của Congoleum không? Không hẳn. Bằng cách sử dụng các trái phiếu tách rời không tách rời (nondetachable strips) này để tài trợ cho LBO, First Boston đã tạo ra một thế giới M&M có thuế và rất ít chi phí kiệt quệ tài chính. Vì vậy, tỷ lệ nợ tối ưu trong trường hợp này cao hơn nhiều so với khi công ty phải xem xét các chi phí kiệt quệ tài chính cao hơn thông thường.

Đến giờ, chúng tôi hy vọng đã thuyết phục bạn rằng các trái phiếu tách rời (strips) được sử dụng trong LBO của Congoleum thực chất không phải là nợ vì chúng không làm tăng rủi ro tài chính của công ty. Tuy nhiên, hãy bổ sung thêm bằng chứng.

Như có thể thấy từ Bảng 18.4, nơi trái phiếu tách rời (strip) được phân tích thành các thành phần khác nhau của nó, lãi suất của trái phiếu cấp cao (senior notes) là 11,25%. Lãi suất của trái phiếu thứ cấp (subordinated notes) là 12,25%. Cổ phiếu ưu đãi (preferred stock) trả cổ tức 11 đô la mỗi cổ phiếu, tức khoảng 13,5% (11 đô la / 81,25 đô la giá phát hành mỗi cổ phiếu). Và xếp hạng tín dụng (ratings) của ba công cụ này lần lượt là B+, B–, và CCC.

Lãi suất của khoản nợ ngân hàng mới tại thời điểm đó là bao nhiêu? Khoảng 14%. Hãy ngẫm nghĩ về điều này.
Khoản nợ cao cấp nhất (senior debt) trong công ty này là gì? Nợ ngân hàng là loại cao cấp nhất.13 Ai phải được trả trước? Những người nắm giữ khoản nợ cao cấp nhất, trong trường hợp này là các ngân hàng. Lãi suất của khoản nợ cao cấp này là bao nhiêu? Khoảng 14%. Ai đến sau các ngân hàng?

13Các khoản đòi nợ (claims) đối với công ty được xếp hạng theo thứ tự ưu tiên. Những khoản có mức ưu tiên cao nhất được trả lại trước và do đó có rủi ro thấp nhất và thường có lãi suất thấp nhất. Nợ ngân hàng thông thường là "cao cấp" (senior) so với tất cả các khoản nợ khác. Vốn cổ phần thường (common equity) có thứ tự ưu tiên thấp nhất và được trả cuối cùng.

Những người nắm giữ trái phiếu cao cấp (senior notes) (còn được gọi là senior debentures). Lãi suất của trái phiếu cao cấp là bao nhiêu? 11.25%. Và trái phiếu thứ cấp (subordinated notes) chỉ nhận được 12.25%.

Lưu ý rằng đường cong lợi suất (yield curve) là phẳng trong năm 1978 và tăng nhẹ vào năm 1979. (Lãi suất chính phủ kỳ hạn một năm là 9.28% và kỳ hạn 30 năm là 10.65%.) Điều này có nghĩa là sự khác biệt về lãi suất giữa nợ cao cấp (senior debt) và nợ thứ cấp (junior debt) của Congoleum không phải do khác biệt về thời gian đáo hạn.

Lãi suất của nợ cao cấp có hợp lý không? Nếu nợ cao cấp nhận được 14%, thì nợ thứ cấp (junior debt) nên nhận lãi suất bao nhiêu? Thông thường, cao hơn nợ cao cấp, vì nó có nhiều rủi ro hơn. Vậy tại sao Prudential, chủ sở hữu của nợ thứ cấp, lại chấp nhận lãi suất thấp hơn so với ngân hàng, chủ sở hữu nợ cao cấp? Bởi vì khoản nợ mà Prudential nắm giữ thực chất không phải là nợ. Prudential sẽ nhận phần còn lại của lợi nhuận từ phần vốn cổ phần (equity) mà họ sở hữu. Do đó, họ sẵn lòng chấp nhận lãi suất thấp hơn trên các trái phiếu cao cấp (senior notes) và trái phiếu thứ cấp (subordinated notes). Hơn nữa, Prudential giữ lãi suất trên các trái phiếu này đủ thấp để dòng tiền (cash flows) của Congoleum có thể trả nợ mà không bị vỡ nợ về mặt kỹ thuật. Như vậy, việc nợ cao cấp (nợ ngân hàng) nhận 14% và nợ thứ cấp nhận tối đa 12.25% cũng cho chúng ta biết rằng nợ thứ cấp không thực sự là nợ theo nghĩa truyền thống.

Các trái phiếu tách rời (strips) đại diện gần hơn với vốn cổ phần, vì cổ đông lớn nhất (Prudential) cũng sở hữu các strips này. Vậy tại sao lại sử dụng strips, tại sao không chỉ dùng vốn cổ phần? Bởi vì nếu công ty gọi strips là vốn cổ phần và trả cổ tức (dividends), thì công ty sẽ phải nộp thuế trước khi trả cổ tức. Nhưng nếu công ty gọi strips là nợ và trả lãi, công ty được khấu trừ lãi và giảm số thuế phải nộp.

Kết quả chính của LBO là gì? Về cơ bản, Congoleum đã hoán đổi một cổ đông này cho một cổ đông khác: công ty đã thay thế các cổ đông công chúng bằng các cổ đông tư nhân. Để làm điều này, họ đã sử dụng một cấu trúc tài chính thông minh. Bằng cách sử dụng tài trợ theo dải (strip financing), Congoleum đã có thể tăng mức nợ danh nghĩa và giảm thuế mà không làm tăng tương ứng nguy cơ kiệt quệ tài chính.

Đây là LBO đầu tiên có cấu trúc này (tức là với tài trợ theo dải). Nó cũng lớn gấp năm lần so với bất kỳ LBO nào từng được thực hiện trước đó. LBO Congoleum đã trở thành khuôn mẫu cho các LBO trong tương lai, và nó đã khởi đầu cho sự bùng nổ LBO — và hiện nay là private equity. Chúng ta sẽ thảo luận dưới đây về cách lợi nhuận từ vốn cổ phần đã bù đắp cho Prudential và bù lại mức lãi suất thấp mà họ nhận được từ khoản nợ họ sở hữu.

Rủi ro của LBO

Bây giờ chúng ta hãy xem lại: Rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk - BBR) của Congoleum là gì? Vì Congoleum có ba dòng sản phẩm riêng biệt, một cách hỏi khác là: Mức độ rủi ro trong mỗi doanh nghiệp là bao nhiêu? Không nhiều. Như đã đề cập trước đó, đây là lý do tại sao công ty là một ứng viên LBO tốt. Ngành nội thất gia đình có rủi ro kinh doanh cơ bản rất thấp nhờ bằng sáng chế và thương hiệu của Congoleum (sàn nhà Congoleum vẫn còn trên thị trường cho đến ngày nay, 40 năm sau). Ngành đóng tàu có BBR rất thấp vì họ là nhà thầu chính phủ với hợp đồng kéo dài nhiều năm. Ngành phụ tùng ô tô có rủi ro thấp vì cũng có nhiều bằng sáng chế, và bán ở thị trường bảo trì (ít rủi ro hơn thị trường thiết bị gốc). Hơn nữa, nếu dòng tiền thấp hơn dự báo, Congoleum có thể dễ dàng bán bớt một trong các bộ phận này để lấy vốn vì không bộ phận nào quan trọng đối với các bộ phận khác.

Vậy hãy hỏi: Dòng tiền kỳ vọng là gì? Sau đó trong chương này, chúng ta sẽ tính toán các báo cáo pro forma (pro forma) cho LBO; chúng ta thấy rằng có dòng tiền rất mạnh và rất ít rủi ro cho các chủ nợ.14 Tỷ lệ bao phủ (coverage ratio) (EBIT/lãi vay) chúng ta dự báo là mạnh và cải thiện theo thời gian (từ 1,38 lên 5,74, như trong Bảng 18.9), và dòng tiền ổn định. Quan trọng là, tiền bản quyền mà Congoleum nhận từ các bằng sáng chế vẫn bằng một nửa tổng chi phí lãi vay dự kiến. Sự kết hợp giữa BBR thấp với dòng tiền ổn định, khả năng bán một bộ phận, tỷ lệ bao phủ ngày càng cải thiện, và mức nợ 'thực' chỉ 35,5% đã tạo sự an tâm lớn cho các bên cho vay.
Còn về ban quản trị của Congoleum thì sao? Họ có phải là ban quản trị tốt không? Liệu các nhà đầu tư có lo lắng rằng ban quản trị có thể rời đi không? Chúng ta biết rằng ban quản trị lúc đó có thể điều hành công ty vì họ đã làm tốt trong quá khứ. Ngoài ra, với LBO, ban quản trị sẽ sở hữu một phần đáng kể vốn cổ phần của Congoleum, tạo thêm động lực và do đó họ khó rời đi.

Vậy rủi ro từ quan điểm của ngân hàng là gì? Thấp đến trung bình. Đây là một công ty ổn định với dòng tiền tốt, tài sản thế chấp tốt, quản lý tốt và mức nợ "thực tế" thấp đến trung bình. Ngân hàng nắm giữ khoản nợ $125 triệu, chiếm 32% tổng vốn và tất cả là nợ cao cấp (senior debt).
Còn rủi ro từ quan điểm của Prudential thì sao? Tổng mức nợ của Congoleum với tất cả các khoản nợ được bao gồm—bất kể nó có phải là "thực tế" hay không—là 87% ($343 triệu / $395 triệu). Trong tổng số nợ này, Prudential nắm giữ 59% ($203.4 triệu / $343 triệu), tất cả đều là nợ thứ cấp (junior debt). Nếu không có thành phần vốn chủ sở hữu (equity component), điều này sẽ khiến vị thế của Prudential khá rủi ro, ngay cả với dòng tiền ổn định và rủi ro kinh doanh thấp.
Tuy nhiên, Prudential cũng sở hữu 66% vốn chủ sở hữu của Congoleum. Điều này có nghĩa là vị thế của họ nên được xem như một cổ đông, không phải chủ nợ. Và mặc dù vị thế vốn chủ sở hữu này rủi ro hơn vị thế của ngân hàng, Prudential (giống như bất kỳ cổ đông nào) cũng có tiềm năng tăng giá (upside). Hơn nữa, không giống như một cổ đông điển hình trong công ty có 87% nợ, Prudential cũng sở hữu phần lớn khoản nợ. Do đó, rủi ro kiệt quệ tài chính (financial distress) từ nợ thứ cấp không cao. Prudential, với tư cách là cổ đông lớn nhất, sẽ không ép Congoleum (phần lớn thuộc sở hữu của chính họ) vào phá sản.

Tạo ra giá trị

Chúng tôi đã đề cập trước đó rằng cấu trúc LBO được sử dụng trong Congoleum đã tạo ra giá trị. LBO đã tạo ra bao nhiêu giá trị? Vào ngày 15 tháng 7 năm 1979, giá cổ phiếu của Congoleum là 25 đô la một cổ phiếu. Vì có 11.783 triệu cổ phiếu đang lưu hành, điều này có nghĩa là vốn hóa thị trường (market cap) của Congoleum là 299 triệu đô la. Đây là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Vào ngày 16 tháng 7 năm 1979, tập đoàn gồm Prudential, First Boston, Century Capital và ban quản lý của Congoleum đã đưa ra lời chào mua công khai (tender offer) cho các cổ đông hiện tại với giá 38 đô la một cổ phiếu. Điều này có nghĩa là giá thầu cho tất cả 11.783 triệu cổ phiếu là tổng cộng 447.7 triệu đô la. Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu đã tăng lên 148.7 triệu đô la (447.7 triệu – 299.0 triệu) trong một ngày, tức là phần bù 50%. Làm thế nào mà giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu lại tăng nhiều đến vậy với lời chào mua công khai này?

14Trong Phụ lục 18A, chúng tôi đặt mình vào thời điểm LBO năm 1980 và dự phóng Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán của Congoleum cho giai đoạn 1980–1984, sử dụng các giả định mà các tác giả của bạn cảm thấy rất thận trọng (Bảng 18A.3 và 18A.4).

Nhờ phép màu của tài chính hiện đại!

	15 tháng 7, 1979	16 tháng 7, 1979
Giá mỗi cổ phần	$25.375	$38.00
Cổ phiếu đang lưu hành	11.783 triệu	11.783 triệu
Giá trị thị trường của cổ phiếu	$299.0 triệu	$447.7 triệu

Hoạt động của Congoleum không thay đổi theo bất kỳ cách nào do kết quả của LBO, và cũng không được kỳ vọng sẽ thay đổi.

Có phải cùng một công ty không?
Có.
Công ty có cùng ban lãnh đạo không?
Có.
Công ty đã bán hoặc mua lại bất kỳ doanh nghiệp nào không?
Không.
Có cấu chuyện hiệp lực nào để kể ở đây không?
Không.
Có doanh số tăng trưởng không?
Không.
Hợp đồng lao động mới?
Không.

Congoleum đã chuyển từ một công ty đại chúng trị giá 299 triệu USD thành một công ty tư nhân trị giá 467,8 triệu USD (mức giá đã trả). Giá trị gia tăng đến từ đâu? Hãy cùng xem xét.

Các báo cáo dự phóng (Pro Formas) của Congoleum

Hãy đặt mình vào tháng 7 năm 1979 như hiện tại và tạo ra các báo cáo dự phóng (pro formas) cho Congoleum có và không có LBO. Vì chương này không nói về pro formas (mà chúng tôi đã giải thích trước đó trong sách), các pro formas có thể được tìm thấy trong Phụ lục 18A. Lưu ý rằng có hai thay đổi quan trọng chúng ta cần tập trung trong các dự báo có LBO so với các dự báo không có LBO: thứ nhất, chi phí lãi vay tăng (từ 1,2 triệu USD năm 1978 lên 41,6 triệu USD năm 1980) do nợ bổ sung. Thứ hai, chi phí khấu hao và phân bổ tăng do việc ghi tăng giá trị tài sản lên mức giá mua bởi LBO. Bảng 18.6 cung cấp Báo cáo thu nhập dự kiến có và không có LBO, lấy từ Phụ lục 18A (Bảng 18A.1 và 18A.4).

Giải thích phép màu: LBO và Thuế

Bảng 18.6 cho thấy thu nhập ròng dự phóng (pro forma) của Congoleum không có LBO là 51,6 triệu USD so với thu nhập ròng dự phóng có LBO là 8,2 triệu USD. Tại sao lại có sự khác biệt lớn như vậy? Lý do là với LBO:

1. Thu nhập trước thuế giảm đi 42,0 triệu USD do tăng khấu hao và phân bổ (depreciation and amortization) gây ra bởi giá trị tài sản cao hơn sau LBO.
2. Thu nhập trước thuế giảm đi 41,6 triệu USD do các khoản chi phí tài trợ bổ sung từ khoản nợ phát sinh để tài trợ cho LBO.

BẢNG 18.6
Báo cáo thu nhập dự phóng năm 1980 của Congoleum khi không có và có LBO

Tổng doanh thu	709.5	709.5
	0.0	
Giá vốn hàng bán	475.4	475.4
	0.0	
SG&A (Chi phí bán hàng, quản lý và chi phí chung)	134.8	176.8
	176.8	
	42.0	
Lợi nhuận hoạt động	99.3	57.3
	57.3	
	-42.0	
Chi phí lãi vay	0.0	41.6
	41.6	
	-41.6	
Khác	0.0	0.0
	0.0	
	0.0	
Lợi nhuận trước thuế	99.3	15.7
	-83.6	
Thuế thu nhập (48%)	47.7	7.5
	-40.2	
Lợi nhuận ròng	51.6	8.2
	-43.2	

Cùng với nhau, hai thay đổi này làm cho thuế thu nhập giảm 40,2 triệu đô la.
Trong tài chính, các khoản tiết kiệm thuế này thường được gọi là lá chắn thuế khấu hao (depreciation tax shields) và lá chắn thuế lãi vay (interest tax shields). Giải thích lại hai lá chắn thuế này một lần nữa: báo cáo pro forma trong Bảng 18.6 cho thấy LBO có thêm chi phí khấu hao và phân bổ (depreciation and amortization) là 42 triệu đô la vào năm 1980 (do đó làm tăng SG&A). Với thuế suất doanh nghiệp 48%, điều này tương đương với khoản tiết kiệm thuế 20,2 triệu đô la.

Tương tự, chi phí lãi vay bổ sung trong năm 1980 là 41,6 triệu đô la. Với thuế suất doanh nghiệp 48%, điều này tương đương với khoản tiết kiệm thuế 20,0 triệu đô la.

Tổng cộng lại, lá chắn thuế bổ sung từ khấu hao và phân bổ (20,2 triệu đô la) và lá chắn thuế từ lãi vay (20,0 triệu đô la) kết hợp thành 40,2 triệu đô la được trình bày trong Bảng 18.7 cho năm 1980.

Nhìn về năm năm tới, khoản tiết kiệm thuế với LBO được dự báo là khoảng 35,3 triệu đô la mỗi năm (từ mức cao nhất 40,2 vào năm 1980 đến mức thấp nhất 29,3 vào năm 1984), như được trình bày trong Bảng 18.7.

Một Giải Thích Lý Thuyết Về "Phép Màu của Tài Chính Hiện Đại" của Chúng Ta

Chúng ta hãy quay lại lý thuyết cấu trúc vốn một chút. Nếu bạn còn nhớ, M&M (1958) đã chỉ ra rằng "chiếc bánh" là cố định và cấu trúc vốn quyết định cách chúng ta cắt các miếng và ai nhận được chúng. M&M (1963) đã chỉ ra rằng với thuế, chính phủ cũng có một miếng bánh và do đó thuế làm giảm kích thước của các miếng dành cho các bên liên quan khác.
Bằng cách tăng nợ, chúng ta giảm kích thước miếng dành cho chính phủ.

BẢNG 18.7
Thay đổi chi phí thuế của Congoleum khi có LBO so với không có LBO

($millions)	1980	1981	1982	1983	1984

Tiếp tục với phép tương tự này, LBO, bằng cách tăng chi phí lãi vay và khấu hao, làm giảm kích thước miếng bánh dành cho chính phủ và tăng các miếng cho các bên khác. Tại Congoleum, phần của chính phủ trong chiếc bánh được giảm 40,2 triệu đô la vào năm 1980, theo các bản dự phóng (pro forma) của chúng tôi.
Tuy nhiên, và điểm mấu chốt là, ai nhận được 40,2 triệu đô la mà trước đây trả cho chính phủ dưới dạng thuế? Bây giờ nó được chuyển cho các chủ nợ dưới dạng thanh toán lãi và gốc. Và các chủ nợ là ai? Các ngân hàng (một phần) và Prudential (chủ yếu). Nhưng hãy nhớ rằng, Prudential cũng là cổ đông lớn nhất (sở hữu 66% vốn cổ phần). Bằng cách tăng đòn bẩy của công ty lên 87% nợ, chúng ta đã giảm các khoản thanh toán cho chính phủ và tăng các khoản thanh toán cho các chủ nợ. Tuy nhiên, không giống như thảo luận của chúng ta về cấu trúc vốn, nơi chi phí tăng nợ làm tăng rủi ro,15 việc tài trợ hỗn hợp (strip financing) có nghĩa là các chủ nợ và cổ đông là cùng một bên, và do đó rủi ro kiệt quệ tài chính không tăng lên khi nợ tăng.

Vậy, công ty đã đạt được gì khi thực hiện LBO? Một điều là, công ty đã tạo ra tình huống mà họ sẽ trả ít hơn khoảng 40,2 triệu đô la tiền thuế vào năm 1980. Về bản chất, Congoleum đã vay tiền từ Prudential để mua lại cổ phiếu của chính mình và hiện đang sử dụng khoản tiết kiệm thuế từ việc có nợ để trả lại cho Prudential.

Để quay lại câu hỏi nửa đùa nửa thật ở trên, tại sao Harpel (người có bằng MBA Harvard, người đã khởi xướng tất cả) lại tặng một ghế giáo sư cho Trường Chính phủ Kennedy của Harvard thay vì Trường Kinh doanh Harvard, nơi ông tốt nghiệp? Có lẽ đó là để tôn vinh luật thuế của chính phủ, thứ đã cho phép phép màu tài chính hiện đại này. (Đây hoàn toàn là suy đoán không có căn cứ của các tác giả.)

Tiếp tục

Phụ lục 18A trình bày Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh dự phóng (Pro Forma Income Statements) và Bảng cân đối kế toán cho giai đoạn 1980–1984 và cách chúng được tạo ra. (Một lần nữa, chúng tôi khuyến nghị người đọc nên dành thời gian để đọc lướt qua Phụ lục 18A.) Từ Bảng 18A.4, chúng ta có thể tạo ra dòng tiền thặng dư dự phóng (pro forma excess cash flows) của Congoleum, như được trình bày trong Bảng 18.8.

Lưu ý rằng chúng ta giả định rằng Congoleum khấu hao các bằng sáng chế và tài sản khác cho mục đích thuế nhưng không yêu cầu CAPEX mới để duy trì các bằng sáng chế và tài sản đó. (Như đã nêu trong Phụ lục 18A, CAPEX được giả định bằng với khấu hao trên các tài sản trước LBO, vì vậy chúng không thay đổi theo thời gian và các khoản ghi tăng từ LBO giảm dần theo thời gian.) Trước LBO, các khoản bổ sung vào PP&E là 12,7 triệu đô la vào năm 1978 và 6,7 triệu đô la vào năm 1977.

Bảng 18.9, được suy ra từ Bảng 18A.5 trong Phụ lục 18A, cho thấy rằng trong năm năm đầu sau LBO, số nợ giảm đáng kể. Điều này giả định rằng lượng tiền mặt dư thừa được thể hiện trong Bảng 18.8 được dùng để trả bớt nợ. Trên thực tế, ngay cả khi tiền mặt dư thừa được giữ lại bởi công ty (tức là không dùng để trả nợ), chúng ta biết rằng mức nợ "thực tế" là nợ trừ đi tiền mặt dư thừa.

Do đó, Congoleum được dự báo sẽ đi từ một công ty có 86,5% nợ ngay sau LBO thành một công ty có 37,5% nợ chỉ sau năm năm. Điểm mấu chốt

15Hãy nhớ rằng, chỉ trích chính đối với M&M (1963) là nó không xem xét tác động của đòn bẩy và ảnh hưởng của nó đến rủi ro gia tăng của khó khăn tài chính. Việc sử dụng tài trợ theo dải (strip financing) loại bỏ phần lớn rủi ro này và cho phép chúng ta giả định một thế giới M&M (1963).

BẢNG 18.8
Dòng tiền thặng dư dự phóng của Congoleum 1980–1984

($000s)	1980	1981	1982	1983	1984

BẢNG 18.9
Cơ cấu vốn dự phóng của Congoleum với LBO

($000s) 1979	1980	1981	1982	1983	1984
Debt 328,400	306,710	267,089	219,866	163,967	98,544
Total equity 51,200	55,847	67,924	89,193	120,899	164,087
Debt ratio 86.5%	84.6%	79.7%	71.1%	57.6%	37.5%
Times interest n/a	1.38	1.79	2.46	3.60	5.74

Điểm mấu chốt là các khoản thanh toán thuế trước đây được chuyển cho chính phủ thì giờ lại chuyển cho các nhà cung cấp vốn của Congoleum, chủ yếu là các chủ nợ (tức là Prudential) nhưng cũng bao gồm cả các cổ đông. Sau khi khoản nợ được trả bớt, công ty trông có vẻ có cơ cấu vốn tương tự như trước khi mua lại bằng đòn bẩy (LBO), nhưng quyền sở hữu đã chuyển sang Prudential, các ngân hàng đầu tư và ban quản lý.

Ngoài việc nợ giảm mạnh, vốn chủ sở hữu của Congoleum cũng tăng đáng kể, như thể hiện trong Bảng 18.9. Cổ phiếu ưu đãi vẫn ở mức $26.2 triệu. Vốn chủ sở hữu phổ thông tăng từ khoản đầu tư ban đầu $25 triệu lên $137.9 triệu (thu nhập ròng lũy kế trừ đi cổ tức ưu đãi lũy kế).

Các thương vụ mua lại có đòn bẩy (LBO) có vẻ rất phức tạp (nhiều loại nợ, cổ phiếu ưu đãi, v.v.). Thực tế bên dưới không phức tạp đến vậy, nhưng nó cần trông thật phức tạp. Tại sao? Để nó đủ điều kiện là nợ cho mục đích thuế mặc dù mức độ rủi ro khá thấp. Thực tế của việc tài trợ là các phần (strips) về mặt kỹ thuật là nợ, nhưng thực sự giống vốn chủ sở hữu hơn. Đây là lý do tại sao giao dịch được cấu trúc với nợ cấp cao (senior debt), nợ thứ cấp (subordinated debt), nợ cấp dưới (junior debt), cổ phiếu ưu đãi (preferred stock), v.v. Chính phủ đã nhận ra điều này và thay đổi quy định để ngăn các công ty trốn thuế theo cách này chưa? Có và không. Một số quy tắc đã được thay đổi; một số khác thì không. Tuy nhiên, phương pháp này đã được cho phép trong giao dịch Congoleum và nhiều giao dịch khác.

Lợi nhuận vốn chủ sở hữu

First Boston, Century Capital và ban quản lý của Congoleum đã đầu tư bao nhiêu vốn chủ sở hữu vào Congoleum? Họ đã đầu tư tổng cộng 8.5 triệu đô la vào năm 1979. Prudential đã đầu tư thêm 16.5 triệu đô la vốn chủ sở hữu phổ thông. Tổng cộng đầu tư vốn chủ sở hữu phổ thông là 25.0 triệu đô la. Vốn chủ sở hữu này dự kiến có giá trị bao nhiêu vào cuối năm 1984? Như đã thấy trong báo cáo dự phòng (pro forma) ở Phụ lục 18A, Bảng 18A.4, vào năm 1984, công ty dự kiến sẽ có

46,7 triệu đô la thu nhập ròng. Ngoài ra, công ty dự kiến đã trả gần hết nợ, như thể hiện trong Bảng 18A.5, với nợ (ngắn hạn cộng dài hạn) giảm từ 306,7 triệu đô la vào cuối năm 1980 xuống còn 98,5 triệu đô la vào năm 1984.

Giả sử các cổ đông hiện tại của Congoleum quyết định niêm yết công khai. Họ nên kỳ vọng nhận được bao nhiêu cho phần vốn cổ phần của mình? Trước tiên hãy xem xét bội số P/E. Bán thu nhập với bội số 1,0 có nghĩa là các cổ đông phổ thông hiện tại gần như nhân đôi số tiền của họ (từ 25,0 triệu đô la đầu tư lên 46,7 triệu đô la). Bội số 1,0 lần thu nhập rõ ràng là quá thấp. Sử dụng bội số thu nhập trước LBO của Congoleum là 7,3, vốn hóa thị trường của công ty (giá bán) sẽ là 340,91 triệu đô la. Đây là mức lợi nhuận trên 1.263%, hay lợi nhuận gộp hàng năm là 68,5% mỗi năm. Bây giờ bạn biết tại sao chúng tôi gọi đây là phép màu của tài chính hiện đại. Nếu các cổ đông hiện tại (Prudential, Century Capital, v.v.) có thể bán Congoleum với bội số thị trường trung bình là 15,0, lợi nhuận sẽ còn ngoạn mục hơn nữa: vốn hóa thị trường là 700,5 triệu đô la, nghĩa là tổng lợi nhuận trên 2.700% hoặc lợi nhuận gộp hàng năm là 94,7% mỗi năm.

*Byron và Eddy sẽ thành công như thế nào? Hãy nhớ rằng ban đầu họ đầu tư 4 triệu đô la (trong số 10,1 triệu đô la họ nhận được từ quyền chọn cổ phiếu, giữ lại 6 triệu đô la còn lại cho các mục đích khác) vào công ty để có 16% cổ phần. Với bội số thu nhập là 7,3, ban quản lý sẽ nhận được 54,5 triệu đô la (340,9 * 16%) trên khoản đầu tư 4 triệu đô la của họ, cộng với tiền lương và đãi ngộ họ nhận được từ việc điều hành công ty. So với mức lương 370.000 đô la mà ông Radaker nhận được trước LBO thì thế nào? Đây là sự khác biệt giữa giàu có và giàu có thực sự. Bây giờ chúng ta đang nói về sự giàu có thực sự. Bây giờ chúng ta cũng có thể nhận ra sức hấp dẫn mà LBO có thể mang lại cho ban quản lý.*

Prudential đã đầu tư tổng cộng 246,1 triệu đô la vào các trái phiếu, trong đó 16,5 triệu đô la đại diện cho 66% cổ phần phổ thông của Congoleum. Trong các dự báo tài chính của chúng tôi, năm năm sau, nợ và cổ phiếu ưu đãi trị giá 229,6 triệu đô la được hoàn trả đầy đủ, và vốn cổ phần được ước tính trị giá 225,0 triệu đô la (340,9 * 66%) với bội số 7,3, hoặc tổng cộng là 454,6 triệu đô la (229,6 + 225,0). Do đó, Prudential kiếm được 84,7%, hoặc lợi nhuận gộp hàng năm là 13,1% trên khoản đầu tư trái phiếu của mình, ngoài các khoản thanh toán lãi hàng năm và cổ tức ưu đãi.

Tóm tắt nhanh đến thời điểm này: Congoleum là LBO hiện đại đầu tiên. Chìa khóa để hiểu việc tạo ra giá trị trong trường hợp này là các LBO hiện đại đại diện cho thế giới M&M với ít hoặc không có khó khăn tài chính (financial distress). Trong thế giới lý thuyết của M&M, nếu có thuế nhưng không có chi phí khó khăn tài chính, bạn nên tối đa hóa số nợ. Thông thường, chúng ta không muốn tối đa hóa số nợ vì chi phí khó khăn tài chính. Tuy nhiên, trong trường hợp Congoleum, những người tham gia đã tìm ra cách tài trợ cho công ty bằng vốn chủ sở hữu (equity) trong khi gọi nó là nợ (debt). Sau đó, họ lấy số tiền lẽ ra phải trả cho chính phủ và tự trả cho mình (với tư cách là những người nắm giữ nợ).

Giá trả cho các cổ đông cũ

Vậy bây giờ chúng ta phải hỏi: 38 đô la một cổ phiếu (giá LBO) có phải là mức giá công bằng để trả không? Hãy nhớ, đó là mức phụ trội 50% so với giá thị trường tại thời điểm đó. Nhưng ở mức 38 đô la một cổ phiếu, ban quản lý của Congoleum, các ngân hàng đầu tư, Century Capital và Prudential đều kiếm được một số tiền khổng lồ. Liệu họ có làm điều này bằng cái giá phải trả của các cổ đông cũ không? Có nên

họ đã trả cho các cổ đông cũ nhiều hơn không? Chà, các cổ đông cũ đã nhận được nhiều hơn 50% so với giá thị trường tại thời điểm đó.

Nếu ban quản lý của một công ty đại chúng mua lại nó từ các cổ đông, đây có phải là tự giao dịch (self-dealing) không? Hơn nữa, ban quản lý sau đó có thể bị chịu trách nhiệm pháp lý không? Để ngăn ngừa trách nhiệm pháp lý (hoặc ít nhất là tự bảo vệ mình khỏi cáo buộc tự giao dịch), ban quản lý phải làm gì? Họ phải thuê một ngân hàng đầu tư. Tại sao? Để có được ý kiến công bằng (fairness opinion).16

Ban quản lý sẽ bị kiện dù thế nào đi nữa (nếu LBO thành công), nhưng một ý kiến công bằng giúp bảo vệ ban quản lý khỏi các cáo buộc tự giao dịch. Theo hiểu biết của các tác giả, chưa từng có vụ kiện thành công nào chống lại ban quản lý, hội đồng quản trị, hoặc các ngân hàng đầu tư khi đã có được ý kiến công bằng trước một thương vụ LBO.

Vậy liên minh Congoleum đã lấy ý kiến công bằng từ đâu? Lazard Frères, một ngân hàng đầu tư độc lập (độc lập với First Boston, Prudential, Century Capital và ban quản lý của Congoleum). Một bản tóm tắt ý kiến công bằng của Lazard được trình bày trong Phụ lục 18B. Lazard đã dùng gì để biện minh cho ý kiến rằng mức giá đó là công bằng? Lazard đã sử dụng nhiều bội số (multiples) khác nhau để định giá ba bộ phận riêng biệt của Congoleum. Liệu bạn có thể định giá ba bộ phận riêng biệt của Congoleum không? Đến thời điểm này trong cuốn sách, các tác giả hy vọng câu trả lời của bạn là 'Hoàn toàn có thể!' Bây giờ, Lazard cũng có những người ngồi bên điện thoại chờ xem liệu có nhà đấu giá nào khác đưa ra mức giá cao hơn không.

Bạn sẽ tính phí bao nhiêu để đưa ra ý kiến về tính công bằng (fairness opinion)? Mức phí theo giờ của bạn là bao nhiêu? Chúng tôi đoán rằng nó thấp hơn đáng kể so với mức phí Lazard đã tính, đó là 3 triệu đô la. (Các tác giả của bạn muốn chỉ ra tại thời điểm này rằng họ và các học giả khác hoàn toàn có khả năng thực hiện phân tích tương tự như các ngân hàng đầu tư, với chi phí thấp hơn.)

Bây giờ, một số người có thể nghĩ rằng Lazard được đền bù cho trách nhiệm pháp lý mà họ gánh chịu và vì đã đặt uy tín của mình lên hàng đầu khi đưa ra ý kiến về tính công bằng. Tuy nhiên, khi một ngân hàng đầu tư đưa ra ý kiến về tính công bằng, họ thường yêu cầu công ty đã yêu cầu ý kiến đó phải bồi hoàn (indemnify) cho ngân hàng đầu tư khỏi mọi trách nhiệm pháp lý. Điều này có nghĩa là nếu có một vụ kiện chống lại ngân hàng đầu tư và ngân hàng đầu tư thua kiện, họ không phải trả tiền. Vậy thì trách nhiệm pháp lý cũng chẳng là gì. Còn về giá trị uy tín của ngân hàng đầu tư thì sao? Chúng tôi sẽ để người đọc tự xác định giá trị uy tín của một ngân hàng đầu tư, nhưng chúng tôi không tin rằng rủi ro về uy tín là yếu tố quyết định phí của họ.

Hơn nữa, phí dựa trên kết quả (contingency fees) là phổ biến đối với các ngân hàng đầu tư trong các thương vụ mua bán. Trong trường hợp này, theo trang 12 của bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement), Lazard nhận được khoản phí cố định là 1 triệu đô la bất kể thương vụ có được hoàn tất hay không. Lazard cũng nhận được khoản phí dựa trên kết quả là 2 triệu đô la nếu thương vụ thành công. Vì vậy, nếu Lazard phát hiện thương vụ không công bằng, họ vẫn nhận được khoản phí cố định 1 triệu đô la. Nếu Lazard nói rằng thương vụ là công bằng và thương vụ thành công, Lazard nhận được 3 triệu đô la. Rõ ràng là có thể có các tác động về khuyến khích (incentive effects).

Một câu chuyện cười cũ rằng nếu thế giới thực sự muốn hòa bình ở Trung Đông, thì nên để Goldman Sachs đại diện cho một bên và Morgan Stanley đại diện cho bên kia, với

---

Ý kiến công bằng (fairness opinion), như được mô tả trong chú thích 12, là ý kiến của chuyên gia (thường do ngân hàng đầu tư đưa ra) về giá trị hợp lý của một doanh nghiệp.

Việc ký kết một hiệp định hòa bình trên cơ sở phí có điều kiện (contingency fee). Điểm mấu chốt là thế giới sẽ có hòa bình vào cuối tháng.

Điều gì đã xảy ra tiếp theo?

Vậy thực sự điều gì đã xảy ra với Congoleum? Congoleum đã làm rất tốt sau LBO. Công ty tiếp tục hoạt động hiệu quả và tận dụng được các tấm chắn thuế lãi vay (interest tax-shield) và tấm chắn thuế khấu hao (depreciation tax-shield) đã dự báo. Doanh nghiệp có lợi nhuận cao hơn nhiều so với dự báo, và nợ đã được trả nhanh chóng. Sau năm năm, các tấm chắn thuế giảm đi đáng kể vì tài sản đã khấu hao hết và tấm chắn thuế lãi vay cũng giảm khi nợ được trả bớt. Đối với nhiều LBO, đây thường là thời điểm doanh nghiệp lại phát hành cổ phiếu ra công chúng. Tại sao? Vì lợi ích từ thuế của LBO đã được hiện thực hóa và không còn lớn như trước nữa. Hơn nữa, như chúng ta đã thảo luận ở trên, ngay cả với bội số thu nhập (earnings multiples) khiêm tốn, lợi nhuận cho các nhà đầu tư LBO là rất đáng kể.

Congoleum không niêm yết công khai lần nữa. Thay vào đó, công ty thực hiện một đợt LBO thứ hai vào năm 1984. Trong trường hợp thứ hai, đội ngũ quản lý đã đưa các đối tác mới vào, và Byron cùng Eddy cuối cùng sở hữu 70% vốn chủ sở hữu. Prudential, First Boston và Century Capital đều kiếm được khoản phí bảo hiểm hấp dẫn gấp ba lần thu nhập cho sự tham gia của họ trong đợt LBO đầu tiên.

Sau đó chuyện gì đã xảy ra? Năm 1986, đội ngũ quản lý quyết định bán Congoleum. Theo Wall Street Journal:17

> *Congoleum Corp. đã hoàn tất việc tự tháo dỡ bằng việc bán Bath Iron Works, nhưng nhiệm vụ bây giờ là tìm cách xử lý 850 triệu đô la tiền mặt. Đang cân nhắc vấn đề vào tuần trước là Eddy G. Nicholson, 48 tuổi, và Byron C. Radaker, 52 tuổi, cựu lãnh đạo của Congoleum. Họ cho biết họ sở hữu hoặc kiểm soát 70% cổ phiếu phổ thông của Congoleum.*

Về cơ bản, Byron và Eddy đã bán công ty cho những người khác theo từng mảnh18 và thu về 595 triệu đô la (850 triệu đô la * 70%) cho riêng họ.

TÁI BÚT: ĐIỀU GÌ ĐÃ XẢY RA VỚI CÁC LBO?

Điều gì đã xảy ra với LBO sau vụ LBO của Congoleum? Một vài điều đã xảy ra. Kinh nghiệm cho chúng ta biết rằng bất cứ khi nào ai đó có một ý tưởng hay, nó sẽ được sao chép. Kết quả là, nhiều tiền hơn chảy vào các quỹ để thực hiện các thương vụ này (tức là "nhiều tiền hơn đang săn đuổi các thương vụ"). Các thương vụ tốt nhất được chọn trước. Điều này có nghĩa là theo thời gian, các thương vụ trở nên rủi ro hơn: các ứng viên LBO không còn tốt như trước, dòng tiền của họ không ổn định, ban quản lý kém năng lực hơn, v.v.

Ngoài ra, các ngân hàng đầu tư trở nên tham lam. Họ quyết định muốn giữ lại nhiều lợi nhuận từ các thương vụ hơn cho mình thay vì bán các LBO cho các nhà đầu tư tổ chức

---

17Wall Street Journal, ngày 20 tháng 8 năm 1986 và ngày 30 tháng 8 năm 1986.
18Bath Iron Works đã được bán trong một vụ LBO khác với giá 500 triệu đô la, với một số giám đốc của Bath (bao gồm cả Chủ tịch William E. Haggett) tham gia nhóm nhà đầu tư. Vào thời điểm đó, Bath được báo cáo có đơn hàng tồn đọng trị giá 1 tỷ đô la.

như Prudential và chia sẻ phần lớn lợi nhuận. Một cách độc lập, thị trường trái phiếu rác (junk bond) phát triển vào những năm 1980, cung cấp một nguồn tài trợ tiềm năng khác cho các LBO. Điều này cho phép các ngân hàng đầu tư huy động vốn trên thị trường trái phiếu rác (được thảo luận trong Chương 10) thay vì đến các công ty bảo hiểm, và các nhà ngân hàng đầu tư cùng ban quản lý có thể giữ 100% vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, điểm khác biệt là họ không sử dụng tài trợ dải (strip financing). Các nhà đầu tư trái phiếu rác không nhận được phần vốn chủ sở hữu, và các tầng nợ khác nhau không được "gắn kết" (stapled) với nhau. Điều đó cũng có nghĩa là chi phí nợ tăng lên, vì các chủ nợ không chia sẻ phần tăng giá trị vốn chủ sở hữu.

Có lẽ quan trọng nhất, khoản nợ và LBO trở nên rủi ro hơn nhiều với tài chính phân tầng (tiered financing) so với mô hình tài chính dải (strip financing). Nếu công ty gặp rắc rối, các chủ nợ không giống như các cổ đông và do đó họ sẵn sàng buộc công ty phá sản hơn.

Vậy các ngân hàng đầu tư đã làm gì? Họ đã đi từ thế giới M&M với thuế và không có khó khăn tài chính trở lại một thế giới có khó khăn tài chính. Trước sự thay đổi này, khoảng cuối năm 1984, đã có gần 180 vụ LBO, chỉ một trong số đó phá sản. (Có một bài báo xuất sắc của Kaplan và Stein nghiên cứu và ghi nhận sự thay đổi này.19) Sau năm 1984, số vụ LBO phá sản tăng lên, một phản ứng rõ ràng đối với sự thay đổi trong cơ cấu tài chính.

Ngoài sự thay đổi của các ngân hàng đầu tư, Quốc hội cũng thay đổi luật thuế để làm cho LBO kém hấp dẫn hơn. Cụ thể, trong Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986 (ban hành ngày 22 tháng 10 năm 1986), Đạo luật Tiện ích Tổng hợp (General Utilities Act) đã bị bãi bỏ. Điều này có liên quan vì Đạo luật Tiện ích Tổng hợp đã cho phép các công ty ghi tăng (write up) tài sản họ mua lên mức giá họ đã trả và sau đó khấu hao chúng từ cơ sở mới cao hơn. Luật mới quy định rằng tài sản đã mua không thể được tăng lên giá trị đã mua (ghi tăng) trừ khi người bán trả thuế cho việc ghi tăng tài sản đó.

Ví dụ, theo Đạo luật Tiện ích Tổng hợp, một nhà đầu tư có thể mua một tòa nhà (hoặc tài sản của công ty) với giá 100 triệu đô la, khấu hao nó về không, sau đó bán lại cho người khác theo giá thị trường. Nhà đầu tư thứ hai này sau đó cũng được phép khấu hao từ giá mua của họ xuống không (do đó cũng có được lợi thế thuế). Điều này có thể xảy ra lặp đi lặp lại. Điều này không còn được phép nữa. Một khi tài sản đã được khấu hao, nếu nó được bán, người bán sẽ phải thu hồi (phải trả thuế) trên phần chênh lệch giữa giá mua và giá trị đã khấu hao. Sự thay đổi này đã lấy đi gần một nửa số lá chắn thuế (tax shields) trong ví dụ Congoleum và làm cho LBO kém sinh lợi hơn nói chung.

Động lực hiệu suất của LBO

Phân tích trên không nhằm ngụ ý rằng lợi thế duy nhất của LBO là tăng lá chắn thuế. Quan trọng là, khi các nhà quản lý cũng là cổ đông, có bằng chứng cho thấy họ quản lý công ty tốt hơn. Một nghiên cứu học thuật của Steve Kaplan chỉ ra rằng các thước đo hiệu quả (tức là tăng thu nhập hoạt động, giảm chi tiêu vốn và tăng dòng tiền ròng) đều cải thiện đáng kể sau LBO.20

19See S. Kaplan and J. Stein, "The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the1980s," Quarterly Journal of Economics (1993): 313–357.
20See S. Kaplan, "The Effects of Management Buyouts on Operations and Value," Journal of Financial Economics 24 (1989a): 217–254.

Như vậy, nếu được cấu trúc hợp lý, các LBO không chỉ đưa chúng ta trở lại thế giới M&M không có chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress), mà còn đưa chúng ta trở lại thế giới nơi các nhà quản lý là chủ sở hữu, do đó không có chi phí đại diện (agency costs).

TÓM TẮT

1. Điều gì tạo nên một ứng viên LBO tốt? Ba yêu cầu thiết yếu cho một ứng viên LBO tốt là nợ thấp, dòng tiền tốt và ban quản lý có năng lực. Tại sao nợ thấp? Doanh nghiệp phải có nợ thấp vì nếu không thì không thể tăng đòn bẩy (lever up). Dòng tiền tốt là gì? Chúng đủ lớn để vượt qua các khoản thanh toán nợ mới bắt buộc và đủ ổn định để giảm thiểu rủi ro không đáp ứng được chúng. Quản lý tốt cũng cần thiết để điều hành doanh nghiệp, hoặc là ban quản lý hiện tại hoặc là người thay thế họ.

Mặc dù không bắt buộc, nhưng sẽ hữu ích nếu các mảng kinh doanh của công ty có thể tách rời và có thể bán đi nếu mọi việc không diễn ra như kế hoạch. Ngoài ra, tiền mặt dư thừa luôn là điều tốt. Do đó, Congoleum là một ứng viên LBO hoàn hảo.

2. Quay lại sự phân đôi giữa rủi ro sản phẩm và rủi ro tài chính trong tài chính doanh nghiệp: Congoleum về cơ bản là điều ngược lại với những gì chúng ta thấy ở Massey Ferguson (trong Chương 5). Massey Ferguson có thị trường sản phẩm rủi ro và cần sự an toàn về mặt tài chính. Đối với một LBO, điều đó ngược lại. Một LBO nên có thị trường sản phẩm rất an toàn (BBR rất an toàn) nhưng có thể thêm rủi ro hơn về mặt tài chính. Tuy nhiên, như đã chỉ ra, một LBO không thực sự rủi ro về mặt tài chính như ban đầu có vẻ, bởi vì phần lớn khoản nợ thực chất là vốn chủ sở hữu đội lốt nợ.

3. Tài trợ tách rời (strip financing) là chìa khóa để giảm rủi ro tài chính trong các LBO. Được phát minh bởi First Boston (cho Congoleum), tài trợ tách rời được thiết kế để được gọi là nợ nhằm giúp công ty có được lá chắn thuế từ lãi vay (interest tax shield), nhưng các chứng khoán tách rời (strips) được dự định sẽ do chính những người nắm giữ vốn chủ sở hữu nắm giữ, một sự sắp xếp giúp giảm chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress). Tài trợ tách rời đóng vai trò then chốt trong trường hợp Congoleum vì nó đã loại bỏ xung đột giữa các bên có quyền lợi bằng cách biến các chủ nợ cũng thành chủ sở hữu. Nó mô phỏng M&M (1963) về thuế nhưng có chi phí kiệt quệ tài chính thấp (trái ngược với không có chi phí kiệt quệ trong M&M).

4. Nghiên cứu học thuật cho thấy giá trị từ một LBO không chỉ đến từ các khoản khấu trừ lãi vay và khấu hao bổ sung, mà còn từ sự thay đổi trong các động lực của ban quản lý. Chúng tôi không nói rằng ban quản lý không làm việc chăm chỉ khi được trả 370.000 đô la mỗi năm. Tuy nhiên, với những khoản lợi tiềm năng từ LBO, các nhà quản lý thậm chí có thể sẵn sàng mang cả giường gấp vào văn phòng.

5. Khi nào các nhà đầu tư LBO nhận được lợi nhuận của họ? Khoản lợi nhuận lớn thường đến khi LBO được niêm yết công khai trở lại. Các lá chắn thuế từ lãi vay và khấu hao không kéo dài mãi mãi. Khi chúng bắt đầu biến mất, công ty sẽ phát hành công khai (go public), và các cổ đông LBO nhận được khoản thanh toán của họ. Điều này thường được thực hiện sau khoảng ba đến năm năm (nên gần cuối năm 1984 đối với Congoleum). Tại sao là ba đến năm năm? Vì đó là khi phần lớn sự gia tăng trong tài sản, nhà máy và thiết bị (PP&E) đã được khấu trừ hết, mức nợ đã giảm xuống, và số dư tiền mặt đang tăng lên.

6. Liệu các LBO ngày nay có giống như thời của Congoleum không? Không. Điều gì đã thay đổi? Câu trả lời có phần tinh tế, với nhiều khía cạnh. Sự thay đổi xảy ra bất cứ khi nào một doanh nghiệp mới có lợi nhuận hoặc mô hình kinh doanh mới được tạo ra. Các nhà đầu tư, một khi họ

hiểu mô hình mới (trong trường hợp này là LBO) và bắt đầu thấy lợi nhuận ban đầu, xếp hàng để tài trợ thêm cho các LBO. Các LBO đầu tiên—những năm đầu thập niên 1980—gần như tất cả đều cực kỳ sinh lời. Lợi nhuận ban đầu giống như hái quả thấp cành. Những cái sau đó không sinh lời bằng.

Thứ hai, lợi nhuận từ LBO, ngay cả đối với các ứng viên tốt, cũng giảm vì có nhiều nhà đấu thầu hơn. Ví dụ: Nếu Congoleum không phải là LBO đầu tiên, điều gì sẽ xảy ra khi First Boston đưa ra giá thầu 38 đô la mỗi cổ phiếu cho công ty? Nhiều người khác có lẽ sẽ vào cuộc và đấu thầu. Một cuộc chiến đấu thầu làm giá tăng vọt, làm giảm lợi nhuận cho những nhà thầu thắng cuộc. Trong trường hợp Congoleum, không ai khác trả giá vì không ai khác hiểu LBO là gì. (Trong tuyên bố ủy quyền, Lazard nói rằng họ đã liên hệ với mười lăm người mua tiềm năng khác nhưng không ai quan tâm.) Cấu trúc mới của First Boston ban đầu rất khó hiểu. (Người ta không thấy rằng đó là M&M [1963] mà không có khó khăn tài chính.)
7. Một thay đổi khác trên thị trường LBO xảy ra khi các ngân hàng đầu tư ngừng tài trợ chúng bằng strips (khoảng năm 1984). Các nhân viên ngân hàng đầu tư bắt đầu tài trợ cho các LBO bằng cách tài trợ phân tầng (tiered financing) thay thế, bán tầng rủi ro nhất cho thị trường trái phiếu rác (junk bond). Điều này có nghĩa là những người nắm giữ trái phiếu không còn đồng thời là những người nắm giữ cổ phiếu. Khi các ngân hàng đầu tư chuyển từ strips sang tài trợ phân tầng, họ cũng thay đổi cách họ được bồi thường. Điều này làm cho khoản nợ giống với thị trường nợ thông thường hơn, nơi không một người nắm giữ trái phiếu nào sẽ dành thời gian và công sức để giám sát ban quản lý. Nhưng khi các ngân hàng đưa ra tài trợ phân tầng, họ đã tăng rủi ro khó khăn tài chính.
8. Ngoài những thay đổi về cạnh tranh và cấu trúc này, môi trường pháp lý cũng thay đổi. Như đã đề cập trước đó, việc bãi bỏ Đạo luật Tiện ích Tổng hợp (General Utilities Act) đã loại bỏ một nguồn giá trị lớn trong các LBO vì các tấm chắn thuế khấu hao (depreciation tax shields) không còn khả dụng nữa.

THẾ GIỚI KHÔNG NGỪNG THAY ĐỔI

Sự phát triển tiếp theo trong câu chuyện LBO là sự xuất hiện của các công ty cổ phần tư nhân (private equity firms). Các công ty cổ phần tư nhân áp dụng phần lớn mô hình LBO ban đầu. Các công ty này huy động một lượng lớn quỹ mà sau đó họ sử dụng để mua lại các công ty đại chúng và đưa họ trở thành tư nhân. Trong quá trình này, các công ty cổ phần tư nhân cung cấp cả tài trợ nợ và vốn cổ phần cho việc mua lại (và tỷ lệ nợ cao hơn so với công ty đại chúng đã có) và do đó có thể, giống như một LBO, giảm rủi ro trong khi hưởng lợi từ các tấm chắn thuế lãi vay lớn (interest tax shields). Ngoài ra, các công ty cổ phần tư nhân giám sát chặt chẽ ban quản lý của các công ty được mua lại, từ đó giảm chi phí đại diện (agency costs). Sau đó, các công ty được mua bởi các công ty cổ phần tư nhân được tách ra và trở thành các công ty đại chúng trở lại, tương tự như mô hình LBO Congoleum.

Các tác giả kỳ vọng Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2018 sẽ có ảnh hưởng lớn đến ngành cổ phần tư nhân (private equity industry). Trong khi luật mới giảm thuế suất thuế doanh nghiệp từ 35% xuống 21%, nó cũng đặt ra mức trần cho số tiền lãi vay được khấu trừ thuế. Mức trần hiện tại bằng 30% EBITDA của doanh nghiệp. Mức trần này sẽ loại bỏ phần lớn lợi thế của đòn bẩy tài chính cao (high leverage). Danh mục đầu tư hiện tại của các công ty cổ phần tư nhân sẽ không bị ảnh hưởng nhiều bởi mức trần về khấu trừ thuế lãi vay vì thuế suất doanh nghiệp thấp hơn sẽ bù đắp một phần hoặc toàn bộ tổn thất về khả năng khấu trừ thuế lãi vay.

Chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng lớn nhất của mức trần đối với các khoản khấu trừ thuế lãi vay sẽ được cảm nhận với các LBO mới hoặc các thương vụ mua lại cổ phần tư nhân. Điều này là do sự giảm sút trong ... của chúng.

khả năng sinh lời: hãy xem xét điều gì sẽ xảy ra trong trường hợp Congoleum nếu không có nhiều lợi thế về thuế của nó.

Trước Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2018, các công ty cổ phần tư nhân (private equity firms) cạnh tranh với các công ty đại chúng (public firms) để mua lại các công ty đại chúng. Cụ thể, Công ty Đại chúng A có thể được mua lại trong một vụ sáp nhập với Công ty Đại chúng B, hoặc Công ty Đại chúng A có thể được đưa về tư nhân (taken private) bởi một công ty cổ phần tư nhân. Điều này vẫn sẽ xảy ra sau khi luật thuế mới có hiệu lực, nhưng các công ty cổ phần tư nhân sẽ không thể trả giá cao như trước đây vì việc mua lại sẽ kém sinh lời hơn do những hạn chế hiện đặt ra đối với khấu trừ lãi vay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngành cổ phần tư nhân sẽ tăng trưởng chậm hơn và/hoặc thu hẹp lại.

Những điểm hấp dẫn sắp tới

Nghiên cứu tình huống tiếp theo của chúng ta liên quan đến việc mua lại Family Dollar bởi Dollar Tree. Tình huống này bao gồm chiến lược, định giá và thực thi, mà chúng ta sẽ thực hiện trong bốn chương liên tiếp.

PHỤ LỤC 18A: CÁC BÁO CÁO DỰ PHÓNG (PRO FORMAS) CỦA CONGOLEUM CÓ VÀ KHÔNG CÓ LBO

Các báo cáo tài chính dự phóng (pro forma financial statements) trong phụ lục này được tạo ra bởi các tác giả, dựa trên các tỷ lệ lịch sử và dự phóng chúng về tương lai. Điều này nhất quán với thảo luận trong Chương 3 và 4 về việc tạo lập các báo cáo dự phóng. Có một số báo cáo dự phóng được tạo ra như sau:

Bảng 18A.1 và 18A.2 dự phóng Báo cáo kết quả kinh doanh và Bảng cân đối kế toán của Congoleum từ 1978 đến 1979 và 1980, giả định rằng thương vụ LBO đã không xảy ra.

Bảng 18A.3 dự phóng Bảng cân đối kế toán của Congoleum cho năm 1979 và giả định rằng thương vụ LBO xảy ra. Trên thực tế, LBO diễn ra vào ngày 29 tháng 1 năm 1980. Để đơn giản, ảnh hưởng của một tháng dư thêm được bỏ qua trong trình bày. Lưu ý rằng Báo cáo kết quả kinh doanh cuối năm 1979 không thay đổi vì LBO xảy ra sau khi kết thúc năm.

Bảng 18A.4 và 18A.5 dự phóng Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán của Congoleum từ 1980 đến 1984, giả định LBO xảy ra.

Các giả định cho Báo cáo dự phòng (Pro Forma) của Congoleum khi không có LBO (Bảng 18.1 và 18.2)

- Tăng trưởng doanh thu 11% (mức tăng trưởng bình quân giai đoạn 1974–1978).
- Giá vốn hàng bán ở mức 67% (mức năm 1978).
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) ở mức 19% (mức năm 1978).
- Chi phí lãi vay năm 1979 được đặt thấp hơn một chút so với mức năm 1978 (phản ánh khoản nợ được trả hết mỗi năm) và bằng 0 vào năm 1979 (vì khoản nợ đã được trả hết).
- Thuế là 48% của lợi nhuận trước thuế.
- Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) là thu nhập ròng chia cho 11.783 triệu cổ phiếu.
- Cổ tức đã trả là 25% của thu nhập ròng (và cổ tức trên mỗi cổ phần là tổng cổ tức chia cho 11.783 triệu cổ phiếu).
- Giá cổ phiếu cuối năm là 7.3 lần EPS.
- Tiền mặt là con số chốt (plug figure), số tiền cần thiết để làm cho Bảng cân đối kế toán cân bằng.
- Các khoản phải thu (accounts receivable) được đặt ở mức 11% (mức năm 1978).
- Hàng tồn kho (inventory) được đặt ở mức 13% (mức năm 1978).
- Các tài sản ngắn hạn khác, PP&E (tài sản, nhà xưởng và thiết bị) và lợi thế thương mại (goodwill) đều được giữ nguyên (ở mức năm 1978).
- Nợ (debt) được trả hết (do số dư tiền mặt lớn).
- Các khoản phải trả (accounts payable) được đặt ở mức 7% doanh thu (mức năm 1978).
- Các khoản nợ ngắn hạn khác (other current liabilities) được giữ nguyên (ở mức năm 1978).
- Các khoản nợ dài hạn khác (other long-term liabilities) và vốn góp (contributed capital) được giữ nguyên (ở mức năm 1978 level).
- Lợi nhuận giữ lại (retained earnings) là số dư cuối kỳ từ năm 1978 cộng với thu nhập ròng dự phóng (pro forma net income) được tính trong Bảng 18A.1, trừ đi cổ tức giả định là 25% của thu nhập ròng.

BẢNG 18A.1
Báo cáo thu nhập dự phóng của Congoleum cho năm 1979 và 1980 khi không có LBO

BẢNG 18A.2
Bảng cân đối kế toán dự phóng của Congoleum cho năm 1979 và 1980 khi không có LBO

Báo cáo dự phóng của Congoleum với LBO

Bảng 18A.3 (minh họa bảng cân đối kế toán của Congoleum có thể xuất hiện như thế nào năm 1979 với LBO) được tạo ra bằng cách sử dụng bảng cân đối kế toán dự phóng năm 1979 trong Bảng 18A.2 (minh họa Congoleum có thể xuất hiện như thế nào năm 1979 mà không có LBO). Bảng 18A.3 sau đó được điều chỉnh cho những thay đổi do LBO (ví dụ: thay đổi giá trị do LBO). Lưu ý rằng không có sự thay đổi nào trong báo cáo thu nhập năm 1979 vì LBO diễn ra sau khi kết thúc năm tài chính và do đó không ảnh hưởng đến thu nhập cho đến năm 1980. Những thay đổi chính
là:

1. Tài sản được ghi tăng sau LBO thêm 245,8 triệu đô la, trong đó 174,0 triệu đô la được phân bổ cho bằng sáng chế và 71,8 triệu đô la còn lại được phân bổ cho PP&E. Làm thế nào để có được số tiền 245,8 triệu đô la? Đó là chênh lệch giữa 467,8 triệu đô la đã trả để mua lại Congoleum (447,7 triệu đô la trả cho cổ đông cộng với 10 triệu đô la tiền phí và 10,1 triệu đô la trả cho ban điều hành) và 222,0 triệu đô la giá trị ghi sổ ròng của công ty khi không có LBO trong Bảng 18A.3 (tài sản 345,3 triệu đô la
trừ đi nợ phải trả 123,3 triệu đô la) tại thời điểm LBO. 174 triệu đô la được phân bổ cho các bằng sáng chế dựa trên một ước tính được cung cấp trong tuyên bố ủy quyền của Congoleum.21

   Để đơn giản, TSCĐ hữu hình (PP&E) được tăng thêm 71,8 triệu đô la còn lại. Trong thực tế, mỗi tài sản và nợ phải trả riêng lẻ sẽ được điều chỉnh theo giá trị thị trường, với phần chênh lệch còn lại được phân bổ vào lợi thế thương mại (goodwill).22

2. Nợ ngắn hạn được tăng thêm 125 triệu đô la, bằng số nợ ngân hàng mới.
3. Nợ dài hạn tăng, như đã nêu trước đó, thêm 113,6 triệu đô la trái phiếu cao cấp (senior notes) cộng với 89,8 triệu đô la trái phiếu thứ cấp (junior notes), tổng cộng là 203,4 triệu đô la.

Để trình bày lại đoạn trước:
(triệu đô la)
Tiền mặt trả cho Congoleum (Bảng 18.3)
467,8
Tổng tài sản dự kiến (pro forma) 31/12/1979
345,3
Tổng nợ phải trả dự kiến (pro forma) 31/12/1979
123,3
Giá trị sổ sách ròng (net book value) 31/12/1979
222,0
Chênh lệch giá mua
245,8
Phân bổ cho bằng sáng chế (theo thẩm định)
174,0
Phân bổ cho TSCĐ hữu hình (PP&E)
71,8
245,8

---

4. Vốn góp được thiết lập lại, như đã nêu trên, để phản ánh cổ phiếu ưu đãi 26,2 triệu đô la cộng với cổ phiếu thường 25 triệu đô la, tổng cộng là 51,2 triệu đô la.
5. Lợi nhuận giữ lại (retained earnings) được thiết lập lại về 0 sau khi mua lại, vì tài sản và nợ phải trả đã được thiết lập lại theo giá mua.

21Bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) dành cho Đại hội đồng cổ đông đặc biệt vào ngày 29 tháng 1 năm 1980. Các tài liệu đã được nộp lên SEC vào ngày 8 tháng 1 năm 1980, tham chiếu C659750 16 22-78.
22Lợi thế thương mại (goodwill) được trình bày trong báo cáo tài chính là phần vượt trội đã trả cho một công ty so với giá trị thị trường của tài sản trừ đi nợ phải trả tại thời điểm mua.

BẢNG 18A.3
Bảng cân đối kế toán dự phóng của Congoleum trước và sau LBO

($000s)	**Không có LBO 12/31/1979**	**Có LBO 12/31/1979**
Tiền và chứng khoán khả thị	85,857	
sở hữu	(2,343)	
Các khoản phải thu	156,540	
Hàng tồn kho	70,308	
Hàng tồn kho	83,092	
không đổi	83,092	
Tài sản ngắn hạn khác	3,511	
không đổi	3,511	
Tổng tài sản ngắn hạn	242,769	
Tài sản cố định hữu hình, ròng	154,569	
+ điều chỉnh 71,806	70,777	
Tài sản vô hình và bằng sáng chế	142,383	
+ điều chỉnh 174,000	31,750	
Tổng tài sản	205,770	
	345,316	
	502,922	

Nợ ngắn hạng	0	
+ nợ ngắn hạng 125,000	125,000	
Phải trả người bán	44,742	
không đổi	44,742	
Nợ ngắn hạn khác	68,359	
không đổi	68,359	
Tổng nợ ngắn hạn	113,101	
	238,101	
Nợ dài hạn	0	
+ trái phiếu mới 203,400	203,400	
Nợ dài hạn khác	10,221	
không đổi	10,221	
Tổng nợ phải trả	123,322	
	451,722	
Vốn góp	16,258	
đặt lại thành 51,223	51,200	
Lợi nhuận giữ lại	205,738	
đặt lại thành 0	0	
Tổng vốn chủ sở hữu	221,994	
	51,200	
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	345,316	
	502,922	

Các báo cáo dự phóng (pro forma) sau LBO của Congoleum, 1980–1984 (Bảng 18A.4 và 18A.5)

Bây giờ chúng ta có thể tạo ra các Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma) của Congoleum với LBO. Chúng ta sẽ sử dụng nhiều giả định trong Bảng 18A.1 và 18A.2 cũng như các thay đổi được ghi chú trong Bảng 18A.3.

BẢNG 18A.4
Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) của Congoleum sau LBO

($000s)	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**	**1984**
Total revenue	709,480	787,523	874,150	970,306	1,077,041
Cost of sales	475,352	527,640	585,681	650,105	721,617
Selling and general expenses	176,782	191,611	208,069	226,339	246,619
Operating profit (EBIT)	57,346	68,272	80,400	93,862	108,805
Interest expense	41,608	38,244	32,697	26,086	18,950
Profit before tax	15,738	30,028	47,703	67,776	89,855
Income tax	7,554	14,414	22,897	32,533	43,130
Net income	8,184	15,614	24,806	35,243	46,725

Các Báo cáo thu nhập dự phóng (pro forma) (Bảng 18A.4) được tạo ra bằng cách sử dụng các giả định sau:

- Tăng trưởng doanh thu 11% (mức tăng trưởng trung bình từ 1974 đến 1978).
- Giá vốn hàng bán ở mức 67% (theo mức năm 1978).

23Điều này bao gồm 26,2 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi và 25,0 triệu đô la cổ phiếu phổ thông.

■SG&A ở mức 19% doanh thu (theo mức năm 1978) cộng thêm 41,98 triệu đô la cho khấu hao bổ sung -

khấu hao và phân bổ. Để đơn giản, PP&E được khấu hao đều trong mười năm và các bằng sáng chế trong năm năm. Do đó:

■Khấu hao và phân bổ (depreciation and amortization) được ước tính như sau:

Khấu hao bổ sung hàng năm trên PP&E	$ 71.810
	$ 7.18
Phân bổ bổ sung hàng năm cho bằng sáng chế	$174.05
	$34.80
Tổng mức tăng khấu hao và phân bổ	$41.98

■Chi phí lãi vay là 14% của nợ ngân hàng cuối năm trước (đối với năm 1980, con số này sẽ là 14%

* $125 million = $17.5 million) cộng 11.25% trên nợ cấp cao (senior debt) (đối với năm 1980, con số này sẽ là 11.25% * $113.6 million = $12.8 million) cộng 12.25% trên trái phiếu cấp dưới (junior notes) (đối với năm 1980, con số này sẽ là 12.25% * $89.8 = $11 million).

■Để đơn giản, chi phí lãi vay mỗi năm được tính dựa trên số dư nợ còn lại

nợ vào cuối năm trước. Tiền mặt dư thừa được giả định sẽ được dùng để trả nợ vào ngày cuối cùng của năm. Nợ ngân hàng (bank debt) được giả định sẽ được trả trước tiên. Điều này là vì nó có lãi suất cao hơn và cũng vì nợ cấp cao (senior debt) (trong trường hợp này là nợ ngân hàng) thường có các điều khoản ràng buộc (covenants) ngăn cản việc trả nợ cấp dưới (junior debt) trước. Khi nợ ngân hàng được trả hết, nợ cấp cao sẽ được trả tiếp theo và trái phiếu cấp dưới (junior notes) sẽ được trả cuối cùng.24

■ Một mức thuế suất thuế thu nhập 48% được sử dụng, vì đó là thuế suất thuế doanh nghiệp tại thời điểm của

LBO. (Ngày nay, sinh viên sẽ sử dụng mức thuế suất gần với mức thuế suất thuế doanh nghiệp tối đa hiện hành là 21%. Sinh viên đọc cuốn sách này 30 năm sau ... bạn hiểu ý mà.)

Các bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma balance sheets) (Bảng 18A.5) được tạo ra bằng cách sử dụng các giả định sau:

■Congoleum duy trì số dư tiền mặt tối thiểu bằng 1.5% doanh thu. Bất kỳ số dư nào vượt

mức này được coi là tiền mặt dư thừa và được dùng để trả bớt nợ.

■Khoản phải thu (accounts receivable) được đặt ở mức 11% doanh thu (mức năm 1978).

■Hàng tồn kho (inventory) được đặt ở mức 13% doanh thu (mức năm 1978).

■Tài sản lưu động khác (other current assets) được giữ cố định (ở mức năm 1978).

■Tài sản, nhà xưởng và thiết bị (PP&E) và tài sản vô hình (Intangibles), sau khi được tăng lên bởi LBO (theo Bảng 18A.3), được

giảm đều trong 10 năm ($7.18 million) và 5 năm ($34.8 million) tương ứng. CAPEX được giả định bằng với khấu hao trên số dư trước đó (tức là sự thay đổi của PP&E và Intangibles chỉ là khấu hao và phân bổ bổ sung từ các khoản ghi tăng LBO).

■Nợ ngân hàng (bank debt) được trả dần, như đã nêu ở trên.

■Khoản phải trả (accounts payable) được đặt ở mức 7% doanh thu (mức năm 1978).

■Nợ ngắn hạn khác (other current liabilities) được giữ cố định (ở mức năm 1978).

■Nợ dài hạn (long-term debt) được trả dần, như đã nêu ở trên.

■Nợ dài hạn khác (other long-term liabilities) được giữ cố định (ở mức năm 1978).

■Vốn góp được giả định là không đổi.

24Hồ sơ ủy quyền của Congoleum trình bày chi tiết các khoản thanh toán thực tế bắt buộc đối với các công cụ nợ khác nhau.

BẢNG 18A.5
Bảng cân đối kế toán Pro Forma của Congoleum sau LBO

($000s)	**1980**	**1981**	**1982**	**1983**	**1984**
Cash	10,642	11,813	13,112	14,554	16,156
Receivables	78,043	86,627	96,157	106,734	118,474
Inventory	92,232	102,378	113,639	126,140	140,015
Other current assets	3,511	3,511	3,511	3,511	3,511
Current assets	184,428	204,329	226,419	247,939	278,156
Net property plant & equipment	135,402	128,221	121,040	113,859	106,678
Intangibles	170,970	136,170	101,370	66,570	31,770
Total assets	490,800	468,720	448,829	431,368	416,604
Bank debt	103,310	63,689	16,466	—	—
Accounts payable	49,663	55,127	61,190	67,922	75,393
Other current liabilities	68,359	68,359	68,359	68,359	68,359
Current liabilities	221,332	187,175	146,015	136,281	143,752
Long-term debt	203,400	203,400	203,400	163,967	98,544
Other long-term liabilities	10,221	10,221	10,221	10,221	10,221
Total liabilities	434,953	400,796	359,636	310,469	252,517
Preferred stock	51,200	51,200	51,200	51,200	51,200
Common equity (CS & R//E)[25]	4,647	16,724	37,993	69,999	112,887
Total equity	55,847	67,924	89,193	120,899	164,087
Total liabilities and equity	490,800	468,720	448,829	431,368	416,604

- Lợi nhuận giữ lại được tăng lên bởi lợi nhuận ròng pro forma và giảm bởi cổ tức cổ phiếu ưu đãi (preferred stock dividend) của 3,542 triệu đô la (322.000 cổ phần @ $11/cổ phần). Không có cổ tức nào khác được trả vì toàn bộ tiền mặt thừa được giả định dùng để trả nợ.

Vì vậy, Bảng 18A.1 đến 18A.2 giúp tạo ra Bảng 18A.4 và 18A.5. Những bảng này lần lượt tạo ra Bảng 18.8 trong chương.

25Đây là vốn cổ phần thường ban đầu trị giá 25,0 triệu đô la cộng với lợi nhuận giữ lại pro forma.

PHỤ LỤC 18B: ĐIỂM NỔI BẬT CỦA Ý KIẾN CÔNG BẰNG CỦA LAZARD

Ngày 8 tháng 1 năm 1980

Lazard Frères & Co.

One Rockefeller Plaza

New York, N.Y. 10020

Hội đồng quản trị

Congoleum Corporation

777 East Wisconsin Ave.

Milwaukee, Wisconsin 53202

Kính gửi các ông,

Liên quan đến việc mua lại đề xuất Công ty Congoleum ("Congoleum") bởi một nhóm các nhà đầu tư tư nhân do The First Boston Corporation ("First Boston") tổ chức, các ông đã yêu cầu chúng tôi đưa ra ý kiến về tính công bằng của đề xuất trả 38 đô la tiền mặt cho mỗi cổ phần cho các cổ đông của Congoleum. Việc mua lại sẽ được thực hiện thông qua việc bán gần như toàn bộ tài sản của Congoleum (ngoại trừ tiền mặt và các khoản tương đương tiền sẽ được Congoleum giữ lại như mô tả trong Bản tuyên bố ủy quyền (Proxy Statement), như được định nghĩa dưới đây), cùng với gần như toàn bộ các khoản nợ của Congoleum, cho một công ty tư nhân được thành lập để mua lại Congoleum. Các cổ đông của Congoleum sẽ được trả một khoản phân phối thanh lý 38 đô la cho mỗi cổ phần từ số tiền thu được từ việc bán và các khoản tiền mặt được Congoleum giữ lại, và Congoleum sẽ bị giải thể (tất cả các giao dịch nêu trên được gọi chung là "Các Giao dịch").

Để đi đến ý kiến của mình, chúng tôi đã, trong số những điều khác:

I. đã xem xét các tài liệu công bố của và liên quan đến Congoleum, bao gồm các báo cáo thường niên trên mẫu 10-K và các báo cáo tạm thời được nộp cho Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) . . .

II. đã xem xét tình hình tài chính và kết quả hoạt động của Congoleum trong năm năm kết thúc vào ngày 31 tháng 12 năm 1978 . . .

III. đã xem xét tình hình tài chính và kết quả hoạt động trong 9 tháng kết thúc vào ngày 30 tháng 9 năm 1979 và ngày 30 tháng 9 năm 1978, và sau đó đã thảo luận với ban lãnh đạo về các yếu tố chính ảnh hưởng đến kết quả hiện tại và tương lai của Congoleum;

IV. đã thăm các cơ sở chính của Congoleum;

V. đã xem xét tình hình tài chính và kết quả hoạt động trong các giai đoạn tương đương của các công ty mà chúng tôi cho là nhìn chung tương tự với Congoleum hoặc với một trong ba lĩnh vực kinh doanh chính của Congoleum;

VI. đã thực hiện định giá ba đơn vị kinh doanh chính của Congoleum như thể chúng là các "công ty độc lập", dựa trên bội số (multiples) của thu nhập mỗi đơn vị được suy ra từ phân tích các đối thủ cạnh tranh hoặc các công ty tương tự với mỗi đơn vị;

VII. đã xem xét sự cải thiện mạnh mẽ gần đây trong tình hình tài chính và kết quả hoạt động của Congoleum;

VIII. đã xem xét và cân nhắc lịch sử giá cổ phiếu của Congoleum trong năm năm qua;

IX. đã xem xét các điều khoản của một số giao dịch mua lại lớn gần đây được chọn;

X. đã xem xét và cân nhắc đề xuất của First Boston và các tài liệu liên quan đến

các Giao dịch được trình bày trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement); và
XI. đã xem xét cơ cấu vốn dự kiến (pro forma capitalization) và các dự báo tài chính của Fibic

Corporation cho các năm 1980 đến 1984.

Chúng tôi đã giả định, mà không xác minh độc lập, tính chính xác và đầy đủ của thông tin trong Bản tuyên bố ủy quyền (Proxy Statement), các thông tin công khai khác và thông tin do Congoleum và Fibic cung cấp cho chúng tôi.

Dựa trên phân tích của chúng tôi về những điều nêu trên và các yếu tố khác mà chúng tôi cho là phù hợp, bao gồm đánh giá của chúng tôi về các điều kiện kinh tế, thị trường và tiền tệ chung . . . chúng tôi cho rằng mức tiền mặt 38 USD mỗi cổ phần được trả dưới dạng cổ tức thanh lý (liquidating distribution) là công bằng cho các cổ đông của Congoleum từ quan điểm tài chính.

Trân trọng,
Lazard Frères & Co.

Ngoài lá thư trên, bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) cũng ghi chú (trong một bản ghi nhớ mà Lazard đưa cho Hội đồng quản trị) rằng Lazard: "đã tiếp xúc với mười lăm công ty mà họ coi là những người mua tiềm năng về khả năng mua lại Congoleum và/hoặc bất kỳ bộ phận lớn nào của công ty này và nhận thấy rằng không ai trong số đó quan tâm đến việc mua bán như vậy . . . rằng chỉ có một nguồn bên ngoài liên hệ với họ bày tỏ quan tâm tiềm năng đến việc mua lại Congoleum, nhưng nguồn đó không tích cực theo đuổi vấn đề . . . . đã định giá ba đơn vị kinh doanh của Congoleum như thể chúng là "các công ty độc lập (free standing companies)." Dựa trên phương pháp định giá này, phạm vi giá trị của toàn bộ Congoleum bao gồm mức thấp khoảng 430.000.000 USD (35 USD mỗi cổ phần) và mức cao khoảng 479.000.000 USD (39 USD mỗi cổ phần), với điểm giữa của phạm vi ước tính là khoảng 455.000.000 USD (37 USD mỗi cổ phần). Những giá trị này chưa bao gồm bất kỳ chi phí nào . . . ."

CHƯƠNG 19
Mua bán và Sáp nhập (Mergers and Acquisitions): Các vấn đề Chiến lược (Các cửa hàng Dollar)

Trong chương này và ba chương tiếp theo, chúng ta sẽ sử dụng việc mua lại Family Dollar bởi Dollar Tree để đánh giá một vụ sáp nhập. Mua bán và sáp nhập là một loại đầu tư và, như vậy, chúng có ba yếu tố chính giống như tất cả các khoản đầu tư:

1. Chiến lược
2. Định giá
3. Thực hiện1

Sự khác biệt chính giữa một vụ sáp nhập (merger) và một khoản đầu tư nội bộ (ví dụ: một nhà máy mà công ty quyết định xây dựng) nằm ở khâu thực hiện. Nếu một công ty quyết định xây dựng một nhà máy, nhà máy không thể quyết định không được xây dựng. Trong trường hợp sáp nhập, công ty mục tiêu thường phản đối việc thâu tóm (acquisition) cả trước tòa lẫn thông qua một loạt các thao tác tài chính.

Như chúng tôi đã nhiều lần tuyên bố trước đây, khi thực hiện một khoản đầu tư, phần chiến lược (strategy) nên được đặt lên hàng đầu. Tuy nhiên, vì đây là một cuốn sách về tài chính, trong các chương trước chúng tôi đã bắt đầu và tập trung vào việc định giá (valuation). Trong bốn chương tiếp theo, chúng tôi sẽ thực hiện các phần theo đúng thứ tự: đầu tiên là chiến lược, sau đó là định giá, và cuối cùng là khâu thực hiện (execution) (mà thường là phần thú vị nhất). Chúng tôi sẽ dành mỗi chương cho chiến lược và thực hiện, và hai chương cho định giá. Cả bốn chương sẽ đề cập đến thương vụ thâu tóm Family Dollar bởi Dollar Tree gần đây, một thương vụ đặc biệt thú vị và đôi khi gây tranh cãi, cả hai đều là các nhà bán lẻ sản phẩm tiêu dùng giá rẻ.

BA ĐỐI THỦ CẠNH TRANH CHÍNH

Khái niệm về "cửa hàng 1 đô la" (dollar store), nơi mọi thứ trong cửa hàng được bán với giá $1.00,2 được tạo ra vào năm 1955 bởi J.L. và Cal Turner (cha và con trai). Khái niệm của họ trở thành Dollar General, tính đến cuối năm 2014 đã có 11,789 cửa hàng, doanh số $18.9 tỷ, lợi nhuận ròng

1Các công ty thường thuê cố vấn bên ngoài (ngân hàng đầu tư và các công ty tư vấn) để được tư vấn về ba chức năng này. Các cố vấn bên ngoài này thường là những nhà tuyển dụng lớn nhất của các MBA mới tốt nghiệp.
2Trên thực tế, các mặt hàng được bán với giá từ $1 đến $10 tại Dollar Store và Family Dollar, trong khi Dollar Tree bán mọi thứ với giá $1.00 hoặc thấp hơn.

BẢNG 19.1
So sánh ba nhà bán lẻ cửa hàng 1 đô la lớn nhất năm 20143

Doanh số	$18.9 tỷ	$8.6 tỷ	$10.5 tỷ
Lợi nhuận ròng	$1.1 tỷ	$599 triệu	$285 triệu
Số cửa hàng	11,789	5,367	8,042
Doanh số trên mỗi foot vuông	$230	$185	$180
Vốn hóa thị trường	$23 tỷ	$16 tỷ	$9 tỷ
Vị trí cửa hàng	Nông thôn & tầu nhập thấp	Ngoại ô	Thị trấn nhỏ

$1.1 tỷ, và vốn hóa thị trường là $23 tỷ. Năm 2014, Dollar General là công ty lớn nhất trong lĩnh vực của ngành bán lẻ.

Dollar Tree cạnh tranh với Dollar General, và nguồn gốc của nó có từ năm 1954. Vào cuối năm 2014, Dollar Tree có 5,367 cửa hàng với tổng doanh số $8.6 tỷ, lợi nhuận ròng $599.2 triệu và vốn hóa thị trường $16 tỷ. Họ đứng thứ hai nếu tính theo vốn hóa thị trường hoặc lợi nhuận, nhưng đứng thứ ba nếu tính theo doanh thu hoặc số lượng cửa hàng.

Family Dollar được thành lập vào năm 1959. Con trai của nhà sáng lập, Howard Levine, trở thành CEO vào năm 2003. Vào cuối năm 2014, Family Dollar vận hành 8.042 cửa hàng và có doanh thu 10,5 tỷ đô la, lợi nhuận ròng (net profit) 284,5 triệu đô la, và vốn hóa thị trường (market capitalization) 9 tỷ đô la. Họ đứng thứ hai nếu đo bằng doanh thu hoặc số lượng cửa hàng, và đứng thứ ba nếu đo bằng vốn hóa thị trường hoặc lợi nhuận.

Bảng 19.1 so sánh ba công ty này tại thời điểm cuối năm tài chính 2014 với một vài số liệu thống kê liên quan.

Bất chấp cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2008, hoặc có lẽ vì nó, ba công ty đã tăng tổng số cửa hàng từ 18,430 vào năm 2007 lên 25,198 vào cuối năm 2014, với tốc độ tăng trưởng kép (compound growth rate) 4.6% mỗi năm.[4]

Lịch sử gần đây

Vào tháng 7 năm 2007, KKR (tự mô tả mình là "một công ty đầu tư toàn cầu hàng đầu") đã mua lại Dollar General trong một vụ LBO (mua lại bằng đòn bẩy - leveraged buyout) với giá 22,00 đô la mỗi cổ phiếu, trong một thương vụ trị giá 7,3 tỷ đô la.[5] KKR đã nỗ lực cải thiện biên lợi nhuận (margin) của Dollar General bằng cả việc tăng

3Thông tin tài chính của Dollar General và Dollar Tree là tính đến ngày 31 tháng 1 năm 2015. Thông tin tài chính của Family Dollar là tính đến ngày 30 tháng 8 năm 2014. Vốn hóa thị trường là tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2014, cho cả ba công ty. Tất cả thông tin tài chính được lấy từ hồ sơ 10-K.
4Dollar General có 8,194 cửa hàng vào cuối năm 2007, Family Dollar có 6,430, và Dollar Tree có 3,806.
5Xem "KKR Hoàn tất Thương vụ Mua lại Công ty Dollar General," ngày 6 tháng 7 năm 2007, http://ir.kkr.com/kkr_ir/kkr_releasedetail.cfm?ReleaseID=333012.

doanh thu trên mỗi foot vuông và bằng cách giảm chi phí. Chỉ hơn hai năm sau, vào cuối tháng 7 năm 2009, KKR thông báo ý định thực hiện IPO (initial public offering - phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng) cho Dollar General.6 Đợt IPO, được thực hiện vào ngày 10 tháng 12 năm 2009, bao gồm 34,1 triệu cổ phiếu (Dollar General phát hành 22,7 triệu cổ phiếu mới, và KKR bán 11,4 triệu trong số 295,2 triệu cổ phiếu của mình). Cổ phiếu được bán với giá 21 đô la mỗi cổ phiếu, tổng cộng 716,1 triệu đô la.7 Ngay trước đợt IPO, Dollar General đã trả cổ tức đặc biệt 200 triệu đô la cho KKR. Ngay sau đợt IPO, Dollar General có 317,9 triệu cổ phiếu đang lưu hành, định giá công ty với vốn hóa thị trường 6,7 tỷ đô la. Trong bốn năm tiếp theo, KKR đã bán hết số cổ phiếu còn lại tại Dollar General với giá 30,50 đô la, 39,00 đô la, 45,25 đô la và 60,71 đô la—đợt bán cổ phiếu cuối cùng diễn ra vào ngày 11 tháng 12 năm 2013.

Trian Partners (tự mô tả là "một công ty quản lý đầu tư thay thế trị giá nhiều tỷ đô la") được dẫn dắt bởi Nelson Peltz, Peter May và Edward Garden (con rể của Nelson Peltz). Công ty nhận thấy thành công mà KKR đã đạt được với Dollar General và quyết định mua cổ phiếu của Family Dollar. Cuối tháng 7 năm 2010, Trian thông báo rằng họ nắm giữ 8.7 triệu cổ phiếu của nhà bán lẻ này, tương đương 6.6% (sau đó tăng lên 8%). Peltz và Garden sau đó bắt đầu thảo luận với ban quản lý Family Dollar để "nâng cao giá trị cổ đông bằng cách cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty."8

Khoảng thời gian này (mùa hè năm 2010), Family Dollar đã thuê ngân hàng đầu tư Morgan Stanley để cung cấp:

> *các phân tích tài chính về công ty và lời khuyên về các vấn đề liên quan đến bảng cân đối kế toán . . . như một kết quả phát sinh từ những đánh giá này, Family Dollar đã công bố một kế hoạch chiến lược độc lập được cập nhật, bao gồm việc phát sinh nợ mới, tăng cường mua lại cổ phiếu, chi tiêu vốn (capex) để cải tạo các cửa hàng hiện có và đẩy nhanh việc mở cửa hàng mới.9*

Vào ngày 15 tháng 2 năm 2011, Trian đã đưa ra lời đề nghị mua lại toàn bộ Family Dollar với giá từ $55 đến $60 cho mỗi cổ phiếu bằng tiền mặt. Lời đề nghị bao gồm việc cho phép ông Levine (con trai của nhà sáng lập kiêm Giám đốc điều hành (CEO)) tham gia vào thương vụ mua lại cùng với Trian.10

Tại cuộc họp hội đồng quản trị Family Dollar vào ngày 3 tháng 3 năm 2011, "Ông Levine thông báo với hội đồng rằng ông không quan tâm đến việc chấp nhận lời mời của Trian để tham gia với tư cách là một nhà đầu tư cùng với Trian liên quan đến đề xuất của họ, và xác nhận rằng ông đã không có bất kỳ cuộc thảo luận nào với Trian cho thấy ý định tham gia với tư cách như vậy."

6Xem Michael Corkery và Dennis K. Berman, "KKR Plans a Dollar General IPO," Wall Street Journal, ngày 29 tháng 7 năm 2009, www.wsj.com/articles/SB124883449189489059.
7Xem Phil Wahba và Clare Baldwin, "Dollar General IPO Prices at Low End," Reuters, ngày 12 tháng 11 năm 2009, www.reuters.com/article/2009/11/13/us-ipos-idUSTRE5AC0A220091113.
8Melly Alazraki, "Nelson Peltz's Trian Group Buys 6.6% of Family Dollar," Daily Finance, ngày 28 tháng 7 năm 2010, www.dailyfinance.com/2010/07/28/nelson-peltz-trian-group-buys-6-6-of-family-dollar/.
9Xem Family Dollar Inc. Bản tuyên bố ủy quyền (Proxy Statement) về đề xuất sáp nhập đề ngày 28 tháng 10 năm 2014, 68.
10Sđd., 69.

Hội đồng quản trị sau đó đã bác bỏ đề nghị vì "không thỏa đáng," nói rằng "việc tiếp tục thực hiện kế hoạch chiến lược độc lập sẽ mang lại lợi ích tốt nhất cho các cổ đông của Family Dollar."11

Vào ngày 25 tháng 5 năm 2011, Pershing Square Capital Management (một quỹ phòng hộ do nhân viên sở hữu, được thành lập và lãnh đạo bởi William Ackman)12 thông báo đã nắm giữ 6.9% tỷ lệ sở hữu trong cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của Family Dollar, tăng lên 8.9% vào ngày 9 tháng 6 năm 2011.13

Vào ngày 13 tháng 11, Paulson and Co. thông báo đã nắm giữ 9.9% cổ phiếu đang lưu hành của Family Dollar và kêu gọi công ty bán mình.

Tại thời điểm này, với ba quỹ phòng hộ nắm giữ các vị thế lớn trong Family Dollar (Trian khoảng 8.0%, Pershing Square 8.9%, và Paulson and Co. 9.9%), có vẻ như Family Dollar đã "bị săn đón" như một mục tiêu mua lại.

Để đối phó với đề nghị của Trian, Family Dollar đã ký một thỏa thuận đình chiến kéo dài hai năm (hết hạn vào tháng 7 năm 2013). Thỏa thuận đình chiến là gì? Đó là một thỏa thuận trong đó mọi người đồng ý không mua thêm cổ phiếu — nói cách khác, họ đồng ý "đứng yên." Family Dollar đồng ý tăng số thành viên hội đồng quản trị từ 10 lên 11 và bổ nhiệm Edward Garden của Trian vào hội đồng. Đổi lại, Trian đồng ý rút lại đề nghị mua lại Family Dollar và đồng ý giới hạn quyền sở hữu của mình đối với cổ phiếu phổ thông đang lưu hành của Family Dollar không quá 9.9%.14

Như có thể thấy trong Bảng 19.2, từ năm tài chính 2010 (ngay trước khi Trian thông báo đầu tư vào Family Dollar) đến năm tài chính 2013, hoạt động kinh doanh của Family Dollar trái chiều. Số lượng cửa hàng Family Dollar tăng 16.7% (từ 6,785 lên 7,916), doanh số tăng 31.6% (từ $7.9 tỷ lên $10.4 tỷ), và thu nhập ròng tăng 23.9% (từ $358.1 triệu lên $443.6 triệu). Tuy nhiên, EBIT trong năm 2012 và 2013 về cơ bản là không đổi và giảm mạnh trong năm 2014. Điều quan trọng là, doanh số trên mỗi foot vuông của Family Dollar chỉ đạt $180, thấp hơn 21.7% so với mức $230 trên mỗi foot vuông của Dollar General.

Bảng 19.3 cung cấp bảng cân đối kế toán của Family Dollar trong giai đoạn này. Thị trường chứng khoán đã phản ứng với tình hình tài chính của Family Dollar bằng cách tăng giá cổ phiếu theo mức tăng của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones: giá cổ phiếu của Family Dollar tăng 33.7%, cao hơn một chút so với mức tăng 30.6% của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones trong cùng kỳ.

Việc Family Dollar không thể cải thiện hoạt động hơn nữa và đạt được kết quả tương đương với Dollar General đã khiến hội đồng quản trị cân nhắc từ bỏ kế hoạch chiến lược hoạt động độc lập. Tuy nhiên, thay vì bán cho Trian, Family Dollar bắt đầu xem xét hợp tác với một công ty khác để nâng cao giá trị cổ đông.

11Ibid.

12Ackman nổi lên trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2008 nhờ đặt cược rằng bảo hiểm trái phiếu đô thị (municipal bond insurance) sẽ sụp đổ (và điều đó đã xảy ra). Gần đây, Ackman xuất hiện trên báo chí tài chính vì đã bán khống (short) cổ phiếu Herbalife, cho rằng đây là một mô hình Ponzi (Ponzi scheme), trong khi Carl Icahn (một nhà đầu tư nổi tiếng khác) công khai ủng hộ Herbalife và mua cổ phiếu.

13Xem Tuyên bố ủy quyền (Proxy Statement) của Family Dollar Inc. về Đề xuất sáp nhập ngày 28 tháng 10 năm 2014, trang 69.

14Thỏa thuận cũng có các điều khoản khác. Ví dụ: Trian sẽ được phép mua thêm cổ phiếu nếu được Family Dollar cho phép hoặc nếu hội đồng quản trị khuyến nghị một đề nghị mà theo đó các cổ đông hiện tại không còn nắm giữ phần lớn cổ phần trong công ty. Xem Tuyên bố ủy quyền (Proxy Statement) của Family Dollar Inc. về Đề xuất sáp nhập ngày 28 tháng 10 năm 2014, trang 69.

BẢNG 19.2
Báo cáo thu nhập của Family Dollar, 2010–2014

($000s)	8/28/2010	8/27/2011	8/25/2012	8/31/2013	8/30/2014
Sales	7,866,971	8,547,835	9,331,005	10,391,457	10,489,330
Operating costs/other	7,291,373	7,909,763	8,642,904	9,675,295	10,036,728
EBIT	575,598	638,072	688,101	716,163	452,602
Interest income	1,597	1,532	927	422	190
Interest expense	13,337	22,446	25,090	25,888	30,038
Income before tax	563,858	617,158	663,938	690,697	422,754
Income tax	205,723	228,713	241,698	247,122	138,251
Net income	358,135	388,445	422,240	443,575	284,503
EPS	2.64	3.12	3.58	3.83	2.49
Dividend/share	0.60	0.695	0.60	0.94	1.14
Number of stores	6,785	7,023	7,442	7,916	8,042
Sales growth	6.3%	8.7%	9.2%	11.4%	0.9%
Net margin	4.6%	4.5%	4.5%	4.2%	2.7%
ROA		13.0%	14.1%	13.0%	7.7%
ROE		27.3%	38.8%	33.9%	17.8%

BẢNG 19.3
Bảng cân đối kế toán của Family Dollar, 2010–2014

($000s)	8/28/2010	8/27/2011	8/25/2012	8/31/2013	8/30/2014
Cash and investment	503,079	237,411	224,885	180,442	180,020
Inventory	1,028,022	1,154,660	1,426,163	1,467,016	1,609,932
Other	129,107	141,773	117,122	209,547	312,094
Current assets	1,660,208	1,533,844	1,768,170	1,857,005	2,102,046
PP&E	1,111,966	1,280,589	1,496,360	1,732,544	1,688,213
Other	209,883	181,772	108,535	120,312	67,036
Total assets	2,982,057	2,996,205	3,373,065	3,709,861	3,857,295
Short-term debt	—	16,200	31,200	16,200	16,200
Accounts payable	676,975	685,063	674,202	723,200	773,021
Other	377,512	315,792	360,255	340,822	339,809
Current liabilities	1,054,487	1,017,055	1,065,657	1,080,222	1,129,030
Long-term debt	250,000	532,370	516,320	500,275	484,226
Other	256,016	359,706	493,461	530,309	578,314
Total liabilities	1,560,503	1,909,131	2,075,438	2,110,806	2,191,570
Contributed capital	(244,092)	(882,675)	63,243	29,430	(58,316)
Retained earnings	1,665,646	1,969,749	1,234,384	1,569,625	1,724,041
Total equity	1,421,554	1,087,074	1,297,627	1,599,055	1,665,725
Total liabilities and equity	2,982,057	2,996,205	3,373,065	3,709,861	3,857,295

MUA LẠI MỘT CÔNG TY/TÌM NGƯỜI MUA

Hợp tác với một công ty khác có thể đi theo một trong hai hướng: Family Dollar có thể mua lại một công ty khác và ban quản lý hiện tại của họ sẽ điều hành công ty kết hợp. Ngược lại, Family Dollar có thể bị mua lại bởi một công ty khác. Trong trường hợp sau, ban quản lý hiện tại của Family Dollar có khả năng sẽ bị thay thế.15

Vậy bây giờ chúng ta hãy chuyển sang câu hỏi: Liệu Family Dollar có giá trị hơn khi có hay không có ban quản lý hiện tại của họ? Nghĩa là: Một sự kết hợp giữa Family Dollar và một công ty khác sẽ có giá trị hơn nếu ban quản lý của Family Dollar vẫn nắm quyền, hay sẽ có giá trị hơn nếu ban quản lý của một công ty khác tiếp quản?

Lý do kinh tế đằng sau một vụ sáp nhập là công ty kết hợp có giá trị cao hơn tổng của các bộ phận (2 + 2 = 5). Điều này xảy ra vì nhiều lý do. Cụm từ bao quát để biện minh cho một vụ sáp nhập là 'sức mạnh tổng hợp' (synergy), có thể là thực hoặc tưởng tượng. Sức mạnh tổng hợp thực sự bao gồm việc công ty kết hợp đạt được doanh thu lớn hơn và/hoặc chi phí thấp hơn. Điều này có thể xảy ra do lợi thế kinh tế theo quy mô, tăng sức mạnh độc quyền và quản lý tốt hơn (bao gồm cả chính sách tài chính và thị trường sản phẩm tốt hơn).

Nếu sự kết hợp chỉ đơn thuần nhờ vào lợi thế kinh tế theo quy mô (economies of scale) hoặc tăng sức mạnh độc quyền (monopoly power), thì việc ban quản lý của ai điều hành công ty hợp nhất không quan trọng. Tuy nhiên, nếu giá trị tăng thêm đến từ quản lý tốt hơn, thì rõ ràng nó có quan trọng. Thực tế là doanh số trên mỗi foot vuông (sales per square foot) của Family Dollar thấp nhất trong ba đối thủ chính, tất cả đều theo cùng một mô hình thị trường sản phẩm, cho thấy rằng việc đưa ban quản lý mới vào Family Dollar có thể tạo ra sức mạnh tổng hợp (synergy).

Các tuyên bố với báo chí tài chính đã ủng hộ lập luận rằng một ban quản lý tốt hơn đang được tìm kiếm: “Ban quản lý không làm tốt công việc,” “Tôi nghĩ họ sẽ buộc phải đưa một nhà quản lý mới vào,” “Họ đã không thực hiện đúng… đó là vấn đề quản lý.”16

Đồng thời, các sức mạnh tổng hợp (synergies) tạo ra thông qua việc tăng sức mạnh độc quyền thường thu hút sự soi xét từ Ủy ban Thương mại Liên bang (Federal Trade Commission - FTC). Nếu Family Dollar sáp nhập với Dollar General hoặc Dollar Tree, sự kết hợp của hai trong ba công ty lớn nhất trong ngành rõ ràng sẽ củng cố ngành đáng kể. Điều này có nghĩa là bất kỳ thỏa thuận nào như vậy có thể sẽ trở nên phức tạp do yêu cầu phải được FTC phê duyệt.17

Hội đồng quản trị của Family Dollar đã làm gì? Họ đã tìm đến ngân hàng đầu tư của mình, Morgan Stanley, để xin lời khuyên. Morgan Stanley khuyên nên bán Family Dollar cho Dollar General hoặc Dollar Tree. Các ngân hàng đầu tư và hội đồng quản trị đồng ý rằng Family Dollar sẽ có giá trị hơn đối với một đối thủ cạnh tranh trong một vụ sáp nhập so với khi hoạt động độc lập (stand-alone).

15Nếu việc mua lại là thân thiện, ban quản lý hiện tại vẫn có thể đóng vai trò trong công ty hợp nhất. 16Ely Portillo and Linly Lin, “Change Likely at Family Dollar, but Sale Far from Certain,” Charlotte Observer, June 20, 2014, www.charlotteobserver.com/news/business/article9133838.html. 17Việc FTC phê duyệt các vụ sáp nhập trong cùng ngành thường yêu cầu công ty hợp nhất phải thoái vốn (divest) một số tài sản nhất định (ví dụ: bộ phận, nhà máy, cửa hàng, v.v.) để duy trì cạnh tranh.

công ty. Về cơ bản, Family Dollar nhìn quanh và quyết định rằng Dollar General hoặc Dollar Tree là những người mua tiềm năng hàng đầu, vì vậy họ đã mời họ (lần lượt từng người) "đi ăn tối".

Lý do chiến lược để Dollar General mua lại Family Dollar

Nhìn nhận thương vụ sáp nhập từ góc độ của Dollar General: Liệu công ty số một trong ngành mua lại công ty số hai trong ngành có hợp lý về mặt kinh tế hay không? Có. Thứ nhất, dựa trên doanh thu trên mỗi foot vuông (230 đô la cho Dollar General so với 180 đô la cho Family Dollar), có vẻ như còn nhiều dư địa để Dollar General cải thiện hoạt động của Family Dollar. Thứ hai, thương vụ mua lại này sẽ tăng cường sức mạnh thị trường của Dollar General (cả trong mua hàng và định giá). Tuy nhiên, không rõ FTC có chấp thuận thương vụ này hay không. Và như mọi khi, câu hỏi đặt ra là: Ở mức giá nào? Hãy nhớ rằng, thường có một mức giá mà tại đó khoản đầu tư có NPV dương, và luôn có một mức giá mà tại đó nó có NPV âm.

Như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 22, Dollar General, ít nhất là ban đầu, đã quyết định chơi trò khó khăn.

Cơ sở chiến lược cho việc Dollar Tree mua lại Family Dollar

Liệu công ty số ba trong ngành mua lại công ty số hai trong ngành có hợp lý hay không? Có. Giống như Dollar General, Dollar Tree cũng có thể cải thiện hoạt động của Family Dollar. Thứ hai, thương vụ mua lại này sẽ đưa Dollar Tree lên vị trí số một trong ngành, với khả năng tăng cường sức mạnh thị trường (cả trong mua hàng và định giá). Ngoài ra, Dollar Tree có sự chồng lấn địa lý về cửa hàng với Family Dollar ít hơn so với Dollar General. Do đó, FTC có thể ít khắt khe hơn trong quá trình phê duyệt.

Trong một thông cáo báo chí ngày 28 tháng 7 năm 2014, Dollar Tree đã thảo luận về việc sáp nhập và đưa ra danh sách sau đây như là "lý do chiến lược thuyết phục" cho việc mua lại Family Dollar:

- **Tạo ra một nhà bán lẻ giảm giá hàng đầu ở Bắc Mỹ. Giao dịch sẽ tạo ra**

  một nhà bán lẻ giảm giá hàng đầu ở Bắc Mỹ dựa trên số lượng cửa hàng, hoạt động hơn 13,000 cửa hàng tại 48 tiểu bang và năm tỉnh của Canada, với doanh số vượt quá 18 tỷ đô la và hơn 145,000 nhân viên.

- **Mô hình kinh doanh bổ sung trên giá cố định và đa mức giá. Dollar**

  Tree là nhà điều hành hàng đầu quốc gia về các cửa hàng giá cố định, bán mọi thứ với giá 1 đô la hoặc ít hơn, và Family Dollar là nhà điều hành quốc gia hàng đầu về các cửa hàng đa mức giá, cung cấp cho người tiêu dùng quan tâm đến giá trị một loạt hàng hóa có giá cạnh tranh tại các cửa hàng khu phố thuận tiện. Dollar Tree dự định sẽ giữ lại và phát triển từng thương hiệu của mình và thương hiệu Family Dollar trong tương lai và sẽ tối ưu hóa danh mục bất động sản kết hợp.

■**Nhắm đến phạm vi khách hàng và địa lý rộng hơn. Dollar Tree nhắm đến khách hàng**

trong phạm vi rộng lớn của vùng trung tâm nước Mỹ với các cửa hàng chủ yếu ở khu vực ngoại ô, và Family Dollar nhắm đến các hộ gia đình có thu nhập thấp và trung bình thấp thông qua các vị trí đô thị và nông thôn. Giao dịch này sẽ cho phép Dollar Tree phục vụ phạm vi khách hàng rộng hơn và mang lại giá trị lớn hơn cho họ.

■**Tận dụng chuyên môn hàng hóa bổ sung. Danh mục của Dollar Tree bao gồm**

sự cân bằng giữa hàng hóa tiêu dùng và hàng hóa đa dạng/theo mùa. Danh mục của Family Dollar chủ yếu bao gồm hàng hóa tiêu dùng và sản phẩm gia dụng. Các danh mục bổ sung sẽ cho phép các thương hiệu Dollar Tree và Family Dollar mở rộng các danh mục sản phẩm và mang lại một danh mục rộng hơn, hấp dẫn hơn cho tất cả khách hàng.

■**Tạo ra các cơ hội hợp lực (synergy) đáng kể. Dollar Tree kỳ vọng sẽ tạo ra**

những hiệu quả đáng kể trong việc tìm nguồn cung ứng và mua hàng, SG&A, đòn bẩy, hiệu quả phân phối và logistics, và thông qua tối ưu hóa định dạng. Dollar Tree dự kiến rằng giao dịch sẽ mang lại ước tính $300 triệu mỗi năm . . . hợp lực sẽ được thực hiện đầy đủ vào cuối năm thứ ba sau khi hoàn tất.

■**Tăng cường hiệu quả tài chính và cải thiện triển vọng tăng trưởng. Giao dịch**

được ước tính sẽ gia tăng EPS tiền mặt (cash EPS) trong năm đầu tiên sau khi hoàn tất, không bao gồm chi phí một lần để đạt được hợp lực. Dollar Tree sẽ có vị thế tốt hơn để đầu tư vào các thị trường và kênh hiện tại và mới, đồng thời phát triển cơ sở cửa hàng trên nhiều thương hiệu. Công ty hợp nhất kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền tự do (free cash flow) đáng kể, cho phép công ty trả nợ nhanh chóng.

Ngoài các báo cáo truyền thông, dường như có sự phù hợp chiến lược giữa các cửa hàng bán lẻ giá rẻ (dollar stores). Các hợp lực tiềm năng bao gồm lợi thế kinh tế nhờ quy mô trong mua hàng và sức mạnh thị trường lớn hơn. Một hợp lực tiềm năng khác là quản lý tốt hơn, được chứng minh bằng việc cả Dollar General và Dollar Tree đều có doanh số trên mỗi foot vuông cao hơn và kiểm soát chi phí tốt hơn so với Family Dollar. Như ông Gardner của Trian đã lưu ý:

Family Dollar chỉ thu được $180 doanh số trên mỗi foot vuông mỗi năm tại các cửa hàng của mình, so với $230 tại Dollar General . . . . Dollar General có thể trả một mức giá cao, vì ban quản lý tuyệt vời của họ có thể đưa các chỉ số của họ vào Family Dollar.18

Ở những nơi khác, báo chí tài chính dường như cũng có cùng quan điểm. Ví dụ:

Family Dollar sẽ có thể mua hàng từ các nhà cung cấp của Dollar Tree với giá tốt hơn. Ngoài ra, cả hai có thể sử dụng chung các trung tâm phân phối và xe tải giao hàng, điều này có thể giúp họ giảm chi phí. Nhìn chung, điều này có thể giúp Family Dollar cung cấp sản phẩm với giá cạnh tranh.19

18Shawn Tully, "How the Dollar Store War Was Won," Fortune, ngày 1 tháng 5 năm 2015, trang 89–103.
19Trefis Team, "How Will Dollar Tree–Family Dollar Merger Impact Wal-Mart?" Forbes, ngày 7 tháng 8 năm 2014, www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/08/07/how-will-dollar-tree-family-dollar-merger-impact-wal-mart/.

TÓM TẮT

Chương này đã giải thích lý do chiến lược đằng sau việc mua lại Family Dollar bởi Dollar General hoặc Dollar Tree.

Bây giờ, hãy tưởng tượng bạn đang ở một cuộc họp với vai trò là thành viên hội đồng quản trị của Dollar General hoặc Dollar Tree, biểu quyết về việc mua lại Family Dollar. Bạn đã được ban quản lý cho biết rằng điều này có ý nghĩa chiến lược. Bạn đã được ngân hàng đầu tư của bạn nói rằng mức giá đang thảo luận là hợp lý. Hơn nữa, bạn biết rằng một công ty khác cũng quan tâm, và bạn phải cân nhắc một đề nghị cạnh tranh tiềm năng cao hơn cho Family Dollar. Cuộc họp hội đồng quản trị chỉ kéo dài vài giờ. Kiến nghị được đưa ra và được tán thành. Đã đến lúc bạn biểu quyết. Bạn sẽ bỏ phiếu như thế nào? À, có lẽ trước khi trả lời, bạn muốn biết thêm về việc định giá và thực hiện.

Điểm hấp dẫn sắp tới

Cuối cùng, một cuộc chiến đấu thầu giữa Dollar General và Dollar Tree đã diễn ra, chi tiết của cuộc chiến này sẽ được thảo luận trong Chương 22. Tuy nhiên, trước tiên chúng ta sẽ định giá Family Dollar trong Chương 20 và 21.

CHƯƠNG 20
Định giá một Thương vụ Mua lại: Dòng tiền Tự do của Doanh nghiệp (Free Cash Flows to the Firm)

(The Dollar Stores)

Trong chương trước, chúng ta đã xem xét sự phù hợp chiến lược giữa Family Dollar và Dollar General hoặc Dollar Tree. Trong chương này, chúng ta sẽ ước tính giá trị của Family Dollar.

Chúng ta đã giới thiệu về định giá trong Chương 15 và 16, sử dụng tình huống Sungreen. Chương 17 mở rộng cuộc thảo luận về định giá bằng cách xem xét một số sắc thái. Chương này sẽ thực hiện một định giá khác sâu hơn để giúp người đọc hiểu rõ hơn về các công thức, thay vì chỉ học thuộc lòng. Như đã làm với Sungreen, chúng ta bắt đầu với kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFf). Sau đó, trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ giới thiệu kỹ thuật dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (FCFe) và so sánh nó với kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp.

Chúng ta bắt đầu với thương vụ Dollar Tree mua Family Dollar. Để có được các báo cáo tài chính dự phóng (pro formas) dùng để tạo ra dòng tiền và ước tính chi phí vốn cho Family Dollar, chúng ta sẽ dựa vào bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) của Family Dollar, trong đó có các ước tính do Morgan Stanley (ngân hàng đầu tư của Family Dollar) thực hiện. Khi cần thiết, chúng ta sẽ phân tích ngược (reverse engineer) các yếu tố định giá không được nêu rõ trong proxy statement. Sau đó, chúng ta sẽ tính giá trị cuối cùng (terminal value) bằng phương pháp bội số (multiple) và phương pháp dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity). Cuối cùng, chúng ta kết hợp ba thành phần của việc định giá (tức là giá mua, dòng tiền chiết khấu, và giá trị cuối cùng) để định giá Family Dollar.

Lưu ý, các báo cáo dự phóng cho Family Dollar được thực hiện trước khi Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm (Tax Cuts and Jobs Act) năm 2018. Do đó, không có trần khấu trừ lãi vay. Trên thực tế, chi phí lãi vay vượt quá 30% EBITDA trước năm 2018 nhưng thấp hơn 30% EBITDA sau đó. Chính vì vậy, các tính toán do Morgan Stanley và các tác giả của bạn thực hiện sẽ không thay đổi. Tuy nhiên, như sẽ thấy ở chương tiếp theo, phương pháp dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flow to equity) không cần điều chỉnh đối với trần khấu trừ lãi vay.

LỜI ĐỀ NGHỊ MUA LẠI FAMILY DOLLAR

Vào ngày 24 tháng 7 năm 2014, giá thầu của Dollar Tree cho Family Dollar là 8,52 tỷ đô la tương đương 74,50 đô la mỗi cổ phiếu (bao gồm 59,60 đô la tiền mặt cộng với 0,2665 cổ phiếu của Dollar Tree, với mỗi phần cổ phiếu Dollar Tree được ước tính trị giá 14,90 đô la vào ngày chào mua). Giá thầu này nhắm vào tất cả 114,3 triệu cổ phiếu đang lưu hành và đưa ra mức phí bảo hiểm khoảng 22,9% trên

vốn hóa thị trường hiện tại của công ty là $6.93 tỷ hoặc $60.66 mỗi cổ phiếu ngay trước khi đưa ra giá thầu.1

Nghĩa là, giá thầu cho Family Dollar bao gồm:

Tiền mặt
$6.81 billion
30.5 triệu cổ phiếu mới phát hành của Dollar Tree
$1.71 billion
Tổng giá mua
$8.52 billion

Lời đề nghị này đã đưa ra mức phụ trội (premium) đáng kể so với cả vốn hóa thị trường (market capitalization) của Family Dollar là $6.93 billion và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (book equity) là $1.67 billion (như thể hiện trong Bảng 20.1). Đầu tiên, tại sao lại có sự khác biệt lớn như vậy giữa vốn hóa thị trường và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu? Giá trị sổ sách ròng (net book value) từ Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) là một con số kế toán không nhất thiết liên quan đến thực tế kinh tế, như đã thảo luận trong Phụ lục 3A ("Accounting Is Not Economic Reality") và như chúng ta đã đề cập nhiều lần. Vốn hóa thị trường là một con số tài chính và phản ánh giá trị vốn chủ sở hữu theo thị trường.

BẢNG 20.1
Bảng cân đối kế toán của Family Dollar vào ngày 30/8/2014 trước khi mua lại2

(Triệu USD)
Tài sản ngắn hạn
2,102.0
Nợ ngắn hạn không bao gồm nợ vay
1,112.8
Tài sản, nhà xưởng và thiết bị,
1,688.2
Nợ vay
500.4
Lợi thế thương mại
0.0
Nợ khác
578.3
Tên thương mại và tài sản vô hình khác
0.0
Tổng nợ phải trả
2,191.5
Tài sản dài hạn khác
67.0
Vốn chủ sở hữu
1,665.7
Tổng tài sản
3,857.2
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu
3,857.2

Thứ hai, tại sao Dollar Tree lại đưa ra mức phụ trội (premium) 1.59 tỷ USD so với vốn hóa thị trường hiện tại của Family Dollar? Lý do là nhờ những sự cộng hưởng (synergies) được kỳ vọng như đã thảo luận trong Chương 19.

Chênh lệch giữa giá chào mua và giá trị sổ sách (kế toán) được điều chỉnh vào thời điểm sáp nhập bằng cách lập lại Bảng cân đối kế toán. Nghĩa là, một thương vụ sáp nhập mang lại cơ hội để trình bày lại (điều chỉnh) các con số kế toán sao cho gần với thực tế kinh tế hơn. Trong trường hợp của Family Dollar, điều này được thực hiện bằng cách phân bổ khoản chênh lệch 6.85 tỷ USD giữa giá mua 8.52 tỷ USD và giá trị sổ sách ròng 1.67 tỷ USD. Theo bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement), Family Dollar ước tính các khoản chênh lệch như sau:

Lợi thế thương mại (Goodwill)
5.19 tỷ USD
Tài sản vô hình
2.42 tỷ USD
Nợ dài hạn khác (chủ yếu là thuế hoãn lại)
−0.76 tỷ USD
Tổng điều chỉnh theo giá trị thị trường hợp lý
6.85 tỷ USD

Lợi thế thương mại (goodwill) là gì? Đó là một khoản điều chỉnh kế toán cho số tiền mà công ty mua lại trả vượt quá giá trị tài sản ròng của công ty được mua lại. Như đã đề cập ở trên,

1Vốn hóa thị trường định giá một công ty dựa trên giá của cổ phiếu biên (giao dịch cuối cùng).
2Các số liệu này lấy từ Báo cáo thường niên ngày 30/8/2014 của Family Dollar. Khoảng 114.3 triệu cổ phiếu đang lưu hành ước tính và các thông tin khác trong văn bản lấy từ bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) ngày 28/10/2014 của Family Dollar.

Giá chào mua của Dollar Tree cao hơn nhiều so với giá trị kế toán của tài sản ròng (tài sản trừ đi nợ phải trả) của Family Dollar. Khi hợp nhất (kết hợp) báo cáo tài chính của Family Dollar vào báo cáo của mình, Dollar Tree trước tiên đánh giá lại toàn bộ tài sản và nợ phải trả theo giá trị "hợp lý" hoặc giá trị thị trường (bao gồm cả các tài sản vô hình như bằng sáng chế và bản quyền). Mọi khoản chênh lệch còn lại được ghi nhận là "lợi thế thương mại" (goodwill) trên Bảng cân đối kế toán. Do đó, lợi thế thương mại là giá mua trừ đi giá trị hợp lý của tài sản và nợ phải trả tại ngày mua.

Tài sản vô hình là gì? Chúng là nhãn hiệu thương mại, tên thương mại, bằng sáng chế, bản quyền của công ty, và bất kỳ tài sản nào khác không có hình thái vật lý (hữu hình). Trong trường hợp này, 2,42 tỷ đô la là giá trị ước tính của tên thương mại "Family Dollar."

Bảng 20.2 trình bày Bảng cân đối kế toán của Family Dollar sẽ như thế nào vào ngày 1 tháng 9 năm 2014, nếu tài sản và nợ phải trả của công ty được ghi tăng theo các điều chỉnh ở trên.

BẢNG 20.2
Bảng cân đối kế toán đã điều chỉnh của Family Dollar tại ngày 1/9/2014 sau khi mua lại

(triệu đô la)	
Tài sản lưu động	2.102,0
Nợ ngắn hạn không bao gồm nợ vay	1.112,8
Tài sản, nhà xưởng và thiết bị	1.688,2
Nợ vay (+6.810)	7.310,4
Lợi thế thương mại (+5.190)	5.190,0
Nợ phải trả khác (+760)	1.338,3
Tên thương mại và tài sản vô hình khác (+2.420)	2.420,0
	Tổng nợ phải trả 9.761,5

Lưu ý rằng giả định vốn chủ sở hữu cũ được mua lại và hủy bỏ bằng khoản thanh toán tiền mặt 6,81 tỷ đô la (được tài trợ bằng khoản phát hành nợ mới của Dollar Tree) và khoản phát hành vốn chủ sở hữu mới 1,71 tỷ đô la với tổng giá mua là 8,52 tỷ đô la. Lợi thế thương mại, tên thương mại và các khoản nợ phải trả được điều chỉnh tăng lên theo giá trị hợp lý như đã nêu ở trên.

Bây giờ chúng ta sẵn sàng bắt đầu định giá. Chúng ta bắt đầu bằng việc lập Báo cáo thu nhập dự phóng và Bảng cân đối kế toán. Chúng được sử dụng để tạo ra dòng tiền tự do cho doanh nghiệp. Tiếp theo, chúng ta ước tính WACC cho doanh nghiệp. Việc này bao gồm ước tính cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong tương lai cũng như chi phí nợ và chi phí vốn chủ sở hữu. Sau đó, dòng tiền được chiết khấu theo WACC. Cuối cùng, giá trị cuối kỳ được ước tính bằng nhiều kỹ thuật. Tổng của giá mua, dòng tiền chiết khấu và giá trị cuối kỳ chiết khấu cung cấp ước tính về giá trị gia tăng cho Dollar Tree từ việc sáp nhập.[3]

DÒNG TIỀN TỰ DO CHO DOANH NGHIỆP

Bây giờ chúng ta sẵn sàng tính toán dòng tiền của Family Dollar. Bảng 20.3 cung cấp Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán thực tế của Family Dollar cho các năm tài chính từ 2010 đến 2014, năm năm trước khi mua lại.[4]

[3]Số liệu thực tế của chúng tôi kết thúc vào năm tài chính 2014. Chúng tôi ước tính dòng tiền năm năm tiếp theo, sau đó tính giá trị cuối kỳ và chiết khấu tất cả về đầu năm tài chính 2015.
[4]Số liệu Bảng cân đối kế toán năm 2014 đã được điều chỉnh cho việc sáp nhập theo Bảng 20.2. Các Bảng 20.3 và 20.4 trình bày vốn lưu động ròng (tài sản lưu động trừ nợ ngắn hạn) ở phía tài sản của Bảng cân đối kế toán. Điều này làm giảm tổng tài sản và tổng nợ phải trả đi phần nợ ngắn hạn. Bảng 20.2 không làm như vậy.

BẢNG 20.3
Báo cáo tài chính trước khi mua lại của Family Dollar 2010–2014

Income Statements ($000s)	8/28/2010	8/27/2011	8/25/2012	8/31/2013	8/30/2014
Sales	7,866,971	8,547,835	9,331,005	10,391,457	10,489,330
Cost of sales	5,058,971	5,515,540	6,071,058	6,836,712	6,958,045
Gross profit	2,808,000	3,032,295	3,259,947	3,554,745	3,531,285
SG&A	2,060,365	2,211,768	2,381,899	2,627,303	2,844,372
Depreciation and amortization	172,037	182,455	213,835	239,485	265,461
Operating profit	575,598	638,072	664,213	687,957	421,452
Interest income	1,597	1,532	927	422	190
Other income	—	—	23,888	28,206	31,150
Interest expense	13,337	22,446	25,090	25,888	30,038
Income before tax	563,858	617,158	663,938	690,697	422,754
Income tax	205,723	228,713	241,698	247,122	138,251
Net income	358,135	388,445	422,240	443,575	284,503
Balance Sheets ($000s)	**8/28/2010**	**8/27/2011**	**8/25/2012**	**8/31/2013**	**8/30/2014**
Current assets	1,660,208	1,533,844	1,768,170	1,857,005	2,102,046
Current liabilities	1,054,487	1,000,855	1,034,457	1,064,022	1,112,830
Net working capital	605,721	532,989	733,713	792,983	989,216
PP&E	1,111,966	1,280,589	1,496,360	1,732,544	1,688,213
Other	209,883	181,772	108,535	120,312	67,036
Total assets	1,927,570	1,995,350	2,338,608	2,645,839	2,744,465
Short-term debt	—	16,200	31,200	16,200	16,200
Long-term debt	250,000	532,370	516,320	500,275	484,226
Other	256,016	359,706	493,461	530,309	578,314
Total liabilities	506,016	908,276	1,040,981	1,046,784	1,078,740
Total equity	1,421,554	1,087,074	1,297,627	1,599,055	1,665,725
Total liabilities and equity	1,927,570	1,995,350	2,338,608	2,645,839	2,744,465
Debt ratio	15.0%	33.5%	29.7%	24.4%	23.1%

Bảng 20.4 cung cấp Báo cáo thu nhập pro forma và Bảng cân đối kế toán pro forma của Family Dollar cho giai đoạn 2015–2019, năm năm sau thương vụ mua lại, được điều chỉnh theo giá trị thị trường hợp lý (trong trường hợp này là lợi thế thương mại, tên thương mại và nợ) từ thương vụ mua lại (như được trình bày trong Bảng 20.2).

Bảng 20.5 cung cấp các giả định cơ sở cho Bảng 20.4. Các giả định này chủ yếu lấy từ bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) của Family Dollar. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, bản tuyên bố ủy quyền không cung cấp rõ ràng tất cả các giả định cần thiết để tạo ra các báo cáo pro forma. Chi tiết về cách các tác giả phân tích ngược (reverse engineer) bản tuyên bố cũng được bao gồm.

BẢNG 20.4
Báo cáo tài chính pro forma của Family Dollar sau mua lại được điều chỉnh cho thương vụ mua lại, 2015–2019

Sales	11,207,000	12,355,000	13,523,000	14,537,225	15,627,517
Cost of sales	7,306,964	8,055,460	8,816,996	9,478,271	10,189,141
Gross profit	3,900,036	4,299,540	4,706,004	5,058,954	5,438,376
SG&A	2,942,014	3,081,623	3,267,248	3,512,193	3,775,608
Depreciation	310,000	307,000	306,000	305,000	304,000
Operating profit	648,022	910,917	1,132,756	1,241,761	1,358,768
Interest expense	381,702	377,284	388,580	400,060	410,153
Income before tax	266,320	533,633	744,176	841,701	948,615
Income tax	95,343	191,041	266,415	301,329	339,604
Net income	170,977	342,592	477,761	540,372	609,011
Current assets	2,151,744	2,372,160	2,596,416	2,791,147	3,000,483
Current liabilities	1,277,598	1,408,470	1,541,622	1,657,244	1,781,537
Net working capital	874,146	963,690	1,054,794	1,133,904	1,218,946
PP&E	1,748,292	1,927,380	2,109,588	2,267,807	2,437,893
Goodwill	5,190,000	5,190,000	5,190,000	5,190,000	5,190,000
Intangibles: trade name	2,420,000	2,420,000	2,420,000	2,420,000	2,420,000
Other	67,036	67,036	67,036	67,036	67,036
Total assets	10,299,474	10,568,106	10,841,418	11,078,747	11,333,875
Short-term debt	16,200	16,200	16,200	16,200	16,200
Long-term debt	7,239,260	7,456,503	7,677,261	7,871,360	8,077,768
Other	1,338,314	1,338,314	1,338,314	1,338,314	1,338,314
Total liabilities	8,593,774	8,811,017	9,031,775	9,225,874	9,432,282
Contributed capital	1,705,700	1,705,700	1,705,700	1,705,700	1,705,700
Retained earnings	0	51,389	103,943	147,173	195,893
Total equity	1,705,700	1,757,089	1,809,643	1,852,873	1,901,593
Total liabilities and equity	10,299,474	10,568,106	10,841,418	11,078,747	11,333,875
Debt ratio	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%

Từ các chương trước, chúng ta biết dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm, FCFf) bằng EBIT (1 – Tc) cộng khấu hao trừ CAPEX trừ phần tăng vốn lưu động cộng thuế hoãn lại cộng các khoản mục bổ sung.5

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

5Trong công thức trên, vốn lưu động ròng (net working capital) bao gồm thay đổi của thuế hoãn lại. Một số công thức liệt kê thay đổi của thuế hoãn lại như một biến riêng. Ngoài ra, công thức được viết là trừ đi phần tăng, trong khi thực tế là trừ phần tăng hoặc cộng phần giảm.

BẢNG 20.5
Các giả định pro forma của Family Dollar (cho Bảng 20.4)

Các giả định của báo cáo thu nhập:

a. Doanh thu cho 2015–2017 là theo ước tính của Morgan Stanley trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) (thể hiện mức tăng lần lượt là 6.8%, 10.2% và 9.5%). Doanh thu trong 2018 và 2019 được các tác giả ước tính là 7.5% mỗi năm (trung bình của 2011–2014).
b. Giá vốn hàng bán được đặt ở mức 65.2% (trung bình của 2010–2014).
c. Chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) được đặt ở mức 26.25%, 24.94% và 24.16% cho giai đoạn 2015–2017. Các con số này được tính dựa trên lợi nhuận hoạt động của Morgan Stanley (lợi nhuận trước thuế, khấu hao và phân bổ). Các con số cho 2018–2019 được đặt ở mức 24.16% (mức của năm 2017).
d. Khấu hao cho 2015–2017 là theo ước tính của Morgan Stanley trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement)-ment. Khấu hao cho năm 2018 và 2019 theo xu hướng từ 2015 đến 2017. e. Chi phí lãi vay là 5.2% (chi phí nợ giả định của Morgan Stanley) của năm trước nợ ngắn hạn và dài hạn. f. Thuế suất thuế thu nhập được đặt ở mức 35.8%. Đây là con số được Morgan Stanley sử dụng trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement). Thuế suất thuế doanh nghiệp liên bang Hoa Kỳ là 35%. Mức tăng thêm 0.8% là ước tính cho thuế tiểu bang và thuế tài sản. Chi phí thuế của Family Dollar trung bình 35.7% từ năm 2010–2014.

Các giả định về Bảng cân đối kế toán:

a. Tài sản ngắn hạn, nợ ngắn hạn, và tài sản, nhà xưởng và thiết bị được đặt ở mức 19.2% của doanh thu, 11.4% doanh thu và 15.6% doanh thu tương ứng (trung bình của 2010–2014).

Lợi thế thương mại (goodwill), tài sản vô hình (intangibles), nợ (debt) và các khoản nợ phải trả khác (other liabilities) được điều chỉnh như nêu trong Bảng 20.2 để phản ánh phần vượt trội của giá mua so với giá trị hợp lý của tài sản.

Các tài sản khác, nợ ngắn hạn và các khoản nợ phải trả khác được giả định giữ nguyên theo thời gian.

Vốn chủ sở hữu (lợi nhuận giữ lại) tăng mỗi năm bằng thu nhập ròng trừ đi cổ tức. Cổ tức được điều chỉnh đến một mức sao cho nợ (con số chốt cuối cùng) tăng hoặc giảm một lượng cần thiết để giữ tỷ lệ nợ không đổi. Nghĩa là, cả cổ tức và nợ đóng vai trò là biến bù (plug).

trong đó:

FCFf = dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm)

EBIT = lợi nhuận trước lãi vay và thuế (earnings before interest and taxes)

Tc = thuế suất trung bình của doanh nghiệp (average tax rate)

Dep = khấu hao và phân bổ (depreciation and amortization)

CAPEX = chi phí đầu tư vốn (capital expenditures)

NWCend/begin = vốn lưu động ròng (net working capital) tại thời điểm cuối/đầu năm (vốn lưu động ròng là tiền mặt cần thiết cộng các khoản phải thu cộng hàng tồn kho trừ các khoản phải trả)

Extras = các khoản mục như trợ cấp (subsidies) (không phát sinh trong mọi trường hợp)

EBIT □(1 −Tc)

Hãy dừng lại một chút. Chúng tôi đã hứa sẽ đi sâu hơn trong chương này, vì vậy bây giờ chúng ta hãy cùng tìm hiểu. Báo cáo thu nhập (income statement) bao gồm các khoản mục lợi nhuận ròng (net income) và thuế (taxes). Nó không bao gồm EBIT (1 −Tc). Bạn không thấy cụm từ này vì các doanh nghiệp không nộp thuế trên EBIT. Các doanh nghiệp nộp thuế trên (EBIT − I), tức là lợi nhuận trừ đi các khoản thanh toán lãi vay (vì chúng được khấu trừ thuế) và được hiển thị trên báo cáo thu nhập là lợi nhuận trước thuế (earnings before taxes).

Nói cách khác, bạn phải trừ các khoản thanh toán lãi vay khỏi EBIT trước khi tính toán số thuế phải nộp.

Vậy tại sao kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) lại sử dụng EBIT (1 −Tc) trong khi các công ty có khấu trừ lãi vay chỉ phải nộp thuế trên (EBIT −I)? Lý do là cách kỹ thuật này thu nhận giá trị của các tấm chắn thuế. Trong phương pháp FCFf, giá trị của các tấm chắn thuế được kết hợp vào WACC (tức là tỷ lệ chiết khấu). Điều này có nghĩa là bạn không cần phải tính đến các tấm chắn thuế trong dòng tiền vì bạn làm điều đó sau khi chiết khấu dòng tiền.

Hãy nhớ, công thức WACC của chúng ta là:

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \times Kd \times (1 - Tc) + (E/(D + E)) \times Ke$$

trong đó:

D = nợ phải trả lãi (interest-bearing debt)

E = vốn chủ sở hữu (equity)

(D/(D + E)) = tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn

(E/(D + E)) = tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn

Kd = chi phí nợ (cost of debt)

Tc = thuế suất biên (marginal tax rate)

Ke = chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity)

WACC sử dụng chi phí nợ sau thuế, Kd (1 – Tc), có nghĩa là nó trừ đi tấm chắn thuế của lãi vay trong tỷ lệ chiết khấu. Để tránh việc tấm chắn thuế của lãi vay bị tính trùng (cả trong dòng tiền lẫn tỷ lệ chiết khấu), chúng ta không khấu trừ lãi vay trước khi tính thuế phải nộp.

Chúng ta hãy trình bày lại biểu thức EBIT (1 – Tc):

$$EBIT \times (1 - Tc) = (EBIT - I) \times (1 - Tc) + I \times (1 - Tc)$$

$$EBIT (1 - Tc) = NI + I (1 - Tc)$$

Hai công thức trên chỉ đơn thuần là biến đổi đại số và không chứa thêm nội dung kế toán hay tài chính nào, nhưng chúng ta sẽ sử dụng chúng sau này để thay thế vào công thức dòng tiền tự do.

WACC và Các Cơ Cấu Vốn Khác Nhau

Như đã đề cập trong Chương 17, "Các sắc thái định giá," việc sử dụng phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp với WACC có một số giả định mạnh. Một trong những giả định mạnh nhất là cơ cấu vốn không thay đổi (tức là tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu duy trì ổn định). Một giả định khác là giá trị của tấm chắn thuế được đưa vào công thức WACC bằng cách sử dụng Kd (1 −Tc). Điều quan trọng là, khi sử dụng phương pháp FCFf, việc thay đổi cơ cấu vốn không làm thay đổi dòng tiền. EBIT (1 −Tc) không thay đổi theo số nợ (hoặc lãi phải trả). Các yếu tố khác của dòng tiền cũng vậy. Do đó, dòng tiền (khác với thu nhập ròng và chi phí lãi vay) vẫn không đổi.

Việc sử dụng các mức nợ khác nhau ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp bằng cách thay đổi WACC, chứ không phải dòng tiền. Sự thay đổi cơ cấu vốn làm thay đổi WACC theo nhiều cách. Tỷ lệ nợ và tỷ lệ vốn chủ sở hữu rõ ràng là thay đổi. Ngoài ra, Kd và Ke sẽ thay đổi theo các mức rủi ro khác nhau (chúng tôi đã giải thích trước đó trong Chương 7 cách thay đổi nợ làm thay đổi Kd của công ty, cũng như beta và Ke của công ty, và cuối cùng là Ko của nó).

Trong Bảng 20.4, chúng ta đã giả định rằng cấu trúc vốn mới của Family Dollar bao gồm toàn bộ nợ dùng để mua lại công ty. Chúng ta sẽ sớm nới lỏng giả định này, nhưng lưu ý rằng, như được trình bày trong Phụ lục 20A, việc nới lỏng này sẽ không làm thay đổi dòng tiền tự do của công ty (free cash flows to the firm). Cụ thể, Phụ lục 20A sử dụng cấu trúc vốn với 35,7% nợ (ước tính của tác giả), nhưng có cùng dòng tiền tự do cho công ty như Bảng 20.4, vốn sử dụng cấu trúc vốn với 81,0% nợ.

Khấu hao và Hao mòn, Các khoản mục bất thường, CAPEX, và Vốn lưu động

*Số hạng tiếp theo trong công thức FCFf của chúng ta là Dep, đại diện cho khoản phí kế toán của khấu hao và hao mòn. Nó thực chất không phải là một dòng tiền. Khấu hao ảnh hưởng đến dòng tiền thông qua các tấm chắn thuế (tax shields). Ví dụ, nếu bạn thêm $100 khấu hao mới, nó làm tăng bao nhiêu vào dòng tiền tự do của công ty? Công thức làm cho nó có vẻ như dòng tiền tăng thêm $100. Nhưng tác động thực tế của $100 chi phí khấu hao lên dòng tiền là gì? Nó phải là $100 * Tc. Tức là, nếu thuế suất là 35%, $100 khấu hao làm giảm thuế phải nộp cho chính phủ đi $35. Đây chính là số tiền dòng tiền tăng thêm cho công ty.*

Thực tế, công thức dòng tiền tự do của công ty cho bạn chính xác hiệu ứng này. Bằng cách nào? Nó hoạt động thông qua một số số hạng của công thức như sau: nếu khấu hao tăng thêm $100, EBIT giảm đi $100. Do đó, EBIT trừ thuế giảm đi $100 (1 – Tc). Vậy dòng tiền tăng thêm là gì? Cộng lại $100 khấu hao sẽ có hiệu ứng là –$100 (1 – Tc) + $100, cho hiệu ứng ròng là $100 Tc.

Thực hiện lại ví dụ:

Nếu khấu hao tăng thêm $100, thì

EBIT ↓$100, và

$$\text{EBIT} * (1 - T_c) \downarrow \text{ by } \$100 * (1 - T_c) = -\$100 + \$100 * (T_c).$$

Cộng lại $100 khấu hao (như trong công thức) sẽ cho

−$100 + $100 (Tc) + $100 = $100 (Tc), đây là hiệu ứng tiền ròng.

Vì vậy, mặc dù có vẻ như việc thêm $100 khấu hao (do công thức) làm tăng dòng tiền của công ty thêm $100, tác động thực tế là $100 triệu * Tc.6

6Nhân tiện, đây là một câu hỏi phỏng vấn ưa thích của Blackstone Group (một công ty dịch vụ tài chính). Để kiểm tra, Blackstone Group thường hỏi ứng viên phân tích tác động của việc tăng khấu hao lên dòng tiền của một công ty giả định. Nếu ứng viên chỉ học thuộc lòng công thức, họ sẽ trả lời "cộng thêm khấu hao". Nếu ứng viên hiểu công thức, họ sẽ trả lời rằng "nó làm tăng dòng tiền thêm Tc * khấu hao".

Mặc dù không áp dụng trong trường hợp này, logic tương tự cũng áp dụng cho việc khấu hao lợi thế thương mại (goodwill) và tài sản vô hình (intangibles) nếu cả hai đều được khấu trừ cho mục đích báo cáo và thuế. Tuy nhiên, ngày nay lợi thế thương mại và nhiều tài sản vô hình không được khấu hao cho mục đích báo cáo và chỉ được khấu trừ cho mục đích thuế trong những trường hợp đặc biệt. Trong những trường hợp mà lợi thế thương mại hoặc tài sản vô hình có thể được khấu hao cho mục đích thuế, tác động tiền mặt ròng (Tc * khấu hao) sẽ được đưa vào như một "khoản mục bổ sung" (extra) (thay vì như cách làm đối với khấu hao, nơi toàn bộ số tiền phi tiền mặt được đưa vào công thức).7

Các ví dụ khác về khoản mục bổ sung (extras) bao gồm chi phí tài trợ thấp hơn thị trường (below-market financing costs) và trợ cấp của chính phủ, bao gồm cả tín dụng thuế (tax credits). Cách tư duy về cách xử lý các khoản này cũng giống như đối với tài sản vô hình không được khấu trừ cho mục đích kế toán nhưng được khấu trừ cho mục đích thuế. Nghĩa là, tác động sau thuế ròng lên dòng tiền mà doanh nghiệp đang tạo ra được đưa vào như một hạng mục riêng trong mục dòng tiền. Không có khoản mục phi tiền mặt bổ sung nào được ghi nhận trong bản tuyên bố ủy quyền của Family Dollar, vì vậy chúng có thể được bỏ qua trong trường hợp này.

Bây giờ chúng ta còn hai khoản mục trong công thức dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm): CAPEX và Vốn lưu động (Working Capital). Làm sao để tìm CAPEX? Chúng ta biết rằng thay đổi trong PP&E ròng bằng CAPEX trừ đi khấu hao. Ý tưởng đằng sau điều này là ví dụ về cửa hàng tạp hóa mà chúng ta luôn nhắc đến (xem Chương 3 và 15). Sự thay đổi lượng thực phẩm trong tủ đựng thức ăn là gì? Đó là số bạn có lúc đầu cộng với số bạn mua trừ đi số bạn đã ăn. CAPEX là số bạn mua, khấu hao là số bạn ăn, và phần chênh lệch là thay đổi trong PP&E. Chúng ta tìm thay đổi trong PP&E bằng cách lấy chênh lệch số liệu trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ, còn chi phí khấu hao được cho trên Báo cáo kết quả kinh doanh, từ đó chúng ta có thể tính được CAPEX.

Cuối cùng, chúng ta có sự thay đổi trong vốn lưu động ròng (net working capital) (tài sản ngắn hạn trừ đi nợ ngắn hạn không bao gồm nợ chịu lãi). Điều này đơn giản là sự thay đổi của vốn lưu động ròng trong năm, tức là số cuối năm trừ đi số đầu năm.

KIỂM TRA THỰC TẾ

Các nhà phân tích sử dụng những kỹ thuật định giá nào, và kỹ thuật nào chính xác nhất? Một trong những tác giả của bạn có một bài nghiên cứu giải quyết hai câu hỏi này. Nó chỉ ra rằng phương pháp phổ biến nhất được các nhà phân tích sử dụng là một dạng bội số lợi nhuận (earnings multiples). Nó được hơn 99% nhà phân tích sử dụng. Ngược lại, bội số tài sản (asset multiples) được 25.1% nhà phân tích sử dụng, và dòng tiền chiết khấu (discounted cash flows) chỉ được 12.8% nhà phân tích sử dụng.*

(Tiếp tục)

7Nếu lợi thế thương mại (goodwill), không thể khấu hao cho mục đích báo cáo công khai, có thể được khấu hao cho mục đích thuế (như có thể xảy ra trong một số tình huống nhất định), thì khoản tiết kiệm thuế từ việc khấu hao lợi thế thương mại sẽ phải được bao gồm trong dòng tiền tự do đến doanh nghiệp (free cash flows to the firm). Để thảo luận chuyên sâu về vấn đề này và các vấn đề thuế khác liên quan đến sáp nhập và mua lại (M&A), xem Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Michelle Hanlon, Edward L. Maydew, và Terry Shevlin, Taxes and Business Strategy, tái bản lần thứ năm (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2014).

Điều thực sự đáng lo ngại, từ góc độ học thuật, là các phương pháp này dường như có độ chính xác tương đương. Nghiên cứu phát hiện rằng nhà phân tích sử dụng dòng tiền tự do đến doanh nghiệp (free cash flows to the firm) không có độ chính xác cao hơn so với những nhà phân tích chỉ sử dụng bội số thu nhập (earnings multiples).

Vậy tại sao phải học và sử dụng các phương pháp khác nhau? Trên thực tế, nếu bạn trở thành một chuyên viên ngân hàng đầu tư (investment banker) hoặc làm việc trong bộ phận tài chính của một công ty, bạn sẽ được yêu cầu thực hiện một phiên bản nào đó của dòng tiền chiết khấu (discounted cash flows). Nghĩa là, công việc ban đầu và thu nhập của bạn sẽ phụ thuộc vào việc hiểu và có thể sử dụng các kỹ thuật này. (Nhân tiện, trong nghiên cứu về các kỹ thuật định giá, người ta thấy rằng các nhà phân tích sử dụng mô hình độc đáo với các phương pháp phi tiêu chuẩn có độ chính xác thấp hơn.)

**Để xem toàn bộ bài viết, xem P. Asquith, M. Mikhail, và A. Au, "Nội dung thông tin của các báo cáo phân tích cổ phiếu," Journal of Financial Economics 75 (tháng 2 năm 2005): 245–282.*

Tiếp tục với dòng tiền

Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng để tính toán dòng tiền tự do đến doanh nghiệp của Family Dollar, được trình bày trong Bảng 20.6:

BẢNG 20.6
Dòng tiền tự do dự phóng (Pro Forma) đến doanh nghiệp của Family Dollar

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Net income	170,977	342,592	477,761	540,372	609,011
Interest * (1 – T_c)	245,053	242,216	249,469	256,839	263,318
Depreciation	310,000	307,000	306,000	305,000	304,000
CAPEX	370,079	486,088	488,208	463,219	474,086
Δ in net working capital	115,070	(89,544)	(91,104)	(79,110)	(85,043)
Free cash flow	471,021	316,176	453,918	559,882	617,200

Nhớ rằng, công thức từ trước là:

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

Vì EBIT (1 – Tc) không xuất hiện trên Báo cáo kết quả kinh doanh (Income Statement) của chúng ta, chúng ta phải xây dựng nó bằng cách lấy lợi nhuận ròng (net income) từ Bảng 20.4 và cộng với lãi vay sau thuế. Nhớ rằng công thức cải biên của chúng ta là:

$$EBIT \quad (1 - Tc) = NI + I \quad (1 - Tc)$$

Sau đó chúng ta cộng khấu hao (depreciation), trừ chi phí vốn (CAPEX), và điều chỉnh cho sự thay đổi của vốn lưu động (working capital).

Hãy xem xét chi tiết các số liệu cho năm 2015. Trong Bảng 20.4, lợi nhuận ròng (net income) cho năm 2015 là 171.0 triệu đô la.

Sau đó, chúng ta cộng lại lãi vay sau thuế. Vậy, làm thế nào để tính lãi vay sau thuế? Bảng 20.4 cho biết lãi vay trước thuế của khoản nợ là $381.7 triệu. Lãi vay sau thuế của khoản nợ không được cho trước, vì vậy chúng ta phải tự tính. Vì thuế suất tại thời điểm đó (và được sử dụng trong bảng) là 35.8%, lãi vay sau thuế sẽ là $245.0 triệu ($381.7 triệu (1 – 35.8%) = $381.7 triệu 64.2%).

EBIT (1 − Tc) = NI + I (1 − Tc) = $171.0 triệu + $245.0 triệu

= $416.0 triệu

Tiếp theo, từ Bảng 20.4, chúng ta có khấu hao là $310.0 triệu. Sử dụng khấu hao và PP&E đầu kỳ và cuối kỳ, chúng ta có thể tính CAPEX. Bảng 20.3 cho PP&E đầu năm 2015 (bằng với PP&E cuối năm 2014) là $1,688.2 triệu. Bảng 20.4 cho PP&E cuối năm 2015 là $1,748.3 triệu. Kết hợp với khấu hao $310.0 triệu, chúng ta giải tìm CAPEX bằng công thức sau:

CAPEX = PP&E cuối năm + Khấu hao − PP&E đầu năm

CAPEX = $1,748.3 triệu + $310.0 triệu − $1,688.2 triệu = $370.1 triệu

Cuối cùng, chúng ta phải tính thay đổi vốn lưu động ròng. Vốn lưu động ròng bắt đầu năm 2015 ở mức $989.2 triệu và kết thúc năm ở mức $874.1 triệu. Điều này có nghĩa là vốn lưu động đã giảm xuống, và thay đổi này là một dòng tiền dương $115.1 triệu cho năm 2015.

Kết hợp tất cả các yếu tố lại với nhau, chúng ta có:

FCFf = NI + I (1 − Tc) + Dep − CAPEX − (NWC cuối − NWC đầu) + Extras

$171.0 triệu + $245.0 triệu + $310.0 triệu − $370.1 triệu + $115.1 triệu

FCFf = $471.0 triệu

Các năm từ 2016 đến 2019 diễn ra tương tự và được trình bày trong Bảng 20.6.

ƯỚC TÍNH CHI PHÍ VỐN

Bây giờ chúng ta đã có dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm), chúng ta cần tính tỷ lệ chiết khấu phù hợp, mà đối với dòng tiền tự do của doanh nghiệp chính là WACC (Ko). Chúng ta sẽ thực hiện hai ước tính: một từ bản công bố thông tin (proxy) của Dollar Tree do Morgan Stanley chuẩn bị và một từ chính các tác giả.8 Lý do chính chúng ta làm hai ước tính là để cho bạn thấy một số sắc thái và chứng minh rằng tài chính thực sự là một 'nghệ thuật', không phải khoa học.

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \times Kd \times (1 - Tc) + (E/(D + E)) \times Ke$$

8Các ước tính của Morgan Stanley được trích dẫn, trừ khi có ghi chú khác, được lấy từ bản công bố thông tin (proxy) của Family Dollar, trang 117. Một số được nêu rõ trong proxy, và một số là kết quả của phép nội suy.

Hãy bắt đầu với Ke trước. Công thức dùng cho Ke là CAPM một nhân tố:9

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

trong đó:

Rm = tỷ suất thị trường

Rf = tỷ suất phi rủi ro

β = thước đo rủi ro

Chúng ta bắt đầu với lãi suất phi rủi ro (risk-free rate), Rf, như đã thảo luận trong Chương 15, được lấy từ lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ (U.S. Treasury). Morgan Stanley đã sử dụng mức 2,5% dựa trên lãi suất 2,48% của trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 25/7/2014.

Ngược lại, đối với các dự án dài hạn, các tác giả của chúng tôi tin rằng nên sử dụng lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn dài nhất trừ đi 1% phí thanh khoản (liquidity premium) để ước tính lãi suất tín phiếu kho bạc (T-bill rate) trong dài hạn. Lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 30 năm là 3,24% vào ngày 25/7/2014. Vì vậy, các tác giả sẽ sử dụng mức 2,24% (3,24% trừ đi 1% phí thanh khoản).

Morgan Stanley cung cấp ước tính beta là 1,05 cho Family Dollar, mà họ có được từ Barra Inc. như là mức trung bình của ngành.10 Bằng cách đó, Morgan Stanley đang nói rằng họ không tin sẽ có sự khác biệt đáng kể giữa beta của Family Dollar và beta của công ty trung bình trong ngành.

Tuy nhiên, như đã đề cập trong Chương 17 (về các sắc thái của định giá), cách tính beta "đúng về mặt lý thuyết" nếu đòn bẩy tài chính của công ty sẽ thay đổi sau khi mua lại (như trong trường hợp này) liên quan đến việc phi đòn bẩy beta (unlevering the beta) (sử dụng cấu trúc vốn hiện tại) và sau đó tái đòn bẩy beta (relevering the beta) (sử dụng cấu trúc vốn dự kiến trong tương lai). Nói cách khác, bạn lấy beta, loại bỏ ảnh hưởng của tỷ lệ nợ hiện tại lên beta, sau đó áp dụng cho beta phi đòn bẩy mức nợ mà công ty sẽ có sau khi mua lại. Như chúng tôi đã lưu ý trong Chương 17, có nhiều công thức khác nhau để phi đòn bẩy và tái đòn bẩy beta của công ty. Ở đây, chúng tôi sẽ sử dụng các công thức được khuyến nghị trong chương đó:11

$$\beta unlevered = \beta levered \quad (equity/(debt + equity))$$

$$\beta levered = \beta unlevered \quad ((debt + equity)/equity)$$

Ba yếu tố chính cho các tính toán này là: (1) beta hiện tại của công ty, (2) cấu trúc vốn hiện tại của công ty, và (3) cấu trúc vốn dự kiến của công ty.

Chúng ta bắt đầu với beta của Family Dollar tại thời điểm thương vụ, mà các tác giả ước tính là 0,77. (Chúng tôi đã lấy lợi nhuận thực tế của Family Dollar và hồi quy nó với lợi nhuận thị trường trong năm trước khi sáp nhập.)

9Như đã nêu trong Chương 17 về những điểm tinh tế của định giá, một ngày nào đó điều này có thể sẽ thay đổi, và Ke sẽ được tính bằng mô hình ba hoặc bốn nhân tố.
10Barra Inc. (hiện thuộc sở hữu của MSCI) công bố nhiều chỉ số tài chính.
11Như đã nêu trong Chương 17, sự khác biệt trong kết quả khi sử dụng các công thức khác nhau là không lớn lắm miễn là sự thay đổi về đòn bẩy (leverage) không đáng kể.

Tiếp theo, cấu trúc vốn (capital structure) của Family Dollar là gì, tức là cấu trúc được sử dụng khi tính hệ số beta (beta) 0.77? Trước tiên, chúng ta cần tìm số nợ của Family Dollar. Vào thời điểm mua lại, Family Dollar có khoản nợ 500,4 triệu đô la. Sau đó, chúng ta sẽ trừ đi phần tiền mặt dư thừa (excess cash) để có nợ ròng (net debt), nhưng trong trường hợp này, Family Dollar dường như không có tiền mặt dư thừa, nên 500,4 triệu đô la chính là nợ ròng (net debt) của chúng ta.12

*Thứ hai, chúng ta cần tìm giá trị vốn chủ sở hữu (equity) của Family Dollar. Theo các kế toán viên, giá trị vốn chủ sở hữu của Family Dollar là 1,67 tỷ đô la. Đây là giá trị sổ sách (book value), nhưng chúng ta muốn sử dụng giá trị thị trường (market value). Làm thế nào để có giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu Family Dollar? Có 114 triệu cổ phiếu Family Dollar vào ngày 31 tháng 8 năm 2014, khi đề nghị mua 74,50 đô la mỗi cổ phiếu của Dollar Tree được chấp nhận. Tuy nhiên, chúng ta không sử dụng mức 74,50 đô la mỗi cổ phiếu. Tại sao không dùng giá cổ phiếu mà Dollar Tree đưa ra trong đề nghị khi tính giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu? Chúng ta sẽ gỡ đòn bẩy (unlever) beta bằng cách sử dụng tỷ lệ nợ trước khi mua lại (pre-acquisition) và sau đó tái đòn bẩy (relever) beta bằng cách sử dụng tỷ lệ nợ sau khi mua lại. Giá cổ phiếu trước thương vụ là 60,66 đô la mỗi cổ phiếu, cho giá trị vốn chủ sở hữu là 6,9 tỷ đô la trước khi mua lại (60,66 * 114 triệu cổ phiếu). Cũng cần nhớ rằng beta 0,77 là kết quả của hồi quy (regression) giữa lợi nhuận cổ phiếu với lợi nhuận thị trường. Do đó, beta (một trong các yếu tố đầu vào) đã sử dụng giá cổ phiếu trước thương vụ, không phải mức giá 74,50 đô la.*

Vậy chúng ta đã tìm ra rằng trước thương vụ (và do đó tại thời điểm tính beta 0,77), tỷ lệ nợ trên tổng vốn (debt to total capital) là 6,8%, tức là 0,5 tỷ đô la / (0,5 tỷ đô la + 6,9 tỷ đô la). Chúng ta dùng tỷ lệ này để gỡ đòn bẩy (unlever) beta trước thương vụ:

$$\beta_{unlevered} = \beta_{levered} \quad (equity/(debt + equity)) = 0.77 \quad (\$6.9 \text{ billion}/\$7.4 \text{ billion})$$

$$= 0.72$$

Bây giờ, để tái đòn bẩy (relever) beta phi đòn bẩy (unlevered beta), chúng ta cần biết mức nợ mà Family Dollar sẽ vận hành sau khi sáp nhập. Từ các báo cáo dự phóng (pro formas) ở Bảng 20.2 phía trên, chúng ta có tổng nợ là 7,3 tỷ đô la và vốn chủ sở hữu theo kế toán là 1,7 tỷ đô la, cho tỷ lệ nợ là 81%. Tuy nhiên, đây không nhất thiết là cách Dollar Tree sẽ điều hành Family Dollar.

Tỷ lệ nợ 81% thể hiện 'việc tài trợ thực hiện' (execution financing) của thương vụ mua lại, không nhất thiết là cách công ty sẽ được tài trợ trong tương lai (nếu bạn nhớ, điều này đã được thảo luận trong Chương 17 về các sắc thái). Vấn đề trước mắt của chúng ta là xác định cơ cấu vốn mà công ty sẽ được vận hành. Nếu chúng ta đang định giá nội bộ công ty, tức là chúng ta là người trong cuộc, chúng ta sẽ biết cơ cấu vốn mới. Tương tự, nếu chúng ta là ngân hàng đầu tư của công ty, chúng ta có thể hỏi nên sử dụng cơ cấu vốn nào cho các ước tính của mình. Là nhà phân tích bên ngoài, chúng ta có thể đến các cuộc họp nhà phân tích hoặc buổi trình bày lộ trình sáp nhập và đặt câu hỏi tương tự.

12Hãy thảo luận lại về tiền mặt dư thừa và ảnh hưởng của nó đến beta. Beta của tiền mặt là gì? Không. Nếu tiền mặt dư thừa được đưa vào cơ cấu vốn, nó làm cho beta đo được thấp hơn nhiều. Đã có thời điểm nhiều nhà phân tích so sánh beta của các công ty Nhật Bản với các công ty Mỹ trong cùng ngành và thấy rằng các công ty Nhật Bản dường như có chi phí vốn thấp hơn các công ty Mỹ. Lý do chính cho kết quả này là các công ty Nhật Bản nắm giữ lượng tiền mặt lớn hơn nhiều so với các công ty Mỹ, và các nhà phân tích đã không trừ đi phần tiền mặt dư thừa. Nếu một công ty có một nửa tài sản là tiền mặt và có beta bằng 1 cho tài sản phi tiền mặt, beta đo được của nó là 0,5. Điều này là do beta 1 cho một nửa tài sản và beta 0 cho nửa còn lại, dẫn đến beta đo được là 0,5. Khi đã điều chỉnh tiền mặt dư thừa trên bảng cân đối kế toán của Nhật Bản, sự khác biệt lớn giữa beta của các công ty Nhật Bản và Mỹ đã biến mất.

Vì chúng ta không phải là ai trong số này, chúng ta sẽ sử dụng một cách khác để ước tính cơ cấu vốn của Family Dollar và sau đó so sánh nó với ước tính của Morgan Stanley (mà chúng ta suy ra là 15% nợ).

Tính đến ngày 21 tháng 10 năm 2015, cơ cấu vốn của các công ty cạnh tranh chủ yếu trong ngành này như sau:

Tỷ lệ nợ của Dollar Tree ở trên là sau khi sáp nhập và thể hiện sự kết hợp giữa Dollar Tree và Family Dollar. Từ dữ liệu trên, chúng ta biết rằng 7.3 tỷ đô la trong số nợ này đến từ việc mua lại Family Dollar. Các tác giả của cuốn sách tin rằng khó có khả năng Dollar Tree sẽ vận hành phần kinh doanh trước sáp nhập với một cơ cấu vốn có rất ít nợ và phần kinh doanh mới được mua lại với một cơ cấu vốn khác có nợ cao. Một trong những lý do chiến lược chính cho việc sáp nhập là sự cộng hưởng giữa hai công ty, vì họ hoạt động trong cùng một lĩnh vực với mức độ rủi ro tương tự. Do đó, các tác giả giả định rằng cả hai phần của Dollar Tree (phần cũ và phần được mua lại) sẽ được vận hành với cùng một cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ 35.7% (như chúng ta sẽ thấy, điều này có phần khác biệt so với ước tính của Morgan Stanley, một người trong cuộc, nhưng không khác quá nhiều).

Nói cách khác, có vẻ như Dollar Tree đang sử dụng Family Dollar để tăng đòn bẩy bảng cân đối kế toán (balance sheet) của chính mình. Vì Family Dollar không còn giao dịch trên thị trường và chúng tôi giả định rằng Dollar Tree thực chất đang sử dụng việc mua lại Family Dollar để tăng đòn bẩy bảng cân đối kế toán của mình, chúng tôi sẽ sử dụng số liệu sau khi mua lại của Dollar Tree để tái tính đòn bẩy (relever) cho Family Dollar như sau:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \quad ((debt + equity)/equity)$$

$$\beta_{levered} = 0.72 \quad (\$8.4 \text{ billion} + \$15.1 \text{ billion})/\$15.1 \text{ billion}) = 1.12$$

Vì vậy, các tác giả tính toán beta có đòn bẩy (levered beta) là 1.12 (thay vì 1.05 mà Morgan Stanley sử dụng).

Sau đó, chúng tôi sử dụng công thức CAPM một nhân tố (công thức được sao chép dưới đây) để tìm Ke. Chúng tôi đã có các ước tính về Rf = 2.24% và β = 1.12.

Tiếp theo, chúng ta cần ước tính (Rm – Rf). Như đã thảo luận trong Chương 16, có sự bất đồng về cách tính phí bù rủi ro thị trường (market premium). Ibbotson Associates cung cấp các ước tính về (Rm – Rf) trong các khoảng thời gian khác nhau, dài nhất là từ năm 1926 đến nay.[14]

Các ước tính này thay đổi theo các khoảng thời gian khác nhau.[15] Năm 2013, một cuộc khảo sát các chuyên gia tài chính cho thấy mức phí bù rủi ro thị trường trung bình được sử dụng trong các công thức định giá ở Hoa Kỳ là

5.00% (đây là mức phí bù rủi ro thị trường trung bình được sử dụng; trung vị là 5.24%).[16]

[13] Những giá trị này được lấy từ Yahoo! Finance.
[14] Như đã lưu ý trong Chương 16, Ibbotson and Associates (thuộc sở hữu của Morningstar Inc.) là một công ty nghiên cứu cung cấp nghiên cứu tài chính.
[15] Ngoài ra, hãy nhớ rằng các tác giả và các nhà thực hành có hiểu biết sử dụng trung bình số học (arithmetic mean), không phải trung bình hình học (geometric mean), cho ước tính.

Như được tiết lộ trong tài liệu ủy quyền (proxy) của Dollar Tree, Morgan Stanley đã sử dụng mức 6,00% cho năm 2014, được ước tính dựa trên "đánh giá và kinh nghiệm chuyên môn" của công ty. Mức này phù hợp với các ước tính của Ibbotson and Associates và có vẻ hợp lý và thận trọng đối với các tác giả. Đây cũng là mức mà chúng tôi hiện đang sử dụng trong giảng dạy và chúng tôi sẽ sử dụng nó ở đây.

Ke bây giờ có thể được tính bằng lãi suất phi rủi ro cộng với beta nhân với (Rm – Rf).

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Sử dụng số liệu của Morgan Stanley, chúng ta có:

$$K_e = 2.50\% + 1.05 * (6.00\%) = 8.80\%$$

Sử dụng các ước tính của các tác giả, chúng ta có:

$$K_e = 2.24\% + 1.12 * (6.00\%) = 8.96\%$$

Vì vậy, với các giả định hơi khác nhau, các tác giả và Morgan Stanley tính ra chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) rất giống nhau.

Tuy nhiên, để hoàn tất việc ước tính WACC (xem công thức bên dưới), chúng ta cần ước tính chi phí nợ (cost of debt) và thuế suất.

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \square Kd \square(1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke$$

Morgan Stanley giả định chi phí nợ trước thuế là 5.2%, thuế suất là 35.8% và tỷ lệ đòn bẩy là 15% để tính WACC = Ko = 8%.17

Các tác giả của giáo trình này hiện đã có ước tính về chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), thuế suất và tỷ lệ đòn bẩy. Điều cuối cùng trước khi chúng ta tính WACC là xác định xem chúng ta có muốn sử dụng chi phí nợ trước thuế giả định của Morgan Stanley hay không—trong các báo cáo tài chính dự phóng (pro forma) mà Morgan Stanley lập ra, hãng này ước tính rằng lãi suất vay của Family Dollar sẽ là 5.2%. Nếu chúng ta chấp nhận ước tính 5.2% của Morgan Stanley (mặc dù mức nợ của chúng ta cao hơn một chút), chúng ta tính được WACC = Ko = 6.95%.

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \square Kd \square(1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke$$

$$K_o = 35.7\% (5.2\% * (1 - 0.358)) + 64.3\% * 8.96\% = 6.95\%$$

Vì vậy, chi phí vốn (cost of capital) ước tính bởi Morgan Stanley là 8.0% và chi phí vốn ước tính bởi các tác giả của bạn là 7.0%. Những con số này thực sự khá gần nhau, và nếu chúng ta

16Xem Pablo Fernandez, Pablo Linares, và Isabel Fdez. Acín, "Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014," IESE Business School, ngày 20 tháng 6, 2014.
17Bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) không cung cấp tỷ lệ đòn bẩy ước tính, nhưng có cung cấp chi phí nợ (cost of debt), thuế suất, chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), và WACC. Với tất cả các thành phần khác, cần tỷ lệ đòn bẩy 15% để đạt được WACC đã nêu là 8%.

thực sự quyết định có nên chốt thương vụ mua lại trị giá 8.5 tỷ đô la hay không, chúng ta sẽ thực hiện rất nhiều phân tích độ nhạy (sensitivity analysis) cả trên dòng tiền (cash flows) lẫn tỷ lệ chiết khấu (discount rate). Do đó, chúng ta có thể sẽ sử dụng cả hai.

Hãy nhớ rằng, chúng ta đã sử dụng cấu trúc vốn (capital structure) với 35.7% nợ so với 15% được sử dụng bởi Morgan Stanley. Khi mức nợ thay đổi, Ko cũng thay đổi theo. Chúng ta biết từ Chương 6 và 7 rằng Ko sẽ giảm lúc đầu rồi sau đó tăng.

Hãy dừng lại và ôn lại. Đầu tiên, chúng ta đã xem xét chi tiết công thức dòng tiền của doanh nghiệp (cash-flow-to-the-firm). Trong các chương trước, chúng ta đã đưa ra công thức chuẩn và yêu cầu các bạn tin tưởng. Trong chương này, chúng ta đã giải thích công thức chi tiết hơn, bao gồm tại sao nó sử dụng EBIT (1 – Tc) và tại sao tổng khấu hao (depreciation) được cộng vào công thức mặc dù tấm chắn thuế (tax shield) chỉ là Tc * Dep. Trong chương tiếp theo, khi chúng ta cũng làm dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (free-cash-flow-to-equity), chúng ta sẽ tiếp tục trình bày cách công thức dòng tiền của doanh nghiệp được suy ra. Tiếp theo, chúng ta đã chỉ ra cách ước tính các báo cáo dự phóng (pro formas) và dùng chúng để tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Trong Phụ lục, chúng ta chỉ ra rằng dòng tiền tự do của doanh nghiệp là giống nhau bất kể cấu trúc vốn. Cuối cùng, chúng ta đã chỉ ra hai cách tính, của Morgan Stanley và của chúng ta, cho WACC và tất cả các thành phần của nó.

DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU

Bước tiếp theo là chiết khấu dòng tiền tự do dự phóng cho doanh nghiệp (free cash flows to the firm) trong năm năm tới. Cụ thể, chúng ta chiết khấu dòng tiền tự do của Family Dollar cho giai đoạn 2015–2019, sử dụng WACC của Family Dollar làm tỷ lệ chiết khấu. Để trình bày đơn giản, chúng tôi sẽ trình bày kết quả sử dụng Ko = 8.0% của Morgan Stanley. (Chúng tôi không muốn tải thêm một chương vốn đã nặng về số liệu với nhiều con số hơn nữa.) Bảng 20.7 cho thấy giá trị hiện tại ròng của dòng tiền tự do của doanh nghiệp trong năm năm là 1,93 tỷ đô la.

BẢNG 20.7
Giá trị hiện tại của Dòng tiền Pro Forma của Family Dollar

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Cash flow to the firm	471,021	316,177	453,918	599,882	617,199
Discount at 8.00%	1.0800	1.1664	1.2597	1.3605	1.4693
Present values	436,131	271,071	360,338	440,928	420,063
Net present value	**1,928,531**				

GIÁ TRỊ CUỐI KỲ (TERMINAL VALUES)

Nếu bạn còn nhớ từ phần thảo luận về Sungreen (Chương 15 và 16), một khi chúng ta đã có dòng tiền chiết khấu, phần cuối cùng của việc định giá theo chiết khấu dòng tiền là tính toán giá trị cuối kỳ. Mặc dù lý tưởng là có thể chiết khấu dòng tiền mãi mãi, nhưng điều này là không thể.

Trong thực tế, các doanh nghiệp dự báo dòng tiền cho giai đoạn mà họ cảm thấy thoải mái (chúng tôi sử dụng năm năm; trong tuyên bố ủy quyền (proxy statement) của Family Dollar, Morgan Stanley trình bày ba năm), và sau đó họ tính toán giá trị cuối kỳ. Có một số phương pháp để tính giá trị cuối kỳ. Chúng giống với năm phương pháp mà chúng tôi đã nêu ra để định giá doanh nghiệp (như đã thảo luận trong Chương 15). Như đã đề cập trước đó, điều quan trọng là tính toán giá trị cuối kỳ bằng nhiều phương pháp để xác nhận con số giá trị cuối kỳ mà bạn sẽ sử dụng trong định giá của mình.

Thông thường, các tác giả của chúng ta bắt đầu với công thức vĩnh viễn (perpetuity formula), nhưng đối với Dollar Tree, chúng ta sẽ sử dụng bội số trước. Tại sao? Vì Morgan Stanley đã sử dụng bội số để tính giá trị cuối kỳ trong tuyên bố ủy quyền của mình, và chúng ta muốn phân tích nó. Morgan Stanley sử dụng bội số EBITDA từ 7,0 đến 8,0. Vì Morgan Stanley chỉ thực hiện dòng tiền cho ba năm và chúng ta thực hiện cho năm năm, điều này có nghĩa là chúng ta lấy EBITDA cho năm 2019, sau đó nhân với 7,5 (trung bình của 7,0 đến 8,0) để có giá trị cuối kỳ vào cuối năm 2019 (tức là giá trị cuối kỳ cho tất cả dòng tiền sau năm 2019, quy về năm 2019).18 Con số này sau đó phải được chiết khấu về đầu năm tài chính 2015 với WACC là 8,0%.

EBITDA của chúng tôi vào cuối năm 2019 (từ Bảng 20.4) là 1.66 tỷ đô la.

Thu nhập ròng
609.0 triệu đô la
Chi phí lãi vay
410.2 triệu đô la
Thuế
339.6 triệu đô la
Khấu hao
304.0 triệu đô la
EBITDA
1,662.8 triệu đô la

Lấy EBITDA là 1.66 tỷ đô la và nhân với 7.5 cho ta giá trị cuối kỳ (terminal value) là 12.47 tỷ đô la vào cuối năm 2019. Chiết khấu 12.47 tỷ đô la về 5 năm trước với tỷ lệ 8% cho giá trị hiện tại là 8.49 tỷ đô la (12.47 tỷ đô la / 1.085).
Kỹ thuật bội số EBITDA có cho ta giá trị cuối kỳ của công ty hay giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu? Của công ty. Tại sao? Bội số EBIT và EBITDA được tính bằng EBIT (hoặc EBITDA) chia cho giá trị thị trường của công ty (tức là giá trị của nợ và giá trị của vốn chủ sở hữu). Do đó, khi sử dụng bội số, nó cho giá trị của nợ và vốn chủ sở hữu cộng lại. Ngược lại, bội số P/E được tính bằng cách lấy giá cổ phiếu chia cho thu nhập trên mỗi cổ phần. Vì vậy, khi áp dụng cho EPS hoặc thu nhập ròng, nó chỉ cho giá trị của cổ phiếu hoặc vốn chủ sở hữu. (Nếu chúng ta sử dụng bội số P/E với thu nhập ròng, đó là ước tính vốn hóa thị trường của cổ phiếu vì thu nhập ròng chỉ là EPS nhân với

18Giá trị cuối kỳ cho bạn giá trị của công ty tại một thời điểm trong tương lai. Chúng phải được chiết khấu về hiện tại khi định giá. Không chiết khấu giá trị cuối kỳ về hiện tại là một sai lầm rất phổ biến của sinh viên và các nhà phân tích trẻ.

số lượng cổ phiếu đang lưu hành.) Đây là một điểm quan trọng. Bạn phải cẩn thận không được trộn lẫn các loại dòng tiền và các loại giá trị cuối kỳ (tức là dòng tiền của công ty và giá trị cuối kỳ của vốn chủ sở hữu hoặc ngược lại).19

Bây giờ, hãy tính giá trị cuối kỳ bằng kỹ thuật thứ hai và so sánh hai kết quả. Trong trường hợp thứ hai này, chúng ta sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity formula), cụ thể là:

$$\text{Terminal Value} = \text{Free Cash Flows} \quad (1 + g)/(k - g)$$

trong đó:

k = tỷ lệ chiết khấu

g = tỷ lệ tăng trưởng

Dòng tiền tự do nào được sử dụng? Dòng tiền tự do của công ty (free cash flows to the firm), được chiết khấu theo WACC (điều chỉnh theo tăng trưởng), được dùng để tính giá trị cuối kỳ của công ty.

Dòng tiền tự do của công ty trong năm cuối của dự báo là 617.2 triệu đô la (Bảng 20.6). Tuy nhiên, như bạn có thể nhớ, công thức dòng tiền vĩnh viễn đưa giá trị hiện tại về một năm trước. Nghĩa là, nếu bạn sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn cho dòng tiền từ cuối năm 5, nó sẽ cho bạn giá trị tại cuối năm 4. (Chúng ta đã thảo luận điều này ở Chương 16 và nhận xét rằng đây là toán học, không phải tài chính.) Điều này có nghĩa cho tài chính là dòng tiền trong năm cuối phải được đưa ra xa thêm một năm, có lẽ ở một tỷ lệ tăng trưởng nào đó.

Chúng ta nên sử dụng tỷ lệ tăng trưởng nào, và lấy nó từ đâu? Chúng ta ước tính nó hoặc từ quá khứ, nếu chúng ta nghĩ nó sẽ tiếp tục, hoặc ở tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế, nếu chúng ta cảm thấy dòng tiền của công ty hoặc dự án sẽ tăng trưởng phù hợp với nền kinh tế chung, giống như khi chúng ta tạo ra các báo cáo pro forma (pro forma statements). Tăng trưởng trong dòng tiền pro forma giảm từ 23.3% năm 2018 xuống 10.2% năm 2019. Chúng ta không mong đợi loại tăng trưởng đó vĩnh viễn, vì vậy chúng ta sẽ thận trọng và giả định tỷ lệ tăng trưởng tương lai là 3%. (Nhớ rằng chúng ta đã thảo luận vấn đề này trong chương về các sắc thái.) Một lần nữa, đây là nghệ thuật, không phải khoa học, và các nghệ sĩ của bạn là các học giả, những người khá thận trọng. Cũng cần nhận ra rằng vào một thời điểm nào đó, công ty không thể tăng trưởng nhanh hơn toàn bộ nền kinh tế.

Điều này cho tử số là 635.7 triệu đô la (617.2 * 1.03). Sử dụng Ko là 8.0% từ trước đó và g thận trọng là 3.0%, giá trị cuối cùng (terminal value) là:

$$\$635.7/(8.0\% - 3.0\%) = \$12.71 \text{ billion}$$

Chiết khấu 12.71 tỷ đô la từ cuối năm 2019 về đầu năm tài chính 2015 với tỷ lệ 8.0% cho giá trị hiện tại là 8.65 tỷ đô la (12.71 tỷ đô la / 1.085). Điều này rất gần với 8.49 tỷ đô la từ bội số EBITDA ở trên.

Kiểm chứng giá trị cuối cùng (Terminal Value Validation)

Bây giờ, chúng ta hãy sử dụng mẹo từ phần về các sắc thái giá trị cuối cùng trong Chương 17. Nó liên quan đến việc đặt giá trị cuối cùng bằng con số hòa vốn (tức là số tiền cần thiết để có giá trị hiện tại ròng bằng không). Sau khi xác định con số hòa vốn, chúng ta tiếp theo

19 Giá trị cuối cùng của vốn chủ sở hữu cũng có thể được xác định từ giá trị cuối cùng của công ty bằng cách trừ đi giá trị cuối cùng của nợ (được chiết khấu về hiện tại theo chi phí nợ).

xác định các giả định trong phương pháp giá trị cuối cùng cần thiết để đạt được con số đó. Chúng ta hãy xác định tỷ lệ tăng trưởng ngụ ý trong giá trị cuối cùng vĩnh viễn cần thiết để đạt được giá trị cần thiết cho thương vụ. Thương vụ được định giá ở mức 8.52 tỷ đô la. NPV của dòng tiền tự do cho doanh nghiệp là 1.93 tỷ đô la. Điều này có nghĩa là giá trị cuối cùng hòa vốn cho thương vụ là 6.59 tỷ đô la. Đây là tại thời điểm chào mua. Chuyển số tiền này năm năm về cuối năm tài chính 2019 với tỷ lệ chiết khấu 8.0% sẽ ra 9.68 tỷ đô la.

Bây giờ chúng ta có thể giải tìm tỷ lệ tăng trưởng cần thiết để hòa vốn bằng cách giải phương trình sau:

Giá trị cuối cùng hòa vốn (Break-Even Terminal Value) = Dòng tiền/(Ko −g), hoặc

(Ko −g) = Dòng tiền/Giá trị cuối cùng hòa vốn (Break-Even Terminal Value), hoặc

g = Ko −(Cash Flow/Break-Even Terminal Value)

$$g = 8\% - (\$635.7 \text{ million} / \$9.68 \text{ billion}) = 8.0\% - 6.6\% = 1.4\%$$

Do đó, NPV sẽ dương miễn là tăng trưởng sau năm 2019 lớn hơn 1.4%.
Ngoài ra, bội số EBITDA cần thiết để hòa vốn là 5.83 (với
giá trị cuối kỳ hòa vốn (break-even terminal value) là 9.68 tỷ đô la và EBITDA là 1.66 tỷ đô la). Chúng ta sẽ
sau đó so sánh bội số này (5.83) với bội số EBITDA ngành là 7.0 đến 8.0
do Morgan Stanley cung cấp. Vì nó thấp hơn, chúng ta sẽ tin tưởng rằng
giá trị cuối kỳ là có thể đạt được.

BA PHẦN

Cuối cùng, như mọi khi, chúng ta chia việc định giá thành ba phần: giá mua, giá trị hiện tại của các dòng tiền, và giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ (terminal value).

Định giá công ty, chúng ta lại bắt đầu với giá mua là $8.52 billion. Lưu ý: Đây là giá mua cho vốn chủ sở hữu (equity) của Family Dollar. Khi chúng ta mua vốn chủ sở hữu, chúng ta cũng tiếp nhận các khoản nợ phải trả (liabilities) của Family Dollar. Do đó, giá mua của công ty (giá trị của nợ và vốn chủ sở hữu) là $8.52 billion cộng với $0.50 billion nợ, tức là $9.02 billion.

Một cách để nghĩ về điều này là hãy tưởng tượng bạn mua một ngôi nhà với giá $500,000 tiền mặt. Thông thường, với mức giá này bạn nhận được ngôi nhà mà không phải chịu khoản thế chấp (mortgage) nào. (Bạn có thể dùng khoản vay thế chấp để mua nhà, nhưng người bán thường chuyển giao ngôi nhà cho bạn mà không kèm theo khoản thế chấp.) Tuy nhiên, hãy tưởng tượng bạn mua một ngôi nhà với giá $500,000 tiền mặt nhưng phải tiếp nhận khoản thế chấp $300,000 của người bán. Bạn đã trả bao nhiêu cho ngôi nhà? $800,000 ($500,000 + $300,000). Mua một công ty cũng không khác gì. Bạn sẵn sàng trả bao nhiêu cho một công ty? Khi bạn mua toàn bộ vốn chủ sở hữu (equity) của một công ty, bạn cũng đang tiếp nhận nợ và các khoản nợ phải trả khác. Chúng ta phải so sánh mức giá chúng ta trả cho toàn bộ công ty với giá trị hiện tại của các dòng tiền và giá trị cuối kỳ (terminal value) nếu chúng ta sử dụng dòng tiền tự do của công ty (free cash flows to the firm).

Tiếp theo, chúng ta cộng giá trị hiện tại của các dòng tiền tự do của công ty là $1.93 billion. Cuối cùng, chúng ta cộng giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ (terminal value) sử dụng công thức dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity) là $8.65 billion.

Giá mua
–$9.02 billion

PV dòng tiền của doanh nghiệp
+$1.93 tỷ

PV giá trị cuối (công thức dòng tiền vĩnh viễn)
+$8.65 tỷ

Giá trị hiện tại ròng (NPV)
+$1.56 tỷ

Một điểm cuối cùng, như chúng tôi đã lưu ý trong Chương 17, khi sử dụng NPV, điều quan trọng là phải xem xét phần lớn giá trị đến từ đâu: từ dòng tiền trong vài năm tới hay từ giá trị cuối (terminal value). Như có thể thấy rõ ở trên, phần lớn giá trị của Family Dollar đến từ giá trị cuối, không phải từ dòng tiền của năm năm tới. Điều này có thể chỉ ra rằng thương vụ mua lại có rủi ro thêm đáng kể đối với Dollar Tree. Đó là một trong những lý do chúng tôi thực hiện các kiểm tra thực tế hòa vốn (break-even reality checks) để xem liệu giá trị cuối của chúng tôi có hợp lý hay không. Đồng thời, NPV khoảng 1,56 tỷ đô la là khá lớn và có thể đủ để bù đắp cho bất kỳ rủi ro phụ nào.

Lưu ý: Như chúng tôi đã nêu trong Chương 17, các tác giả có một nguyên tắc kinh nghiệm khi đối mặt với một dự án có NPV dương: hãy giải thích tại sao NPV của dự án là dương trong năm câu hoặc ít hơn. Nếu bạn không thể, chúng tôi không tin. Vậy, chúng tôi có thể giải thích ở đây không? Có. Như đã thảo luận trong Chương 19, Dollar Tree giả định rằng họ có thể cải thiện hoạt động của Family Dollar bằng cách tăng doanh số trên mỗi foot vuông cũng như giảm chi phí 300 triệu đô la (trong các báo cáo pro forma của chúng tôi, khoản tiết kiệm được phản ánh trong SG&A). Nếu đúng, điều này giải thích NPV dương (và được thực hiện trong chưa đầy 5 câu).

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta đã định giá một công ty, Family Dollar, bằng kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm). Chúng ta đã sử dụng các số liệu từ bản proxy của Family Tree và thảo luận tất cả các giả định được nhúng trong đó. Chúng ta đã tính dòng tiền và tỷ lệ chiết khấu. Sau đó, chúng ta tính giá trị cuối (terminal value) bằng phương pháp bội số (multiple) và phương pháp dòng tiền vĩnh viễn (perpetuity) và kiểm chứng tính xác thực của giá trị cuối. Cuối cùng, chúng ta kết hợp ba mảnh lại với nhau—giá mua, dòng tiền chiết khấu và giá trị cuối—để có được giá trị hiện tại ròng.

Mục đích của chương này không chỉ là xem xét lại dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm), mà còn để đào sâu hơn vào phương pháp dòng tiền tự do (free-cash-flow approach) và hiểu các công thức và phương pháp luận thay vì chỉ học thuộc lòng chúng.

Kết hợp lại, chương này và chương tiếp theo—Chương 15 và 16 về Sungreen—và Chương 17 về các sắc thái định giá (valuation nuances) tạo thành nỗ lực của cuốn sách này để dạy định giá doanh nghiệp (corporate valuation). Nếu bạn mới làm quen với chủ đề này, có thể hữu ích khi đọc lại các chương này từ đầu.

Sắp tới

Chương tiếp theo giới thiệu dòng tiền tự do đối với vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity). Chúng ta cũng sẽ dành thêm thời gian giải thích cách các công thức dòng tiền tự do đối với doanh nghiệp (free cash flow to the firm) và dòng tiền tự do đối với vốn chủ sở hữu (free cash flow to equity) được xây dựng. Sau đó, Chương 22 kết thúc câu chuyện định giá/thâu tóm Family Dollar và kể lại cách thương vụ thâu tóm cụ thể này diễn ra.

PHỤ LỤC 20A: BÁO CÁO TÀI CHÍNH PRO FORMA CỦA FAMILY DOLLAR VỚI TỶ LỆ NỢ KHÔNG ĐỔI CỦA CÁC TÁC GIẢ

BẢNG 20A.1
Báo cáo thu nhập với tỷ lệ nợ không đổi

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Sales	11,207,000	12,355,000	13,523,000	14,537,225	15,627,517
Cost of sales	7,306,964	8,055,460	8,816,996	9,478,271	10,189,141
Gross profit	3,900,036	4,299,540	4,706,004	5,058,954	5,438,376
SG&A	2,942,014	3,081,623	3,267,248	3,512,194	3,775,608
Depreciation	310,000	307,000	306,000	305,000	304,000
Operating profit	648,022	910,917	1,132,756	1,241,760	1,358,768
Interest expense	167,203	164,344	171,334	176,559	180,722
Income before tax	480,819	746,573	961,422	1,065,201	1,178,046
Income tax	172,133	267,273	344,189	381,342	421,740
Net income	308,686	479,300	617,233	683,859	756,306

BẢNG 20A.2
Bảng cân đối kế toán với tỷ lệ nợ không đổi

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Current assets	2,151,744	2,372,160	2,596,416	2,791,147	3,000,483
Current liabilities	1,277,598	1,408,470	1,541,622	1,657,243	1,781,537
Net working capital	874,146	963,690	1,054,794	1,133,904	1,218,946
PP&E	1,748,292	1,927,380	2,109,588	2,267,807	2,437,893
Goodwill	5,190,000	5,190,000	5,190,000	5,190,000	5,190,000
Intangibles: trade name	2,420,000	2,420,000	2,420,000	2,420,000	2,420,000
Other	67,036	67,036	67,036	67,036	67,036
Total assets	10,299,474	10,568,106	10,841,418	11,078,747	11,333,875
Short-term debt	16,200	16,200	16,200	16,200	16,200
Long-term debt	3,144,260	3,278,688	3,379,175	3,459,216	3,555,520
Other	1,338,314	1,338,314	1,338,314	1,338,314	1,338,314
Total liabilities	4,498,774	4,633,202	4,733,689	4,813,730	4,910,034
Contributed capital	5,800,700	5,800,700	5,800,700	5,800,700	5,800,700
Retained earnings	0	134,204	307,029	464,317	623,141
Total equity	5,870,700	5,934,904	6,107,729	6,256,017	6,423,841
Total liabilities and equity	10,299,474	10,568,106	10,841,418	11,078,747	11,333,875
Debt ratio	35.0%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
Dividend payout ratio	100.0%	72.0%	72.0%	77.0%	79.0%
Dividends	308,686	345,096	444,408	463,219	617,201

BẢNG 20A.3
Giả định Pro Forma của Family Dollar (cho Bảng 20A.1 và 20A.2)

Giả định của Báo cáo thu nhập:

a. Doanh thu cho các năm 2015–2017 theo ước tính của Morgan Stanley trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement) (tương ứng với mức tăng 6.8%, 10.2%, và 9.5%). Doanh thu năm 2018 và 2019 được tăng 7.5% mỗi năm (mức trung bình của 2011–2014).
b. Giá vốn hàng bán được đặt ở mức 65.2% (mức trung bình của 2010–2014).
c. SG&A được đặt ở mức 26.25%, 24.94%, và 24.16% cho các năm 2015–2017. Các con số này được tính toán dựa trên lợi nhuận hoạt động của Morgan Stanley (lợi nhuận trước thuế, khấu hao và phân bổ). Các con số cho 2018–2019 được đặt ở mức 24.16% (mức của 2017).
d. Khấu hao cho các năm 2015–2017 theo ước tính của Morgan Stanley trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement.) Khấu hao cho các năm 2018 và 2019 theo xu hướng từ 2015 đến 2017.
e. Chi phí lãi vay là 5.2% (chi phí nợ giả định của Morgan Stanley) của năm trước nợ ngắn hạn và dài hạn.
f. Thuế suất thuế thu nhập được đặt ở mức 35.8%. Đây là con số được Morgan Stanley sử dụng trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement). Thuế suất thuế doanh nghiệp liên bang Hoa Kỳ là 35%. Phần 0.8% thêm là ước tính cho thuế tiểu bang và thuế tài sản. Chi phí thuế của Family Dollar trung bình 35.7% từ 2010–2014.

Các giả định về bảng cân đối kế toán:

a. Tài sản lưu động, nợ ngắn hạn, và tài sản, nhà xưởng và thiết bị được đặt ở mức 19.2% của doanh thu, 11.4% của doanh thu, và 15.6% của doanh thu tương ứng (mức trung bình của 2010–2014).
b. Lợi thế thương mại (goodwill), tài sản vô hình, nợ, và các khoản nợ khác được điều chỉnh như ghi chú trong Bảng 20.2 để phản ánh phần vượt trội của giá mua so với giá trị hợp lý của tài sản.
c. Các tài sản khác, nợ ngắn hạn, và các khoản nợ khác được giả định là không đổi trong suốt thời gian.
d. Vốn chủ sở hữu ban đầu được thiết lập để đạt tỷ lệ nợ 35,7% vào ngày 1 tháng 9 năm 2014. Lợi nhuận giữ lại sau đó tăng mỗi năm bằng thu nhập ròng trừ cổ tức. Cổ tức được điều chỉnh đến một mức sao cho nợ (con số chốt cuối cùng) được thiết lập theo tỷ lệ giả định của tác giả là 35,0% (lưu ý, vào cuối năm đầu tiên, ngay cả với tỷ lệ chi trả cổ tức 100%, tỷ lệ này vẫn thấp hơn một chút, chỉ 35,0%) — và không đổi theo thời gian. Điều đó có nghĩa là cả cổ tức và nợ đều đóng vai trò là biến chốt.

BẢNG 20A.4
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (sử dụng Bảng 20A.1 và 20A.2)

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Net income	308,686	479,300	617,233	683,859	756,306
Interest * (1 – Tc)	107,345	105,509	109,997	113,351	116,023
Depreciation	310,000	307,000	306,000	305,000	304,000
CAPEX	370,079	486,088	488,208	463,219	474,086
Δ in net working capital	115,070	(89,544)	(91,104)	(79,110)	(85,043)
Free cash flow	471,022	316,177	453,918	559,881	617,200

CHƯƠNG 21
Hiểu về dòng tiền tự do

(Các cửa hàng Dollar)

Chương trước đã sử dụng kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFf) để định giá Family Dollar. Phương pháp đó đã dùng WACC để chiết khấu các dòng tiền. Trong chương này, chúng ta sẽ tìm hiểu sâu hơn cách các công thức dòng tiền tự do được xây dựng. Chúng ta sẽ thực hiện điều đó đồng thời giới thiệu kỹ thuật dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (FCFe). FCFe có một số lợi thế so với phương pháp FCFf. Cụ thể, FCFe cho phép tỷ lệ nợ thay đổi, điều này hữu ích khi đánh giá các thương vụ LBO và tái cấu trúc, nơi mức nợ có thể biến động mạnh theo thời gian. Nó cũng có thể xử lý lãi suất được trợ cấp và mức trần mới về khấu trừ lãi vay trong luật thuế Hoa Kỳ. Phương pháp này hiện là tiêu chuẩn tại gần như tất cả các ngân hàng đầu tư (và thường được gọi là định giá LBO) và được sử dụng kết hợp với phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Phương pháp FCFf vẫn chiếm ưu thế trong các tập đoàn, mặc dù ngày càng nhiều tập đoàn sử dụng cả FCFf và FCFe.

SO SÁNH CÁC CÔNG THỨC DÒNG TIỀN TỰ DO

Như đã mô tả trong Chương 15 và 20, công thức tính dòng tiền tự do của doanh nghiệp là: EBIT sau thuế cộng khấu hao trừ CAPEX trừ thay đổi vốn lưu động cộng bất kỳ khoản bổ sung nào.

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

trong đó:

FCFf = dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm)

EBIT = lợi nhuận trước lãi vay và thuế (earnings before interest and taxes)

Tc = thuế suất trung bình của doanh nghiệp (the average tax rate to the firm)

Dep = khấu hao và phân bổ (depreciation and amortization)

CAPEX = chi tiêu vốn (capital expenditures)

NWCend/begin = vốn lưu động ròng cuối/đầu năm (vốn lưu động ròng là tiền mặt cần thiết để duy trì hoạt động cộng với các khoản phải thu cộng với hàng tồn kho trừ đi các khoản phải trả)

Khoản phụ trội (Extras) = các khoản mục như trợ cấp (khoản phụ trội không phát sinh trong mọi trường hợp)

Công thức tính dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu là khác biệt. Nó bằng lợi nhuận ròng cộng khấu hao trừ CAPEX trừ thay đổi vốn lưu động cộng các khoản mục bổ sung cộng thay đổi nợ.

$$FCFe = NI + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras + DebtIR$$

trong đó:

FCFe = dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (free cash flow to equity)

NI = lợi nhuận ròng (net income)

Dep = khấu hao (depreciation and amortization)

CAPEX = chi phí vốn (capital expenditures)

NWCend/begin = vốn lưu động ròng cuối năm hoặc đầu năm (vốn lưu động ròng là tiền mặt cần thiết cộng các khoản phải thu cộng hàng tồn kho trừ các khoản phải trả)

Extras = các khoản mục như trợ cấp (extras không xuất hiện trong mọi trường hợp)

DebtIR = phát hành nợ mới trừ các khoản trả gốc (Debt cuối năm – Debt đầu năm)

Hai công thức này trông rất giống nhau. Một số thuật ngữ giống hệt nhau: khấu hao, CAPEX, thay đổi vốn lưu động và khoản mục bổ sung. Điểm khác biệt là dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) sử dụng EBIT (1 – Tc) và không bao gồm thay đổi nợ, trong khi dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) sử dụng lợi nhuận ròng và có bao gồm thay đổi nợ.

Bạn có thể nhớ lại từ chương trước, EBIT (1 – Tc) = NI + I (1 – Tc). Thay thế vào công thức FCFf, chúng ta có:

$$FCFf = NI + I \ (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

$$FCFe = NI + DebtIR + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

Sự khác biệt giữa dòng tiền tự do của doanh nghiệp và dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu do đó là:

$$FCFf - FCFe = NI + I \ (1 - Tc) - (NI + DebtIR)$$

$$= NI + I \ (1 - Tc) - NI - DebtIR, \text{ hoặc}$$

$$FCFf - FCFe = I \ (1 - Tc) - DebtIR$$

Tất cả những điều trên có vẻ hơi phức tạp, nhưng về cơ bản chỉ là đại số. Vì vậy, sự khác biệt giữa hai công thức chỉ đơn giản là chi phí lãi vay sau thuế trừ đi thay đổi ròng trong nợ.

Bây giờ chúng ta cũng hãy xem xét dòng tiền tự do đối với nợ. Dòng tiền tự do đối với nợ bằng các khoản thanh toán lãi cộng các khoản trả nợ (tức là gốc) trừ đi phát hành nợ mới. Để tính giá trị hiện tại của một trái phiếu, bạn lấy các khoản thanh toán lãi (còn gọi là thanh toán coupon) cộng các khoản trả gốc và chiết khấu chúng về hiện tại theo tỷ lệ chiết khấu phù hợp (đối với các khoản trả nợ là lãi suất thị trường của khoản nợ có cùng mức độ rủi ro). Chúng ta có thể viết công thức như sau:

$$FCFd = I - DebtIR$$

Nếu chúng ta xếp cả ba công thức lại với nhau, ta có:

FCFf = NI + I (1 −Tc) + Dep −CAPEX −(NWCend −NWCbegin) + Extras

FCFe = NI + DebtIR + Dep −CAPEX −(NWCend −NWCbegin) + Extras

FCFd = I −DebtIR1

Tại sao FCFf ≠ FCFd + FCFe

Lưu ý rằng dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFf) gần bằng dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (FCFe) cộng với dòng tiền tự do cho nợ vay (FCFd). Sự khác biệt là FCFf bao gồm số hạng I (1 – Tc), trong khi tổng của FCFe + FCFd chỉ có số hạng I. Hãy xem xét đại số:

FCFf = NI + I (1 −Tc) + Dep −CAPEX −(NWCend −NWCbegin) + Extras

FCFe + FCFd = NI + DebtIR + I −DebtIR + Dep −CAPEX

−(NWCend −NWCbegin) + Extras

Vì NI + DebtIR + I – DebtIR = NI + I, do đó:

FCFf = NI + I (1 −Tc) + Dep −CAPEX −(NWCend −NWCbegin) + Extras

FCFe + FCFd = NI + I + Dep −CAPEX −(NWCend −NWCbegin) + Extras

Vì vậy, FCFf gần bằng FCFe + FCFd. Sự khác biệt là I (Tc).
Ồ! Chẳng phải dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) nên bằng dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) cộng với dòng tiền tự do của nợ (free cash flows to debt) (tức là dòng tiền từ tài sản nên bằng dòng tiền đến vốn) hay sao? Sẽ nói thêm về điều này sau.

TRỞ LẠI TỶ LỆ CHIẾT KHẤU

Bây giờ hãy thảo luận về việc nên sử dụng tỷ lệ chiết khấu nào với các kỹ thuật dòng tiền tự do khác nhau. Chúng ta biết rằng dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm), được chiết khấu theo WACC, bằng với giá trị của doanh nghiệp. Không ngạc nhiên, dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity), được chiết khấu theo chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity), bằng với giá trị vốn chủ sở hữu. Cuối cùng, như đã đề cập ở trên, dòng tiền tự do của nợ (free cash flows to debt), được chiết khấu theo chi phí nợ (cost of debt), bằng với giá trị của khoản nợ.

Giá trị của doanh nghiệp cũng có thể được tính bằng tổng giá trị của nợ cộng với giá trị của vốn chủ sở hữu.

Vf = Vd + Ve

Tuy nhiên, như đã nêu, dòng tiền tự do của doanh nghiệp gần như nhưng không hoàn toàn bằng dòng tiền tự do của nợ cộng với dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu. Tại sao lại không chính xác bằng nhau? Lý do là WACC (Ko) được sử dụng để chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp không bằng tỷ trọng nợ nhân với chi phí nợ cộng với tỷ trọng vốn chủ sở hữu

1Trừ DebtIR tất nhiên bằng khoản trả nợ gốc.

nhân với chi phí vốn chủ sở hữu. Ko bằng tỷ trọng nợ nhân với chi phí nợ sau thuế cộng với tỷ trọng vốn chủ sở hữu nhân với chi phí vốn chủ sở hữu.

$$Ko \neq (D/(D + E)) \square Kd + (E/(D + E)) \square Ke$$

thay vào đó

$$Ko = (D/(D + E)) \square Kd(1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke$$

Đây là lý do tại sao các công thức dòng tiền tự do không có tính cộng gộp.
Diễn đạt theo cách khác, vì WACC không phải là bình quân gia quyền của
chi phí nợ cộng với chi phí vốn chủ sở hữu, nên dòng tiền của doanh nghiệp không phải là tổng của dòng tiền
cho nợ cộng với dòng tiền cho vốn chủ sở hữu. Hãy nhớ rằng, công thức WACC sử dụng
chi phí nợ sau thuế để nắm bắt giá trị của các lá chắn thuế. Đây là lý do tại sao chúng ta phải sử dụng
EBIT (1 – Tc) trong kỹ thuật dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Đây cũng là lý do tại sao dòng
tiền tự do của doanh nghiệp không bằng dòng tiền tự do cho nợ cộng với dòng tiền tự do
cho vốn chủ sở hữu.

Bây giờ, sẽ thật tuyệt nếu dòng tiền tự do của doanh nghiệp bằng dòng tiền tự do
cho vốn chủ sở hữu cộng với dòng tiền tự do của nợ. Bạn có thể nghĩ rằng WACC nên được định nghĩa khác đi để làm cho hai vế bằng nhau. Nhưng WACC đã được định nghĩa từ lâu, trước khi các giáo sư tài chính tham gia vào các công thức dòng tiền tự do, và nó là một thuật ngữ đã được thiết lập vững chắc. Vì vậy, chúng ta buộc phải chấp nhận định nghĩa WACC như đã cho.

Bây giờ, chúng ta hãy thảo luận về hai lưu ý bổ sung với WACC:
Thứ nhất, WACC giả định một tỷ lệ nợ không đổi (nợ/(nợ + vốn chủ sở hữu)). Điều đó có nghĩa là, WACC
giả định nợ duy trì ở một tỷ lệ phần trăm không đổi so với giá trị của doanh nghiệp. Khi giá trị của doanh nghiệp tăng lên, nợ cũng tăng theo. Nếu nợ ban đầu là 20,0% và giá trị của doanh nghiệp tăng gấp đôi, thì số nợ cũng tăng gấp đôi (tỷ lệ phần trăm hoặc tỷ lệ nợ vẫn giữ nguyên). Đây là một giả định rất mạnh và xuất phát từ việc WACC định giá lá chắn thuế từ nợ như một khoản vĩnh viễn.

*Tại sao việc nhận ra rằng WACC giả định một tỷ lệ nợ không đổi lại quan trọng? Hãy xem xét việc định giá một LBO. Trong các thương vụ LBO và các thương vụ vốn cổ phần tư nhân (chúng ta đã đề cập chi tiết
trong Chương 18), doanh nghiệp ban đầu được sử dụng đòn bẩy rất cao (ở một tỷ lệ nợ rất cao), và sau đó
nợ được trả dần theo thời gian. Vì vậy, khi giá trị của doanh nghiệp (hy vọng là) tăng lên
theo thời gian, số nợ lại giảm xuống. Do đó, tỷ lệ phần trăm của nợ không phải là hằng số như một hàm của giá trị doanh nghiệp mà thay vào đó giảm dần (và sau đó doanh nghiệp có thể được niêm yết công khai trở lại và tái đòn bẩy lên). Trong tình huống này, việc định giá không thể được thực hiện bằng
WACC vì nó sẽ bỏ qua tỷ lệ nợ thay đổi. Thay vào đó, việc định giá nên
sử dụng dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu được chiết khấu tại Ke.*

Lưu ý thứ hai là WACC giả định chi phí nợ luôn là lãi suất thị trường. Điều này có nghĩa là không có trợ cấp và tất cả lãi vay đều được khấu trừ thuế (ví dụ: không có trái phiếu doanh thu công nghiệp, như đã thảo luận ở Chương 7 hoặc trần khấu trừ thuế lãi vay). Giả định này dễ dàng được điều chỉnh (như trình bày ở Chương 17): lợi ích từ bất kỳ khoản trợ cấp nào hoặc tổn thất từ trần khấu trừ thuế lãi vay phải được tính riêng và cộng vào hoặc trừ khỏi giá trị dự án.2 Nó đã được điều chỉnh trong

2Ví dụ, trong thảo luận của chúng ta về việc mua so với tài trợ mua ô tô ở Chương 17, WACC sẽ là chi phí vay 6% chứ không phải lãi suất đặc biệt thấp hơn 1% do đại lý ô tô đưa ra.

công thức FCFe, vì thuế được tính sau khi trừ lãi vay thực tế (ngay cả khi được trợ cấp).

Ngoài ra, cũng có những lợi ích từ công thức WACC. Điều quan trọng nhất là với kỹ thuật sử dụng FCFf và WACC, dòng tiền của công ty không thay đổi khi thay đổi đòn bẩy tài chính. Điều gì thay đổi khi bạn thay đổi đòn bẩy? Đó là tỷ lệ chiết khấu. Nói cách khác, nếu một công ty thay đổi mức nợ, nó sẽ thay đổi Ko. Tuy nhiên, dòng tiền tự do của công ty không thay đổi khi thay đổi đòn bẩy. Công thức dòng tiền tự do của công ty cho bạn cùng một dòng tiền bất kể mức đòn bẩy là bao nhiêu. Điều này giúp dễ dàng áp dụng các cấu trúc vốn khác nhau cho một công ty và xem tác động của chúng lên việc định giá.

VỀ DÒNG TIỀN TỰ DO CHO VỐN CHỦ SỞ HỮU (FREE CASH FLOWS TO EQUITY)

Bây giờ chúng ta hãy tính dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) cho Family Dollar bằng công thức của chúng ta:

$$FCFe = NI + Depreciation + Amortization - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + \text{Lãi suất nợ (DebtIR)} + \text{Các khoản phụ trội (Extras)}$$

Từ Bảng 20.4 (sử dụng 81% nợ), thu nhập ròng dự phóng (pro forma net income) năm 2015 là 171.0 triệu đô la Mỹ. Chúng ta có cần cộng lại lãi sau thuế để tính FCFe không? Không, lãi sau thuế không nằm trong công thức tính dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity). Tại sao không? Vì lãi vay là dòng tiền chi trả cho nợ, và bây giờ chúng ta đang tính dòng tiền cho vốn chủ sở hữu. Hơn nữa, tác động của việc sử dụng nợ trong việc giảm thuế đã được tính vào thu nhập ròng. (Khi tính thu nhập ròng, chỉ phần lãi được khấu trừ mới bị trừ trước thuế. Do đó, mức trần 30% về khấu trừ lãi vay đã được tính đến.)

Tiếp theo, chúng ta cần cộng lại khấu hao và trừ đi chi tiêu vốn (CAPEX). Các con số này giống như trong phần thảo luận về FCFf: 310,0 triệu đô la cho khấu hao và 370,1 triệu đô la cho CAPEX.3

Lưu ý, trong cách tiếp cận FCFe, toàn bộ số tiền khấu hao được cộng lại vào dòng tiền. Giống như trong kỹ thuật FCFf, bất kỳ sự tăng khấu hao nào cũng được trừ khỏi EBIT, thuế được tính sau khoản khấu trừ này, vì vậy tác động ròng của việc cộng lại toàn bộ số tiền khấu hao trong công thức dòng tiền là Dep * Tc.

Tiếp theo, sự thay đổi trong vốn lưu động giống như trong Chương 20, 115,1 triệu đô la. Cuối cùng, như trước đây, không có khoản mục phụ trội nào. Thay các con số này vào công thức FCFe, chúng ta có:

$$FCFe = NI + Depreciation - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras + DebtIR$$

$$FCFe = \$171.0 \text{ million} + \$310 \text{ million} - \$370.1 \text{ million} + 115.1 \text{ million} + DebtIR$$

Số hạng cuối cùng trong công thức FCFe của chúng ta là thay đổi ròng của nợ (net change in debt). Nghĩa là, bất kỳ khoản thu nào từ việc tài trợ bằng nợ mới trừ đi các khoản thanh toán gốc. Bây giờ, bạn có thể nghĩ rằng khoản thu từ nợ hoặc thanh toán gốc sẽ được bao gồm trong dòng tiền của nợ chứ không phải trong dòng tiền của vốn chủ sở hữu. Trên thực tế, hai khoản mục này là một phần của cả dòng tiền tự do của nợ (free cash flows to debt) và dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity).

3Để đơn giản, như trong chương trước, chúng ta sẽ chỉ gọi là khấu hao (depreciation) trong khi thực tế đó là khấu hao và khấu trừ dần (depreciation and amortization).

Làm thế nào việc tài trợ từ nợ và thanh toán gốc có thể được bao gồm trong cả FCFe và FCFd? Chúng đều được cộng và trừ vào phần tài trợ (bên phải) của Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet), bao gồm nợ và vốn chủ sở hữu. Bất kỳ khoản tài trợ nợ mới nào được cộng vào dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu và bị trừ khỏi dòng tiền tự do của nợ. Tương tự, bất kỳ khoản thanh toán nợ nào được trừ khỏi dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu và được cộng vào dòng tiền tự do của nợ. Đây là cách chúng được bao gồm trong cả hai dòng tiền (chỉ theo hai hướng ngược nhau).

Xét một ví dụ: Nếu một công ty phát hành 100 triệu đô la nợ, đây là 100 triệu đô la tiền từ nợ hiện có sẵn cho vốn chủ sở hữu. Do đó, dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu tăng thêm 100 triệu đô la và dòng tiền tự do của nợ giảm đi 100 triệu đô la. Lưu ý rằng dòng tiền này không chỉ một chiều: khi khoản nợ cuối cùng được thanh toán, dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu sẽ giảm đi một lượng tương tự. Nếu một công ty trả 100 triệu đô la nợ, đây là 100 triệu đô la không còn khả dụng cho các chủ sở hữu vốn. Do đó, dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu bị giảm đi 100 triệu đô la, và dòng tiền tự do của nợ tăng thêm 100 triệu đô la.

Ngoài lề: Một công ty có thể vay nợ (phát hành nợ) để trả cổ tức không? Có, AT&T từng làm điều đó mọi lúc, và Apple cũng vậy. Apple có tiền mặt cần thiết để trả cổ tức, nhưng số tiền mặt đó được giữ ở nước ngoài, và công ty sẽ phải trả thuế Hoa Kỳ nếu họ đưa tiền về nước. Sẽ rẻ hơn cho Apple nếu vay tiền để trả cổ tức thay vì đưa tiền mặt ở nước ngoài về Hoa Kỳ và trả thuế. Các công ty có thể vay để trả cho cổ đông ngay hôm nay—làm như vậy chỉ thay đổi thời điểm của các dòng tiền. Khoản nợ cuối cùng sẽ được trả lại, và sẽ trả ít hơn cho các cổ đông trong tương lai.

Quay trở lại với dòng tiền tự do dành cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) của Family Dollar, sự thay đổi nợ ròng (change in net debt) của Family Dollar là bao nhiêu? Từ Bảng 20.4, chúng ta thấy Family Dollar có tổng nợ (nợ ngắn hạn cộng nợ dài hạn) là 7,255.5 triệu đô la vào cuối năm 2015. Từ Bảng 20.2, chúng ta thấy Family Dollar có tổng nợ vào đầu năm 2015 (cuối năm 2014) là 7,310.5 triệu đô la. Đây là mức giảm, hay khoản trả nợ ròng, là 55.0 triệu đô la. (Lưu ý rằng nếu khoản trả nợ của bạn cao hơn khoản phát hành nợ mới, số hạng cuối cùng trong công thức dòng tiền tự do dành cho vốn chủ sở hữu sẽ âm, còn nếu khoản trả nợ thấp hơn khoản phát hành nợ mới, số hạng cuối cùng sẽ dương.) Bao gồm 55.0 triệu đô la này trong công thức của chúng ta cho ta dòng tiền tự do dành cho vốn chủ sở hữu là 171.0 triệu đô la trong năm 2015.

$$\begin{aligned}\text{FCFe} &= \text{NI} + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} \\ &\quad -(\text{NWCend} - \text{NWCbegin}) + \text{DebtIR} + \text{Extras} \\ \text{FCFe} &= \$171.0 \text{ triệu} + \$310 \text{ triệu} \\ &\quad -\$370.1 \text{ triệu} + 115.1 \text{ triệu} - \$55.0 \text{ triệu} \\ \text{FCFe} &= \$171.0 \text{ triệu}\end{aligned}$$

Quay lại chủ đề của chúng ta về việc hiểu biết so với ghi nhớ, hãy nhớ rằng công thức là:

$$\text{FCFf} = \text{FCFe} + \text{I} \quad (1 - \text{Tc}) - \text{DebtIR}$$

Do đó, nếu chúng ta bắt đầu với dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) là 171,0 triệu đô la và cộng lại chi phí lãi vay sau thuế (after-tax cost of interest) là 245,0 triệu đô la, sau đó cộng lại khoản hoàn trả nợ ròng (net debt repayment) là 55,0 triệu đô la (hoặc trừ đi khoản nợ ròng phát hành), chúng ta sẽ có được 471,0 triệu đô la. Đó chính xác là dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (free cash flows to the firm) mà chúng ta đã tính trong Chương 20.

BẢNG 21.1
Dòng tiền tự do đến vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity) theo dự phóng của Family Dollar (từ Bảng 20.4)

Điều chỉnh sau khi mua lại

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Net income	170,977	342,592	477,761	540,372	609,011
Depreciation	310,000	307,000	306,000	305,000	304,000
CAPEX	370,079	486,088	488,208	463,219	474,086
Δ in net working capital	115,070	(89,544)	(91,104)	(79,110)	(85,043)
Δ in debt	(54,966)	217,243	220,758	194,099	206,407
Free cash flows to equity	171,002	291,203	425,207	497,142	560,289
Free cash flows to equity	171,002	291,203	432,207	497,142	560,289
Interest * (1 – Tc)	245,053	242,216	249,469	256,839	263,318
Δ in debt	54,966	(217,243)	(220,758)	(194,099)	(206,407)
Free cash flows firm	471,021	316,176	460,918	559,882	617,200

Bảng 21.1 trình bày các dòng tiền tự do đến vốn chủ sở hữu từ Bảng 20.4 (với giả định một tỷ lệ nợ 81%) và các điều chỉnh để có được dòng tiền tự do của doanh nghiệp trong giai đoạn 2015–2019. (Phụ lục 21A trình bày các dòng tiền tự do đến vốn chủ sở hữu sử dụng tỷ lệ nợ không đổi 35,7% được giả định trong Phụ lục 20A. Lưu ý rằng các dòng tiền tự do đến vốn chủ sở hữu sẽ thay đổi, cũng như tỷ lệ chiết khấu, nhưng dòng tiền tự do của doanh nghiệp vẫn giữ nguyên.)

Hiểu về các công thức dòng tiền

Hãy xem xét thêm một góc nhìn khác về dòng tiền tự do dành cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity - FCFE). Nhắc lại, công thức là:

$$FCFe = NI + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras + DebtIR$$

Một cách khác để hiểu công thức này là: nó bằng lợi nhuận ròng (net income) trừ đi phần tăng của tài sản cố định ròng (net fixed assets) (+ Dep – CAPEX) trừ đi phần tăng của vốn lưu động (working capital) (NWCend – NWCbegin) cộng với các khoản bất thường (extras) và cộng với phần tăng của nợ (debt) (Debtend – Debtbegin).4

Bỏ qua các khoản bất thường (extras), chúng ta có:

$$FCFe = NI - \Delta \text{ Net Fixed Assets} - \Delta \text{ Net Working Capital} + \Delta \text{ Net Debt}$$

Bây giờ, hãy xem xét một chút về Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet) như được minh họa bởi sơ đồ chữ T của chúng ta ở dưới đây:

Bảng cân đối kế toán (Balance Sheet)
Vốn lưu động ròng tự phát5 (Spontaneous net working capital)
Nợ (Debt)
Tài sản cố định (Fixed assets)
Giá trị tài sản ròng (Net worth)

4Note that it would be plus a decrease in fixed assets, plus a decrease in working capital and minus a decrease (repayment) of debt.
5For exposition purposes, the Balance Sheet is recrafted with net spontaneous working capital, current assets minus current liabilities excluding debt, on the left-hand side.

Vế bên trái, tài sản, bằng với vế bên phải, nợ và vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, bất kỳ sự thay đổi nào ở một yếu tố đều đòi hỏi sự thay đổi ở yếu tố khác để duy trì sự cân bằng. Vì vậy:

$$\Delta \text{Vốn lưu động ròng} + \Delta \text{Tài sản cố định} = \Delta \text{Nợ} + \Delta \text{Vốn chủ sở hữu ròng}$$

Viết lại điều này, ta có:

$$\Delta \text{Vốn chủ sở hữu ròng} = \Delta \text{Vốn lưu động ròng} + \Delta \text{Tài sản cố định ròng} - \Delta \text{Nợ ròng}$$

Lưu ý, vốn chủ sở hữu ròng tăng bởi thu nhập ròng và giảm bởi cổ tức. Điều này có thể được viết là:

$$\text{Cổ tức} = \text{NI} - \Delta \text{Vốn chủ sở hữu ròng}$$

Thay thế từ trên, do đó:

$$\text{Cổ tức} = \text{NI} - \Delta \text{Tài sản cố định ròng} - \Delta \text{Vốn lưu động ròng} + \Delta \text{Nợ ròng}$$

Bất ngờ! Phần bên phải của công thức trên chính là công thức cho dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free cash flows to equity). Hãy ngẫm nghĩ một chút. Điều này có nghĩa là:

$$\text{CỔ TỨC} = \text{DÒNG TIỀN TỰ DO CHO VỐN CHỦ SỞ HỮU}$$

Nói cách khác, cổ tức là phần thu nhập ròng còn lại sau khi đầu tư vào tài sản cố định ròng hoặc tăng vốn lưu động ròng, hoặc trả nợ.

Bây giờ, vì giá trị vốn chủ sở hữu là giá trị hiện tại của dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu được chiết khấu tại Ke và vì cổ tức bằng với dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu, giá trị hiện tại của dòng cổ tức được chiết khấu tại Ke (chi phí vốn chủ sở hữu) là giá trị của vốn chủ sở hữu.

Điều này có mới không? Thực ra, không, nó nằm trong Miller và Modigliani (1961), mà chúng ta đã thảo luận ở Chương 11. M&M (1961) đã lưu ý rằng giá trị vốn chủ sở hữu của một công ty bằng với giá trị hiện tại của dòng tiền cổ tức trong tương lai.

Vậy là chúng ta đã đi hết một vòng tròn. Chúng ta đã chỉ ra cách dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) liên hệ với dòng tiền tự do cho nợ và vốn chủ sở hữu. Chúng ta cũng đã chỉ ra rằng dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu bằng với dòng cổ tức.

Bây giờ, dòng tiền tự do cho nợ cộng với dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu chính là dòng tiền phía tài trợ của Bảng cân đối kế toán. Không ngạc nhiên, đây là dòng tiền từ tài sản (tức là từ thu nhập của doanh nghiệp sau các khoản đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động). Phần đại số đằng sau tất cả các dòng tiền này đã được trình bày ở trên.

CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN TỰ DO CHO VỐN CHỦ SỞ HỮU

Các dòng tiền tự do dự kiến cho vốn chủ sở hữu sau đó được chiết khấu theo chi phí vốn chủ sở hữu. Câu hỏi đặt ra là: Chi phí vốn chủ sở hữu nào? Nếu chúng ta giữ cấu trúc vốn không đổi (như đã làm trong Chương 20), thì đó là chi phí vốn chủ sở hữu giống như đã sử dụng trong WACC. Tuy nhiên, nếu cấu trúc vốn khác nhau mỗi năm, thì chi phí vốn chủ sở hữu cũng sẽ khác. Ví dụ, nếu chúng ta sử dụng 81% vốn tài trợ thực hiện (execution financing) làm cấu trúc vốn, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ thay đổi do đòn bẩy tăng và rủi ro tăng. Quan trọng hơn, như trong một LBO, nếu cấu trúc vốn thay đổi mỗi năm, thì phương pháp dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu đòi hỏi phải thay đổi chi phí vốn chủ sở hữu mỗi năm.

Chúng ta biết từ Chương 6 rằng đòn bẩy tài chính bổ sung làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua các tấm chắn thuế tăng thêm nhưng lại làm giảm giá trị thông qua rủi ro tăng. Các tấm chắn thuế được phản ánh trong dòng tiền tự do, còn rủi ro tăng thêm được phản ánh trong Ke. Như đã giải thích trong Chương 18 về LBO và vốn cổ phần tư nhân, đòn bẩy tăng không làm tăng rủi ro nhiều như các cấu trúc phi LBO vì sự đồng sở hữu nợ-vốn chủ sở hữu. (Điều này là do vốn chủ sở hữu được phân loại là nợ hoặc chi phí đại diện để quản lý doanh nghiệp giảm xuống.)

Nếu chúng ta giữ cùng một cấu trúc vốn và cùng mức rủi ro như mô hình WACC, thì phương pháp dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu sẽ cho chúng ta cùng một định giá như phương pháp dòng tiền tự do cho doanh nghiệp. Nếu một LBO có thể tăng các tấm chắn thuế mà không làm tăng rủi ro lên đáng kể, thì LBO sẽ có giá trị cao hơn so với một doanh nghiệp độc lập nhờ các tấm chắn thuế cao hơn.

Giá trị cuối cùng (terminal value) trong phương pháp dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu (free cash flow to equity) được xử lý tương tự như phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flow to the firm). Chúng ta sử dụng một trong năm kỹ thuật định giá của mình, cẩn thận sử dụng giá trị cuối cùng của vốn chủ sở hữu chứ không phải của doanh nghiệp. Ví dụ:

$$\text{Giá trị cuối cùng} = \text{Dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu} \quad (1 + g)/(k - g)$$

trong đó:

k = tỷ lệ chiết khấu (discount rate)

g = tỷ lệ tăng trưởng (growth rate)

Cuối cùng, giống như trong phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp, chúng ta phải bao gồm giá mua (purchase price). Giá mua có giống với 9,02 tỷ đô la được tính bằng phương pháp dòng tiền tự do của doanh nghiệp không? Không. Khi định giá dòng tiền tự do của doanh nghiệp, chúng ta định giá dòng tiền của tài sản và bao gồm cả nợ và vốn chủ sở hữu dùng để mua chúng. Tuy nhiên, khi định giá dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu, chúng ta loại trừ bất kỳ khoản nợ nào phát hành trong giá mua vì chúng ta đang tìm kiếm khoản đầu tư vốn chủ sở hữu.

Mở rộng thảo luận cho các thương vụ LBO (mua lại bằng đòn bẩy) là một chủ đề nằm ngoài phạm vi của cuốn sách này (có lẽ trong cuốn sách tiếp theo của chúng tôi).

TÓM TẮT

Trong chương này, chúng ta tập trung vào việc hiểu các dòng tiền tự do được sử dụng trong định giá. Cụ thể, chúng ta so sánh dòng tiền tự do của doanh nghiệp (tức là dòng tiền từ phía tài sản của Bảng cân đối kế toán) với dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu và dòng tiền tự do của nợ (tức là dòng tiền từ phía tài trợ). Chúng ta giải thích thêm tại sao dòng tiền tự do của doanh nghiệp sử dụng EBIT (1-Tc) chứ không phải NI và các sắc thái khi sử dụng nó (nó giả định một tỷ lệ nợ không đổi, lãi suất thị trường và không có thay đổi trong dòng tiền khi mức nợ thay đổi). Ngoài ra, chúng ta đã chỉ ra rằng dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu giống như dòng cổ tức có sẵn cho các cổ đông. Cuối cùng, chúng ta nêu rằng nếu mức độ rủi ro không đổi (điều này có thể không đúng với LBO và cổ phần tư nhân), giá trị sử dụng FCFf và FCFe là như nhau.

Điểm hấp dẫn sắp tới

Chương tiếp theo sẽ giải thích việc thực hiện cuộc chiến tiếp quản đặc biệt thú vị với nhiều bên trả giá này. Bản chất của việc ai trả giá, như thế nào và khi nào đều được khám phá.

PHỤ LỤC 21A: DÒNG TIỀN TỰ DO PRO FORMA CỦA VỐN CHỦ SỞ HỮU FAMILY DOLLAR VỚI TỶ LỆ NỢ KHÔNG ĐỔI

BẢNG 21A.1
Dòng tiền tự do pro forma của vốn chủ sở hữu Family Dollar ở tỷ lệ nợ không đổi 35.7%

($000s)	2015	2016	2017	2018	2019
Net income	308,686	479,300	617,233	683,859	756,306
Depreciation	310,000	307,000	306,000	305,000	304,000
CAPEX	370,079	486,088	488,208	463,219	474,086
Δ in net working capital	115,070	(89,544)	(91,104)	(79,110)	(85,043)
Δ in debt	(54,991)	134,428	100,487	80,041	96,304
Free cash flows to equity	308,686	345,096	444,408	526,572	597,481
Free cash flows to equity	308,686	345,096	444,408	526,572	597,481
Interest * (1 − Tc)	107,345	105,509	109,997	113,351	116,023
Δ in debt	54,991	(134,428)	(100,487)	(80,041)	(96,304)
Free cash flows firm	471,021	316,176	453,918	559,882	617,200

CHƯƠNG 22
Sáp nhập và Mua lại: Thực thi (Các cửa hàng Dollar)

Chương này giải thích cách tài chính hoạt động trong thế giới thực. Cuộc chiến giữa Dollar General và Dollar Tree để giành Family Dollar được dùng làm minh họa của chúng tôi. “Đạt được sự đồng thuận,” phần thực thi của một khoản đầu tư hoặc vụ sáp nhập, có thể đi theo một con đường đơn giản hoặc quanh co. Câu chuyện về Family Dollar bao gồm nhiều trở ngại để hoàn tất một thương vụ sáp nhập. Một vài trở ngại tiêu biểu được liệt kê dưới đây:

Đầu tiên, có ba bên trả giá (Trian Partners, Dollar Tree và Dollar General),

điều này tạo ra nhiều vòng trả giá.

Thứ hai, có một số cổ đông hoạt động (activist shareholders) và các công ty tư vấn ủy quyền (proxy advisory firms) cố gắng

để gây ảnh hưởng đến kết quả. Những bên này bao gồm Carl Ichan, Paulson and Company, Elliot Management, Glass Lewis và Institutional Shareholder Services.

Thứ ba, Family Dollar có đội ngũ quản lý gia đình thế hệ thứ hai, những người tìm cách

duy trì quyền kiểm soát công ty.

Thứ tư, chính phủ Hoa Kỳ—và đặc biệt là Ủy ban Thương mại Liên bang (Federal Trade Commission—FTC)—đã

phải phê duyệt bất kỳ vụ sáp nhập nào sau khi đánh giá xem nó có mang tính chống cạnh tranh hay không.

Thứ năm, các cổ đông phải bỏ phiếu cho bất kỳ vụ sáp nhập nào, và các phe phái trong số cổ đông

đã đệ đơn kiện ba vụ kiện trong thương vụ sáp nhập này.

Hãy cùng xem tất cả diễn ra như thế nào bằng cách bổ sung thêm chi tiết cho danh sách trên.

MỐC THỜI GIAN

Có ba bên trả giá cho Family Dollar.[1] Trian Partners là bên đầu tiên. Như đã nêu trong Chương 19, vào cuối tháng 7 năm 2010, Trian Partners tiết lộ rằng họ sở hữu 8,8% cổ phần đang lưu hành của Family Dollar. Sau đó, vào ngày 15 tháng 2 năm 2011, Trian đã đưa ra đề nghị mua Family Dollar với giá từ 55 đến 60 đô la mỗi cổ phiếu. Ban lãnh đạo phản đối, và một thỏa thuận tạm dừng (standstill agreement) đã được ban hành: Trian đồng ý giới hạn quyền sở hữu ở mức 9,9% trong hai năm và đổi lại được trao một ghế trong hội đồng quản trị của Family Dollar. Sau đó, Trian đã làm việc với ban lãnh đạo của Family Dollar, ban đầu cố gắng cải thiện hoạt động và sau đó là tìm cách bán công ty cho một bên trả giá khác.

1Phần lớn nội dung thảo luận sau đây trích từ tài liệu ủy quyền (proxy) của Family Dollar ngày 28 tháng 10 năm 2014.

Vào ngày 28 tháng 2 năm 2013, đã có một cuộc gặp giữa Howard Levine (Giám đốc điều hành của Family
Dollar) và Michael Calbert (thành viên hội đồng quản trị của Dollar General). Có một số
tranh cãi về việc công ty nào đã khởi xướng cuộc gặp. Dù nó diễn ra như thế nào, Family
Dollar đã tận dụng cuộc gặp để thảo luận về lợi ích của việc sáp nhập với Dollar General.
Ông Levine ngụ ý rằng Family Dollar thực sự không muốn bán, nhưng một khoản phụ trội (premium) đáng kể
so với giá cổ phiếu hiện tại có thể thuyết phục các cổ đông hiện tại bán.
Family Dollar cũng cho biết nếu một vụ sáp nhập xảy ra, ban lãnh đạo của Family Dollar
dự kiến họ sẽ điều hành công ty hợp nhất với trụ sở chính tại
Charlotte, North Carolina (vị trí trụ sở của Family Dollar). Ông Calbert
đã thông báo với ông Levine rằng hội đồng quản trị của Dollar General khó có thể xem xét các yêu cầu này
một cách thuận lợi.

Một số cuộc đàm phán không chính thức hơn nữa giữa hai công ty đã được tổ chức. Sau đó vào tháng 11 năm 2013, Family Dollar bày tỏ mong muốn gặp lại để thảo luận về việc sáp nhập, và một ngày đã được ấn định vào tháng 12 năm 2013. Dollar General sau đó đã trì hoãn cuộc họp đến một thời điểm nào đó vào mùa xuân năm 2014 (có lẽ là để tỏ ra khó khăn).

Dollar Tree là bên đấu thầu chính thức thứ hai. Thông qua ngân hàng đầu tư của mình, J.P. Morgan, Dollar Tree đã liên hệ với Family Dollar về một vụ sáp nhập có thể xảy ra vào cuối tháng 2 năm 2014. Sau một số qua lại, một cuộc gặp giữa các CEO của các công ty đã diễn ra vào giữa tháng 3 năm 2014, với các đội ngũ quản lý gặp nhau ngay sau đó.

Vào ngày 14 tháng 5 năm 2014, Robert Sasser (CEO của Dollar Tree) đã đưa cho Howard Levine (CEO của Family Dollar) một phác thảo rộng về một đề nghị mua lại Family Dollar, bao gồm mức giá từ 68 đến 70 đô la mỗi cổ phiếu với 75% bằng tiền mặt và phần còn lại bằng cổ phiếu Dollar Tree. Một điểm đặc biệt của đề nghị là nó bao gồm yêu cầu ông Levine tiếp tục làm CEO của Family Dollar sau khi sáp nhập. Để đáp lại yêu cầu này:

> *Ông Levine giải thích rằng ông sẽ không sẵn lòng và không thể đàm phán các điều khoản của thỏa thuận hợp đồng sau khi hoàn tất trong khi các điều khoản quan trọng của một giao dịch kết hợp kinh doanh vẫn còn bỏ ngỏ và trước khi ông nhận được chỉ đạo từ hội đồng quản trị để tiến hành các cuộc đàm phán như vậy.2*

Một tuần sau, Morgan Stanley, ngân hàng đầu tư của Family Dollar, thông báo với Dollar Tree rằng đề nghị đó là:

> *không đầy đủ và không đáng để xem xét thêm, và rằng Family Dollar vẫn không bán, nhưng Family Dollar ít nhất sẽ xem xét một đề nghị cạnh tranh hơn phù hợp với bội số (multiples) và mức phí bảo hiểm (premia) cho các giao dịch tương tự trước đây.3*

Vào ngày 6 tháng 6 năm 2014, Carl C. Icahn (một nhà hoạt động cổ đông/kẻ thâu tóm doanh nghiệp nổi tiếng) đã tiết lộ rằng ông sở hữu khoảng 9,4% số cổ phần đang lưu hành của cổ phiếu phổ thông Family Dollar. Ông cũng tuyên bố, cả riêng tư lẫn công khai, rằng ông tìm kiếm việc bán Family Dollar. Vào khoảng thời gian này, một số ngân hàng đầu tư bắt đầu viết rằng Family Dollar có khả năng sẽ được bán trong tương lai gần.

2Xem Bản tuyên bố ủy quyền của Family Dollar về Đề xuất sáp nhập ngày 28 tháng 10 năm 2014, tr. 77.
3Sđd., tr. 78.

Dollar Tree đã tăng giá đề nghị vào ngày 13 tháng 6 năm 2014 lên 72 đô la mỗi cổ phiếu. Family Dollar lại gọi đề nghị này là "không đầy đủ." Sau đó, vào ngày 20 tháng 6 năm 2014, Dollar Tree đã đề xuất một mức giá:

> *$74.50 cho mỗi cổ phiếu phổ thông của Family Dollar là mức giá tốt nhất và cuối cùng của Dollar Tree, và mức giá này có điều kiện là Family Dollar đồng ý với thời gian độc quyền sáu tuần để Dollar Tree tiến hành thẩm định (due diligence) và đàm phán giao dịch.4*

Một phần quan trọng trong đề nghị của Dollar Tree quy định rằng nó phải 'độc quyền' (exclusive), và điều này là không thể thương lượng, nghĩa là Dollar Tree không muốn tham gia vào một cuộc chiến đấu giá.

Với chỉ một bên trả giá tiềm năng khác là Dollar General, hội đồng quản trị của Family Dollar phải đối mặt với một tình huống khó xử. Nếu họ chính thức đưa công ty ra đấu giá và Dollar General quyết định không tham gia, Dollar Tree sẽ có lợi thế rõ ràng trong các cuộc đàm phán. Tệ hơn nữa, Dollar General có thể quyết định đấu thầu mua lại Dollar Tree, khiến Family Dollar trở thành kẻ đứng ngoài cuộc.

Giải pháp của hội đồng quản trị là đạt được thỏa thuận ràng buộc với Dollar Tree để mua lại Family Dollar nếu quá trình thẩm định (due diligence) không phát hiện điều gì quan trọng. Family Dollar và Dollar Tree đã ký thỏa thuận trao cho Dollar Tree quyền độc quyền đến ngày 28 tháng 7 năm 2014. Theo thỏa thuận, Family Dollar không được chủ động tìm kiếm bên mua nào khác (nhưng có thể xem xét các đề nghị không được yêu cầu), cũng như không được tiết lộ thỏa thuận độc quyền đó. Vì vậy, thỏa thuận cho phép Family Dollar chấp nhận một đề nghị khác (và do đó thực hiện nghĩa vụ ủy thác của hội đồng quản trị).

Tại sao Dollar Tree lại đồng ý với điều này? Câu trả lời là vì Dollar Tree nhận được quyền khớp bất kỳ đề nghị nào cũng như nhận phí hủy bỏ (termination fee) 305 triệu đô la nếu Family Dollar thực hiện thương vụ với người khác. Hãy nhớ rằng, Dollar Tree cũng hiểu rằng hội đồng quản trị của Family Dollar đang cố gắng đạt được thỏa thuận tốt nhất và tuân thủ mọi nghĩa vụ ủy thác của mình.

Vào ngày 25 tháng 7 năm 2014, Dollar Tree và Family Dollar đạt được thỏa thuận sáp nhập. Hội đồng quản trị của Family Dollar đã họp và biểu quyết phê duyệt hai ngày sau đó. Sau đó, vào ngày 28 tháng 7 năm 2014, trong một thông cáo chung, Dollar Tree và Family Dollar công bố thỏa thuận sáp nhập với giá 74.50 đô la mỗi cổ phiếu, bao gồm phí hủy bỏ (break-up fee) 305 triệu đô la (số tiền Family Dollar sẽ phải trả cho Dollar Tree nếu thỏa thuận thất bại vì Family Dollar bị bán cho bên khác).

Thông báo sáp nhập giữa Dollar Tree và Family Dollar cuối cùng đã thúc đẩy Dollar General hành động. Đối mặt với viễn cảnh cạnh tranh với một đối thủ lớn hơn với nhiều cửa hàng hơn của mình, vào ngày 18 tháng 8 năm 2014, Dollar General đã đưa ra đề nghị 78.50 đô la cho mỗi cổ phiếu của Family Dollar. Đề nghị này không chỉ cao hơn 4.00 đô la mỗi cổ phiếu so với đề nghị của Dollar Tree, mà còn là đề nghị toàn bộ bằng tiền mặt 100%. Đề nghị cũng bao gồm việc thanh toán phí hủy bỏ 305 triệu đô la cho Dollar Tree. Tuy nhiên, đề nghị phụ thuộc vào thẩm định (due diligence) và phê duyệt của cơ quan quản lý. Dollar General cho biết họ sẵn sàng thoái vốn (divest) tối đa 700 cửa hàng để đạt được sự chấp thuận của FTC.

Số lượng cửa hàng phải thoái vốn, như được thảo luận đầy đủ hơn ở phần sau của chương này,
trở thành vấn đề then chốt trong việc liệu đề nghị mua lại của Dollar General có thể nhận được sự chấp thuận của cơ quan quản lý hay không.

4Ibid.

Vào ngày 2 tháng 9 năm 2014, Dollar General đã nâng giá chào mua lên 80,00 USD mỗi cổ phiếu bằng tiền mặt (cao hơn 5,50 USD mỗi cổ phiếu so với đề nghị kết hợp tiền mặt và cổ phiếu của Dollar Tree). Họ cũng đồng ý thoái vốn tối đa 1.500 cửa hàng. Nói cách khác, thương vụ sẽ được thực hiện miễn là FTC phê duyệt kèm theo lệnh thoái vốn 1.500 cửa hàng hoặc ít hơn.

Vào ngày 5 tháng 9 năm 2014, Family Dollar đã phát hành thông cáo báo chí rằng hội đồng quản trị của họ đã nhất trí từ chối đề nghị của Dollar General vì hội đồng tin rằng FTC sẽ yêu cầu Dollar General thoái vốn nhiều hơn 1.500 cửa hàng làm điều kiện phê duyệt thương vụ sáp nhập. Family Dollar và Dollar Tree sau đó đã đưa ra thông báo chung rằng họ dự kiến thương vụ sáp nhập của chính họ sẽ hoàn tất sớm nhất là vào cuối tháng 11.

Vào ngày 10 tháng 9 năm 2014, Dollar General đã bắt đầu chào mua công khai thù địch (hostile tender offer) để mua toàn bộ cổ phiếu của Family Dollar ở mức 80 USD mỗi cổ phiếu (tổng cộng 9,1 tỷ USD), tuyên bố rằng công ty vẫn cam kết mua lại Family Dollar. Chào mua công khai (tender offer) bỏ qua hội đồng quản trị và đi thẳng đến các cổ đông. Nếu đủ số cổ phiếu được mua trong đợt chào mua, Dollar General có thể dùng chúng để bỏ phiếu cho thương vụ sáp nhập bất chấp sự phản đối của hội đồng quản trị.

Độc giả có thể nhớ lại từ Chương 8 về Marriott rằng chào mua công khai (tender offer) tốn kém hơn so với mua trên thị trường mở nhưng thực hiện nhanh hơn. Một lợi ích bổ sung của chào mua công khai là nó cho phép Dollar General bắt đầu thảo luận với FTC về những gì cần thiết để được phê duyệt thương vụ sáp nhập.5 Rủi ro đối với Dollar General khi chào mua cổ phiếu của Family Dollar là họ đang cố gắng tiếp quản công ty mà không tiến hành thẩm định (due diligence) trước (tức là không được tiếp cận thông tin bí mật của công ty mục tiêu để đảm bảo không có điều gì trọng yếu có thể khiến công ty đi thầu rút lui khỏi thương vụ).

Chào mua công khai kéo dài bao lâu? Hai mươi ngày làm việc. Trước năm 1968, chào mua công khai có thể mở trong bất kỳ khoảng thời gian nào (dài hay ngắn tùy theo người chào mua). Sau năm 1968, Đạo luật Williams (Williams Act) yêu cầu chào mua công khai phải mở ít nhất 20 ngày và không còn được thực hiện trên cơ sở ai đến trước được phục vụ trước (first-come, first-served). Người ta tin rằng nguyên tắc ai đến trước được phục vụ trước—nghĩa là cổ đông nào chào bán trước sẽ được chấp nhận trước—đã gây áp lực buộc cổ đông phải chào bán (và chào bán sớm). Từ năm 1968, việc chào bán phải theo tỷ lệ (pro rata). Chào bán theo tỷ lệ có nghĩa là khi tất cả cổ phiếu được chào bán, chúng sẽ được mua theo tỷ lệ: nếu 80% số cổ phiếu được chào bán được mua, công ty mua lại sẽ mua 80% số cổ phiếu mà mỗi cá nhân đã chào bán, bất kể thời điểm chào bán trong suốt thời gian chào mua công khai.

Dollar General gặp khó khăn trong việc thu đủ số cổ phiếu để chào mua và đã gia hạn chào mua nhiều lần. Đến cuối tháng 12 năm 2014, họ mới chỉ nhận được khoảng 3,4 triệu trong tổng số 114,3 triệu cổ phiếu đang lưu hành.

QUYỀN QUYẾT ĐỊNH CỦA NHÀ QUẢN LÝ

Howard Levine (lúc đó 44 tuổi) trở thành CEO và chủ tịch hội đồng quản trị của Family Dollar vào tháng 8 năm 1998 sau khi cha ông, người sáng lập công ty, nghỉ hưu. Khi Trian Partners xuất hiện 12 năm sau đó với ý định tiếp quản công ty, ông và hội đồng quản trị đã phản đối.

5Xem Paul Ziobro “Dollar General Launches Tender Offer for Family Dollar Shares,” Wall Street Journal, ngày 10 tháng 9 năm 2014, www.wsj.com/articles/dollar-general-to-launch-tender-offer-for-family-dollar-shares-wednesday-1410315773.

Thỏa thuận đứng yên (standstill agreement) được thảo luận trong Chương 19 đã loại bỏ Trian Partners, ít nhất là trong một thời gian, với tư cách là nhà đấu thầu tiềm năng cho công ty.

Sau đó, với kết quả hoạt động thấp hơn nhiều so với hai đối thủ cạnh tranh (Dollar General và Dollar Tree) và các cổ đông hoạt động (activist shareholders) thúc đẩy việc bán công ty, ban quản lý về cơ bản đã nhượng bộ và đưa công ty ra đấu thầu, như đã ghi chép trước đó.

Sau khi Dollar General đưa ra giá thầu, hội đồng quản trị Family Dollar phải chọn giữa giá thầu của Dollar Tree và giá thầu của Dollar General. Đề nghị của Dollar Tree là 74,50 đô la bằng tiền mặt và cổ phiếu, trong khi đề nghị của Dollar General là 80,00 đô la và toàn bộ bằng tiền mặt. Hội đồng quản trị Family Dollar đã yêu cầu các cổ đông (những người phải bỏ phiếu cho bất kỳ thỏa thuận sáp nhập nào) phê duyệt đề nghị của Dollar Tree. Tại sao ban quản lý và hội đồng quản trị lại tranh luận cho một đề nghị thấp hơn, đặc biệt khi đề nghị cao hơn lại hoàn toàn bằng tiền mặt?6

Lý do mà hội đồng quản trị Family Dollar đưa ra là rủi ro FTC sẽ không chấp thuận việc sáp nhập với Dollar General. Family Dollar và Dollar General có một số lượng lớn cửa hàng ở gần nhau về mặt địa lý. Là một phần của đề nghị sửa đổi, Dollar General cam kết thoái vốn tới 1.500 cửa hàng để được FTC chấp thuận. Tuy nhiên, hội đồng quản trị Family Dollar lập luận rằng Dollar General sẽ phải thoái vốn hơn 2.000 trong số 8.000 cửa hàng của Family Dollar để được FTC chấp thuận. Do đó, xác suất thành công của thương vụ với Dollar General là rất thấp. Ngược lại, Dollar Tree có sự chồng lấn địa lý nhỏ hơn nhiều với Family Dollar. Hội đồng quản trị Family Dollar lập luận rằng Dollar Tree chỉ phải thoái vốn khoảng 350 cửa hàng để được FTC chấp thuận. Vì vậy, mặc dù đề nghị từ Dollar General cao hơn, nhưng có xác suất thấp hơn là thương vụ sẽ được hoàn tất.

Vậy tại sao không nhận lời đề nghị từ Dollar General trước, và nếu thất bại thì nhận lời từ Dollar Tree? Family Dollar lo ngại rằng nếu họ chấp nhận thỏa thuận với Dollar General mà thỏa thuận đó đổ vỡ, thì bất kỳ lời đề nghị nào sau đó từ Dollar Tree sẽ ở mức giá thấp hơn nhiều.

Cũng có một lý do tiềm ẩn thứ hai khiến Family Dollar có thể ưu tiên lời đề nghị của Dollar Tree. Dollar Tree liên tục đề nghị ban quản trị của Family Dollar một vai trò trong công ty hợp nhất, trong khi Dollar General không hứa hẹn gì như vậy. Để phản bác hình ảnh tự lợi tiềm ẩn, Howard Levine (CEO của Family Dollar) lập luận rằng điều này sẽ không nằm trong bất kỳ thỏa thuận nào.7 Mặc dù không rõ điều này có ảnh hưởng thực sự đến ban quản trị Family Dollar hay không, nó vẫn tạo ra vẻ ngoài thiên vị. Ví dụ, Carl Icahn, người ủng hộ thương vụ với Dollar General, viết: “Các hội đồng quản trị thân hữu sẽ đi xa đến đâu (và né được luật pháp) để bảo vệ CEO với cái giá phải trả là cổ đông?”8

Ban lãnh đạo có thể đi bao xa để đảm bảo lợi ích của chính mình? Họ có thể đi khá xa. Các nhà quản lý, giống như mọi con người, trước tiên tự bảo vệ mình. Có cơ chế nào để hạn chế quyền quyết định của ban lãnh đạo (và có thể thay thế họ) không? Có, bao gồm hội đồng quản trị, kiện tụng, các cuộc đấu tranh ủy quyền (proxy contests), thị trường chứng khoán và các vụ thâu tóm. Liệu bất kỳ...

6Có thể hợp lý khi chấp nhận một lời đề nghị toàn tiền mặt thấp hơn nếu lời đề nghị cao hơn bao gồm cổ phiếu, vì sự không chắc chắn về giá mà cổ phiếu sẽ giao dịch.
7Tuy nhiên, sau đó, Howard Levine đã được trao hợp đồng hai năm để tiếp tục làm CEO của Family Dollar, báo cáo trực tiếp cho CEO của Dollar Tree, và một ghế trong hội đồng quản trị của Dollar Tree.
8Xem G. Chambers Williams III, “Icahn Faults Family Dollar for Ignoring Dollar General,” Tennessean, 19 tháng 8, 2014,
www.tennessean.com/story/money/2014/08/19/icahn-faults-family-dollar-ignoring-dollar-general/14303575/.

Trong số đó có hiệu quả không? Chỉ một phần. Hội đồng quản trị ngày nay là một cơ chế kiểm soát mạnh hơn đối với ban lãnh đạo so với trước đây. Tuy nhiên, vẫn còn những hạn chế. Kiện tụng hiếm khi có hiệu quả. Đấu tranh ủy quyền hầu như không bao giờ thành công. Thị trường chứng khoán cho phép cổ đông rút lui (bằng cách bán cổ phiếu, thường là chịu lỗ), nhưng điều này không thực sự kiểm soát được ban lãnh đạo. Điều này khiến các vụ thâu tóm trở thành phương pháp chính để thực thi kỷ luật đối với ban lãnh đạo. Một công ty quản lý kém cuối cùng có thể bị thâu tóm và ban lãnh đạo bị thay thế. Phương pháp tốt nhất để các nhà quản lý ngăn chặn việc bị thâu tóm là điều hành công ty tốt — tốt đến mức công ty sẽ không có giá trị hơn khi được mua lại và điều hành bởi bất kỳ công ty nào khác!

Trong trường hợp Family Dollar, tất cả các kỹ thuật này đã được các bên khác nhau sử dụng, nhưng một cuộc thâu tóm sáp nhập (merger takeover) cuối cùng đã thay thế đội ngũ quản lý. Khi chúng ta tiếp tục câu chuyện về việc thực hiện sáp nhập này, chúng ta sẽ gặp những phương pháp này.

CỔ ĐÔNG HOẠT ĐỘNG (ACTIVIST SHAREHOLDERS)

Như đã đề cập trước đó, vào ngày 6 tháng 6 năm 2014, gần như ngay sau khi tiết lộ rằng ông sở hữu 9.4% cổ phần đang lưu hành của Family Dollar, Carl Icahn bắt đầu thúc đẩy Family Dollar xem xét việc bán cho Dollar General. Đáp lại, Family Dollar đã áp dụng một kế hoạch bảo vệ quyền lợi cổ đông (shareholder rights plan) kéo dài một năm, thường được gọi là "viên thuốc độc" (poison pill), với ngưỡng kích hoạt là 10%.

Viên thuốc độc (poison pill) là gì? Đó là một chiến lược pháp lý nhằm hạn chế một công ty khác giành quyền kiểm soát cổ phần đang lưu hành và tiếp quản. Nó hạn chế công ty khác bằng cách nào? Một sự kiện pha loãng cổ phần (share-diluting) được kích hoạt tại một ngưỡng kiểm soát đã định. Để giải thích, giả sử một công ty hoặc cá nhân khác mua cổ phiếu của Family Dollar. Khi quyền sở hữu của công ty khác vượt quá một ngưỡng đã định, chẳng hạn 10%, điều này kích hoạt việc tự động phát hành thêm cổ phiếu, giả sử tỷ lệ hai cho một (two-for-one), cho tất cả các cổ đông hiện tại ngoại trừ người đã kích hoạt sự kiện. Vì vậy, nếu một công ty khác mua 10% cổ phần, thì 90% cổ đông còn lại sẽ được chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ hai cho một (two-for-one stock split). Điều này có nghĩa là cổ đông mới tự động bị pha loãng xuống còn 5%. Nếu một người ngoài mua 40% và các cổ đông hiện tại được chia tách theo tỷ lệ hai cho một, người ngoài đó sẽ bị pha loãng xuống còn 20%.

Viên thuốc độc được thiết kế để ngăn cản các vụ tiếp quản thù địch (hostile takeovers). Liệu thuốc độc có hợp pháp không? Thực tế, chúng hợp pháp. Tòa án đã phán quyết rằng nếu loại cơ chế thuốc độc này được áp dụng trước khi một người ngoài mua cổ phần, thì người ngoài đó đồng ý với cơ chế này bằng việc mua cổ phần. Nói cách khác, nếu một công ty có thuốc độc và các nhà đầu tư mua cổ phiếu khi biết rõ rằng quyền sở hữu của họ sẽ bị pha loãng nếu họ mua cổ phiếu, thì công ty có quyền hợp pháp để pha loãng họ. Tuy nhiên, thuốc độc không thể được thiết lập sau khi thực tế xảy ra: một khi nhà đầu tư bên ngoài đã mua 20% cổ phần của công ty, công ty không thể sau đó nói rằng họ sẽ pha loãng nhà đầu tư đó bằng cách tạo ra thuốc độc.

Vậy tại sao không phải mọi công ty đều tạo ra thuốc độc để ngăn chặn các vụ tiếp quản? Đã có thời điểm, hầu hết các công ty đều áp dụng thuốc độc. Martin Lipton của công ty luật Wachtell, Lipton, Rosen, and Katz đã tạo ra thuốc độc vào năm 1982, và các ngân hàng đầu tư đã tiếp thị sản phẩm này để có được khách hàng. Tuy nhiên, có nhiều cách để vượt qua thuốc độc (tức là có thể biến một viên thuốc độc thành một viên giả dược).

Cách trực tiếp nhất để vượt qua biện pháp chống thâu tóm (poison pill) là sử dụng trách nhiệm ủy thác (fiduciary responsibility) của hội đồng quản trị. Tất cả hội đồng quản trị đều có trách nhiệm ủy thác nhằm nâng cao giá trị cổ đông. Hơn nữa, để cho phép một vụ tiếp quản thân thiện (friendly takeover), hầu hết các biện pháp chống thâu tóm đều cho phép hội đồng quản trị hủy bỏ biện pháp này. Vì hội đồng quản trị có thể hủy bỏ biện pháp chống thâu tóm, và vì

Trách nhiệm ủy thác của họ yêu cầu họ chấp nhận lời đề nghị cao nhất, một lời đề nghị được cấu trúc hợp lý đưa ra cho hội đồng quản trị thường sẽ khiến hội đồng hủy bỏ biện pháp chống thâu tóm và chấp nhận.

Tiện thể, hầu hết các công ty đại chúng (hơn một nửa số công ty đại chúng và 64% các công ty trong S&P 500) được thành lập tại bang Delaware.9 Tại sao nhiều công ty lại thành lập tại Delaware? Bởi vì Delaware là một bang chuyên về quản trị công ty và là khu vực pháp lý thân thiện với doanh nghiệp nhất tại Hoa Kỳ (theo nghĩa chống tiếp quản, chống kiện tụng, chống kiện cổ đông, v.v.). Các tập đoàn có thể thành lập ở bất kỳ bang nào họ chọn, bất kể họ có hoạt động kinh doanh tại bang đó hay không. Tòa án Chancellery của Delaware là một hệ thống tòa án hoàn chỉnh chỉ giải quyết luật doanh nghiệp. Delaware có tòa án dân sự, tòa án hình sự và tòa án chancellery, về cơ bản là các tòa án cho luật doanh nghiệp. Family Dollar được thành lập tại Delaware, trong khi Dollar Tree được thành lập tại Virginia và Dollar General tại Tennessee.

Ngoài việc được Carl Icahn và các cổ đông hoạt động (activist shareholders) khác khuyến khích Family Dollar sáp nhập, Dollar General cũng đã bắt đầu một cuộc chiến ủy quyền (proxy contest). Cuộc chiến ủy quyền là gì? Giấy ủy quyền (proxy) là sự ủy quyền cho phép một người đại diện cho người khác trong một cuộc bỏ phiếu. Cuộc chiến ủy quyền là nơi mà một người ngoài cuộc cạnh tranh với ban quản lý để lựa chọn các thành viên hội đồng quản trị. (Hội đồng quản trị được bầu chọn định kỳ bằng lá phiếu của cổ đông tại các cuộc họp thường niên.) Ban quản lý đưa ra một danh sách các giám đốc, và một người khác — trong trường hợp này là Dollar General — đưa ra một danh sách khác. Mỗi bên sau đó vận động bỏ phiếu từ các cổ đông hiện tại. Hội đồng quản trị có nhiệm vụ bảo vệ lợi ích của cổ đông và lựa chọn đội ngũ quản lý. Vì vậy, kiểm soát hội đồng quản trị đồng nghĩa với kiểm soát ban quản lý. Hơn nữa, nếu ban quản lý hoạt động không tốt, hội đồng quản trị có quyền thay thế ban quản lý hiện tại. Trên thực tế, họ hiếm khi làm điều đó.

Thông thường ai là người chọn ra hội đồng quản trị? Hội đồng quản trị thường bao gồm cả thành viên nội bộ và bên ngoài. Thành viên nội bộ bao gồm CEO và các thành viên trong đội ngũ quản lý của họ. Ứng viên cho giám đốc bên ngoài thường được đề xuất bởi các thành viên hội đồng hiện tại hoặc bởi ban quản lý hiện tại của công ty. Ngoài ra, nhiều hội đồng quản trị có mối liên hệ chéo, khi ban quản lý từ công ty này ngồi trong hội đồng của công ty khác. Kết quả là, các thành viên hội đồng thường bỏ phiếu như thế nào? Các thành viên hội đồng thường bỏ phiếu theo ban quản lý và ngại thay thế ban quản lý trừ khi hiệu quả hoạt động của họ quá tệ.

Dollar General, với cuộc chiến proxy (proxy contest) và/hoặc chào mua công khai (tender offer) (một chào mua công khai thành công sẽ mang lại cho Dollar General đủ số phiếu để thay thế hội đồng quản trị), hy vọng sẽ thay thế hội đồng quản trị hiện tại của Family Dollar bằng một hội đồng mới chấp thuận đề nghị của Dollar General. Cuộc chiến proxy được lên lịch cho cuộc họp cổ đông thường niên của Family Dollar vào ngày 11 tháng 12 năm 2014.

Vào giữa tháng 10, Elliott Management (một cổ đông hoạt động khác) tiết lộ rằng họ nắm giữ 4,9% cổ phần của Family Dollar và tham gia vào cuộc chiến proxy theo phe của Dollar General.

Các công ty tư vấn proxy (Proxy Advisory Firms)

Glass Lewis & Co. (GLC) và Institutional Shareholder Services (ISS) là hai công ty chiếm ưu thế trong việc cung cấp dịch vụ tư vấn về biểu quyết ủy quyền (proxy) và quản trị doanh nghiệp cho các nhà đầu tư tổ chức,

---

9Theo tháng 9 năm 2014. Xem Christopher Wink, "64% trong số các công ty Fortune 500 là các công ty thành lập tại Delaware: Đây là lý do," Technically/Delaware, 23 tháng 9 năm 2014, http://technical.ly/delaware/2014/09/23/why-delaware-incorporation/.

với 37% và 61% thị phần dịch vụ tư vấn biểu quyết ủy quyền, tương ứng.10 Các công ty này về cơ bản khuyến nghị các nhà đầu tư tổ chức nên bỏ phiếu như thế nào đối với cổ phiếu họ nắm giữ trong danh mục đầu tư. Các khuyến nghị của họ thường được công bố công khai và các cổ đông không phải khách hàng cũng có thể làm theo lời khuyên đó. GLC và ISS đối với việc biểu quyết ủy quyền (proxy voting) cũng giống như S&P, Moody's và Fitch đối với xếp hạng trái phiếu. Bằng cách tuân theo các khuyến nghị của GLC hoặc ISS, các nhà đầu tư tổ chức đáp ứng được hướng dẫn của SEC về việc bỏ phiếu cho cổ phần họ nắm giữ một cách "không xung đột lợi ích" (conflict-free).

Cả GLC và ISS ban đầu đều khuyến nghị các cổ đông bỏ phiếu chống lại lời đề nghị của Dollar Tree và ủng hộ lời đề nghị của Dollar General. Điều này rất có lợi cho Dollar General.

Trước cuộc họp thường niên, ban giám đốc của Family Dollar nhận ra rằng họ không có đủ phiếu bầu để thắng trong cuộc đấu tranh ủy quyền (proxy contest) vào ngày 23 tháng 12 năm 2014, vì vậy họ đã hoãn cuộc họp đến ngày 22 tháng 1 năm 2015. Sau đó, công ty đã thực hiện một chuyến road show để thuyết phục các nhà đầu tư tổ chức lớn. Sự ủng hộ đến từ John Paulson (Paulson and Co., một nhà đầu tư hoạt động khác, người nắm giữ 9,9% cổ phiếu đang lưu hành của Family Dollar) và sau đó là từ chính FTC. Vào thứ Sáu, ngày 9 tháng 1 năm 2015, một luật sư của FTC nói rằng "giữa họ, Family Dollar và Dollar General sẽ cần phải thoái vốn (divest) từ 3.500 đến 4.000 cửa hàng để được FTC phê duyệt."11

Sau đó, vào giữa tháng 1 năm 2015, ngay trước cuộc bỏ phiếu của cổ đông vào ngày 22 tháng 1 năm 2015, cả GLC và ISS đều thay đổi quan điểm và khuyên các cổ đông nên bỏ phiếu cho đề nghị của Dollar Tree và chống lại đề nghị của Dollar General. Tại sao các công ty tư vấn lại thay đổi quan điểm về việc đề nghị nào là tốt nhất? Cả hai công ty tư vấn đều cảm thấy rằng đề nghị của Dollar Tree có nhiều khả năng được FTC chấp thuận và thành công hơn. Theo GLC:

> *[C]húng tôi tin rằng động lực rủi ro/lợi nhuận đang diễn ra ở đây hiện nghiêng về việc chấp nhận thương vụ sáp nhập với Dollar Tree hơn là đề nghị của Dollar General hoặc khả năng trì hoãn thêm thương vụ sáp nhập với Dollar Tree.12*

ỦY BAN THƯƠNG MẠI LIÊN BANG (FTC)

FTC được thành lập vào năm 1914 để ngăn chặn cạnh tranh không lành mạnh (chống cạnh tranh). Các đạo luật bổ sung đã được thông qua qua nhiều năm trao cho FTC quyền hạn rộng rãi đối với "các hành vi hoặc hoạt động không công bằng và lừa đảo" cũng như quản lý một số luật bảo vệ người tiêu dùng nhất định.13 Sự phản đối của FTC đối với một thương vụ sáp nhập thường có nghĩa là nó sẽ thất bại.

Một vấn đề chính trong các đề nghị của Dollar Tree và Dollar General xoay quanh việc đề nghị nào có nhiều khả năng được FTC chấp thuận hơn và trong những điều kiện nào.

10Xem Wikipedia, "Glass Lewis," en.wikipedia.org/wiki/Glass_Lewis; và Wikipedia; "Institutional Shareholder Services," en.wikipedia.org/wiki/Institutional_Shareholder_Services.
11Xem Shawn Tully, "How the Dollar Store War Was Won," Fortune, April 24, 2014, 89–103.
12Xem Ramkumar Iyer và Sruthi Ramakrishnan, "Two Proxy Firms Back Dollar Tree's Bid for Family Dollar," Reuters, January 14, 2015, http://www.reuters.com/article/us-family-dollar-st-offer-iss-idUSKBN0KN1SK20150115.
13Tại Hoa Kỳ, Đạo luật Clayton Antitrust được ban hành năm 1914 nhằm ngăn chặn các hoạt động chống cạnh tranh. Đạo luật Clayton mở rộng Đạo luật Sherman Antitrust được ban hành năm 1890, vốn tìm cách hạn chế độc quyền, cartel và trust.

Dollar General ban đầu đề nghị thoái vốn lên đến 700 cửa hàng và sau đó tăng lên 1.500.
Tuy nhiên, hội đồng quản trị của Family Dollar cho rằng con số này sẽ thấp hơn nhiều so với số lượng cần thiết để được FTC phê duyệt.

Người ta suy đoán rằng, với phương pháp mà FTC sử dụng trong các vụ việc liên quan đến sự chồng chéo thị phần, Dollar General sẽ phải bán gần 4.000 cửa hàng để được
phê duyệt (tức là Dollar General sẽ buộc phải thoái vốn tương đương một nửa số cửa hàng
mà họ định mua).14

Cuối cùng, FTC đã yêu cầu Dollar Tree thoái vốn 330 cửa hàng để được phê duyệt
cho thương vụ của mình.15

VỤ KIỆN CỔ ĐÔNG

Sau khi hội đồng quản trị của Family Dollar bỏ phiếu cho đề nghị của Dollar Tree, đã có ba vụ kiện riêng biệt của cổ đông chống lại hội đồng quản trị Family Dollar (chúng được hợp nhất thành một vụ).16 Các vụ kiện cáo buộc rằng thỏa thuận với Dollar Tree "đưa ra mức đền bù không công bằng và không thỏa đáng, không cấu thành việc tối đa hóa giá trị cổ đông."17

Cụ thể, vụ kiện cho rằng giá quá thấp và việc hội đồng quản trị chấp nhận đề nghị 74,50 đô la từ Dollar Tree không tối đa hóa giá trị cổ đông. Vụ kiện cũng cáo buộc rằng hội đồng quản trị đã sai khi trao cho Dollar Tree quyền khớp (match) một đề nghị khác và không nên trả cho Dollar Tree một khoản phí hủy bỏ (break-up fee) 305 triệu đô la.

Các cổ đông muốn gì trong vụ kiện của họ? Họ muốn Family Dollar chấp nhận đề nghị bằng tiền mặt cao hơn từ Dollar General. Họ đã yêu cầu thẩm phán chặn cuộc bỏ phiếu của cổ đông về đề nghị của Dollar Tree.

Hãy đặt các câu hỏi sau: Trong các vụ kiện của cổ đông, cổ đông tiêu tiền của ai khi họ kiện ban quản trị? Tiền của chính cổ đông. Và công ty (hội đồng quản trị và/hoặc ban quản trị) tiêu tiền của ai để tự bảo vệ? Tiền của cổ đông.

Ai thắng trong các vụ kiện? Ban quản trị thường thắng các vụ kiện của cổ đông vì một học thuyết gọi là "phán quyết kinh doanh thận trọng" (prudent business judgment). Về cơ bản, hệ thống luật pháp Hoa Kỳ thừa nhận rằng các công ty đưa ra quyết định mọi lúc. Một số quyết định đúng, một số quyết định sai, và người ta thường kiện khi chúng sai.

Tuy nhiên, việc một quyết định sai khi nhìn lại sẽ không giúp thắng kiện cổ đông. Các tòa án về cơ bản đã nói rằng họ không muốn quyết định liệu các quyết định kinh doanh của ban quản trị là đúng hay sai. Các tòa án chỉ ra phán quyết chống lại ban quản trị nếu quyết định kinh doanh không phù hợp với nguyên tắc phán quyết kinh doanh thận trọng. Để thắng,

---

14Xem Josh Kosman và James Covert, "Dollar General May Have to Ax More Than 4K Stores," New York Post, 19 tháng 11, 2014, http://nypost.com/2014/11/19/dollar-general-may-have-to-ax-more-than-4k-stores/.
15Xem FTC, "FTC Requires Dollar Tree and Family Dollar to Divest 330 Stores as Condition of Merger," 2 tháng 7, 2015,
www.ftc.gov/news-events/press-releases/2015/07/ftc-requires-dollar-tree-family-dollar-divest-330-stores.
16Xem In re Family Dollar Stores, Inc., Stockholder Litigation, C.A. No. 9985-CB.
17Xem "Class-action Lawsuit Filed over Family Dollar-Dollar Tree Deal," Charlotte Business Journal, 1 tháng 8, 2014,
www.bizjournals.com/charlotte/news/2014/08/01/class-action-lawsuit-filed-tied-to-family-dollar.html.

một vụ kiện của cổ đông phải chứng minh quyết định kinh doanh là thiếu thận trọng hoặc liên quan đến gian lận hoặc sơ suất. Do đó, quy tắc phán đoán kinh doanh thận trọng là đủ để công ty thắng hầu hết các vụ kiện của cổ đông.

Gần như theo định nghĩa, nếu các ngân hàng đầu tư của công ty khuyến nghị một quyết định và hội đồng quản trị phê duyệt, thì quyết định đó là thận trọng. Vì vậy (nói quá lên), ngay cả khi cổ đông có thể chứng minh rằng ban quản lý liên tục đưa ra quyết định sai lầm, cổ đông vẫn sẽ thua kiện. Việc ban quản lý sai lặp đi lặp lại không có nghĩa là các quyết định đó thiếu thận trọng. (Có lẽ, nếu cổ đông có thể chứng minh rằng ban quản lý biết họ không đủ năng lực nhưng vẫn tiếp tục quản lý, thì cổ đông mới có cơ hội thắng kiện.)

Lần duy nhất các tác giả của bạn biết về việc một hội đồng quản trị bị phán quyết chịu trách nhiệm cá nhân đối với quyết định sáp nhập là khi hội đồng không sử dụng cố vấn bên ngoài. Trong vụ sáp nhập TransUnion với Marmon Group năm 1985, hội đồng quản trị TransUnion đã không sử dụng ngân hàng đầu tư bên ngoài để định giá, đã bị kiện và bị phán quyết chịu trách nhiệm cá nhân.18 Đây là một phần giá trị của việc sử dụng ngân hàng đầu tư: nó được coi là đã thực hiện thẩm định (due diligence) và bảo vệ bạn khỏi các vụ kiện.19

Vào giữa tháng 12 năm 2015, Thẩm phán Andre Bouchard của Tòa án Chancery Delaware đã ra phán quyết không chặn cuộc bỏ phiếu của cổ đông về đề nghị mua lại của Dollar Tree. Trong phán quyết của mình, thẩm phán tuyên bố:

> *Quyết định của hội đồng quản trị phản ánh thực tế rằng đối với các cổ đông của công ty, một đề nghị tài chính vượt trội trên giấy tờ không tương đương với một giao dịch tài chính vượt trội trong thế giới thực nếu có những rủi ro đáng kể rằng giao dịch sẽ không hoàn tất vì lý do chống độc quyền.20*

Đã kết thúc vụ việc.

CUỘC BỎ PHIẾU

Tất cả ủng hộ? 84 triệu. Tất cả phản đối? 10 triệu. Vào ngày 22 tháng 1 năm 2015, 84 triệu phiếu bầu của cổ đông đã được bỏ cho thương vụ Dollar Tree (73,5% trong tổng số 114,3 triệu cổ phiếu đang lưu hành, và 89% trong số những người thực sự đã bỏ phiếu).21

18Xem Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985).
19Lưu ý: Luật Delaware đã được thay đổi, và các công ty Delaware hiện có thể thông qua các sửa đổi nhằm ngăn chặn trách nhiệm cá nhân của giám đốc ngay cả đối với vi phạm nghĩa vụ cẩn trọng của họ.
20Xem Jef Feeley và Steven Church, “Thẩm phán Family Dollar chấp thuận cuộc bỏ phiếu về việc mua lại bởi Dollar Tree,” BloombergBusiness, www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-19/family-dollar-store-judge-refuses-to-block-shareholder-vote-i3w17z1p; và In re Family Dollar Stores, Inc. Stockholder Litigation, Tổng hợp C.A. số 9985-CB, http://courts.delaware.gov/Opinions/download.aspx?ID=216800.
21Xem Michael J. de la Merced, “Các cổ đông Family Dollar chấp thuận thương vụ 8,5 tỷ đô la với Dollar Tree,” New York Times, ngày 22 tháng 1 năm 2015, http://dealbook.nytimes.com/2015/01/22/family-dollar-shareholders-approve-8-5-billion-deal/.

TÓM TẮT

Chương này đã giải thích việc thực thi một cuộc chiến thâu tóm đặc biệt thú vị với nhiều bên trả giá. Bản chất của việc ai trả giá, như thế nào, và khi nào đều được khám phá. Ban quản lý thường chống lại các bên trả giá bằng các thỏa thuận đình chiến (standstill agreements) (đã thảo luận trong Chương 19) và thuốc độc (poison pills) (đã thảo luận trong chương này). Việc nhạy cảm với lợi ích của ban quản lý có thể cải thiện cơ hội thành công của bên trả giá (ví dụ, Dollar Tree luôn tuyên bố ý định giữ ông Levine ở lại sau khi sáp nhập). Ngày nay, các nhà đầu tư hoạt động (activist investors), các công ty tư vấn ủy quyền cổ đông (shareholder proxy advisory firms), và các cơ quan chính phủ như FTC đều là những nhân tố quan trọng trong mua bán và sáp nhập.

Chúng ta đã bắt đầu thảo luận trong Chương 19, về sự phù hợp chiến lược giữa Family Dollar, Dollar Tree, và Dollar General. Tiếp theo, Chương 20 trình bày việc định giá tài chính của Family Dollar như một mục tiêu thâu tóm, tính toán dòng tiền tự do cho doanh nghiệp được chiết khấu theo WACC. Chương 21 sau đó trình bày các dòng tiền cho vốn chủ sở hữu. Điều này được thực hiện không chỉ để cung cấp một kỹ thuật định giá khác mà còn để giải thích cách các công thức dòng tiền được xây dựng. Cuối cùng, chương này cho thấy rằng kết quả của một vụ sáp nhập không chỉ phụ thuộc vào ai đưa ra giá cao nhất, mà việc thực thi cũng quan trọng không kém.

Những điểm hấp dẫn sắp tới

Chương này kết thúc phần về cách đưa ra các quyết định đầu tư đúng đắn. Chương tiếp theo, cũng là chương cuối, cung cấp một bài ôn tập.

PHỤ LỤC 22.A: CÁC SỰ KIỆN CHÍNH TRONG CUỘC ĐẤU THẦU MUA FAMILY DOLLAR, 2014–2015

Ngày 14 tháng 5 năm 2014: Dollar Tree trình bày đề xuất không ràng buộc để mua lại Family Dollar với giá từ 68 đến 70 đô la mỗi cổ phiếu, trong đó 75% bằng tiền mặt và phần còn lại bằng cổ phiếu phổ thông của Dollar Tree.

Ngày 21 tháng 5 năm 2014: Family Dollar thông báo với Dollar Tree rằng giá thầu là "không thỏa đáng" và rằng Family Dollar "không phải để bán," nhưng Family Dollar sẽ xem xét một lời đề nghị cạnh tranh hơn.

Ngày 6 tháng 6 năm 2014: Carl Icahn tuyên bố ông sở hữu 9,4% cổ phần của Family Dollar và bắt đầu gây sức ép- đang nhắm đến một thương vụ bán cho Dollar General.

June 13, 2014: Dollar Tree raises bid to $72.00 per share, with the same terms as trên đây.

Ngày 16 tháng 6 năm 2014: Hội đồng quản trị của Family Dollar nói với Dollar Tree rằng lời đề nghị của họ vẫn "không thỏa đáng".

Ngày 20 tháng 6 năm 2014: Dollar Tree nâng giá đề nghị lên 74,50 đô la với cùng điều kiện.

Ngày 25 tháng 6 năm 2014: Family Dollar và Dollar Tree ký thư độc quyền.

Ngày 25 tháng 7 năm 2014: Family Dollar và Dollar Tree đạt được thỏa thuận.

Ngày 28 tháng 7 năm 2014: Family Dollar và Dollar Tree phát hành thông cáo báo chí chung.

Ngày 18 tháng 8 năm 2014: Dollar General đấu thầu 78,50 đô la mỗi cổ phiếu bằng tiền mặt, phụ thuộc vào việc đáo hạn (contingent on due). sự siêng năng và phê duyệt theo quy định. Công ty cho biết sẽ thoái vốn lên tới 700 cửa hàng.

Ngày 2 tháng 9 năm 2014: Dollar General nâng giá chào mua lên 80,00 đô la mỗi cổ phiếu bằng tiền mặt và đồng ý sẽ thoái vốn lên tới 1.500 cửa hàng.

Ngày 5 tháng 9 năm 2014: Hội đồng quản trị của Family Dollar nhất trí từ chối đề nghị mua lại của Dollar General.

Ngày 10 tháng 9 năm 2014: Dollar General bắt đầu chào mua công khai (tender offer).

Ngày 23 tháng 12 năm 2014: Cuộc bỏ phiếu ngày sáp nhập ban đầu, bị hoãn khi hội đồng quản trị nhận ra rằng nó không có đủ số phiếu.

Ngày 15 tháng 1 năm 2015: Dollar General thừa nhận thất bại.

Ngày 22 tháng 1 năm 2015: Cuộc bỏ phiếu của cổ đông Family Dollar diễn ra: 84 triệu phiếu bầu ủng hộ thương vụ Dollar Tree (73.5% trong tổng số 114 triệu cổ phiếu đang lưu hành, 89% số người đã bỏ phiếu).

Ngày 7 tháng 7 năm 2015: Thương vụ hoàn tất và Dollar Tree nắm quyền kiểm soát Family Dollar. FTC yêu cầu Family Dollar và Dollar Tree bán 330 cửa hàng.

CHƯƠNG 23

Ôn tập

Ở chương cuối cùng của chúng tôi trình bày một bài tổng quan, sau đó người đọc có thể xác định liệu cuốn sách có hoàn thành được các mục tiêu mà chúng tôi đã hứa ở Chương 1 hay không.

Cuốn sách này cung cấp các công cụ cơ bản để hiểu (và hy vọng là thực hành) tài chính. Chúng tôi giới thiệu đến người đọc về tài chính doanh nghiệp (corporate finance) bằng cách nêu rõ các chức năng chính của nó được tóm tắt qua ba nhiệm vụ chính:

1. Làm thế nào để đưa ra quyết định đầu tư tốt
2. Làm thế nào để đưa ra quyết định tài trợ tốt
3. Làm thế nào để quản lý dòng tiền của doanh nghiệp trong khi thực hiện hai điều đầu tiên

Chúng tôi đã lưu ý rằng dòng tiền (cash flow) giống như không khí, còn lợi nhuận (earnings) giống như thức ăn. Một tổ chức cần cả hai để tồn tại, nhưng mặc dù một doanh nghiệp có thể tồn tại một thời gian mà không có lợi nhuận, nó sẽ chết nhanh chóng nếu không có tiền mặt. Một doanh nghiệp phải đảm bảo rằng mình không rơi vào tình trạng cạn kiệt tiền mặt. Tiếp theo, chúng tôi định nghĩa việc đưa ra quyết định đầu tư tốt là quyết định xem doanh nghiệp nên đặt (đầu tư) tiền mặt của mình vào đâu, tức là nên đầu tư vào và sản xuất những dự án/sản phẩm nào. Cuối cùng, chúng tôi nói rằng việc đưa ra quyết định tài trợ tốt có nghĩa là quyết định xem doanh nghiệp nên lấy tiền mặt từ đâu cho các khoản đầu tư của mình.

Điều quan trọng là chiến lược tài chính và chiến lược kinh doanh cần phải nhất quán. Chúng tôi đã giải thích rằng mỗi doanh nghiệp hoạt động trên hai thị trường chính—thị trường sản phẩm (product market) và thị trường tài chính (financial market)—và bạn không thể làm tài chính doanh nghiệp một cách đúng đắn nếu không hiểu rõ thị trường sản phẩm mà doanh nghiệp đang hoạt động. Vì vậy, khi suy nghĩ về tài chính doanh nghiệp, doanh nghiệp trước tiên phải xác định mục tiêu thị trường sản phẩm của mình. Chỉ sau khi mục tiêu thị trường sản phẩm được đặt ra, ban quản lý mới có thể thiết lập chiến lược tài chính và xác định các chính sách tài chính.

Các điểm trên phản ánh cách tiếp cận tài chính doanh nghiệp của các tác giả cuốn sách này. Chúng tôi tin rằng bạn nên bắt đầu từ thị trường sản phẩm của doanh nghiệp và từ đó quyết định chiến lược doanh nghiệp. Điều này sẽ dẫn đến việc thiết lập các mục tiêu thị trường sản phẩm của doanh nghiệp. Chỉ sau khi hoàn thành việc đó, doanh nghiệp mới có thể xác định chiến lược tài chính của mình, cả về mặt đầu tư lẫn mặt tài trợ.

Các chính sách tài chính nhất quán với chiến lược tài chính sau đó được thiết lập và thực hiện. Các chính sách này bao gồm việc công ty nên tăng trưởng nội bộ hay thông qua sáp nhập, cách công ty lựa chọn cơ cấu vốn, nợ của công ty là ngắn hạn hay dài hạn, nợ có bảo đảm hay không có bảo đảm, lãi suất trên nợ là cố định hay thả nổi, chính sách cổ tức sẽ như thế nào, v.v.

Tất cả các chính sách này đều có ý nghĩa đối với công ty, và thị trường phản ứng với những thay đổi trong chính sách tài chính bằng cách thay đổi giá trị công ty, thường rất nhanh chóng.

CHƯƠNG 2–4: QUẢN LÝ DÒNG TIỀN—CÔNG CỤ TÀI CHÍNH

Chúng tôi đã bắt đầu cuốn sách này với cửa hàng cung cấp vật liệu ống nước của chúng tôi, PIPES, trong Chương 2. Chúng tôi đã xem xét các tỷ số tài chính và nguồn và sử dụng vốn như các công cụ chẩn đoán. Chúng tôi đã chứng minh rằng có nhiều cách để tính toán các tỷ số, chỉ ra cách các tỷ số khác nhau liên hệ với nhau, và đưa ra lời giải thích về mục đích cơ bản của chúng. Chúng tôi đã nêu rằng tỷ số là điểm khởi đầu cho bất kỳ phân tích tài chính doanh nghiệp nào. Chúng cung cấp các chẩn đoán về sức khỏe của công ty, giống như huyết áp, nhiệt độ và nhịp tim của bạn. Tỷ số là công cụ được sử dụng để đánh giá một công ty so với các công ty khác trong ngành và so với chính nó theo thời gian. Phân tích Nguồn và Sử dụng giúp xác định nơi công ty đang nhận dòng tiền từ đâu và công ty đang đầu tư dòng tiền vào đâu. Điều này cũng cung cấp một chỉ số chẩn đoán về những phần nào trong hoạt động của công ty cần được khám phá chi tiết hơn.

Chương 3 đã bổ sung công cụ tài chính phân tích dự phóng (pro forma analysis) và sau đó sử dụng nó để dự báo nhu cầu tài chính tương lai, cả về số lượng cũng như thời điểm. Một lộ trình về cách lập Báo cáo thu nhập (Income Statements) và Bảng cân đối kế toán (Balance Sheets) dự phóng đã được cung cấp. Mặc dù có nhiều cách để chuẩn bị các báo cáo dự phóng (tức là dự báo), chúng tôi đã sử dụng phần trăm doanh thu, lưu ý rằng đây là cách thông thường để lập dự phóng trừ khi có lý do để sử dụng phương pháp khác. Dự phóng cũng có thể cung cấp phân tích chẩn đoán khi chúng được sử dụng để so sánh dự báo với thực tế. Dự phóng thường được sử dụng để xác định nhu cầu tài chính của công ty, giúp ngăn công ty hết tiền mặt. Cuối cùng, dự phóng được sử dụng để dự báo dòng tiền của công ty, điều này rất cần thiết trong việc đánh giá liệu các khoản đầu tư có tốt hay không. Phân tích kịch bản và độ nhạy bằng dự phóng sau đó cho phép đánh giá các kết quả khả thi khác nhau (ví dụ: trường hợp tốt nhất và xấu nhất).

Chương 4 đã mở rộng thảo luận về phân tích dự phóng (pro forma analysis) và xem xét tác động của tính mùa vụ lên báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Nếu hoạt động của doanh nghiệp khá ổn định trong suốt năm, thì việc sử dụng báo cáo tài chính năm của doanh nghiệp là đủ cho các chẩn đoán. Tuy nhiên, nếu hoạt động của doanh nghiệp biến động (có sự thay đổi đáng kể) trong năm, thì tác động của những biến động này phải được ước tính để xác định đúng nhu cầu tài trợ của doanh nghiệp. Ví dụ, mùa Giáng sinh thường có doanh số bán hàng cao hơn nhiều so với các thời điểm khác trong năm đối với các nhà bán lẻ Hoa Kỳ. Điều này ảnh hưởng đến hàng tồn kho, khoản phải thu và nợ của doanh nghiệp.

Những công cụ tài chính cơ bản này là nền tảng để xác định nhu cầu tài trợ của doanh nghiệp, các chính sách tài chính và những khoản đầu tư mà doanh nghiệp nên thực hiện. Các tỷ số trong quá khứ được sử dụng để dự đoán Báo cáo thu nhập và Bảng cân đối kế toán trong tương lai. Các báo cáo tài chính dự phóng (pro forma) này giúp dự đoán quy mô nhu cầu tài trợ của doanh nghiệp và thời gian cần thiết. Các báo cáo dự phóng cũng được sử dụng để ước tính dòng tiền trong tương lai, giúp xác định liệu một dự án có NPV dương hay không.

CHƯƠNG 5–13: QUYẾT ĐỊNH TÀI TRỢ VÀ CÁC CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH

Tiếp theo, chúng ta đặt câu hỏi: Doanh nghiệp lấy dòng tiền từ đâu? Câu trả lời là từ một trong hai nguồn: nội bộ hoặc bên ngoài. Hiểu được dòng tiền nội bộ có nghĩa là hiểu được

tăng trưởng bền vững, sử dụng công thức DuPont cho ROE (khả năng sinh lời nhân với cường độ vốn nhân với đòn bẩy):

$$ROE = \text{Net Income} \underset{\text{Total Assests}}{\overset{\text{Sales}}{\text{Sales}}} \underset{\text{Vốn chủ sở hữu (Equity)}}{\text{Total Assets}}$$

Tăng trưởng bền vững phát biểu rằng nếu mọi thứ khác không đổi (tức là các tỷ số trong công thức DuPont không đổi), một công ty có thể tăng trưởng nội bộ với tốc độ bằng ROE nhân với 1 trừ đi tỷ lệ chi trả cổ tức. (Lưu ý: Khi chúng tôi lần đầu trình bày khái niệm này ở phần đầu cuốn sách, chúng tôi gọi nó là "bắn phá bãi biển." Đó là cách chúng tôi nói rằng chúng tôi sẽ quay lại điểm này sau. Ý định của chúng tôi là cuốn sách này sẽ lặp lại tất cả các khái niệm quan trọng nhiều lần. Tại thời điểm này, hy vọng chiến lược của chúng tôi là rõ ràng và đã hiệu quả.)

Tài trợ bên ngoài là cần thiết khi công ty không thể tạo ra đủ nguồn vốn nội bộ. Đây là lúc công ty tìm đến thị trường vốn (capital markets) để có được nguồn tài trợ. Cách tài trợ cho một công ty đã được trình bày trong phần chính thứ hai của cuốn sách. Tài trợ có chi phí không khác gì nguyên vật liệu hay lao động. Các công ty muốn có được nguồn tài trợ với chi phí thấp nhất nhưng với rủi ro chấp nhận được phù hợp với thị trường sản phẩm và chiến lược tài chính của công ty.

Chương 5 đã sử dụng công ty Massey Ferguson để làm nền tảng cho cuộc thảo luận của chúng ta về cấu trúc vốn (capital structure) và tài trợ của doanh nghiệp. Chương này không giới thiệu các công cụ hay giải pháp nhiều bằng việc nêu ra những câu hỏi quan trọng. Nó đã chứng minh rằng cấu trúc vốn và cách doanh nghiệp tự tài trợ là những yếu tố quan trọng. Đặc biệt, nó cho thấy tầm quan trọng của cấu trúc vốn đối với chiến lược thị trường sản phẩm của doanh nghiệp và cách mà các chính sách tài chính không nhất quán có thể làm vô hiệu hóa các mục tiêu thị trường sản phẩm của doanh nghiệp.

Chương 6 đã cung cấp nền tảng lý thuyết cho lý thuyết cấu trúc vốn tĩnh (static capital structure theory), bắt đầu từ M&M (1958). Chương này đã chỉ ra rằng trong thế giới M&M, cấu trúc vốn không quan trọng. Sau đó, M&M (1963) đã thêm thuế và xác suất kiệt quệ tài chính (financial distress), và lúc đó cấu trúc vốn trở nên quan trọng. Trong một thế giới có thuế, tài trợ bằng nợ (debt financing) trở nên có lợi thế hơn tài trợ bằng vốn cổ phần (equity financing).

Chương 6 cũng thảo luận về cách mà chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress) là một yếu tố then chốt trong việc xác định cấu trúc vốn tối ưu của một doanh nghiệp. Chi phí kiệt quệ tài chính là gì? Chúng bao gồm chi phí trực tiếp của quá trình phá sản, mặc dù đây không phải là chi phí chính. Chi phí chủ yếu là sự mất mát vĩnh viễn có thể xảy ra trong vị thế cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường sản phẩm. Chi phí kiệt quệ tài chính được thúc đẩy bởi rủi ro kinh doanh cơ bản của doanh nghiệp.

Chương 7 và 8 đã thảo luận về cách Gary Wilson, CFO của Tập đoàn Marriott, thiết lập chính sách cấu trúc vốn. Điều này đã chỉ ra rõ ràng lý do tại sao khi một doanh nghiệp thay đổi chiến lược thị trường sản phẩm, họ cũng phải xem xét thay đổi các chính sách tài chính của mình. Đặc biệt, Marriott đã thay đổi chiến lược thị trường sản phẩm từ sở hữu khách sạn sang quản lý chúng. Khi doanh nghiệp tài trợ và sở hữu các khách sạn của mình, Marriott đã yêu cầu xếp hạng trái phiếu A để tiếp cận thị trường vốn. Tuy nhiên, sau khi thay đổi chiến lược thị trường sản phẩm chỉ còn quản lý khách sạn, Marriott có thể tăng mức nợ của mình (và chấp nhận xếp hạng nợ thấp hơn tương ứng).

Trong Chương 7 và 8, chúng ta đã giới thiệu và xem xét nhiều lựa chọn chính sách tài chính mà doanh nghiệp đưa ra: chính sách cổ tức (dividend policy), phát hành nợ trong nước hoặc quốc tế, nợ có bảo đảm hoặc không có bảo đảm (secured or unsecured debt), kỳ hạn ngắn hạn hoặc dài hạn, lãi suất cố định hoặc thả nổi (fixed or floating rates), v.v. Chúng ta đã lưu ý rằng tài chính doanh nghiệp coi tiền mặt dư thừa như là nợ âm (negative debt). Các chương về Marriott cũng giới thiệu ý tưởng về thông tin bất cân xứng (asymmetric information) và nhắc lại

khái niệm tăng trưởng bền vững (sustainable growth) và công thức DuPont. Ngoài ra, các chương này thảo luận về chi phí phát tín hiệu (signaling) và tầm quan trọng của dòng tiền vốn chủ sở hữu (equity cash flows). Chúng tôi lưu ý rằng dòng tiền vốn chủ sở hữu đi ra (cổ tức và mua lại cổ phiếu) được thị trường xem như là một tín hiệu tích cực (với giá cổ phiếu trung bình tăng), trong khi dòng tiền vốn chủ sở hữu đi vào (phát hành cổ phiếu mới) được thị trường xem như là một tín hiệu tiêu cực (với giá cổ phiếu trung bình giảm).

Cuối cùng, chúng tôi sử dụng Marriott để minh họa năm điều mà một công ty có thể làm với dòng tiền dư thừa (excess cash flow): tăng trưởng nhanh hơn nội bộ, mua lại một công ty hoặc bộ phận kinh doanh khác, tăng cổ tức, mua lại cổ phiếu, và/hoặc trả nợ. Hai điều đầu tiên là giải pháp thị trường sản phẩm (product market solutions), ba điều sau là giải pháp thị trường tài chính (financial market solutions). Đó là sự đảo ngược hoàn toàn nếu công ty không có đủ dòng tiền. Trong tình huống đó, công ty có thể tăng trưởng chậm hơn, bán bớt tài sản, cắt giảm cổ tức, phát hành cổ phiếu, hoặc phát hành nợ.

Các chương 9 và 10 đã xem xét sâu hơn cách thiết lập các chính sách tài chính và những thay đổi trong chiến lược thị trường sản phẩm của công ty ảnh hưởng như thế nào đến các chính sách tài chính của công ty. Để làm điều này, chúng tôi đã sử dụng các đối thủ cạnh tranh AT&T và MCI. Cụ thể, chúng tôi đã xem xét hai công ty này trước và sau một thay đổi lớn trên thị trường sản phẩm của họ. Các chương này đã xem xét tác động của việc AT&T thoái vốn (divestiture) tất cả các công ty con hoạt động. Nhu cầu tài chính và chính sách tài chính của cả hai công ty đã được phác thảo trước khi AT&T thoái vốn, với thảo luận về việc liệu các chính sách của mỗi công ty có nhất quán với nhau và với nhu cầu của công ty hay không. Tiếp theo, sau khi AT&T thoái vốn, câu hỏi về nhu cầu tài trợ mới cho các công ty này đã được xem xét. Cuối cùng, các chương này đã khám phá các chính sách tài chính của AT&T và MCI sau thoái vốn nên như thế nào.

Đối với AT&T trước khi thoái vốn, việc tiếp cận thị trường vốn (capital market) là rất quan trọng để huy động vốn cho các khoản chi tiêu vốn hàng năm khổng lồ của công ty. Điều này có nghĩa AT&T phải duy trì xếp hạng trái phiếu (bond rating) rất cao, điều này lại ảnh hưởng đến cấu trúc vốn tối ưu (optimal capital structure) của công ty. Đồng thời, MCI cần vốn để xây dựng cơ sở hạ tầng, nhưng không có dòng tiền hoặc sức mạnh tài chính để đạt được xếp hạng trái phiếu cao. Sử dụng sự tương phản này, chúng tôi đã thảo luận về lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory). Chúng tôi lưu ý rằng nguồn vốn nội bộ (từ tăng trưởng bền vững) luôn là lựa chọn tài trợ được ưa thích. Việc phát hành nợ rủi ro và cuối cùng là phát hành cổ phiếu là các lựa chọn kém hấp dẫn hơn.

Chương 11 đã xem xét chính sách cổ tức và việc mua lại cổ phần tại Apple Inc., đặt câu hỏi làm thế nào và khi nào doanh nghiệp nên trả lại tiền mặt cho chủ sở hữu. Phần trình bày bắt đầu với M&M (1961), lý thuyết nền tảng về cổ tức. Chương sau đó nới lỏng các giả định của thế giới M&M để giải thích cách các doanh nghiệp thực sự thiết lập chính sách cổ tức và mua lại cổ phần.

Chương 12 mở rộng thảo luận về lý thuyết cấu trúc vốn và nhấn mạnh yếu tố động của nó. Trong chương này, chúng ta nới lỏng ba giả định cuối cùng của M&M: chi phí giao dịch bằng không, không tồn tại thông tin bất cân xứng, và không có chi phí đại diện. Cho phép chi phí giao dịch dương nhưng nhỏ cho việc phát hành nợ và vốn cổ phần là tương đối nhỏ và không làm thay đổi lý thuyết một cách đáng kể.

Cho phép thông tin bất cân xứng tạo ra sự khác biệt. Điều đó có nghĩa là thị trường sẽ phản ứng với dòng tiền vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, bao gồm cổ tức, phát hành cổ phiếu và mua lại cổ phiếu. Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) cũng xuất phát từ sự bất cân xứng thông tin. Với chi phí đại diện, hành vi của nhà quản lý được giải thích bởi động cơ của họ, không nhất thiết là

Động cơ của cổ đông. Trong khi một số đòn bẩy (leverage) có thể làm giảm các vấn đề đại diện (agency problems), đòn bẩy quá mức có thể làm trầm trọng thêm chúng.

Chương 13 đề cập đến điều gì xảy ra khi một công ty không thành công và gặp khó khăn (distress). Nó thảo luận về sự khác biệt giữa khó khăn do thị trường sản phẩm gây ra (ví dụ: cạnh tranh gia tăng, thay đổi cơ cấu chi phí) và khó khăn do các chính sách tài chính (financial policies) gây ra (ví dụ: cấu trúc vốn (capital structure) không chính xác). Nó phác thảo cách các công ty nên và thực sự xử lý khó khăn do chính sách tài chính và các quy tắc pháp lý liên quan đến việc tái cấu trúc và phá sản.

Phần về các chính sách tài chính (financial policies), Chương 5–13, cũng cung cấp cho chúng ta một đề cương về cách đưa ra các quyết định tài trợ (financing decisions). Các bước như sau.

1. Xác định nhu cầu tài chính của công ty.
2. Đề ra các chính sách tài chính của công ty, bao gồm mục tiêu cấu trúc vốn.
3. Liệt kê các lựa chọn để huy động vốn của công ty.
4. Chọn hình thức tài trợ (ví dụ: lãi suất cố định so với thả nổi, có bảo đảm so với không bảo đảm, v.v.) phù hợp với các chính sách tài chính của công ty với chi phí thấp nhất.
5. Xem xét các hệ quả của các lựa chọn khả thi.
6. Đưa ra lựa chọn.

Một khi công ty biết được nhu cầu tài chính của mình (đã thảo luận trong phần đầu của cuốn sách), bước tiếp theo là xác định cơ cấu vốn mục tiêu (target capital structure), từ đó ảnh hưởng đến xếp hạng tín nhiệm nợ (debt rating) của công ty. Chúng ta đã đề cập có ba tiêu chí khi lựa chọn chính sách cơ cấu vốn mục tiêu: nội bộ, bên ngoài và đa chiều.

Tiêu chí nội bộ (internal criteria) là về việc đánh giá và tính toán rủi ro kinh doanh cơ bản của công ty. Các chính sách tài chính có hiệu quả trong cả thời điểm tốt lẫn xấu không? Rủi ro cạnh tranh của công ty được đánh giá bằng pro forma và phân tích độ nhạy (sensitivity analysis). Công ty phải xem xét liệu mình có thể trả nợ, đáp ứng các điều khoản ràng buộc (covenants), v.v. Tiêu chí bên ngoài (external criteria) là những tiêu chí do các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, người cho vay và nhà phân tích đặt ra. Để duy trì khả năng tiếp cận thị trường, công ty phải đáp ứng các bên bên ngoài này. Cuối cùng, tiêu chí đa chiều (cross-sectional criteria) liên quan đến việc phân tích các đối thủ cạnh tranh của công ty đang làm gì và chỉ có các chính sách tài chính khác biệt nếu có lý do chính đáng.

Việc lựa chọn cơ cấu vốn tối ưu (optimal capital structure) cho công ty không chỉ đơn thuần là tối thiểu hóa chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC). Có nhiều tác động tài chính đối với công ty. Cơ cấu vốn ảnh hưởng đến rủi ro và tỷ suất sinh lời của công ty. Nó ảnh hưởng đến chi phí nợ (cost of debt), chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) và WACC. Hãy nhớ rằng, nếu công ty thay đổi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (debt-to-equity ratio), công ty sẽ thay đổi chi phí vốn của mình. Khi tỷ lệ nợ tăng lên, chi phí nợ tăng, chi phí vốn chủ sở hữu tăng, và WACC giảm rồi sau đó tăng. Giá cổ phiếu tăng rồi giảm khi giá trị công ty tăng rồi giảm. EPS tăng, và P/E giảm. Lá chắn thuế (tax shields) tăng, và chi phí kiệt quệ tài chính (costs of financial distress) tăng lên.

Hơn nữa, việc thiết lập mức nợ/vốn chủ sở hữu tối ưu hoặc mục tiêu chỉ là một nửa công việc. Đạt được mức mục tiêu là nửa còn lại. Nếu đặt mức nợ/vốn chủ sở hữu quá thấp, công ty có thể trở thành ứng viên bị thâu tóm (takeover candidate) vì giá cổ phiếu quá thấp và khả năng vay nợ (debt capacity) của chính công ty có thể được dùng để tài trợ cho việc thâu tóm đó. Nếu đặt mức nợ/vốn chủ sở hữu quá cao, công ty sẽ phải đối mặt với rủi ro khủng hoảng tài chính (financial distress). Trong khi các chính sách tài chính của công ty được thiết lập như một trạng thái tĩnh

cân bằng trong dài hạn, công ty có thể cần điều chỉnh linh hoạt khỏi chúng để tận dụng các tình huống ngắn hạn.

Khi một công ty thiết lập các chính sách tài chính của mình, công ty đó cũng truyền tải thông tin đến thị trường. Thị trường biết rằng ban quản lý có thông tin bất đối xứng (asymmetric information) và tìm kiếm các tín hiệu. Điều này làm cho việc huy động vốn bên ngoài trở nên tốn kém hơn, và do đó, vốn nội bộ được tạo ra thông qua tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) của công ty sẽ hấp dẫn hơn.

Sau khi thiết lập các chính sách tài chính, công ty tiếp theo xem xét các lựa chọn để đáp ứng nhu cầu huy động vốn. Công ty có thể đến thị trường vốn và lựa chọn từ nhiều phương án và đặc điểm khác nhau. Chúng tôi đã không đề cập đến tất cả trong cuốn sách này, nhưng chúng tôi có bao gồm tài trợ ngân hàng (bank financing), phát hành riêng lẻ (private placement), nợ dài hạn, vốn cổ phần (cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi), nợ chuyển đổi (convertible debt), cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi (convertible preferred), v.v. Mỗi lựa chọn bao gồm một số đặc điểm như lãi suất (mức lãi suất cũng như cố định hay thả nổi), kỳ hạn, các giao ước (covenants), quỹ chìm (sinking funds), điều khoản mua lại (call provisions), v.v. Có nhiều khả năng hơn những gì được đề cập trong cuốn sách này, nhưng đây là những lựa chọn chính mà các công ty sử dụng.

Từ các lựa chọn có sẵn để tài trợ cho nhu cầu tài chính của công ty (dựa trên các chính sách tài chính của công ty), công ty nên loại bỏ những lựa chọn không hợp lý, quá rủi ro, v.v. Cuối cùng, công ty nên chọn nguồn tài trợ rẻ nhất phù hợp từ các lựa chọn còn lại. Mặc dù không được đề cập trong cuốn sách này, đôi khi việc tìm kiếm lựa chọn chi phí thấp nhất phù hợp có nghĩa là chuyển đổi các loại hình tài trợ khác. Ví dụ, một công ty có thể vay bằng yên và thực hiện một hợp đồng hoán đổi tiền tệ (currency swap) để chuyển đổi khoản vay từ yên sang đô la Mỹ.

Cuối cùng, phần này đã nhiều lần chỉ ra lý do tại sao các chính sách tài chính cần phải nhất quán với nhau và với chiến lược thị trường sản phẩm của công ty. Đáng chú ý, khi một công ty thay đổi chiến lược thị trường sản phẩm của mình, công ty cũng phải xem xét lại và có khả năng thay đổi các chính sách tài chính của mình.

CHƯƠNG 14–22: ĐỊNH GIÁ (VALUATION)

Về khía cạnh đầu tư, chúng ta đã hỏi: Làm thế nào một công ty đưa ra quyết định đầu tư tốt? Chúng tôi lưu ý rằng có ba yếu tố cho quyết định đầu tư tốt: một phần chiến lược, định giá và thực hiện. Phần lớn cuối sách được dành cho phần định giá. Tuy nhiên, chiến lược và thực hiện cũng được xem xét.

Yếu tố chiến lược đã được thảo luận ngắn gọn trong nhiều trường hợp và chi tiết trong trường hợp cuối cùng của chúng tôi về Family Dollar. Phần chiến lược của một khoản đầu tư thực sự là kinh tế thị trường sản phẩm của khoản đầu tư đó. Trước khi chúng ta có thể định giá dòng tiền từ một khoản đầu tư, các yếu tố kinh tế cơ bản phải tạo ra chúng.

Có năm cách chính để định giá bất kỳ khoản đầu tư nào (trong mỗi cách này có nhiều biến thể, nhưng các tác giả tổ chức định giá theo năm "họ"):

1. Dòng tiền chiết khấu (ví dụ: dòng tiền tự do của doanh nghiệp, dòng tiền tự do của vốn chủ sở hữu, APV, EVA, v.v.)
2. Bội số thu nhập hoặc dòng tiền (ví dụ: P/E, EBIT, EBITDA, EBIAT, v.v.)
3. Bội số tài sản (ví dụ: giá trị sổ sách, giá trị thị trường trên giá trị sổ sách, giá trị thay thế, v.v.)
4. Các tài sản so sánh (ví dụ: thùng dầu dự trữ, ounce vàng, mẫu gỗ, diện tích mặt bằng bán lẻ, dân số, số lượt truy cập trang web, v.v.)
5. Quyền đòi nợ có điều kiện (tức là phương pháp định giá quyền chọn)

Cuốn sách tập trung vào bốn cách đầu tiên (quyền đòi nợ có điều kiện không được đề cập vì chúng cần bộ công cụ định giá quyền chọn và ít được sử dụng nhất trong thực tế).

Cuộc thảo luận của chúng ta về định giá bắt đầu từ Chương 14 với một bài tổng quan tính toán về các công cụ định giá, đặc biệt là chiết khấu và giá trị hiện tại ròng.

Sau đó, chúng ta đã sử dụng Sungreen để minh họa những kiến thức cơ bản về định giá trong Chương 15 và 16. Trong Chương 15, chúng ta đã trình bày cách tạo ra dòng tiền tự do (FCF) của doanh nghiệp bằng cách sử dụng các báo cáo dự kiến (pro formas). Công thức cho FCF của doanh nghiệp như sau:

$$FCFf = EBIT \quad (1 - Tc) + Dep - CAPEX - (NWCend - NWCbegin) + Extras$$

Chương 16 đã sử dụng dòng tiền dự kiến được ước tính trong Chương 15 và chiết khấu chúng theo một chi phí vốn phù hợp. Đối với dòng tiền tự do của doanh nghiệp, điều này có nghĩa là sử dụng WACC, với công thức sau:

$$WACC = Ko = (D/(D + E)) \square Kd \square (1 - Tc) + (E/(D + E)) \square Ke$$

Để tính WACC, chúng ta đã ước tính tất cả các thành phần khác nhau của nó. Chúng ta cũng đã nêu bật các kỹ thuật khác nhau cho một số ước tính: đặc biệt là lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro thị trường, và cách điều chỉnh beta theo đòn bẩy và không đòn bẩy. Hơn nữa, chúng ta đã thảo luận một số lý do cho các ước tính khác nhau được sử dụng.

Chúng ta đã nhấn mạnh rằng chi phí vốn được thu thập từ thị trường và rằng một kỹ thuật "song sinh" thường được sử dụng. Điều này đúng cho cấu trúc vốn tối ưu, Kd và Ke. Trong định giá tài chính doanh nghiệp ngày nay, Ke chủ yếu được thu thập từ CAPM (một mô hình một nhân tố).

Chương 16 cũng đã tính giá trị cuối cùng cho khoản đầu tư của Sungreen và nhấn mạnh rằng một định giá đầu tư bao gồm ba phần: chi phí đầu tư ban đầu, giá trị hiện tại của dòng tiền dự kiến và giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng. Các tác giả khuyến nghị mạnh mẽ việc tính toán nhiều giá trị cuối cùng và giữ giá trị của chúng tách biệt với giá trị của các dòng tiền. Tại sao? Trong nhiều dự án, việc xác định liệu dự án có NPV dương hay không phụ thuộc quan trọng vào giá trị cuối cùng. Khi cả ba yếu tố được kết hợp, thật dễ dàng để đánh mất thực tế này.

Chương này cũng nhấn mạnh rằng các doanh nghiệp nên sử dụng nhiều tỷ lệ rào cản (hurdle rates) khi đánh giá các khoản đầu tư. Chúng tôi tóm tắt lời khuyên của mình về ý tưởng này bằng cụm từ "dòng tiền của dự án, cấu trúc vốn của dự án, chi phí vốn của dự án."

Chương 17 trình bày nhiều sắc thái (nuances) trong việc định giá doanh nghiệp và dự án. Chương bắt đầu với một loạt các sắc thái về dòng tiền. Sau khi nhấn mạnh rằng "tiền mặt là vua" (cash is king), chúng ta đã thảo luận về những gì nên và không nên bao gồm trong dòng tiền của một khoản đầu tư. Các mục bị loại trừ bao gồm các dòng kế toán hư cấu, chi phí chìm (sunk costs), chi phí cho công suất dư thừa, v.v. Các mục cần bao gồm là chi phí cơ hội (opportunity costs), sự chiếm dụng dòng tiền (cannibalization) ở nơi khác trong doanh nghiệp, và chi phí từ bỏ (abandonment costs). Phần này nhấn mạnh rằng tất cả dòng tiền tăng thêm (incremental cash flows) cần được tính đến (bất kể chúng phát sinh ở đâu trong doanh nghiệp), và thời điểm của chúng cũng phải được ghi nhận.

Một cuộc thảo luận tiếp theo về các sắc thái xung quanh chi phí vốn bao gồm cảnh báo không nên nhầm lẫn giữa tài trợ thực hiện (execution financing) với cấu trúc vốn mục tiêu. Cũng được đề cập đến là các giả định ngầm trong công thức WACC, tác động của giới hạn mới đối với

khấu trừ lãi vay (interest deductibility) trong Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm Hoa Kỳ năm 2018 (U.S. Tax Cuts and Jobs Act of 2018), cách xử lý lãi suất ưu đãi (subsidized interest rates), các biến thể trong công thức điều chỉnh đòn bẩy và phi đòn bẩy cho beta (levering and unlevering formula for beta), và các phương pháp thay thế để tính chi phí vốn chủ sở hữu (cost of equity) (ví dụ: mô hình định giá chênh lệch (arbitrage pricing model) và mô hình ba nhân tố Fama và French (Fama-French three-factor model)).

Phần tiếp theo về các sắc thái cho thấy rằng năm phương pháp chính để xác định giá trị cuối cùng (terminal values) cũng chính là năm phương pháp chính để định giá một dự án. Điều đáng chú ý là tầm quan trọng của việc không nhầm lẫn giữa giá trị cuối cùng của vốn chủ sở hữu (terminal value of equity) và giá trị cuối cùng của doanh nghiệp (terminal value of the firm) (ví dụ: sử dụng bội số P/E (P/E multiple) sẽ cho giá trị cuối cùng của vốn chủ sở hữu, trong khi sử dụng bội số EBIT (EBIT multiple) sẽ cho giá trị cuối cùng của doanh nghiệp). Ngoài ra, chúng ta đã thảo luận về ý tưởng sử dụng giá trị cuối cùng hòa vốn (break-even terminal values) như một cách kiểm tra thực tế để tìm ra các giả định định giá tiềm ẩn cho từng phương pháp. Cuối cùng, chương này cũng xem xét các sắc thái của các phương pháp đánh giá thay thế và bao gồm một bài đánh giá về giá trị hiện tại điều chỉnh (adjusted present value - APV), quyền chọn thực (real options), chính trị của việc định giá, và tầm quan trọng của chiến lược doanh nghiệp (corporate strategy).

Hai điểm cuối cùng và quan trọng về Chương 14–17: NPV dương cho thấy một mức lợi nhuận phi cạnh tranh (noncompetitive return). Chỉ có hai cách để một công ty thực hiện một dự án và đạt được NPV dương—hoặc công ty đó có dòng tiền cao hơn, hoặc có chi phí vốn thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh. Dòng tiền cao hơn đến từ giá bán cao hơn hoặc chi phí hoạt động thấp hơn. Chi phí vốn thấp hơn thường có nghĩa là công ty đang nhận được một mức lãi suất phi thị trường (non-market rate) (ví dụ: sẽ nhận trợ cấp) hoặc đang thay đổi tấm chắn thuế (tax shield) và tỷ lệ nợ (debt ratio) (ví dụ: công ty bị mua lại có cấu trúc vốn sai và không tận dụng được các tấm chắn thuế). Ý tưởng này được nhấn mạnh khi khoản đầu tư là một vụ sáp nhập (merger). Khi một công ty tiếp quản một công ty hoặc doanh nghiệp khác, họ thường trả một khoản bù thêm (premium). Câu hỏi chính lúc đó là: Tại sao doanh nghiệp này lại có giá trị hơn với bên mua so với bên bán?

Điểm quan trọng thứ hai rút ra từ trên: nếu một công ty kỳ vọng NPV dương, họ nên có thể chỉ ra lợi thế cạnh tranh nằm ở đâu (và nguyên tắc kinh nghiệm (rule of thumb) của chúng tôi là trong năm câu hoặc ít hơn). Khi ai đó đang trình bày (pitch) một dự án có NPV dương, cần phải trả lời một số câu hỏi: NPV dương đến từ đâu? Sự gia tăng dòng tiền đến từ đâu (ví dụ: tác động cộng hưởng (synergy) nằm ở đâu)? Việc giảm chi phí vốn xuống dưới mức thị trường đến từ đâu (ví dụ: trợ cấp (subsidy) nằm ở đâu)? Nếu không có lời giải thích thỏa đáng, không nên tin vào dự án có NPV dương.

Chương 18 đã giới thiệu LBO (mua lại bằng đòn bẩy tài chính) và vốn cổ phần tư nhân (private equity) bằng cách sử dụng Congoleum như một ví dụ khái niệm. Giá trị từ Congoleum đến từ đâu? Nó đến từ ba nguồn: hai nguồn đầu liên quan đến việc giảm thuế, một từ việc ghi tăng tài sản (write-up in assets) (mà luật thuế ngày nay hạn chế) và nguồn thứ hai từ việc khấu trừ lãi vay tăng thêm do mức nợ cao hơn. Vụ Congoleum minh họa cách tài trợ hỗn hợp (strip financing) được sử dụng để tạo ra một cấu trúc vốn với mức nợ cao nhằm mục đích thuế. Tuy nhiên, chi phí kiệt quệ tài chính (financial distress) không tăng, vì lợi ích của các chủ nợ thống nhất với lợi ích của các cổ đông. Đây là một cải tiến lớn vẫn tồn tại đến ngày nay với các công ty vốn cổ phần tư nhân. Nguồn giá trị thứ ba trong LBO (và vốn cổ phần tư nhân) là sự thay đổi trong các động cơ quản lý. LBO làm giảm chi phí đại diện (agency costs) giữa chủ sở hữu và nhà quản lý, và nó đã được chứng minh rằng khi các nhà quản lý làm việc cho chính họ, họ làm việc chăm chỉ và thông minh hơn.

Các chương 19–22 kết thúc phần định giá với tình huống cuối cùng của chúng ta, thương vụ mua lại Family Dollar bởi Dollar Tree. Bốn chương này bao gồm cả ba phần của một khoản đầu tư (chiến lược, định giá và thực thi). Chương 19 khám phá các lý do chiến lược

đằng sau một vụ sáp nhập tiềm năng. Các vấn đề kinh tế được nêu ra trong phân tích chiến lược quyết định liệu các báo cáo tài chính dự phóng (pro formas) và dòng tiền dự kiến có thể đạt được hay không.

Chương 20 xem xét định giá vụ sáp nhập, sử dụng dòng tiền tự do của doanh nghiệp (free cash flows to the firm) được chiết khấu theo WACC.
Cụ thể, chương này đã lấy phân tích được thực hiện bởi các cố vấn của Family Dollar và báo cáo trong bản tuyên bố ủy quyền (proxy statement), rồi so sánh với phân tích của chúng ta. Kết quả cho thấy vì sao tài chính "là một nghệ thuật, không phải khoa học."

Chương 21 giải thích một kỹ thuật định giá phổ biến khác, dòng tiền tự do chủ sở hữu (free cash flows to equity). Dòng tiền tự do chủ sở hữu được chiết khấu theo Ke. Chương này cũng xem xét sự khác biệt giữa dòng tiền tự do của doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu,
đưa cuộc thảo luận từ việc ghi nhớ công thức sang việc hiểu chúng. Dòng tiền tự do của doanh nghiệp thuộc về phía tài sản. Dòng tiền tự do chủ sở hữu và nợ thuộc phía nguồn vốn và được chiết khấu theo Kd cho nợ và Ke cho vốn chủ sở hữu. Cuối cùng, chương này chỉ ra rằng dòng tiền tự do chủ sở hữu bằng với cổ tức dự kiến trong tương lai.

Chương 22 đề cập đến khâu thực thi. Trong trường hợp sáp nhập Family Dollar, chương này đã khám phá thị trường sáp nhập và nhiều bên tham gia, bao gồm vai trò của các công ty đầu tư tư nhân.
Động cơ và chi tiết của các cố vấn (các ngân hàng đầu tư và luật sư), hội đồng quản trị và ban quản lý đều được thảo luận với chi tiết từ các tuyên bố ủy quyền (proxy statements) và một ví dụ chi tiết về sự qua lại trong các thương vụ sáp nhập.

Tình huống Family Dollar cũng cho thấy vai trò của thị trường trong định giá. Tình huống này bao gồm cả khía cạnh thân thiện và không thân thiện của việc sáp nhập. Cuối cùng, chúng ta đã thảo luận rằng trong tài chính doanh nghiệp, về lâu dài, giá trị mới là quan trọng. Một công ty có thể mắc một sai lầm (hoặc thậm chí vài sai lầm), nhưng đến một lúc nào đó, nếu ban quản lý mắc quá nhiều sai lầm, họ sẽ phát hành bản báo cáo thường niên cuối cùng với hình ảnh của họ.

CÁC CÔNG CỤ VÀ KHÁI NIỆM ĐƯỢC THẢO LUẬN TRONG CUỐN SÁCH NÀY

Tại thời điểm này của cuốn sách, nếu các tác giả đã thành công trong việc dạy bạn tài chính doanh nghiệp, người đọc sẽ quen thuộc với tất cả những điều sau:

Công cụ tài chính

1. Phân tích tỷ số (Ratio analysis)
2. Nguồn và Sử dụng (Sources and Uses)
3. Báo cáo dự phóng (Pro formas)
4. Công thức DuPont
5. Tăng trưởng bền vững (Sustainable growth)
6. Giá trị hiện tại ròng (NPV)
7. WACC, Kd, Ke, Ko
8. FCFf, FCFe
9. Bội số thu nhập (Earnings multiples)
10. Bội số tài sản (Asset multiples)
11. Giá trị hiện tại điều chỉnh (Adjusted present value)
12. Nhiều tỷ suất hoàn vốn tối thiểu (Multiple hurdle rates)
13. Giá trị cuối kỳ (Terminal values)
14. Loại bỏ và tái lập đòn bẩy beta (Unlevering and relevering beta)

Lý thuyết và Khái niệm

1. M&M (1958), (1961), (1963)
2. Lá chắn thuế (Tax shields)
3. Chi phí khó khăn tài chính (Costs of financial distress)
4. Cấu trúc vốn tối ưu (Optimal capital structure)
5. Tiền mặt là nợ âm (Cash is negative debt)
6. Rủi ro kinh doanh cơ bản (Basic business risk)
7. Quyền quyết định của nhà quản lý (Managerial discretion)
8. Thông tin bất đối xứng (Asymmetric information)
9. Tín hiệu từ dòng tiền vốn chủ sở hữu/cổ tức/mua lại/phát hành vốn (Signaling with equity cash flows/dividends/repurchases/equity issues)
10. Thị trường vốn nội bộ (Internal capital markets)
11. Trật tự mổ (Pecking order)
12. Chính sách cổ tức (Dividend policy)
13. Năm cách để có hoặc loại bỏ tiền mặt dư thừa (Five ways to get or get rid of excess cash)
14. Năm kỹ thuật chính để định giá dự án (Five major techniques to value a project)

Các yếu tố thể chế

1. Ngân hàng đầu tư (Investment bankers)
2. Hội đồng quản trị (Board of Directors)
3. Luật sư
4. Các điều khoản ràng buộc (Covenants)
5. Xếp hạng nợ (Debt ratings)
6. Trái phiếu chuyển đổi (Convertibles)
7. Mua lại bằng đòn bẩy (LBOs)
8. Tái cấu trúc và phá sản theo Chương 7 so với Chương 11 (Restructuring and Chapter 7 versus Chapter 11 bankruptcy)

Các công cụ được thảo luận trong cuốn sách này bắt đầu từ phân tích tỷ số (ratio analysis), nguồn và sử dụng vốn (Sources and Uses of funds), và các báo cáo dự phóng (pro formas), sau đó nhanh chóng mở rộng. Các công cụ này được sử dụng nhiều lần trong nhiều tình huống khác nhau để củng cố quá trình học tập. Các khái niệm được thảo luận trong sách bắt đầu với M&M (1958, 1961, và 1963) và cũng nhanh chóng mở rộng để bao gồm các vấn đề như thông tin bất đối xứng (asymmetric information), tăng trưởng bền vững (sustainable growth), v.v. Các yếu tố thể chế (institutional factors), mặc dù không phải là trọng tâm của cuốn sách, đã được đưa vào các cuộc thảo luận để minh họa cách tài chính hoạt động trong thực tế. Cuối cùng, nhiều công cụ tài chính khác nhau và các đặc điểm của chúng đã được thảo luận, bao gồm các giao ước (covenants), xếp hạng (ratings), và trái phiếu chuyển đổi (convertibles).

TÀI CHÍNH LÀ NGHỆ THUẬT, KHÔNG PHẢI KHOA HỌC

Tài chính, như chúng tôi đã lưu ý nhiều lần, không chính xác. Các chuyên gia tài chính thường hành động như thể nó chính xác, nhưng thực tế không phải vậy. Ví dụ, khi thực hiện định giá và tính NPV, cần hiểu rằng đó chỉ là một ước tính. Nó dựa trên nhiều giả định, và cần phải thực hiện phân tích độ nhạy để kiểm tra cách các giả định ảnh hưởng đến kết quả.

ĐIỂM MẤU CHỐT

Thị trường vẫn là một nơi rất tốt để xác định giá trị của một khoản đầu tư. Còn về các kỹ thuật định giá của chúng ta thì sao? Như đã nói trước đó, mục đích không phải để có được một con số chính xác, mà là để chúng ta ước lượng được mức gần đúng. Khi đã ở trong vùng ước lượng, quyết định có đầu tư hay không và cách tài trợ được đưa ra như mọi quyết định khác: bằng sự phán đoán. Không giống như kế toán (nhìn về quá khứ), không có một câu trả lời đúng duy nhất nào trong tài chính (nhìn về tương lai). Mặc dù chắc chắn có những câu trả lời sai trong tài chính, nhưng không có một câu trả lời đúng duy nhất. Tài chính đòi hỏi sự phán đoán, và tầm quan trọng (và sự khan hiếm) của khả năng phán đoán chính là lý do vì sao các chuyên gia tài chính được trả lương cao đến vậy.

Như đã nêu ở Chương 20, một trong các tác giả của bạn có một bài nghiên cứu về các kỹ thuật định giá và các nhà phân tích.1 Gần như mọi nhà phân tích đều sử dụng P/E. Chỉ hơn một nửa số nhà phân tích cũng sử dụng NPV. Câu hỏi: Cái nào chính xác hơn, P/E hay NPV? Chúng gần như tương đương. Việc sử dụng NPV không tạo ra định giá chính xác hơn so với sử dụng P/E. Vậy tại sao không chỉ đơn giản sử dụng P/E? Bởi vì việc sử dụng NPV buộc phải ước lượng dòng tiền tương lai và khiến nhà phân tích phải suy nghĩ kỹ về các giả định cơ bản. Khi tính toán dòng tiền tự do (free cash flow), nhà phân tích phải xem xét và rà soát lịch trình khấu hao, xác định chi phí vốn (capital expenditures) sẽ là bao nhiêu, doanh nghiệp cần duy trì bao nhiêu vốn lưu động, v.v. Bằng cách buộc nhà phân tích phải suy nghĩ thấu đáo về các giả định, nó giảm khả năng bỏ sót điều gì đó. Với tỷ lệ P/E, nhà phân tích chỉ cần lấy một con số duy nhất và áp vào, nên rất dễ bỏ sót điều gì đó. Đây là lý do tại sao các tác giả của bạn, và hầu hết các giáo sư tài chính, giảng dạy và ưa thích dòng tiền chiết khấu (discounted cash flows - DCF), tức là NPV. Nó buộc người ta phải suy nghĩ về tất cả các phần. Chúng tôi tin rằng việc sử dụng dòng tiền chiết khấu (DCF) khiến cho sai sót trong định giá ít có khả năng xảy ra hơn, và ngày nay với bảng tính, DCF không mất nhiều thời gian hơn so với sử dụng P/E.

MỘT CÁCH TIẾP CẬN THÔNG MINH ĐỐI VỚI TÀI CHÍNH

Đầu tiên, hãy chắc chắn hiểu về bản chất kinh tế. Giá trị nằm ở bản chất kinh tế của thị trường sản phẩm và thị trường vốn. Giá trị không nằm ở các con số. Các con số bắt nguồn từ bản chất kinh tế.

Thứ hai, hãy hiểu các công cụ. Cuốn sách này đã cố gắng tập trung không phải vào bản thân các công cụ mà vào việc hiểu các công cụ. Áp dụng một công thức để gỡ đòn bẩy và tái đòn bẩy beta là đơn giản. Tuy nhiên, có nhiều công thức khác nhau, và hiểu các giả định cơ bản và tác động của chúng (khi chúng có ý nghĩa và khi không) là điều cuốn sách này hướng đến. Ví dụ, công thức beta được sử dụng trong cuốn sách này giả định beta của nợ bằng 0 và rủi ro của nợ bổ sung là rủi ro tuyến tính. Có các công thức khác với các giả định khác. Điều quan trọng là hiểu một công cụ đang làm gì và biết khi nào sử dụng nó. Chẳng hạn, Rm – Rf sẽ thay đổi nếu nó được xác định bằng trung bình cộng (đúng) hoặc trung bình nhân (sai). Nó cũng phụ thuộc vào việc được tính từ năm 1926 (từ khi dữ liệu bắt đầu tồn tại), từ giai đoạn sau Thế chiến II, hay chỉ từ chu kỳ kinh doanh gần nhất. Các phương pháp và khoảng thời gian khác nhau mỗi cái đều có lập luận riêng, nhưng

1Xem P. Asquith, M. Mikhail, và A. Au, “Nội dung thông tin của các báo cáo phân tích cổ phiếu,” Journal of Financial Economics 75 (tháng 2 năm 2005): 245–282.

Điều mấu chốt là biết được lý do, con số đó đến từ đâu, và tại sao nó khác với một con số được tính bằng phương pháp hoặc khoảng thời gian khác. Đây là lý do tại sao không thể nói một con số là đúng cho mọi mục đích còn con số khác là sai. Hiểu các công cụ là rất quan trọng để làm tài chính đúng cách.

Thứ ba, con người quan trọng. Tài chính liên quan đến con người, những người hành động theo lợi ích riêng của họ. Thực thi liên quan đến việc biết các bên tham gia và lợi ích riêng của họ, sau đó đưa ra quyết định. CEO muốn gì? Nhân viên ngân hàng đầu tư và nhà tư vấn muốn gì? Những gì họ nói bằng lời hoặc bằng con số không nhất thiết là điều họ thực sự nghĩ. Họ sẽ hành động trước tiên vì lợi ích của bản thân, thứ hai là vì lợi ích của người trả tiền cho họ (chứ không phải vì lợi ích của xã hội hay bên liên quan khác). Tính toán các con số là quan trọng và có được những con số thì tốt, nhưng con người đưa ra quyết định trong thế giới thực. Tầm quan trọng của hành vi con người phải được tính đến.

Thứ tư, điều quan trọng là phải biết các quy tắc thể chế. Chương 18 và vụ Congoleum đã cho thấy rằng tài trợ theo dải (strip financing) mang lại lợi thế rất lớn cho các LBO. Tại sao? Bởi vì chúng cho phép công ty lách quy định của IRS và về cơ bản chuyển đổi vốn chủ sở hữu (equity) thành nợ (debt) cho mục đích thuế. Điều quan trọng là hiểu kinh tế học — đó là nơi giá trị thực sự nằm — nhưng cũng quan trọng là hiểu các công cụ, con người và khuôn khổ thể chế.

Thứ năm, hãy kỳ vọng NPV bằng 0. Khi NPV dương, một phần quan trọng của phân tích là xác định giá trị đến từ đâu. Bạn nên có thể giải thích giá trị đó nằm ở đâu trong năm câu hoặc ít hơn. Nếu không thể giải thích trong năm câu hoặc ít hơn, thì thường không nên tin vào nó.

Thứ sáu, hãy hoài nghi ít nhất một chút (tốt hơn là nhiều hơn một chút). Cả hai tác giả của bạn đều khá hoài nghi và đa nghi. Như đã nói ở trên, bạn nên luôn đặt câu hỏi: mọi người muốn gì, họ nhận được gì, và giá trị đối với họ nằm ở đâu, và bạn nên rất hoài nghi những gì người khác nói với bạn.

CẬP NHẬT

Thế giới không ngừng thay đổi, với các công cụ và cấu trúc doanh nghiệp mới liên tục được phát triển. LBO và tái cấp vốn có đòn bẩy (leveraged recap) là những điều mới mẻ trong những năm 1980. Các công ty dot-com đã chứng kiến sự gia tăng của "tỷ lệ đốt tiền" (burn rate). Trước những năm 1990, bán khống (short selling) chiếm khoảng 5–8% tổng số giao dịch trên các sàn giao dịch, trong khi ngày nay bán khống chiếm gần 30% tổng số giao dịch. Hơn nữa, chúng tôi đã dự đoán trong Chương 18 rằng Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm năm 2018 (Tax Cuts and Jobs Act 2018) sẽ thay đổi vai trò của các công ty cổ phần tư nhân (private equity). Điều chắc chắn duy nhất là thế giới sẽ tiếp tục thay đổi. Làm thế nào để bạn luôn cập nhật?

Sách giáo khoa: Hầu hết các ấn bản cập nhật của sách giáo khoa được viết chủ yếu để phá thị trường sách cũ, chứ không phải vì có bước tiến lớn trong tài chính. (Đây không phải mục đích của các tác giả. Mục đích chính của chúng tôi là cập nhật tài liệu cho phù hợp với tác động của Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm 2018 đối với định giá. Chúng tôi cũng thêm một chương mới về tái cấu trúc và phá sản.) Vì vậy, mặc dù việc có ấn bản mới nhất có thể không quan trọng, nhưng việc đọc các sách giáo khoa khác nhau (thay vì các ấn bản khác nhau của cùng một cuốn sách) cung cấp nhiều thông tin đa dạng. cuốn sách 'Principles of Corporate Finance' của Brealy và Myers thực sự là cuốn sách đầu tiên

một cuốn sách giáo khoa hiện đại về tài chính doanh nghiệp và vẫn là nguồn thông tin tuyệt vời. 'Financial Markets and Corporate Strategy' của Grinblatt và Titman là lựa chọn ưu tiên của các tác giả dành cho tài chính doanh nghiệp nâng cao; nó hiện đại hơn một chút, kỹ thuật hơn một chút và có nhiều chứng minh toán học hơn. Các chuyên gia tài chính nên có cả hai cuốn sách này trên giá sách của mình. 'Analysis for Financial Management' của Higgins cũng là một cuốn sách giáo khoa tuyệt vời, đi sâu vào chi tiết của tài chính doanh nghiệp cơ bản.

Tạp chí: Nhiều người đặt mua MIT Sloan Management Review và Harvard Business Review như những tạp chí để bàn cà phê, và chúng tôi đồng ý rằng đó là nơi phù hợp cho những ai muốn tập trung vào tài chính. Có rất ít nội dung tài chính trong các tạp chí này. Ngược lại, nhiều tạp chí kỹ thuật trong lĩnh vực này (ví dụ: Journal of Financial Economics, Journal of Finance, Review of Financial Studies, v.v.) đòi hỏi trình độ toán cao (như giải tích và kinh tế lượng) để hiểu. Chúng được thiết kế cho giới học thuật chứ không phải cho những người hành nghề thông thường.2 Tuy nhiên, có những tạp chí dành cho người hành nghề (practitioner journals) chắt lọc các bài báo từ các tạp chí kỹ thuật này. Các tạp chí đó bao gồm Financial Management, Journal of Applied Corporate Finance, Financial Analysts Journal, và Journal of Portfolio Management. Những tạp chí này cung cấp cách tiếp cận với các tài liệu kỹ thuật cao, nhưng hãy nhớ rằng chúng không có quy trình bình duyệt (peer review) giống như các tạp chí học thuật hơn, nghĩa là chúng có nhiều khả năng chứa sai sót. Khi đọc các tạp chí dành cho người hành nghề, điều quan trọng là phải ghi nhớ điều này. Nếu bạn thấy điều gì đó khác với kỳ vọng, cần phải xác minh trước khi hành động theo nó.

Các tạp chí kinh doanh: Các tạp chí phổ biến, đặc biệt là Economist (có lẽ tiếp theo là Bloomberg Businessweek) rất hữu ích để nắm bắt nhịp đập của những gì đang diễn ra trong nền kinh tế và tài chính nói chung. Các tác giả của chúng tôi tin rằng Economist thực sự nên là tài liệu đọc thiết yếu cho tất cả mọi người. Euromoney cũng là một tạp chí thực hành rất tốt trình bày chi tiết các sự kiện hiện tại trong lĩnh vực này. Và tất nhiên, còn có Wall Street Journal và/hoặc Financial Times hàng ngày của bạn.

CÂU CHUYỆN CUỐI CÙNG CỦA LARRY (THỰC SỰ LÀ CHUYỆN CÓ THẬT)

Jane, em gái của một người bạn, làm quản lý tín dụng trong công ty của cha cô (một doanh nghiệp quy mô vừa) và vừa trải qua lần đầu tiên khách hàng vỡ nợ. Khách hàng đó phá sản và nợ 30.000 đô la. Dự kiến tòa án chỉ thu hồi được 3.000 đô la (10 xu trên một đô la). Jane định báo tin cho cha cô (một người không mấy dễ chịu) trong bữa tối và đã hỏi tôi lời khuyên về cách trình bày vấn đề.

Tôi hỏi: “Nhà máy của bố cô có đang hoạt động hết công suất không? Biên lợi nhuận của cô là bao nhiêu?” Cô trả lời: “Không, thậm chí chưa đến 50% công suất, và biên lợi nhuận là 30%. Sao, điều đó có khác biệt gì?”

Tôi giải thích rằng nếu nhà máy hoạt động dưới công suất, điều đó có nghĩa là cô đã không phải từ bỏ một cơ hội sinh lời khác khi bán cho khách hàng này. Nó có nghĩa là cô

2Chỉ khoảng một trong mỗi 12 bài viết của các học giả được xuất bản, và trong số những bài được xuất bản, hầu hết không được đọc. Số lần trích dẫn trung bình cho một bài báo học thuật là hai lần trong suốt vòng đời của nó (trung vị là không). Điều này có nghĩa là rất ít bài báo học thuật thực sự quan trọng.

đã không mất 27.000 đô la (giá bán 30.000 đô la trừ đi khoản thanh toán dự kiến 3.000 đô la). Đúng hơn, cô đã mất 18.000 đô la (chi phí sản phẩm 21.000 đô la trừ đi khoản thanh toán dự kiến 3.000 đô la).

Tôi lại hỏi: "Đây có phải là lần bán hàng đầu tiên cho khách hàng này không?" Một biểu cảm khó chịu hiện ra rồi cô nói: "Và điều đó có khác biệt gì?"

Ồ, hóa ra khách hàng đó đã mua sản phẩm trị giá 330.000 đô la trong hai năm, trong đó 300.000 đô la đã được thanh toán đầy đủ và một khoản thanh toán 3.000 đô la khác dự kiến sẽ đến. Điều này có nghĩa là tổng số tiền mặt nhận được từ khách hàng này sẽ là 303.000 đô la khi khoản tiền dự kiến cuối cùng được thanh toán. Chi phí sản phẩm đã bán là 231.000 đô la (330.000 đô la nhân với 70% giá vốn hàng bán của công ty). Do đó, lợi nhuận từ khách hàng này (trái ngược với khoản lỗ từ lần bán cuối cùng) trong suốt hai năm là 72.000 đô la (tiền vào 303.000 đô la, tiền ra 231.000 đô la). Quyết định cấp tín dụng cho khách hàng này là một quyết định đúng đắn. Cô mời tôi đi ăn tối với bố cô. Tôi từ chối, nhưng tôi có thể gửi cho cô một bản sao của cuốn sách.

LÝ THUYẾT VỀ BÁNH PIE CỦA PAUL

Nếu bạn hỏi: "Bánh pie yêu thích của bạn là gì?" thì hầu hết người Mỹ sẽ trả lời rằng đó là bánh táo. Thật đáng chú ý khi phần lớn người dân Hoa Kỳ lại thích một loại bánh pie cụ thể đến vậy. Tôi có một giả thuyết lý giải vì sao điều này xảy ra. Hầu hết mọi người chọn bánh táo vì đó có lẽ là loại bánh pie duy nhất họ từng ăn được làm từ trái cây tươi. Bánh anh đào, bánh đào, bánh bí ngô và các loại khác thường được làm từ trái cây đóng hộp. Nhưng không gì có thể thay thế được một chiếc bánh pie trái cây tươi. Táo không phải là loại bánh ngon nhất. Bạn đã bao giờ ăn bánh đào hay bánh mận-dâu tây (hoặc bất kỳ loại nào khác) làm từ trái cây tươi chưa? Nếu có, thì táo có thể không còn là món yêu thích của bạn nữa. Khi mùa bánh pie bắt đầu, văn phòng của tôi thường xuyên có bánh tươi (và thường không phải bánh táo). Tôi gọi đó là ngày bánh pie. Hãy nghĩ mà xem, không ai nói "Tôi muốn một chiếc pizza tự làm ở nhà" cả. Với pizza, chúng ta thường nói muốn pizza từ tiệm. Tại sao? Bởi vì pizza từ tiệm ngon hơn. Cũng có một lý do khiến người ta nhắc đến bánh pie tự làm. Vì bánh pie tự làm là cách làm đúng chuẩn, với trái cây tươi. Bạn muốn nó được làm đúng cách, giống như cách làm nguyên bản, và thực sự có sự khác biệt. Ăn nhiều bánh pie hơn nhé.

NHỮNG NGUYÊN TẮC SỐNG

Cuối cùng, các tác giả của bạn xin gửi đến bạn vài lời khuyên không liên quan đến tài chính. Mỗi khi chúng tôi dạy một lớp, sau buổi ôn tập cuối cùng, chúng tôi thường chia sẻ vài suy nghĩ về cuộc sống. Dưới đây là một vài suy nghĩ mà chúng tôi cảm thấy quan trọng nhất:

Đầu tiên, hãy làm những điều bạn thích. Bạn sẽ chỉ giỏi về điều gì đó mà bạn thích làm. Đừng làm điều gì đó vì bạn nghĩ bạn nên làm. Đừng đi nhận việc tại Goldman Sachs chỉ vì nó là Goldman Sachs. Hãy chọn công việc bạn muốn làm. Cuộc sống không phải là về việc tối đa hóa tiền bạc. Nó là về việc tối đa hóa lợi ích. Bạn cần một số tiền nhất định, và hy vọng rằng bất kỳ công việc nào bạn chọn sẽ đáp ứng nhu cầu cơ bản. Cả hai tác giả của các bạn đều đã có cơ hội kiếm nhiều tiền hơn nhiều trong ngành công nghiệp so với làm việc học thuật. Vậy tại sao chúng tôi ở lại với học thuật? Đó là con người chúng tôi và là điều chúng tôi làm. Không ai trong chúng tôi đưa ra quyết định nghề nghiệp dựa trên tiền bạc, và không ai hối tiếc về lựa chọn của mình. (Cả hai chúng tôi đều có thể tranh luận

rằng làm một nhà học thuật—được trả tiền để học và dạy trong một môi trường tuyệt vời—có lẽ là công việc tuyệt vời nhất từ trước đến nay.) Nếu bạn thực sự giỏi việc mình làm (điều này chỉ xảy ra nếu bạn chọn một nghề mà bạn thích làm), bạn sẽ kiếm đủ tiền từ đó. Walt Disney từng nói, “Tôi không làm phim để kiếm tiền, tôi kiếm tiền để làm phim.”

Thứ hai, nếu bạn không thể giải thích điều gì đó một cách đơn giản, hãy nhận ra rằng điều đó có nghĩa là bạn chưa hiểu rõ về nó. Nếu bạn hiểu rõ một điều gì đó, bạn thường có thể giải thích nó một cách đơn giản. Đó là quy tắc chúng tôi dùng trong giảng dạy (và hy vọng cuốn sách này chứng minh được điều đó). Và điều này không chỉ đúng với bạn mà còn đúng với những người khác. Khi mọi người nói, 'Tôi sẽ giải thích cho bạn, nhưng nó quá phức tạp', trong phần lớn các trường hợp, điều đó có nghĩa là họ chưa hiểu đủ rõ. Einstein từng nói: 'Bạn chưa thực sự hiểu điều gì đó cho đến khi bạn có thể giải thích nó cho bà của mình.'

Thứ ba, khi viết bài phát biểu hoặc thực hiện một bài thuyết trình, hãy làm như bạn đang nói chuyện với người bạn đời của mình. Đừng chuẩn bị cho một khán giả cụ thể. Người bạn đời của bạn là người lý trí và thông minh, nhưng không nhất thiết biết thuật ngữ chuyên ngành của bạn (và hầu hết các chuyên gia không thể giải thích mọi thứ mà không dùng đến thuật ngữ chuyên môn của họ). Viết bài phát biểu cho người bạn đời của bạn, và bạn sẽ không bao giờ làm mất khán giả. Cho họ xem bài viết của bạn là một cách tuyệt vời để đánh giá xem nó có dễ hiểu hay không.

Thứ tư, hãy hành động có đạo đức. Thật dễ dàng để biện minh cho hành động của mình, đặc biệt nếu chúng được các luật sư, kế toán viên hoặc hội đồng quản trị doanh nghiệp chấp thuận. Đáng tiếc, các cố vấn thường đóng vai trò tiếp tay, giúp các nhà quản lý tìm cách sử dụng các quy tắc và quy định để biện minh cho những hành động rõ ràng là sai trái. Việc người khác đang làm điều đó, hoặc về mặt kỹ thuật nó được cho phép, không làm cho nó trở nên đúng đắn. Điều quan trọng là phải duy trì một cảm giác khiêm tốn nhất định và hiểu được bản chất con người, áp lực cạnh tranh, và việc thiếu các hướng dẫn rõ ràng có thể dẫn đến những lựa chọn sai lầm tiềm ẩn như thế nào. Mỗi cá nhân vẫn là người canh giữ duy nhất cho chính mình.3

Thứ năm, cuộc sống có thể khó khăn. Đáng tiếc, vào một thời điểm nào đó, gần như ai cũng sẽ phải chịu đựng. Con người đau khổ vì chấn thương, bệnh tật, thiên tai, bi kịch gia đình, khó khăn tài chính, hoặc chỉ đơn giản là tuổi già. Đột nhiên, ai đó bị chấn thương, một tai nạn hy hữu, hoặc mắc bệnh. Không ai có thể sống qua cuộc đời mà không chịu đựng. Tuy nhiên, điều khiến chúng ta kinh ngạc là, vì tất cả chúng ta đều biết rằng chúng ta sẽ phải chịu đựng và tất cả chúng ta sẽ phải chịu đựng vì những gì thế giới làm với chúng ta, tại sao trên hết chúng ta còn gây ra đau khổ cho nhau. Hãy cố gắng đừng làm vậy.

Để Kết Luận (Hai Từ Hay Nhất Trong Tiếng Anh)

Thật vui khi được viết cuốn sách này và ghi lại tất cả những thông tin này. Chúng tôi hy vọng bạn đồng ý.

3Xem Lawrence A. Weiss, “If the Auditors Sign Off, Does That Make It OK?” Harvard Business Review, May 1, 2012, http://hbr.org/2012/05/if-the-auditors-sign-off-on-it.

chi phí từ bỏ (abandonment costs)
các chi phí không thể tránh khỏi liên quan đến việc kết thúc hoặc từ bỏ một dự án hoặc khoản đầu tư.
nợ phải trả dồn tích (accrued liability) một khoản nợ cho một khoản chi phí đã phát sinh nhưng chưa được thanh toán.
phân bổ dần (amortization)
một thủ tục kế toán giảm chi phí của một tài sản vô hình, bao gồm cả phần bù hoặc chiết khấu của nợ, theo thời gian. Nó tương tự như khoản tính khấu hao đối với tài sản cố định.
kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) mua một tài sản ở một nơi và đồng thời (hoặc trong một thời gian rất ngắn) bán nó ở một nơi khác với giá cao hơn khi chi phí giao dịch của việc mua và bán nhỏ hơn so với chênh lệch giá.

thời gian) bán nó ở một nơi khác với giá cao hơn khi chi phí giao dịch của việc mua và bán nhỏ hơn chênh lệch giá.
thông tin bất đối xứng (asymmetric information)
tình huống mà một bên có nhiều thông tin hơn về triển vọng của một công ty so với bên khác.
bảng cân đối kế toán (balance sheet) một báo cáo kế toán thể hiện tài sản, nợ phải trả và giá trị ròng

giá trị ròng (vốn chủ sở hữu) tại một thời điểm. Tài sản được liệt kê ở phía bên trái (hoặc đôi khi ở trên cùng) của trang. Nợ phải trả và giá trị ròng hoặc vốn chủ sở hữu của chủ sở hữu được liệt kê ở phía bên phải (hoặc đôi khi ở dưới cùng) của trang. Phương trình kế toán là: tài sản = nợ phải trả + vốn chủ sở hữu.
phá sản (bankruptcy)
một quy trình pháp lý để xác định cách tái cấu trúc hoặc thanh lý một công ty khi vi phạm các hợp đồng nợ. Nó ngăn các chủ nợ đòi các khoản nợ từ công ty. Điều này bao gồm cả các khoản thanh toán lãi và gốc cho các chủ nợ. Phá sản cũng bắt đầu một thủ tục do tòa án giám sát có thể thay đổi các yêu cầu đối với công ty.
rủi ro kinh doanh cơ bản (basic business risk - BBR) một thuật ngữ mô tả rủi ro trong hoạt động của một công ty.

Nó liên quan đến xác suất mà dòng tiền của công ty sẽ dao động. Những dao động này có thể do điều kiện kinh tế chung, điều kiện cạnh tranh trong ngành mà công ty hoạt động, hoặc nội tại cách công ty vận hành.
beta (beta) một thước đo cách giá cổ phiếu của công ty di chuyển trong mối quan hệ với thị trường. Nó là

Được tính bằng hiệp phương sai (covariance) của lợi nhuận của một cổ phiếu hoặc danh mục đầu tư so với lợi nhuận của một chỉ số thị trường (market index). Hệ số beta (beta) lớn hơn (nhỏ hơn) 1 cho thấy cổ phiếu của công ty sẽ tăng (giảm), trung bình, nhiều hơn (ít hơn) so với thị trường và do đó biến động mạnh hơn (yếu hơn) so với toàn bộ thị trường. Chỉ số Standard & Poor's 500 thường được xem là thị trường, và do đó sẽ có beta bằng 1.
trái phiếu (bond): một chứng khoán sinh lãi yêu cầu tổ chức phát hành phải trả lãi và gốc (principal) cho người nắm giữ trái phiếu vào các thời điểm cụ thể.
xếp hạng trái phiếu (bond rating): một đánh giá về khả năng nợ của công ty sẽ được trả theo các điều khoản.

của hợp đồng nợ của nó. Các xếp hạng được phân loại theo một thang đo với mức phân loại như AAA đại diện cho xếp hạng cao nhất (và cho thấy một công ty rất khó có khả năng

đến việc bỏ lỡ một khoản thanh toán theo hợp đồng) đến D (cho biết công ty hiện đang vỡ nợ, nghĩa là công ty đã bỏ lỡ một khoản thanh toán theo hợp đồng). Trái phiếu được xếp hạng BBB trở lên được coi là "cấp độ đầu tư (investment grade)," một phân loại thường được coi là biểu thị chất lượng cao. Trái phiếu được xếp hạng dưới BBB được coi là dưới mức đầu tư, hay còn gọi là "rác (junk)." Ba công ty chính cung cấp các xếp hạng này là Standard & Poor's, Moody's Investors Service và Fitch Ratings.

giá trị sổ sách (book value) là giá trị kế toán của một khoản mục trên bảng cân đối kế toán. Giá trị sổ sách ròng (net book value) là

giá trị kế toán của vốn chủ sở hữu (cũng được tính bằng tài sản trừ đi nợ phải trả).

tốc độ đốt tiền (burn rate) là tốc độ mà một doanh nghiệp sử dụng hết số dư tiền mặt của mình.

có thể thu hồi (callable) quyền của công ty để mua lại một chứng khoán hoặc nghĩa vụ (thường là trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi)

cổ phiếu ưu đãi (preferred share) trước ngày đáo hạn theo kế hoạch.

Chi phí vốn (capital expenditure - CAPEX)
chi tiêu để mua hoặc duy trì tài sản cố định. Điều này có thể được tính trực tiếp hoặc bằng sự thay đổi của tài sản, nhà máy và thiết bị cộng với bất kỳ khoản giảm nào do khấu hao (CAPEX = PP&Eend-of-year + depreciation expense – PP&Estart-of-year).

Lãi vốn (capital gains) là chênh lệch giữa giá bán của một tài sản và chi phí ban đầu của nó.

Cường độ vốn (capital intensity) là thước đo hiệu quả sử dụng nguồn lực của doanh nghiệp. Nó có thể

cũng có thể được coi là khoản đầu tư cần thiết để tạo ra 1,00 đô la doanh thu. Nó thường được tính bằng doanh thu/tổng tài sản.

cấu trúc vốn (capital structure) là cách một công ty được tài trợ. Nó thường được diễn đạt theo nợ và vốn chủ sở hữu (equity).

và cũng có thể được mở rộng thành bản chất và loại hình nợ (ngắn hạn (short-term), dài hạn (long-term), chuyển đổi (convertible), có thể gọi lại (callable), v.v.) và bản chất và loại hình vốn chủ sở hữu (cổ phiếu ưu đãi (preferred stock), cổ phiếu phổ thông (common stock), v.v.). Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (debt-to-equity ratio) còn được gọi là tỷ số nợ (debt ratio) hoặc tỷ số đòn bẩy (leverage ratio).

con bò sữa (cash cow)
doanh nghiệp tạo ra dòng tiền (cash flow) vượt xa nhu cầu cần thiết để duy trì hoạt động kinh doanh.

dòng tiền (cash flow) - tiền được tạo ra và sử dụng bởi một doanh nghiệp. Báo cáo lưu chuyển tiền tệ kế toán (Cash Flow Statement) -

Báo cáo tách dòng tiền của doanh nghiệp thành ba loại: Dòng tiền từ hoạt động (Cash from Operations), Dòng tiền từ đầu tư (Cash from Investing), và Dòng tiền từ tài trợ (Cash from Financing). Trong tài chính doanh nghiệp, việc định giá một doanh nghiệp hoặc dự án thường được thực hiện bằng cách ước tính dòng tiền của doanh nghiệp (hoặc dự án).

chapter 7 là phần của luật phá sản Hoa Kỳ quy định về việc thanh lý doanh nghiệp. Theo

loại đơn này, các chủ nợ được hoàn trả theo thứ tự ưu tiên của họ (ví dụ: nợ có bảo đảm, nợ không có bảo đảm, và sau đó là vốn chủ sở hữu).

chapter 11 là phần của luật phá sản Hoa Kỳ cho phép tổ chức lại doanh nghiệp. Theo loại đơn này, các khoản thanh toán được thương lượng giữa các bên yêu cầu và được thẩm phán phê duyệt.

thương phiếu (commercial paper)
nợ ngắn hạn, thường có kỳ hạn dưới 270 ngày, được phát hành bởi các công ty hoặc tổ chức tài chính.

cổ phiếu phổ thông (common stock) là một đơn vị sở hữu của công ty. Ít nhất một loại cổ phiếu phổ thông (có

thể có nhiều loại khác nhau với các quyền khác nhau) được quyền bỏ phiếu bầu ra hội đồng quản trị những người lựa chọn và giám sát ban điều hành của công ty. Cổ phiếu phổ thông có thể nhận cổ tức và bất kỳ phần còn lại nào trong thanh lý sau khi tất cả các chủ nợ khác được thanh toán.

thị trường hoàn hảo (complete market)
thị trường nơi các vị thế tài chính trên tất cả các trạng thái tương lai của thế giới có thể được tạo ra bằng các tài sản hiện có và không có chi phí giao dịch.

lãi kép (compounding) là lãi trên lãi. Cụ thể, giả sử một khoản tiền gửi ngân hàng ban đầu 100.00 đô la kiếm được 5% lãi suất mỗi năm. Sau hai năm với lãi kép, tài khoản ngân hàng sẽ có 110.25 đô la. Trong số đó, 0.25 đô la là do kiếm được lãi trên số lãi của năm đầu tiên vào năm thứ hai (5% lãi suất trên 5 đô la tiền lãi cuối năm của năm đầu tiên).

chứng khoán chuyển đổi (convertibles)
chứng khoán của công ty (thường là trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi) có thể được trao đổi (chuyển đổi) thành một số lượng cổ phiếu phổ thông nhất định. Nợ chuyển đổi có lãi suất thấp hơn nợ không chuyển đổi vì nó cũng mang lại cho người nắm giữ một quyền chọn có giá trị tiềm năng để trao đổi chứng khoán chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông.

chính sách cổ tức doanh nghiệp (corporate dividend policy) là chính sách của công ty về số lượng và thời điểm trả cổ tức mà công ty dự kiến cung cấp cho cổ đông.

chi phí vốn (cost of capital) là chi phí, thường được biểu thị bằng lãi suất, của việc tài trợ của công ty. Nó là thường được sử dụng liên quan đến chi phí nợ (trước thuế hoặc sau thuế), chi phí vốn cổ phần, hoặc tỷ lệ hỗn hợp (chi phí vốn bình quân gia quyền hay WACC).

covenant (giao ước) là một điều khoản trong hợp đồng nợ nhằm bảo vệ người cho vay bằng cách đặt ra các hạn chế về hành động của công ty. Ví dụ, các giao ước có thể hạn chế số lượng nợ bổ sung mà công ty có thể phát hành hoặc số lượng cổ tức công ty có thể trả, hoặc có thể yêu cầu duy trì các tỷ số tài chính nhất định. Vi phạm các giao ước thường cho phép người nắm giữ nợ có quyền yêu cầu trả nợ ngay lập tức.

cramdown (áp đặt) là một quy trình pháp lý trong phá sản cho phép thẩm phán phê duyệt một kế hoạch tái tổ chức ngay cả khi một hoặc nhiều nhóm người yêu cầu bỏ phiếu chống lại kế hoạch (tức là khi không phải tất cả các nhóm đều bỏ phiếu thuận).

điều khoản vỡ nợ chéo (cross default provision) là một điều khoản trong hợp đồng nợ, theo đó nếu một công ty vỡ nợ trên một hợp đồng nợ, nó sẽ kích hoạt sự vỡ nợ tự động trên một hợp đồng khác.

phân tích chéo (cross sectional) là một phân tích về một công ty so với ngành hoặc các đối thủ cạnh tranh chính của nó.

trái phiếu không bảo đảm (debentures) là nghĩa vụ nợ không được bảo đảm bằng tài sản; ví dụ, trái phiếu không có tài sản đảm bảo.

nợ (debt) là tên gọi chung cho một hợp đồng hứa hẹn (promissory contract) trong đó người đi vay nợ tiền người cho vay.

nợ có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường (debt exchangeable for common stock - DECS) là một trái phiếu có quyền bán (put option) (người nắm giữ nợ có thể buộc công ty mua lại khoản nợ) và tính năng chuyển đổi (người nắm giữ nợ có thể đổi trái phiếu lấy cổ phiếu của công ty) ngoài ra còn có các khoản thanh toán lãi định kỳ.

nợ quá mức (debt overhang) là tình huống mà mức nợ hiện tại của công ty lớn hơn giá trị của công ty, tạo ra sự không khuyến khích cho công ty tài trợ thêm nợ.

tỷ số nợ (debt ratio) là tỷ số giữa nợ chịu lãi và vốn chủ sở hữu hoặc giữa nợ và tổng tài trợ (tức là nợ và vốn chủ sở hữu).

tài trợ người mắc nợ chiếm hữu (debtor in possession - DIP financing) là một hình thức nợ được phép theo luật phá sản. Nó phải được thẩm phán phê duyệt và có quyền ưu tiên cao hơn tất cả các khoản nợ khác (tức là có siêu ưu tiên).

vỡ nợ (default) là việc không thực hiện một điều khoản của thỏa thuận nợ (thường được dùng để chỉ việc không trả lãi đúng hạn).

pha loãng (dilution) là sự giảm sút thu nhập trên mỗi cổ phần và giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần do việc chuyển đổi của nợ thành vốn chủ sở hữu hoặc việc phát hành thêm cổ phiếu khi thực hiện quyền chọn cổ phiếu hoặc chứng quyền. Đôi khi được sử dụng khi phát hành cổ phiếu mới để mô tả ảnh hưởng của nó đối với các cổ đông cũ (hiện tại) về tỷ lệ sở hữu.

chiết khấu (discounting) là phương pháp tính toán giá trị của các dòng tiền tương lai tại một thời điểm sớm hơn. trong thời gian (thường là hiện tại). Đây là sự giảm giá trị từ một thời điểm tương lai về hiện tại (ngược lại với ghép lãi (compounding)). Ví dụ, giả sử một cam kết thanh toán tiền mặt với số tiền $110.25 trong hai năm. Nếu tỷ lệ điều chỉnh rủi ro (risk-adjusted rate) phù hợp cho khoản thanh toán này là 5%, giá trị chiết khấu (discounted value) hôm nay sẽ là $100.00 (tính bằng $110.25/1.052).

thanh lý trong tình trạng khó khăn (distressed liquidation): việc bán tài sản bắt buộc do nhu cầu kinh tế (và do đó thường ở mức giá thấp hơn so với mức giá mà lẽ ra có thể đạt được).

cổ tức (dividend) là khoản phân phối lợi nhuận cho cổ đông (thường được trả bằng tiền mặt, nhưng đôi khi được trả bằng cổ phiếu bổ sung hoặc dưới dạng sản phẩm của công ty). Các công ty không có nghĩa vụ pháp lý phải trả cổ tức.

tỷ lệ chi trả cổ tức (dividend payout ratio) phần trăm lợi nhuận ròng được trả cho cổ đông dưới dạng cổ tức.

kế hoạch tái đầu tư cổ tức (dividend reinvestment plan) một kế hoạch mà cổ đông có thể đồng ý tự động tái-đầu tư cổ tức bằng tiền mặt mà họ nhận được vào cổ phiếu bổ sung của công ty. Các kế hoạch này thường định giá cổ phiếu bổ sung ở mức chiết khấu so với giá thị trường của cổ phiếu và/hoặc miễn phí giao dịch.

tỷ suất cổ tức (dividend yield) cổ tức hàng năm trên một cổ phiếu ưu đãi hoặc cổ phiếu thường chia cho giá thị trường của cổ phiếu.

Công thức DuPont (hay mô hình DuPont) phân tích tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (return on equity - ROE) của một doanh nghiệp thành ba phần: tỷ suất lợi nhuận (profit margin) (được tính bằng lợi nhuận ròng / doanh thu), tỷ lệ cường độ vốn (capital intensity) hay vòng quay doanh thu (sales turnover ratio) (được tính bằng doanh thu / tổng tài sản), và đòn bẩy tài chính (leverage) (được tính bằng tổng tài sản / vốn chủ sở hữu).

Chào mua theo phương thức đấu giá Hà Lan (Dutch auction tender) là một hình thức chào mua cổ phần trong đó hoặc số lượng cổ phần được... Việc mua lại được thiết lập với một phạm vi giá mà công ty sẵn sàng trả, hoặc giá được thiết lập với một phạm vi số lượng cổ phiếu sẽ được mua lại.

Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) là thu nhập trước khi trừ chi phí lãi vay và thuế đã được khấu trừ (do đó bằng thu nhập ròng cộng với thuế doanh nghiệp cộng với chi phí lãi vay).

thu nhập trước lãi vay, thuế, khấu hao tài sản hữu hình và vô hình (EBITDA)
thu nhập
trước khi trừ chi phí lãi vay, thuế, khấu hao tài sản hữu hình hoặc vô hình
(do đó bằng thu nhập ròng cộng thuế doanh nghiệp cộng chi phí lãi vay cộng
khấu hao tài sản hữu hình và vô hình).

thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu phổ thông. Nếu một công ty có trái phiếu chuyển đổi quyền chọn hoặc chứng quyền, phải thực hiện hai phép tính. Đầu tiên, EPS cơ bản, bỏ qua tác động của các trái phiếu chuyển đổi, quyền chọn và chứng quyền. Thứ hai, EPS pha loãng (hoàn toàn), bao gồm tác động của các trái phiếu chuyển đổi, quyền chọn và chứng quyền như thể chúng được chuyển đổi/thực hiện.

chương trình sở hữu cổ phần của nhân viên (ESOP)
một kế hoạch trong đó cổ phiếu của công ty được sở hữu
bởi chính nhân viên của công ty.

chương trình mua cổ phần của nhân viên (ESPP) một chương trình mua cổ phiếu được công ty cung cấp cho nhân viên của mình để mua cổ phiếu trong công ty.

vốn chủ sở hữu (equity)
giá trị lợi ích của chủ sở hữu trong một công ty. Trong kế toán, nó được định nghĩa là: số tiền cổ đông góp cho công ty để đổi lấy cổ phiếu (vốn góp), cộng với lợi nhuận lũy kế của công ty trừ đi cổ tức lũy kế đã trả (lợi nhuận giữ lại), và số tiền công ty đã trả, nếu có, để mua lại cổ phiếu từ chủ sở hữu (cổ phiếu quỹ). Trong tài chính, nó thường được dùng để chỉ giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông của công ty.

công suất dư thừa (excess capacity)
chênh lệch giữa mức sản xuất thực tế của công ty và mức sản lượng mà công ty có thể sản xuất. Chi phí trung bình trên mỗi đơn vị của công ty thường giảm khi sản xuất tiến gần đến công suất.

tài trợ thực hiện (execution financing) số tiền và hình thức tài trợ tại thời điểm đầu tư hoặc mua lại.

bao thanh toán (factoring)
khi một công ty huy động vốn bằng cách bán các khoản phải thu (chiết khấu) cho một bên độc lập.

ý kiến công bằng (fairness opinion) một ý kiến do ngân hàng đầu tư đưa ra về tính "công bằng" của mức giá được đưa ra trong một vụ sáp nhập hoặc mua lại. Các ý kiến công bằng cung cấp cho hội đồng quản trị sự bảo vệ trước các vụ kiện của cổ đông về việc mức giá có thỏa đáng hay không.

tín hiệu sai (false signals) một dấu hiệu không chính xác về triển vọng kinh tế trong tương lai của một công ty.

người được ủy thác (fiduciary) một cá nhân hoặc công ty được giao trách nhiệm đầu tư một cách khôn ngoan thay mặt cho người khác.

chính sách tài chính (financial policy) tiêu chí hoặc lựa chọn của công ty liên quan đến quyết định tài chính ở mức độ của nợ và vốn chủ sở hữu, bản chất của khoản nợ (ngắn hạn, dài hạn, chuyển đổi, có thể gọi lại, v.v.), việc thanh toán cổ tức, việc phát hành hoặc mua lại vốn chủ sở hữu, v.v.

Độ linh hoạt tài chính (financial slack) là số nợ bổ sung mà một công ty có thể dễ dàng phát hành cộng với bất kỳ khoản tiền mặt dư thừa (không cần thiết) nào có sẵn cho các dự án và khoản đầu tư mới.

nhập trước xuất trước (FIFO) là một phương pháp tính giá hàng tồn kho dựa trên thời điểm hàng được mua, trong đó các đơn vị được mua trước nhất được tính giá trước (để lại các đơn vị mua sau cùng trên bảng cân đối kế toán (Balance Sheet)).

dòng tiền tự do (FCF) là lượng tiền mặt mà một công ty tạo ra từ tài sản của mình hoặc trả lại cho các nhà cung cấp vốn của nó.

lợi thế thương mại (goodwill) là một điều chỉnh kế toán cho số tiền vượt trội mà công ty mua lại trả vượt quá giá trị thị trường của tài sản thuần (net assets) (tài sản trừ nợ phải trả) đã mua.

thị trường phát hành nóng và lạnh (hot and cool issue markets) là tình huống thị trường có nhu cầu cao hoặc thấp đối với việc phát hành chứng khoán (securities) (thường là cổ phiếu).

tỷ lệ tối thiểu (hurdle rate) là một mức tỷ suất sinh lời tối thiểu được yêu cầu trước khi một dự án hoặc khoản đầu tư sẽ được thực hiện. Rủi ro của dự án càng lớn thì tỷ lệ rào cản (hurdle rate) càng cao.

công cụ lai (hybrid instruments) là một chứng khoán kết hợp các đặc tính của nợ và vốn chủ sở hữu.

Báo cáo thu nhập (Income Statement) là một báo cáo tài chính (còn được gọi là Báo cáo lãi/lỗ - Statement of Profit and Loss) phản ánh doanh thu của công ty kiếm được trong một kỳ (thường là một năm) trừ đi chi phí phát sinh để tạo ra doanh thu, kết quả là lợi nhuận hoặc thua lỗ ròng.

trái phiếu doanh thu công nghiệp (industrial revenue bonds)
trái phiếu do một thực thể chính phủ phát hành với số tiền được sử dụng bởi một công ty tư nhân hoặc công cộng. Công ty có nghĩa vụ hoàn trả trái phiếu. Trái phiếu được miễn thuế ở cấp địa phương, tiểu bang và đôi khi liên bang. Do được miễn thuế và có sự hậu thuẫn của chính phủ, trái phiếu trả lãi suất thấp hơn thị trường, do đó trợ cấp cho công ty nhận vốn.

thị trường kém hiệu quả (inefficient market) thị trường mà giá cả không phản ánh tất cả thông tin có sẵn.

Do đó, các nhà đầu tư có nhiều thông tin hơn có thể tận dụng kiến thức của họ.

phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (initial public offering - IPO) đợt chào bán cổ phiếu đầu tiên ra công chúng của một công ty.

tài sản vô hình (intangible asset)
tài sản không có hình thái vật chất (hữu hình). Tài sản vô hình bao gồm nhãn hiệu thương mại, tên thương mại, bằng sáng chế, bản quyền, và những thứ tương tự.

tỷ lệ thanh toán lãi vay (interest coverage ratio) một thước đo khả năng thanh toán lãi của công ty đối với khoản nợ. Nó là

được tính bằng EBIT chia cho khoản thanh toán lãi vay.

trái phiếu thứ cấp (junior note)
là một hợp đồng nợ có thứ tự ưu tiên thanh toán thấp hơn các trái phiếu "cao cấp" (senior) khác.

trái phiếu rác (junk bond) — các trái phiếu thị trường được phát hành với xếp hạng thấp hơn (dưới BBB) được gọi một cách thông tục

là "rác."

nhập sau xuất trước (LIFO) một phương pháp tính giá hàng tồn kho dựa trên thời điểm mua

hàng được thực hiện, trong đó các đơn vị mua sau cùng được tính giá trước (để lại các đơn vị mua cũ nhất trên Bảng cân đối kế toán).

thuê (lease)
một thỏa thuận trong đó bên đi thuê (lessee - người thuê) đồng ý trả cho bên cho thuê (lessor - chủ sở hữu) để sử dụng một tài sản.

tài trợ cho thuê (lease financing) việc bán tài sản của công ty và sau đó thuê lại chính các tài sản đó. Đây là

được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của công ty.

mua lại bằng đòn bẩy (LBO) một thương vụ mua lại (thường đưa công ty đại chúng trở thành tư nhân) trong đó

một tỷ lệ nợ cao được phát hành để tài trợ cho thương vụ mua lại.

thanh khoản (liquidity) khả năng bán nhanh một tài sản ở mức giá hợp lý.

quản lý thanh khoản (liquidity management) khả năng của công ty đáp ứng các nghĩa vụ hợp đồng khi chúng

đến hạn trong ngắn hạn.

phần bù thanh khoản (liquidity premium) sự gia tăng giá của một chứng khoán vì nó có thể được dễ dàng hơn

mua và bán. Một chứng khoán được coi là kém thanh khoản, và sẽ bán ở mức giá thấp hơn, nếu nó không thể dễ dàng giao dịch.

đánh giá lại theo thị trường (mark-to-market)
một sự điều chỉnh giá trị kế toán của một tài sản hoặc nợ phải trả theo giá trị thị trường hiện tại của nó. Kế toán thường không yêu cầu (nhưng thường cho phép) tài sản hoặc nợ phải trả được điều chỉnh theo giá trị thị trường.

vốn hóa thị trường (market capitalization)
một ước tính giá trị công ty, cụ thể là giá trị vốn chủ sở hữu của công ty. Nó được tính bằng cách lấy giá cổ phiếu thị trường nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

kỳ đáo hạn (maturity) ngày mà khoản trả gốc cuối cùng của khoản nợ đến hạn. Đáo hạn (matured) cũng có thể

đề cập đến một công ty hoặc thị trường cho thấy nó không còn được kỳ vọng sẽ trải qua mức tăng trưởng trên mức tăng trưởng của toàn nền kinh tế.

bội số (multiples) một phương pháp định giá công ty bằng cách nhân một chỉ số lợi nhuận hoặc dòng tiền của công ty

(ví dụ: EPS, EBIT, hoặc EBITDA) với một giá trị xác định. Giá trị xác định này có được bằng cách so sánh

các công ty khác so với chỉ số đó. Ví dụ, chia giá cổ phiếu của một công ty cho EPS của nó cho ra bội số P/E, chia tổng giá trị (nợ và vốn chủ sở hữu) của công ty cho EBIT cho ra bội số EBIT.
quỹ tương hỗ (mutual fund) một quỹ được quản lý chuyên nghiệp, nơi các khoản đóng góp của nhà đầu tư được gộp chung

Để mua một tập hợp chứng khoán.
Giá trị hiện tại ròng (net present value - NPV) là dòng tiền được chiết khấu của một khoản đầu tư, dự án hoặc doanh nghiệp.

Điều này thường bao gồm ba khoản mục: một khoản chi ban đầu (ví dụ: giá), các dòng tiền ước tính trong tương lai được chiết khấu, và một giá trị cuối cùng được chiết khấu.
Vốn lưu động tự phát ròng (net spontaneous working capital) là tài sản ngắn hạn trừ đi nợ ngắn hạn không chịu lãi

, thường được liệt kê là một khoản mục ở bên tài sản của Bảng cân đối kế toán.
Vốn lưu động ròng (net working capital) được định nghĩa là tài sản ngắn hạn trừ đi nợ ngắn hạn không chịu lãi

(cũng là tiền mặt + các khoản phải thu + hàng tồn kho – các khoản phải trả). Thường được gọi là vốn lưu động.
Giá trị tài sản ròng (net worth) là giá trị kế toán của vốn chủ sở hữu của một doanh nghiệp (cũng được tính là tài sản

trừ đi nợ phải trả). Còn được gọi là tài sản ròng (net assets) hoặc đơn giản là vốn chủ sở hữu (equity). (Đối với cá nhân, giá trị tài sản ròng (net worth) là tổng giá trị của tất cả tài sản trừ đi tổng giá trị của tất cả các khoản nợ.)
tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa (nominal discount rate)
là lãi suất bao gồm lạm phát ước tính. Đây là mức
lãi suất quan sát được trên thị trường.
chi phí cơ hội (opportunity cost) là những lợi ích bị mất đi do việc chọn một trong nhiều phương án loại trừ lẫn nhau

phương án. Nó cũng có thể được xem như giá trị của cách sử dụng có giá trị cao nhất tiếp theo của một nguồn lực.
chiết khấu phát hành gốc (original issue discount - OID) là chênh lệch dương giữa giá trị đáo hạn của công cụ nợ

giá trị mệnh giá (tức là mệnh giá hoặc giá trị được công bố) và giá của nó tại thời điểm phát hành. (Một chênh lệch âm sẽ được gọi là phụ trội - premium.)
cổ phiếu đang lưu hành (outstanding shares)
số cổ phiếu của công ty do công chúng nắm giữ (số cổ phiếu do công ty phát hành trừ đi số cổ phiếu đã mua lại).
lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) giả định rằng do bất cân xứng thông tin, các công ty sẽ ưu tiên

tài trợ trước bằng nguồn vốn nội bộ, sau đó là nợ bên ngoài, và cuối cùng là cổ phiếu mới.
Tổ chức bảo lãnh quyền lợi hưu trí (Pension Benefit Guarantee Corporation - PBGC)
một tổ chức chính phủ bảo lãnh một phần các kế hoạch hưu trí của doanh nghiệp.
tỷ lệ nợ (percentage of debt)
phần tài trợ của doanh nghiệp từ nợ. Các chuyên gia tài chính thường tính chỉ số này bằng cách lấy số nợ chia cho tổng tài trợ (nợ cộng vốn chủ sở hữu). Còn được gọi là tỷ lệ nợ (debt ratio) hoặc đòn bẩy tài chính (leverage).
niên kim vĩnh viễn (perpetuity)
một chuỗi dòng tiền định kỳ không bao giờ kết thúc. Công thức để xác

định giá trị hiện tại của một niên kim vĩnh viễn đơn giản tại một thời điểm là khoản thanh toán trong tương lai chia cho tỷ lệ chiết khấu. (PVperpetuity = free cash flow/discount rate.) Công thức để xác định giá trị của một niên kim vĩnh viễn mà dòng tiền tương lai tăng trưởng với tốc độ không đổi theo thời gian là khoản thanh toán tiếp theo chia cho tỷ lệ chiết khấu trừ đi tốc độ tăng trưởng (PVperpetuity-with-growth = free cash flow * (1 + the growth rate)/(discount rate – growth rate)).
số liệu chèn (plug figure)
đây là một con số cân đối, số tiền cần thiết để báo cáo dự phòng (pro forma) (ước

ước tính) Số dư trên bảng cân đối kế toán. Thông thường, con số bù (plug figure) là số tiền tài trợ bằng nợ (hoặc số dư tiền mặt) cần thiết trong một ước tính dự phóng (pro forma estimation).

cổ phiếu ưu đãi hoàn vốn chủ sở hữu tích lũy (PERCS) cổ phiếu ưu đãi có giới hạn-

về tính năng chuyển đổi tăng giá và ngày và giá trị hoàn lại cố định.
cổ phiếu ưu đãi (preferred stock)
một loại vốn chủ sở hữu có quyền ưu tiên hơn các loại vốn chủ sở hữu khác.
Quyền ưu tiên chính là quyền nhận cổ tức cố định trước khi bất kỳ cổ tức nào được
trả cho một loại vốn chủ sở hữu khác. Cổ tức có thể là tích lũy (việc không thanh toán
cổ tức trong một năm được cộng vào số tiền phải trả trong năm tương lai trước khi
bất kỳ cổ tức nào được trả cho bất kỳ loại cổ phần nào khác) hoặc không. Cổ phần ưu đãi có thể
có quyền biểu quyết nhưng thường thì không. Cổ phần ưu đãi có thể chuyển đổi được hoặc không.
phá sản theo kế hoạch trước (prepackaged bankruptcy)
một loại phá sản theo Chương 11 trong đó các điều khoản
tái cơ cấu được thương lượng trước khi nộp đơn phá sản. Điều này cho phép thoát khỏi phá sản
nhanh hơn.
tỷ số giá trên thu nhập (P/E) tỷ số giữa giá thị trường của cổ phiếu công ty và thu nhập

trên mỗi cổ phần (EPS).
lãi suất cơ bản (prime rate) lãi suất mà ngân hàng tính cho khách hàng doanh nghiệp có rủi ro thấp
nhất của họ.
tỷ lệ chiết khấu thực (real discount rate)
lãi suất đã được điều chỉnh (giảm) theo lạm phát ước tính.
tiện ích được điều tiết (regulated utility) một tiện ích (thường là công ty cung cấp năng lượng hoặc nước)
chịu sự

theo các quy định của chính phủ liên quan đến hoạt động của nó bao gồm cách nó thiết lập giá và cách nó thiết lập cấu trúc vốn.
tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) được tính bằng thu nhập ròng chia cho số vốn chủ sở hữu theo sổ sách.

(Các tác giả của bạn lưu ý rằng số vốn chủ sở hữu nên là giá trị đầu năm.
Trong thực tế và nhiều sách giáo khoa khác, giá trị đó thường được sử dụng sai là giá trị trung bình
hoặc
cuối năm.)
nợ an toàn (safe debt)
nợ an toàn không có rủi ro vỡ nợ (hoặc rủi ro thấp đến mức không đáng kể). Nợ
chính phủ Mỹ thường được gọi là nợ "an toàn" hoặc "phi rủi ro".
tính thời vụ (seasonality)
sự biến động hàng năm trong doanh số và hoạt động của công ty do bản chất
kinh doanh (ví dụ: doanh số đồ chơi tăng cao vào tháng 11 và 12, doanh số sô cô la tăng trước Ngày lễ
Tình nhân,
doanh số thiết bị nông nghiệp tăng vào mùa xuân và đầu mùa hè, v.v.).
phát hành cổ phiếu thứ cấp (secondary equity offerings – SEO)
việc phát hành cổ phần cho công chúng bởi một công ty đã
thực hiện IPO trước đó.
tự giao dịch (self-dealing) người ủy thác hành động vì lợi ích của chính mình thay vì vì lợi ích của anh
ấy hoặc

khách hàng của cô ấy.
nợ cao cấp (senior debt) – khoản nợ có quyền ưu tiên thanh toán so với các trái phiếu "cấp dưới"
(junior) khác.
cổ phần (share) là một đơn vị sở hữu trong công ty, thường dưới dạng cổ phiếu phổ thông (common
stock).
bán khống (short sales)
bán cổ phiếu đi vay, sau đó phải mua lại và trả lại sau
khi giá đã giảm như kỳ vọng.
tín hiệu (signaling) theo nghĩa tài chính, thông điệp mà ban quản lý gửi đến nhà đầu tư thông qua một

Báo cáo nguồn và sử dụng (Sources and Uses Statement) là một báo cáo tài chính phân tích cách các dòng vốn chảy vào và

ra khỏi một công ty. Đây là tiền thân của Báo cáo Lưu chuyển Tiền tệ (Statement of Cash Flows) hiện tại (mà các công ty đại chúng phải phát hành từ năm 1988 trở đi).

Xác định cụ thể (specific identification)
một phương pháp tính giá hàng tồn kho trong đó chi phí của đơn vị thực tế đã bán được sử dụng (tức là khớp với doanh thu).

tách doanh nghiệp (spin-off) khi một công ty thoái vốn một bộ phận hoặc công ty con bằng cách tạo ra một thực thể mới và sau đó trao cổ phần của thực thể mới cho các cổ đông của mình.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Statement of Cash Flows) là một báo cáo tài chính phân tích cách dòng tiền vào và ra khỏi doanh nghiệp trong kỳ (thường là một năm). Báo cáo được chia thành ba loại: dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, dòng tiền từ hoạt động đầu tư, và dòng tiền từ hoạt động tài chính.

Vốn cổ phần thường (straight equity) xem cổ phiếu phổ thông (common stock).

khấu hao đường thẳng (straight-line) là một phương pháp khấu hao hoặc phân bổ trong đó nguyên giá tài sản trừ đi giá trị thanh lý (giá trị còn lại vào cuối vòng đời) hoặc các khoản nợ phải trả nhất định được giảm đều trong suốt vòng đời của tài sản hoặc nợ phải trả.

tài trợ theo gói (strip financing) là một kỹ thuật trong đó nhà đầu tư mua một "gói" gồm nhiều loại chứng khoán khác nhau (ví dụ: nợ ưu tiên (senior debt), nợ thứ cấp (junior debt), cổ phần ưu đãi (preferred shares), cổ phần thường (common shares)) cùng lúc.
Các chứng khoán trong gói có thể tách rời hoặc không.

nợ thứ cấp (subordinated debt)
loại nợ có thứ tự ưu tiên thanh toán được thực hiện sau khi thanh toán các khoản nợ cấp cao (senior debt).

chi phí chìm (sunk costs) là khoản chi phí đã phát sinh, không thể thu hồi, và không ảnh hưởng đến tương lai dòng tiền.

tỷ lệ tăng trưởng siêu thường (supernormal growth rate) là tỷ lệ tăng trưởng cao hơn chi phí vốn. Nó có thể xảy ra trong một thời gian ngắn khoảng thời gian khi một doanh nghiệp mới khởi nghiệp. Tỷ lệ tăng trưởng siêu thường không thể duy trì trong thời gian dài hơn và luôn cần được xem xét trong các báo cáo tài chính dự phóng (pro formas).

tỷ lệ tăng trưởng bền vững (sustainable growth rate) là thước đo mức độ một doanh nghiệp có thể tăng trưởng mà không cần thêm nguồn tài trợ bên ngoài, trong khi các yếu tố khác không đổi. Được đo bằng ROE * (1 – tỷ lệ chi trả cổ tức).

Tỷ lệ nợ mục tiêu (target debt ratio) là mức nợ và vốn chủ sở hữu mà công ty mong muốn.

Tấm chắn thuế (tax shield)
khoản tiết kiệm thuế từ các khoản khấu trừ hợp pháp. Tấm chắn thuế bằng khoản khấu trừ được phép (ví dụ: lãi vay, khấu hao, chi phí trả dần, v.v.) nhân với thuế suất. Thuế suất càng cao, tấm chắn thuế càng lớn.

Chào mua công khai (tender offer)
lời đề nghị của một cá nhân hoặc công ty để mua cổ phần của một công ty niêm yết.

Giá trị cuối kỳ (terminal value)
giá trị của một tài sản (bao gồm chứng khoán) tại một ngày tương lai cụ thể. Ba cách tiếp cận phổ biến để tính giá trị cuối kỳ là sử dụng hệ số thu nhập, hệ số tài sản hoặc công thức tăng trưởng vĩnh viễn.

Thu nhập quá khứ (trailing earnings)
thu nhập của năm trước, thu nhập lịch sử (trái ngược với thu nhập ước tính trong tương lai).

Tín phiếu kho bạc (T-bill) là nợ chính phủ Mỹ có kỳ hạn ngắn (tối đa một năm).

Lãi suất tín phiếu kho bạc (Treasury bill rate) là lãi suất trả cho tín phiếu kho bạc.

Giao dịch trọn gói (unit deal) là việc phát hành nhiều hơn một chứng khoán được liên kết với nhau. Các chứng khoán có thể tách rời hoặc không tách rời.

Đạo luật cắt giảm thuế và việc làm của Mỹ năm 2018 (U.S. Tax Cuts and Jobs Act of 2018)
một cuộc đại tu lớn đối với bộ luật thuế Hoa Kỳ được thông qua vào tháng 12 năm 2017.

Tiện ích (utility) xem tiện ích được điều tiết.

Lãi suất thả nổi (variable rate) là lãi suất biến động, thường theo những thay đổi của nền kinh tế.

Vốn mạo hiểm (venture capital) là nguồn tài trợ cho các công ty khởi nghiệp hoặc các dự án phục hồi. Thường được

cung cấp bởi các cá nhân giàu có, ngân hàng đầu tư, hoặc các nhóm được thành lập để góp vốn cho loại hình tài trợ này. Còn được gọi là vốn rủi ro (risk capital).
Châm ngôn Phố Wall (Wall Street tenets)
các cách diễn đạt (hoặc câu nói) phản ánh quan điểm hoặc "sự thông thái" của các chuyên gia đầu tư làm việc trên Phố Wall.
Chứng quyền (warrant) là một chứng khoán quyền chọn cho phép người nắm giữ mua cổ phiếu ở mức giá định trước.

Chứng quyền có thể được bán cùng với các loại chứng khoán khác, thường là trái phiếu.
Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) là tỷ lệ phần trăm có trọng số của chi phí sau thuế

của nợ cộng với tỷ lệ phần trăm có trọng số của chi phí vốn chủ sở hữu.

Vốn lưu động (working capital) xem vốn lưu động ròng.

Kế toán

khái niệm kinh tế, 55
thực tế kinh tế, 52–56
phương pháp, 52–56
Khoản phải trả, 25–28

tăng, 26–27
khoản phải trả dự kiến hàng tháng,

tính toán, 65t
Khoản phải thu

tăng, 17

ý nghĩa, 19
tài khoản dự kiến hàng tháng

Các khoản phải thu, tính toán, 62t
Khoản phải thu/doanh thu, 22
Kế toán dồn tích, 53t
Các khoản dồn tích

tính ổn định, 39
các khoản dồn tích dự báo hàng tháng,

tính toán, 67t
Nợ phải trả dồn tích, 65–66
Ackman, William, 425
Mua lại, định giá, 433
Cổ đông hoạt động, tác động,

470–472
Các tỷ số hoạt động, 20
Chứng khoán ưu đãi lãi suất điều chỉnh, 179
Giá trị hiện tại điều chỉnh (APV), 383–385

phương pháp, sử dụng, 384–385
tính toán, 3
Lợi nhuận sau thuế, sử dụng, 122–123
Chi phí đại diện (agency costs), 126,
269–272

cấu trúc vốn, 278–280
ví dụ, 128t
hành vi nhà quản lý, 278–280
quá trình tối thiểu hóa, 278–279
giảm thiểu, tăng đòn bẩy

(tác động), 279

Các vấn đề đại diện (agency problems), cấu trúc vốn

(mối quan hệ), 284
Thay thế đại số, 312
Công ty toàn vốn chủ sở hữu, định
giá,

383, 385
Các kỹ thuật định giá thay thế

(AVTs), 363
Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (AMEX)

các công ty, mẫu, 109
American Telephone and Telegraph

Company (AT&T)
nền tảng, 178
bảng cân đối kế toán, 181t, 209t
các kịch bản tốt nhất/xấu nhất,

196–198
thanh toán cổ tức tiền mặt, 257
báo cáo lưu chuyển tiền tệ, 190t
tài chính doanh nghiệp, thực
hành

(hàm ý), 202–203
nhu cầu tài chính doanh nghiệp, tài chính

chính sách (tác động), 189
các câu hỏi cắt ngang, 188
tình trạng hiện tại, 193–205
nợ

lựa chọn, 186
phát hành, 460
chính sách, 183–184
tỷ số nợ, 200, 202–203

tính toán, 181–183
thoái vốn, 178, 215, 226
chính sách cổ tức, 201
cổ tức, vấn đề, 203
phát hành vốn chủ sở hữu,
271

thông báo, 201–203
chính sách vốn chủ sở hữu,
184–185
kịch bản dự kiến, 200
các câu hỏi bên ngoài, 187–188

American Telephone and Telegraph Company (Continued)

mục tiêu tài chính, thiết lập

(tính không ngẫu nhiên), 192
các mục tiêu tài chính, 186–189
các chính sách tài chính, 200–201

quyết định, 177
mục tiêu, 186
độ nới lỏng tài chính (financial slack), 202
tài trợ

các phương án thay thế, 230t
các nguồn dự kiến, 194, 196
lịch sử (trước 1984), 180–193
báo cáo thu nhập, 181t
các tỷ số thanh toán lãi vay, 189
các quỹ tạo ra nội bộ,

189–192
câu hỏi nội bộ, 187
vốn hóa thị trường (market capitalization), giảm,

201–202
nợ ròng (net debt), 199
giá trị tài sản ròng (net worth), tăng trưởng, 191
chỉ số tài chính hoạt động (operating financials), 208t
vốn cổ phần bên ngoài (outside equity), huy động, 193
bảng cân đối kế toán sau khi thoái vốn (postdivestiture balance sheets), 206t
báo cáo thu nhập sau khi thoái vốn (postdivestiture income statements),

206t
trước khi thoái vốn (pre-divestiture), 480
thị trường sản phẩm trước khi thoái vốn (predivestiture product market)

chiến lược, 187
thay đổi thị trường sản phẩm, tỷ số tài chính (financial ratio)

(tác động), 198–200
bảng cân đối kế toán dự phóng (pro forma Balance Sheets), 196t

kịch bản xấu nhất, 199t
báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng (pro forma cash flow statements), 196t

các kịch bản dự kiến/xấu nhất, 200t
kịch bản xấu nhất, 199t
Báo cáo thu nhập dự kiến (pro forma), 195t

các kịch bản xấu nhất, 198t
các tỷ số dự kiến (pro forma), kỳ vọng/xấu nhất

các kịch bản, 200t
các báo cáo dự kiến (pro forma), phát triển, 208–210
các dự báo, chất lượng, 203, 205
các tỷ số, 194t
doanh thu, 208t

tăng trưởng doanh số, 190
tăng trưởng bền vững (sustainable growth), 192–193

sức mạnh, 202
lá chắn thuế (tax shield), 223
Khẩu hao (Family Dollar), 440–441
Mua hàng năm, 27
Niên kim (annuities), 315
Apple, Inc.

bảng cân đối kế toán (balance sheets), 250t, 263t
hạn mức tín dụng ngân hàng (bank line of credit), 257
tiền mặt

nhược điểm/ưu điểm, 253
giữ lại (retention), 258
sử dụng, 256
dòng tiền (cash flows), 256
nợ

lựa chọn, 252
sự biện minh (justification), 259
cổ tức (dividends), 241

cách tiếp cận, 259–260
quyết định thanh toán, 248–259
chi trả (payout), 254
chính sách, 252–253, 256, 378
lựa chọn vốn cổ phần (equity choices), 252
các chính sách tài chính, 252–255

tương lai, 255–258
quỹ, vay nợ (borrowing), 460
báo cáo thu nhập (income statements), 250t, 262t
hạn mức tín dụng (line of credit), 258
nợ dài hạn, phát hành, 257
thời kỳ hậu Jobs, 249–251
chiến lược/định giá thị trường sản phẩm, 251–252

các tỷ số (ratios), 256t
chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D expenditures), 255
ROE, 254
doanh số/lợi nhuận, tăng, 260–262
cổ phiếu (shares)

giá, mức giá, 257
mua lại (repurchases), 480
cổ phiếu (stock)

mua lại (buyback), 258
mua lại (repurchases), 241
AppStore, ra mắt, 249
APT. Xem Lý thuyết định giá chênh lệch giá (Arbitrage pricing theory)

APV. Xem Giá trị hiện tại điều chỉnh (Adjusted present value)
Kinh doanh chênh lệch giá (Arbitrage), 111, 112, 241
Lý thuyết định giá chênh lệch giá (Arbitrage pricing theory - APT), 363,

374–375
hồi quy, 375
Argus, 85
Tài sản (Assets)

beta (beta phi đòn bẩy - unlevered beta), 108, 141, 443

công thức, 373
dòng tiền, 364
phương trình, 50
tăng trưởng, 223
thanh lý, 45
mua lại Marriott, 169
bội số (multiples), 328, 340, 482
Thông tin bất cân xứng (Asymmetric information), 269–272

sự vắng mặt, 116
dự phòng (allowance), 480–481
khái niệm, 173
thời điểm phát hành cổ phiếu (equity issue timing), mối quan hệ,

277–278
tài trợ doanh nghiệp, mối quan hệ,

272–278
tầm quan trọng, 211
AT&T. Xem American Telephone and

Telegraph Company
Avaya Holdings Ltd.

Bản cáo bạch sửa đổi (Amended Disclosure Statement),

305
vượt qua phá sản (bankruptcy emergence), 305–307
nộp đơn phá sản theo chương 11 (chapter 11 bankruptcy), 298
tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (debt to total assets ratio), 298
mô tả, 294–298
EBIT, 295
khó khăn tài chính (financial distress), 293–298
thông tin tài chính, 293t
nợ chịu lãi (interest-bearing debt), 295f
thu nhập hoạt động (operating income), 294f, 295
mua lại, 294
kế hoạch tái cơ cấu, nộp, 306
tái cơ cấu/phá sản (restructuring/bankruptcy), 293
doanh thu (revenue), 294f
Phương pháp bình quân (Average method), 51–56, 54t
AVTs. Xem kỹ thuật định giá thay thế (Alternative valuation

techniques)

Baby Bells, 214, 235
Vốn cổ phần qua cửa sau (Backdoor equity), 283
Bảng cân đối kế toán (Balance Sheets), 15, 329

cân đối, 39, 50, 85
thành phần, 20
tạo lập, 59
nợ, số tiền, 35
kiểm tra, 19
ví dụ, 12, 52t
các khoản mục, 33
bảng cân đối kế toán pro forma
hàng tháng,

60–68
các tỷ số hàng tháng, 61
Chuyên viên ngân hàng (trong cuộc trò chuyện), phỏng vấn xin việc

(tương tự), 11–12
Bank of America, tiền thưởng của Merrill Lynch

các khoản thanh toán, 280
Phá sản, 293

chi phí

giả định, 125
chi phí gián tiếp, 125
thương vụ, tác động, 303–304
chi phí phá sản trực tiếp,

tác động, 301
nguyên tắc kinh tế, 298–299
nộp đơn, quyết định thời điểm, 299–302
duy trì giá trị doanh nghiệp, 304–305
phá sản được chuẩn bị trước (prepackaged bankruptcy), 301
Prudential, tác động, 399
kế hoạch tái tổ chức,

phê duyệt, 303
quy tắc, 302–304
thời gian, độ dài, 304
Ngân hàng

bù đắp, cải thiện, 46
nợ, 38, 184

tỷ lệ, 400
rủi ro, 399
hạn mức tín dụng (line of credit), 68, 70
khoản vay, 44

tính ổn định, 18
cho vay tiền, rủi ro, 45
lãi suất cơ bản (prime rate), chi phí, 145–146
trả nợ, 41
thỏa thuận tái cơ cấu (restructuring agreement), 95

Rủi ro kinh doanh cơ bản (BBR), 83–84,

108, 131
Congoleum, 400–401
BBR của công ty, 187
BBR của MCI, 223–224
Bath Industries (Bath Iron Works), 391,

397
Dòng tiền trước thuế, tác động, 119
Bell, Alexander Graham, 178
Kịch bản tốt nhất (AT&T), 196–198
Beta, 108, 349–350

tính toán, 350
thay đổi, tác động, 142t
tác động, 141
sử dụng đòn bẩy (levering), 371–375
sự hiện diện, 371–372
đo lường rủi ro, 120
beta không đòn bẩy (unlevered beta), 351
khử đòn bẩy (unlevering), 351, 371–375
sử dụng, 352–353
giá trị, 353
Black, Fischer, 5
Hội đồng quản trị, lựa chọn, 471
Trái phiếu

thanh toán lãi suất, 145
giá trị, 230

thay đổi, 372
Tỷ lệ giá trị sổ sách (book value ratio), 109
Giá trị cuối kỳ hòa vốn (break-even terminal value), 449
Tỷ lệ đốt tiền (burn rates), 1
Kinh doanh

mô hình, cách sử dụng, 428
chiến lược, tính nhất quán, 477
giá trị, 484
Người mua, vị trí, 427–429

CAPEX. Xem Chi phí vốn (Capital expenditures)
Vốn (Capital)

tỷ lệ cường độ, 85
dữ liệu thị trường vốn, 357t
Mô hình định giá tài sản vốn (Capital asset pricing model - CAPM), 266

tạo ra, 5
phương trình, 141, 353
công thức, 350, 383

cách sử dụng, 372

thước đo rủi ro thị trường, cách sử dụng, 349
cách sử dụng, 138
Chi phí vốn (Capital cost), 48, 131–132,

143–146
Tối thiểu hóa CFO, 143
các yếu tố quyết định, 146
ước tính, 443–447
tác động, 339–340
các sắc thái, 365–371, 483–484
cách sử dụng, 373
Chi phí vốn (Capital expenditures - CAPEX),

91–92, 112
số tiền dự phòng, 337
tính toán, 337
tăng trưởng trong tương lai, 223
tăng, 338
sự cần thiết, 222–223
Chi phí vốn (Family Dollar),

440–441
Lãi vốn (Capital gains), 121

hoãn lại, tác động, 123–124
hiện thực hóa, 123
Thị trường vốn (Capital markets), 2

tác động, 167–172
không hoàn hảo, 2
Cơ cấu vốn (Capital structure), 266

chi phí đại diện, 278–280
vấn đề đại diện, mối quan hệ,

284
thay đổi, tác động, 139–143
khái niệm, 172
chi phí, 143f, 145f
quyết định, 2, 89, 137
xác định, 107, 187
tác động, 146f

sự vắng mặt, 116
tầm quan trọng, 115
sự không liên quan, 114–115
mức tối ưu, 108–110

góc nhìn sách giáo khoa, 132f
lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory), 282–283
thuế cá nhân, tác động, 266–267
quy trình thiết lập, 146–147
cấu trúc vốn mục tiêu, thiết lập

(danh sách kiểm tra), 286

góc nhìn sách giáo khoa, 129–131
lý thuyết, 107, 265, 404

lý thuyết cấu trúc vốn tĩnh, 479
sử dụng, 347–349
WACC, mối quan hệ, 439
CAPS. Xem cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi

điều chỉnh được
CARDS. Xem chứng chỉ khấu hao

nợ quay vòng
CARS. Xem chứng chỉ cho khoản phải thu

từ ô tô
Tiền mặt

kế toán, 54
cơ sở, 55t
thanh toán của khách hàng, 25
chu kỳ, 25–28
cổ tức, quyết định thanh toán, 149
tương đương, yêu cầu, 182
ảnh hưởng, 53–54
tầm quan trọng, 328–330
tăng, 17
quản lý, nhiệm vụ của CFO, 107
thu được, 1
mức không, 335
Dòng tiền, 111, 317, 327

báo cáo AT&T, 190t
chính sách cổ tức, mối quan hệ, 247
đánh giá, 364–365
dao động, 341
công thức, hiểu biết, 461–462
giả thuyết, 245
ảnh hưởng, 365
tầm quan trọng, 212
bao gồm/loại trừ, 363–365
tăng, 140
quản lý

công cụ tài chính, 478
sự cần thiết, 3
bội số, 328
sắc thái, 363–365, 483
nguồn gốc, 478–479
dự báo, 54
tách biệt, 375–376
Rủi ro thảm họa, giảm thiểu/

loại trừ, 46

Center for Research into Security Prices

(CRSP), chuỗi thời gian lợi nhuận cổ phiếu, 355
Century Capital Associates, 398, 406

Mua cổ phiếu, 392
Chứng chỉ cho trả dần luân chuyển

nợ (CARDS), 284
Chứng chỉ cho các khoản phải thu ô tô

(CARS), 284
CFO. Xem Giám đốc tài chính
Phá sản theo Chương 11, tác động, 302
Chirico, Jim, 305
Mối quan hệ vòng tròn, 39–41
Cisco, cạnh tranh, 296
Tỷ lệ COGS/doanh thu, 23
Tài sản thế chấp

đánh giá, 47t, 71t
ví dụ, 47t
chất lượng, 45
giá trị, 71
Chứng khoán kho bạc tích lũy có tài sản bảo đảm (Collateralized accrued treasury securities)

(CATS), 284
Tỷ lệ tài sản bảo đảm/cho vay (Collateral/loan ratio), 71
Vốn chủ sở hữu thường (Common equity), 217–218
Bảng cân đối kế toán dạng tỷ trọng (Common size balance sheets), 22t
Báo cáo thu nhập dạng tỷ trọng (Common size income statements), 21t
Các công ty so sánh, beta/không đòn bẩy

beta, 351
Lãi kép (Compounding), 313–314
Congoleum

tài sản (asset), 395–396
Bảng cân đối kế toán (Balance Sheets), 398, 404, 415t, 417t
rủi ro kinh doanh cơ bản (BBR), 400–401
bảng cơ bản (basic sheets), 394t
kinh doanh, 393
xếp hạng mua (buy rating), 392–393
chi phí vốn (CAPEX), 404
cổ phiếu phổ thông (common stock), 399
nợ phải trả cô đọng (condensed liabilities), 399t
tổ hợp (consortium), ý kiến công bằng (fairness opinion), 407
thương vụ (deal), tài trợ (financing), 398t

quy trình, 397–400
thanh toán nợ/nợ ngân hàng (debt/bank debt payment), 399
tháo dỡ, 408

Congoleum (Tiếp theo)
lợi nhuận vốn chủ sở hữu, 406
dòng tiền kỳ vọng, 401
Fibic, thiết lập, 395–396
lịch sử, 391–392
báo cáo thu nhập, 393t, 417t
thuế suất thu nhập, 418
chi phí lãi vay, 418
mua lại đòn bẩy (LBOs), 391,
403–404
thương vụ, chi tiết, 395–408
kết quả, 400
rủi ro, 400–401
đòn bẩy, tăng, 398
quản lý
đầu tư, 406
chất lượng, 401
hoạt động, 402
vốn chủ sở hữu, 399t
các bên tham gia, 391–392
pro forma sau LBO, 417–418
tài trợ vốn cổ phần tư nhân (private equity financing), 391
bảng cân đối kế toán pro forma, 418, 419t
cơ cấu vốn pro forma, 406t
tiền mặt vượt trội pro forma, 406t
báo cáo thu nhập pro forma, 404,
404t, 415t
các báo cáo pro forma, 402, 412–418
giả định, 412–413
LBOs, tác động, 414
dự phóng, 405
cổ đông, thanh toán giá, 407–408
đầu tư strip, 406
thuế, 403–404
chi phí, thay đổi, 403t
tổng giá mua, 396t
tạo giá trị, 401–402
Congoleum Narin, 391
Conrad Black, 85, 90, 94
pha loãng, 97
tính nhất quán, ý nghĩa, 14–15
quyền đòi nợ dự phòng (contingent claims), 482
vốn góp (contributed capital)
vốn chủ sở hữu (shareholder equity), 67
cách sử dụng, 39
giá chuyển đổi, 218
cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi và điều chỉnh
(CAPS), 284
trái phiếu chuyển đổi, 218–221
mức coupon, 219
giá giao dịch, 219
nợ chuyển đổi
vắng mặt, 159
sức hấp dẫn, 220
Phát hành trái phiếu chuyển đổi (Convertible issues)
phản ứng thị trường, 284
tín hiệu tiêu cực, 221
Chứng khoán ưu đãi chuyển đổi (Convertible preferred securities), 179
Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi (Convertible preferred stocks), 218–221
Trái phiếu chuyển đổi (Convertibles)
định nghĩa, 218
loại trừ, 148–149
phát hành, 220
chuyển đổi tổng hợp (synthetic convertible), 230
Nợ doanh nghiệp (Corporate debt), các loại, 184
Lý thuyết chính sách cổ tức doanh nghiệp (Corporate dividend policy theory), M&M
thiết lập, 179
Tài chính doanh nghiệp (Corporate finance), 110–116
cơ bản, 3–4
sơ đồ, 4
tiền mặt dư thừa, nợ âm
(so sánh), 120
tầm quan trọng, 115
chính sách, chiến lược hoạt động (tác động), 211
thực hành, 178–180
hàm ý, 202–203
chức năng chính, 1
sơ đồ, 4f, 99f
đánh đổi, 212–213
Nhu cầu tài chính doanh nghiệp (Corporate financial needs), tài chính
chính sách (tác động), 189
Chính sách tài chính doanh nghiệp (Corporate financial policies), 147–149
Thuế thu nhập doanh nghiệp (Corporate income tax), 119–120
Thuế doanh nghiệp (Corporate taxes)
sự vắng mặt, 119t
thuế suất doanh nghiệp duy nhất, sử dụng,
120–121
Luật thuế doanh nghiệp, thay đổi, 48–49
Thuế suất doanh nghiệp, thay đổi, 49
Điều chỉnh, sự cần thiết, 39–40

Giá vốn hàng bán (COGS), 23
tính toán, 37
thay đổi, 35
sự ổn định, 45
ước tính, 44
dự báo, 34
giá trị thanh lý, 46
phần trăm doanh số, 61
tổng, 59
hiểu biết, 37–38
sử dụng, 58
Các giao ước (Covenants)

loại bỏ, 301
tác động, 280
Chủ nợ, vấn đề phối hợp, 308
Phân tích mặt cắt ngang (Cross-sectional analysis), 32
Tỷ số thanh toán hiện hành (Current ratio), 20
Khách hàng, phạm vi, 428
Cyperus Paper, beta (loại bỏ đòn bẩy), 352

Tỷ số số ngày tồn kho, 20, 23, 24
Tỷ số số ngày phải trả, 20
Số ngày phải thu, 23
Tỷ số số ngày phải thu, 20, 24
DCF. Xem Dòng tiền chiết khấu
Nợ (Debt)

cộng thêm, 143–144
nợ sau thuế, ROE (so sánh), 138
giả định, 384
lựa chọn của AT&T, 186
chính sách của AT&T, 183–184
beta, sự hiện diện, 371–372
nợ trong nước, phát hành, 147–148
dư thừa, 146
rủi ro tài chính, đánh đổi, 281
tài trợ, 118

thanh toán lãi, khấu trừ thuế, 138
phát hành, tương phản với phát hành cổ phiếu,

108–109
nợ cấp dưới, 400
mức độ, 89

thay đổi, 446
duy trì, 147, 159

chi phí thị trường, 138
nợ ròng, 199

phương trình, 182–183
nghĩa vụ, tái cơ cấu, 129
đè nặng, 96, 125

ví dụ, 129t
thanh toán, giảm, 394
phần trăm

tính toán, 366
tăng, 139–140
giả định chi phí trước thuế, 446
xếp hạng, quy trình ước tính, 370–371
lợi thế tương đối, 123t
rủi ro, 399
nợ cao cấp, lãi suất, 400
nợ trực tiếp, 231
lợi thế thuế, 123
lá chắn thuế, 266–267, 269
trọng số, 347
Tỷ số nợ trên tài sản, 71
Chi phí nợ, 355–356

quy trình ước tính, 370–371
tỷ lệ tăng, 139
sự giảm, thuế suất (tác động), 346
mức nợ/vốn chủ sở hữu, duy trì, 213
tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (Debt/equity ratio), 20, 85

thay đổi của doanh nghiệp, 141
phạm vi, 143–144
chủ nợ (Debt holders)

cổ đông (equity holders), đòn bẩy/đại diện (leverage/agency)

xung đột, 280–285
thanh toán của doanh nghiệp, sự vắng mặt, 124
xác định, 404
sự bất mãn, 126
giá trị, chuyển giao, 269
tài trợ cho con nợ đang chiếm hữu (Debtor-in-possession - DIP financing),

304
trả nợ, 306
tỷ lệ nợ (Debt ratios), 20, 110t, 228, 367

tính toán, 181–183
so sánh, 232
phương trình, 182
lãi suất, mối quan hệ, 222–223
tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (Debt-to-equity ratio), 187
tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (Debt/total assets ratio), 20

Delaware, sự thành lập công ty, 470–471
Dell, Michael, 248
Khấu hao (Family Dollar), 440–441
Khấu hao (Sungreen Corporation),

335
Các công cụ phái sinh (derivatives),
230
Sự pha loãng (dilution), khái niệm, 222
DIP. Xem Debtor-in-possession
Chi phí phá sản trực tiếp (direct
bankruptcy costs), 269

tác động, 301
Dòng tiền chiết khấu (DCFs),

328, 435, 482
các biến thể, 382–385
Dòng tiền chiết khấu (Family Dollar),

447
Chiết khấu (discounting), 311, 313–314
Tỷ lệ chiết khấu (discount rates),
457–459

tầm quan trọng, 340
Nhà bán lẻ chiết khấu (discount retailer), sự thành
lập, 428
Disney, Wilson (vai trò CFO), 170
Thanh lý trong tình trạng khó khăn (distressed
liquidation), 45
Sự suy kiệt tài chính (distress), xác suất, 267–268
Tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend payout ratio –
DPR), 84

phương trình, 191
Chính sách cổ tức (dividend
policy), 266

dòng tiền, mối quan hệ, 247
khái niệm, 173
bằng chứng thực nghiệm, 245–247
lý thuyết, 241–245
Kế hoạch tái đầu tư cổ tức (Dividend
reinvestment plan – DRP), 185
Cổ tức, 241

Cách tiếp cận của Apple,
259–260
Chính sách của AT&T, 185–186
cắt giảm, sự vắng mặt, 213
tăng, độ tin cậy, 243
Thanh toán

sự vắng mặt, 122–123
sự tăng, 394
sự đơn giản, 243
thuế suất, 242
tính hiển thị, 243
Dollar General, 465

cạnh tranh, 423
thương vụ mua lại Family Dollar, chiến lược

lý do (rationale), 428

chào mua công khai thù địch (hostile tender offer),
468
IPO, 424
Thương vụ mua KKR, 424
Các nhà bán lẻ cửa hàng bình dân (dollar store
retailers), so sánh, 424t
Các cửa hàng bình dân (Dollar Stores)

Mua lại (acquisition), định giá (valuation), 433
CAPEX, khấu trừ, 459
Công thức dòng tiền (cash flow formulas), cách
hiểu

461–462
đối thủ cạnh tranh, 423–424
khấu hao, bổ sung, 459
dòng tiền tự do (free cash flows),
433

vốn chủ sở hữu (equity), mối quan hệ,
459–462
hiểu biết, 455
lịch sử, 424–427
định giá LBO, 458
sáp nhập và mua lại (M&As), 423

thực hiện, 465
vấn đề chiến lược, 423
WACC, 458
Dollar Tree

mua lại, lý do chiến lược,

428–429

bid, 433–435

sở thích, 469
vụ kiện cổ đông, 472–473
thỏa thuận ràng buộc, 467
cạnh tranh, 423
Family Dollar, thông báo sáp nhập,

467
lợi thế thương mại (goodwill), 435
đề nghị, 466
bỏ phiếu, cách sử dụng, 474
Nợ trong nước, phát hành, 147–148
Các công ty dot-com, định giá quá cao, 6
Chỉ số công nghiệp Dow Jones, tăng,

427
DPR. Xem Tỷ lệ chi trả cổ tức (Dividend
payout ratio)
Drexel Burnham Lambert

tiền thưởng nhân viên, 280
tạo lập thị trường, 6
quyền chọn MCI, 229
DRP. Xem Kế hoạch tái đầu tư cổ tức
(Dividend reinvestment plan)
Công thức DuPont (Tập đoàn DuPont

usage), 86, 150, 479

Thu nhập, 328, 482

bội số, 340
Thu nhập trước lãi vay sau thuế

(EBIAT), 336
Thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT),

3, 15, 118, 336
phân tích, 438–439
giả định, 122
tính toán, 337
bội số, cách sử dụng, 484

Thu nhập trước lãi vay và thuế, tỷ lệ thanh toán lãi vay (EBIT/I), 371

Thu nhập trước lãi vay, thuế,

khấu hao và khấu trừ (EBITDA), 3, 116, 117–118
các giả định, 122
tác động, 369
lãi vay trần, 385

Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS), 139–140

phương trình, 139
tăng, 392
EBIAT. Xem Thu nhập trước lãi vay sau

thuế
EBIT/I. Xem Thu nhập trước lãi vay và

tỷ lệ chi trả lãi vay
Suy thoái kinh tế, 47
Giá trị kinh tế, cách sử dụng, 56
Lợi thế kinh tế nhờ quy mô (Economies of scale), 82–83

tác động, 427
Thị trường hiệu quả, 266
ELKS. Xem Chứng khoán liên kết vốn chủ sở hữu (Equity linked-securities)
Elliot Management, 465
Vốn chủ sở hữu, 231

462–463
người nắm giữ

chủ nợ, đòn bẩy/xung đột
ủy quyền, 280–285
quan điểm, 127

phát hành lần đầu ra công chúng (IPO), 47
phát hành, phát hành nợ (đối lập),

108–109
chi phí thị trường, 138
tỷ lệ phần trăm, tính toán, 366
vốn chủ sở hữu trước phá sản, 306
lợi nhuận, 406
cổ phiếu, phát hành, 98
định giá thấp, 275–276
tỷ trọng, 347
Chi phí vốn chủ sở hữu, 353–355

công bố, phản ứng giá cổ phiếu,

271f
phân phối, không đồng đều, 283
thời điểm, thông tin bất cân xứng
(mối quan hệ), 277–278
Chứng khoán liên kết vốn chủ sở hữu (ELKS),

284
Doanh thu tương đương hàng năm (equivalent annual revenue), 323
Chi phí tương đương (equivalent cost), 323
Công suất dư thừa (excess capacity), sử dụng, 364
Tiền mặt dư thừa (excess cash)

khái niệm, 173
định nghĩa, 181–182
cách sử dụng của doanh nghiệp, 394
nợ âm, so sánh,

120, 222
sử dụng, 151–152, 254, 256
Dòng tiền dư thừa (excess cash flow), tăng trưởng bền vững (sustainable growth)

(mối quan hệ), 149–150
Năng lực nợ dư thừa (excess debt capacity), duy trì, 151
Tài trợ thực hiện (execution financing), 349
Kịch bản dự kiến, 200
Tài trợ bên ngoài (external financing), doanh nghiệp/nhà đầu tư

hành vi, 271–272

Ý kiến công bằng (fairness opinion) (Lazard Frères & Co.),

420–421
Ý kiến công bằng, chi phí, 407
Thiên thần sa ngã (fallen angels), 6
Fama, Eugene, 5

Family Dollar
mua lại, 467
Bảng cân đối kế toán, 425–427, 427t
bảng cân đối kế toán, tỷ lệ nợ không đổi

(bao gồm), 453t
đấu thầu, sự kiện, 474–475
vốn chủ sở hữu theo sổ sách (book equity), 434
chi phí vốn (capital cost), ước tính, 443–447
chi tiêu vốn (CAPEX), 440–441
khấu hao/phân bổ (depreciation/amortization), 440–441
dòng tiền chiết khấu (discounted cash flows), 447
Dollar General, mua lại (chiến lược

lý do), 428
Dollar Tree

chào mua (bid), 433–435
thông báo sáp nhập (merger announcement), 467
mua lại, lý do chiến lược (purchase, strategic rationale), 428–429
EBIT, 425
EBITDA, 448
vốn chủ sở hữu, giá mua (equity, purchase price), 450
dòng tiền tự do (free cash flows), 435–442, 454t

tính toán, 441–442
báo cáo thu nhập (income statements), 427t
tài sản vô hình (intangible assets), 435
quyền quyết định của nhà quản lý (managerial discretion), 468–470
vốn hóa thị trường (market capitalization), 434
rủi ro sáp nhập (merger risk), 469
Morgan Stanley, tương tác, 427
bảng cân đối kế toán điều chỉnh sau sáp nhập (postacquisition restated balance sheet),

435
PP&E, 442
bảng cân đối kế toán trước sáp nhập (pre-acquisition balance sheet), 434t
báo cáo tài chính trước sáp nhập (pre-acquisition financial statements),

436t
các giả định pro forma (pro forma assumptions), 438t, 452t–453t
dòng tiền pro forma (pro forma cash flows), giá trị hiện tại (present value),

447t
báo cáo tài chính pro forma (pro forma financial statements), không đổi

tỷ lệ nợ (bao gồm), 451
dòng tiền tự do pro forma (pro forma free cash flows), 442t
dòng tiền tự do pro forma cho vốn chủ sở hữu (pro forma free cash flows to equity),

461t
tỷ lệ nợ không đổi (constant debt ratio), bao gồm, 464
tài chính sau sáp nhập pro forma (pro forma postacquisition financial)

báo cáo, điều chỉnh, 437t
các báo cáo pro forma (pro formas), thực hiện, 433
giá trị cuối kỳ (terminal values), 447–449

kiểm chứng, 449
dòng thời gian (time line), 465–468
mua lại Trian (Trian acquisition), 425
vốn lưu động (working capital), 440–441
các đại lý thiết bị nông nghiệp, tính độc lập (Farm equipment dealers, independence),

91
FCFs. Xem Dòng tiền tự do (Free cash flows)
tờ khai thuế doanh nghiệp liên bang (Federal corporate tax returns), 65–66
Ủy ban Thương mại Liên bang (FTC)

thành lập, 472
sự xem xét quyền lực độc quyền (monopoly power scrutiny), 427
Fibic

góc nhìn bảng cân đối kế toán (Balance Sheet perspective), 397
Fibic, thiết lập, 395–396
FIFO. Xem Nhập trước, xuất trước (First in, first out)
Tài chính

cách tiếp cận, 487–488
nghệ thuật/khoa học, 486
Yêu cầu tài chính, tính hợp lệ, 303
Khó khăn tài chính, 98, 243

costs, 97, 124–129, 267–269
sự vắng mặt, 115
tối thiểu hóa, 129
chi phí dự kiến, 130
gia tăng, 128
sự xảy ra, 299
sự hiểu biết, 299
Sức khỏe tài chính, xác định, 11
Mục tiêu tài chính (AT&T), 186–189
Hiệu quả tài chính, nâng cao,

429
Chính sách tài chính, 2, 478–482

quyết định/mục tiêu của AT&T, 177, 186
khái niệm, 172
các quyết định, 177
chức năng, 481
nội dung thông tin, 281
tính phi liên quan, 114–115
thị trường sản phẩm, tác động, 165–167
thiết lập, 482
vũ khí chiến lược, 98
Tỷ số tài chính, tác động, 198–200
Rủi ro tài chính, 108, 281

Dư thừa tài chính, 202, 212

Tạo lập, 282
Báo cáo tài chính

công bố, 54
ví dụ, 102–105
các báo cáo dự phóng, sử dụng, 33
Chiến lược tài chính, tính nhất quán, 477
Công cụ tài chính, 478
Giao dịch tài chính, sử dụng, 114
Tài trợ

nhiệm vụ của CFO, 107
lựa chọn, các phương án, 229–234
hoàn trả nợ/gốc, bao gồm,

460
các quyết định, 1, 3, 477, 478–482
tài trợ bên ngoài, doanh nghiệp/nhà đầu tư

hành vi, 271–272
tầm quan trọng, 81
nguồn dự kiến, 194, 196
nhu cầu, 285–287
nguồn, 147, 159
chiến lược, 97–98

kỳ hạn, 228–229
giá trị, 368
Các công ty

công ty vốn cổ phần thuần túy, định giá, 383, 385
phá sản, 139

nộp đơn, quyết định thời điểm, 299–302
rủi ro kinh doanh cơ bản (BBR), 187
cấu trúc vốn, thuế thu nhập cá nhân

(tác động), 266–267
dòng tiền, 477

quy trình quản lý, 1
Phá sản Chương 11, 302–303
sự so sánh, 32
nợ, 127

mức độ, 131
tỷ lệ, 202–203
tái cấu trúc, ngăn ngừa, 299–300
chi trả cổ tức, 246
EPS, sự gia tăng, 140
kiểm tra, 67
sử dụng tiền mặt thặng dư, 394
các yếu tố FCF, tính toán, 336–338
khó khăn tài chính, 125–126, 293–298

sức khỏe tài chính, xác định, 11
mục tiêu tài chính, 212–213
tài trợ, thông tin bất cân xứng

(mối quan hệ), 272–277
dòng tiền tự do, 279, 435–442
tài trợ, tính thời vụ (tác động), 57
nguồn vốn, nguồn sử dụng, 16
nguồn vốn nội bộ, sự vắng mặt, 283
phát hành nợ dài hạn, 148
tiền, sự cần thiết, 41
khoản trả góp hàng quý, 65–66
tái cấu trúc, chia tách, 129
tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), 149
mua sắm, 427–429
phát hành cổ phiếu, 270
kỹ thuật công ty sinh đôi, 350–353
WACC, tính toán, 348
Giá trị công ty, 130

thuế doanh nghiệp, mối quan hệ,

119t
sự xác định, 384
phương trình, 117
duy trì, sự xảy ra phá sản,

304–305
First Boston, 395, 398, 406
Phương pháp nhập trước xuất trước (FIFO),

52–56
ví dụ, 53t
Chủ nợ ưu tiên cấp một (first-lien creditors), 306
Dự báo

các tỷ số, sự phụ thuộc, 43
sử dụng, 41–42
Dòng tiền tự do (FCFs), 328, 433

các yếu tố, tính toán, 336–338
phương trình, 329, 333, 336, 436

logic, 457
Family Dollar, 435–442
công thức, 338, 483

so sánh, 455–457
giá trị hiện tại ròng (NPV), 359t
sự hiện diện, 279
giá trị hiện tại, phép cộng, 450
sự hiểu biết, 455
Dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu, chiết khấu,

Phương pháp dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (free-cash-flows-to-the-firm approach), 455
Dòng tiền tự do cho vốn chủ sở hữu (free-cash-flow-to-equity), 446
Tỷ số dòng tiền tự do trên vốn chủ sở hữu, 370
Fuji Film, tác động, 268
Tài trợ
  mức độ, yêu cầu, 107
  nguồn/hình thức, 107
Vốn
  tăng trưởng, 47–48
  nguồn chính, 19
  nguồn/sử dụng, 16–19, 19t
  tổng nguồn/sử dụng, 18
Fuqua, J.P., 391–292
Dòng tiền tương lai, dự phóng, 333
Kết quả tương lai, 42
Lợi nhuận tương lai, các yếu tố dự đoán, 54
Giá trị tương lai (FV), 312
  phương trình, 313

Gaddafi, Muammar, 87
Garden, Edward, 424, 425
Các chủ nợ không có bảo đảm, cổ phần thường
  biên nhận cổ phiếu, 306
  General Utilities Act, 409
  Địa lý, phạm vi, 428
  Gino’s, mua lại, 169
  Glass Lewis & Co. (GLC), 465, 471–472
  Goeken, John, 213
  Goldman Sachs, cổ phiếu (nhà đầu tư mua), 121
  Lợi thế thương mại, 435
  Tăng trưởng
    tăng, 394
    triển vọng, cải thiện, 429
  GTE, các mảng kinh doanh, 227
  Gulf Oil, chi phí thăm dò, 279

Hamada, Bob, 352
Harpel, James, 391–392, 395
Thị trường trái phiếu lợi suất cao (junk bond), 231
Nợ lợi suất cao (junk debt), phát hành, 6
Vấn đề không tham gia (holdout problems), 301
Host International, mua lại, 169
Howard Johnson’s, mua lại, 169
Hubbard, Gardiner, 178
Công cụ lai (hybrid instruments), sử dụng, 283–284

Ibbotson and Associates, các ước tính, 445
IBM. Xem International Business Machines
Icahn, Carl, 465, 466
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh
  tính toán, 15
  thay đổi, 40
  các thành phần, 20
  kiểm tra, 19
  ví dụ, 12t
  báo cáo thu nhập dự phóng hàng tháng, 58–60
Thuế suất thuế thu nhập, 418
Trái phiếu công nghiệp, lãi suất trợ cấp, 367
Trái phiếu doanh thu công nghiệp, 145
Lạm phát, tác động, 365
Bất đối xứng thông tin, 244–245
  sự vắng mặt/hiện diện, 273–274
Nội dung thông tin, chính sách tài chính
  sử dụng, 281
Phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), 47, 277f, 283
Institutional Shareholder Services (ISS), 465, 471–472
Bảo hiểm, duy trì, 47
Tài sản vô hình, 435
Tiền lãi
  khấu trừ, trần EBITDA, 385
  chi phí, ước tính (sử dụng), 35
  lá chắn thuế, hạn chế, 369–370
  Nợ chịu lãi, loại trừ, 441
Chi phí lãi vay (Congoleum), 418
Chi phí lãi vay (Sungreen Corporation), 335
Tài trợ không tính lãi (interest-free financing), vốn lưu động âm
  nguồn vốn, 164–165
Lãi suất (interest rate), 35
  các tỷ số nợ, mối quan hệ, 222–223
  tác động, 96
  thanh toán, 145
  lãi suất định kỳ (periodic interest rate), 314–315
  thiết lập, 44
  hoán đổi lãi suất (interest-rate swaps), 171

Thị trường vốn nội bộ (internal capital markets), khái niệm, 173
Nguồn vốn nội bộ (internal funds)

sự thiếu hụt của doanh nghiệp, 283
sự đầy đủ, 276
Nguồn vốn tạo ra nội bộ (internally generated funds), 189–192
Tỷ suất hoàn vốn nội bộ (Internal rate of return - IRR), 5,

317–318, 382
câu trả lời, 321–322
tính toán, 323
quy tắc, 320–321
sử dụng, 318–322
International Business Machines (IBM)

các bộ phận, 227
thị trường, ngóc ngách, 92
International Harvester, 81

phá sản, 95
cạnh tranh, so sánh, 84t, 91t
vỡ nợ, 90–91
cạnh tranh Massey, 83
Hàng tồn kho (Inventory)

tính toán, 64
tính giá thành, 55
tài trợ, 44
tăng, 17

ý nghĩa, 19
hàng tồn kho dự phóng hàng tháng

tính toán, 65t
vòng quay, 23
hiểu biết, 37–38
Tỷ lệ hàng tồn kho/giá vốn hàng bán (Inventory/COGS ratio), 3 1, 23
Tỷ lệ hàng tồn kho/doanh thu (Inventory/sales ratio), 23
Tỷ lệ hàng tồn kho trên doanh thu (Inventory-to-sales ratio), 87
Tỷ lệ hàng tồn kho so với doanh thu, tính ổn định, 62
Mối quan hệ nghịch đảo (inverse relationship), 84
Phân tích đầu tư (investment analysis), 364
Quyết định đầu tư (investment decisions), 327, 477

cấu trúc vốn, tác động (sự vắng mặt), 116
khái niệm, 48
đưa ra, 1, 3
Đầu tư, các yếu tố, 423
IPO. Xem Initial public offering
IRR. Xem Internal rate of return
ISS. Xem Institutional Shareholder

Dịch vụ
Bộ phát hiện vấn đề (issue spotter), 81

Đạo luật Việc làm và Cắt giảm thuế (2018), 6
Jobs, Steve, 248–252
John Deere, 81

cạnh tranh, so sánh, 84t, 91t
vốn chủ sở hữu, phát hành, 271
thị phần, tăng, 92
cạnh tranh Massey, 83
doanh số, tăng, 91
J.P. Morgan, 466
Nợ thứ cấp (junior debt), 400
Thị trường trái phiếu rác (junk bond market), khởi đầu, 6
Nợ rác (junk debt). Xem High-yield debt

Kaplan, Steve, 280
Kennedy, Kevin, 305
Kingsport

cấu trúc vốn, 347
tỷ số nợ, 371
thông tin tài chính, 352t
báo cáo thu nhập/bảng cân đối kế toán, 335t
nhà máy, dòng tiền tự do (giá trị hiện tại ròng

giá trị), 359t
NPV dương, 358
dòng tiền tự do dự phóng, 340t, 346t
vốn lưu động mới dự phóng CAPEX

Kingsport, 338t
vốn lưu động mới dự phóng

Kingsport, 339t
kỳ vọng doanh số, 341
WACC, 346
KKR, thương vụ mua lại Dollar General, 424
Kmart, gia nhập thị trường địa phương, 145
Kodak, sự thống trị, 268

Lahey, Pat, 331, 333
Phương pháp nhập sau, xuất trước (Last In, First Out - LIFO), 53–56,

53t
Lazard Frères & Co., 398, 407

ý kiến công bằng (fairness opinion), 420–421
LBOs. Xem Leveraged buyouts
LDCs. Xem Less developed countries
Tài trợ thuê (lease financing), 223
Hợp đồng thuê (leases), 223
Người cho vay, góc nhìn của ngân hàng, 40–41,

Các nước kém phát triển (LDCs),
cho vay, 348
Đòn bẩy (Leverage)
bổ sung, 141
đánh giá, 71t
tăng, tác động, 279
tỷ lệ, 150
Mua lại bằng đòn bẩy (LBOs),
3, 280
phức tạp, 405
Congoleum, 391
phát triển, 411
giải thích, 403–404
giới thiệu, 484
sự xuất hiện, 408–409
khuyến khích hiệu suất (performance incentives), 4007
mục tiêu, định giá (valuation), 392–395
định giá (valuation), sự cân nhắc (consideration), 458
tỷ lệ đòn bẩy (leverage ratios), 24
beta đòn bẩy (levered betas), 353, 374, 443
tính toán, 445
Levine, Howard, 466, 468
Nợ phải trả, tăng trưởng, 85
LIFO. Xem Nhập sau, xuất trước (Last In, First Out)
Hạn mức tín dụng (line of credit) (Apple), 258
Lintner, John, 5
Thanh lý (liquidation), trì hoãn, 126, 280
Tính thanh khoản (liquidity)
quản lý, 99
phần bù (premium), 354, 443
tỷ số (ratios), 20, 24–25
Khoản vay (loan)
điều khoản (covenants), 164–165
đánh giá, 44–48
chất lượng, 47
Nợ dài hạn (long-term debt), 35, 88, 89,
114, 329
Apple phát hành, 257
tính toán, 38
tăng, 416
phát hành, 148
nợ ngắn hạn (short-term debt), đối chiếu, 266
Các kỳ đáo hạn dài hạn, nợ ngắn hạn
các kỳ đáo hạn (đối chiếu), 99
Biểu quyết đa số, cơ cấu chủ nợ, 300
Quản trị
tập trung, tổn thất, 268
lợi ích, bảo đảm, 469
Hành vi của nhà quản lý, chi phí đại diện, 278–280
Khuyết tật thị trường quản lý, 2
Thuế suất biên, 119–120
Thị trường
vốn hóa, giảm, 201–202
tỷ lệ nợ, 109
khai thác, 2
khác biệt thể chế, 184
thước đo rủi ro, sử dụng, 349
cổ phần
chiếm lấy, 224
tăng, 92
giá trị, 54
Markowitz, Harry, 5
Kế toán theo giá thị trường,
55–56
ví dụ, 56t
Tập đoàn Marriott, 480
nợ sau thuế, 138
tài sản, mua, 169
bảng cân đối kế toán, 153–154
mua lại doanh nghiệp, 159
thị trường vốn, tác động, 167–172
cơ cấu vốn, 137–143
quyết định, 137
cổ tức tiền mặt, quyết định thanh toán, 149
lựa chọn, 159
thu nhập trên mỗi cổ phần hiện tại/dự phóng
(EPS), 162t
nợ, giảm, 159
thu nhập trên mỗi cổ phần, 139, 167, 169
vốn chủ sở hữu, mua lại, 164
tiền mặt thặng dư, 256
quyết định gia đình, 163–164
thông tin tài chính, 138, 169t
chính sách tài chính, thị trường sản phẩm
(tác động), 165–167
tương lai, 170–172
lịch sử, 137
báo cáo thu nhập, 153–154
quyết định đầu tư, 159

nợ dài hạn, phát hành nợ lãi suất cố định,
170–171
thu nhập ròng, 169
mua lại trên thị trường mở, 161
giá, xác định, 160
hoạt động thị trường sản phẩm, thay đổi
chính sách, 165
khả năng sinh lời, 152
tỷ lệ, 138, 154
quyết định mua lại, 166–167
lợi nhuận trên tài sản (ROA), 167–168
lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), 149, 167–169
cổ phần, mua, 160–164
giá cổ phiếu, tăng (biện minh), 162
cổ phiếu, mua lại, 159
phát hành cổ phiếu ưu đãi thắng
(vắng mặt), 148–149
chào mua công khai (tender offer), 166–167, 468
vốn lưu động (working capital), 169
Massey Ferguson, 81–82, 124–125, 146
chiến lược thay thế (alternative strategy), 83
bảng cân đối kế toán (balance sheets), 102–103
phá sản (bankruptcy), 93, 95
chiến lược kinh doanh, chính sách tài trợ
(sự phù hợp), 97–98
cạnh tranh, so sánh, 84t, 91t
đối thủ cạnh tranh, 90–93
nợ (debt), 90t, 92–93
mức độ, 90
đàm phán lại, 94
đa dạng hóa (diversification), 82
chính sách cổ tức (dividend policy), 98
vốn chủ sở hữu (equity)
giá trị sổ sách (book value), 93
phát hành (issuance), vắng mặt, 84–85
khó khăn tài chính (financial distress), 98
báo cáo tài chính (financial statements), 102–105
rắc rối tài chính, 89
tài trợ (financing) (1971-1976), 83–85
chiến lược tài trợ (financing strategy), 99–100
tăng trưởng, giảm tốc, 84
báo cáo thu nhập (income statements), 104
lãi suất, tác động, 97
tỷ lệ tồn kho trên doanh thu (inventory-to-sales ratio), 87
đàm phán lại với bên cho vay, 94
nợ dài hạn (long-term debt), 88, 89
nợ dài hạn lãi suất cố định (long-term, fixed-rate debt), 96
vốn hóa thị trường (market capitalization), 89f
quá trình đàm phán, 95
hoạt động, khả năng sinh lời, 293
các lựa chọn, hạn chế, 89
kết quả hoạt động (1971-1982), 87f
kết quả hoạt động (sau 1976), 86–90
rủi ro chính trị, phản ứng, 87
chiến lược thị trường sản phẩm, 99–100
các tỷ số (ratios), 105
khoản phải thu, tăng, 88
tái tài trợ, tránh, 97
sửa chữa, 93–94
tái cơ cấu (restructuring), 96–100
thỏa thuận ngân hàng, 95
hoàn thành, 96–100
thương vụ (deal), 97
tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (return on equity), tăng, 82–83
doanh thu/thu nhập, 83f
nợ ngắn hạn (short-term debt), 88, 89
giá cổ phiếu, 89f
chiến lược, 82–83
doanh thu toàn cầu, giảm, 86–87
May, Peter, 424
McCardell, Archie R., 90–91
McGowan, William, 213
MCI. Xem Microwave Communications, Inc.
Trung bình, quy trình tính toán, 354
Chuyên môn hàng hóa, đòn bẩy, 429
Sáp nhập
các loại hình đầu tư, 423
hiệp lực (synergy), 427
Sáp nhập và mua lại (M&As), 423
Merrill Lynch, các khoản thanh toán tiền thưởng, 280
Merton, Robert, 5
Microsoft
khả năng sẵn có tiền mặt, 255
cạnh tranh, 296
chi phí hàng năm của dự án, xóa sổ, 336
Microwave Communications, Inc. (MCI),
177, 185
các lựa chọn tài trợ thay thế,
kiểm tra, 229–234

Microwave Communications, Inc. (Tiếp theo)
bảng cân đối kế toán, 215t
rủi ro kinh doanh cơ bản (BBR), 226–229
cân nhắc, 226
kế hoạch kinh doanh, sự phụ thuộc, 213–214
tình hình kinh doanh, 226
chi tiêu vốn (CAPEX), 223–226
dự báo, 229
cấu trúc vốn (capital structure)
các lựa chọn tài trợ thay thế (alternative financing choices), 233t
quyền chọn (options), tác động, 230–231
dòng tiền (cash flow), 216t
tầm quan trọng, 212
vốn chủ sở hữu thường (common equity), 217–218
lợi thế cạnh tranh, 226
giá chuyển đổi (conversion price), 229
nợ chuyển đổi (convertible debt), sức hấp dẫn, 220
chứng khoán chuyển đổi (convertibles)
sự chấm dứt, 221
phát hành, lý do, 219–220
chính sách tài chính doanh nghiệp (corporate finance policy), hoạt động
chiến lược (tác động), 211
kỳ hạn nợ, 228
chính sách, 217
tỷ lệ nợ, 216–217, 228
so sánh, 234
khấu hao, ước tính, 223
thanh toán cổ tức, 244
chính sách cổ tức, 216
mức không, 228
kịch bản dự kiến, 224
tài trợ bên ngoài, 218t
tài chính, 214–217
nhu cầu tài chính, 215
tài trợ
lựa chọn, 234–235
nhu cầu, 215–216, 223–234
phương án, 232
chiến lược, kỳ hạn, 227–228
tương lai, 224–228
lịch sử, 213–218
báo cáo thu nhập, 215t
hợp đồng thuê, 223
chi phí tiếp thị, tăng, 228
tài trợ trước, quyết định, 229
bảng cân đối kế toán pro forma, 239t
CAPEX dự phóng, 223
dòng tiền pro forma, 224, 224t, 239t
báo cáo thu nhập pro forma, 238t
các báo cáo pro forma, phát triển, 238–240
tự tài trợ, 217
rủi ro công nghệ, 227
vốn lưu động, tăng, 225
mối lo ngại, 227
kịch bản xấu nhất, 225
Milken, Michael, 6
Miller, Merton, 5, 110, 113
M&M. Xem Modigliani và Miller
Tài chính hiện đại, lịch sử, 5–6
Modigliani và Miller (M&M)
giả định, 111, 115–116, 265
lý thuyết tài chính doanh nghiệp, 178–180
ý tưởng chính sách tài chính, 115
các bài nghiên cứu, 5
nghiên cứu, 110–116
lý thuyết, 247
Modligiani, Franco, 5, 110
Tiền
vay, 16
cho vay, rủi ro, 45
giá trị thời gian (Xem Giá trị thời gian của tiền)
Sức mạnh độc quyền
sự giám sát của FTC, 427
tăng, 427
Khoản phải trả pro forma hàng tháng, tính toán, 65t
Các khoản dồn tích pro forma hàng tháng, tính toán, 67t
Các bảng cân đối kế toán pro forma hàng tháng, 60–68
ví dụ, 69t, 73t–77t
Các báo cáo thu nhập pro forma hàng tháng, 58–60
ví dụ, 68t, 71t–78t
Mua hàng tháng, tính toán, 64
Doanh số hàng tháng, 58t
Moody’s, xếp hạng thương phiếu, 147

Morgan Stanley
nợ, giả định chi phí trước thuế, 446
sự tham gia của Family Dollar, 425
mua lại cổ phiếu ưu đãi

phát hành cổ phiếu tích lũy, 284
việc sử dụng lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ, 443
Mullins, Asquith, 281
Myers, Stewart, 352

Navistar, 100
Nợ âm, tiền mặt dư thừa (so sánh),

120, 222
Vốn lưu động âm,

164–165
Nợ ròng, 199

phương trình, 182–183
tỷ lệ thu nhập ròng/tài sản, 150
tỷ lệ thu nhập ròng/doanh thu, 150
tỷ lệ thu nhập ròng/tổng tài sản, 31
Giá trị hiện tại ròng (NPV), 5, 113–114,

311, 315–322
câu trả lời, 321–322
tính toán, 316
so sánh, 323
điều chỉnh, 369
công thức, 316
các khoản đầu tư có NPV
âm,

126–127, 160
NPV dương, kết quả, 273
các quy tắc, 320–321
các giao dịch, 114

mức không, 241, 265
sử dụng, 318–322
Vốn lưu động ròng, thay đổi, 441
Giá trị tài sản ròng

thay đổi, 462
tăng trưởng, 85, 191
New York Stock Exchange (NYSE)

công ty, chi phí lãi vay, 370t
cổ tức, chi trả, 246
New York Stock Exchange (NYSE)

các công ty
cấu trúc vốn, 109f
tài trợ bằng nợ, 108
nguồn vốn, nguồn, 109, 110f

Các công ty tại New York Stock Exchange (NYSE)

tỷ lệ nợ, 110t
chi trả cổ tức, 247
vị trí, 349
NeXT, mua lại, 248
Nicholson, Eddy G., 391, 392, 398
Dòng tiền danh nghĩa, 335–336
Nortel Networks Corporation,

mua lại, 297
Giả định không có thuế, nới lỏng, 5
NPV. Xem Giá trị hiện tại ròng

OID. Xem Chiết khấu phát hành gốc
Mô hình một nhân tố, 483
Mua trên thị trường mở, giá trị, 160
Mua lại trên thị trường mở, 161
Chi phí hoạt động, ước tính, 44
Hệ số hoạt động, 24
Lý thuyết định giá quyền chọn, 266
Giá trị quyền chọn, 386
Trái phiếu chiết khấu phát hành gốc
(OID), 222

Thương phiếu P-1 của Moody’s, 147
Paulson and Co., 425, 465, 472
Paulson, John, 472
Thời gian hoàn vốn, 382

sử dụng, 322
P/E. Xem Giá/Thu nhập; Giá trên Thu nhập

tỷ lệ
Lý thuyết trật tự ưu tiên, 281, 282–283
Peltz, Nelson, 424
Pension Benefit Guaranty Corporation

(PBGC), tiền mặt/cổ phiếu thường
khoản thu, 306
Tỷ lệ phần trăm doanh số, sử dụng, 31
Lãi suất định kỳ, 314–315
Perkins, 93–94
Dòng tiền vĩnh viễn, 324–325

công thức, 340
Lá chắn thuế của dòng tiền vĩnh viễn, giá trị hiện tại, 119
Pershing Square Capital Management,

425
Thuế cá nhân (Personal taxes), 120–123

tác động, 267–267
Pickens, T. Boone, 279

Biện pháp chống thâu tóm (poison pill), 470
Rủi ro chính trị (political risk), 82–83, 87
Định giá hủy diệt (predatory pricing) (sự tham gia), dư thừa

tiền mặt (sự sử dụng), 254
Cổ phần trước khi phục hồi (pre-emergence equity), 306
Cổ phần ưu đãi mua lại tích lũy (preference equity redemption cumulative)

cổ phiếu (PERCS), Morgan Stanley
phát hành, 285
Cổ phiếu ưu đãi (preferred shares), phát hành, 99
Phá sản chuẩn bị trước (prepackaged bankruptcy), 301

chi phí, 302
Chi phí trả trước (Prepaid expenses), giảm, 17
Giá trị hiện tại (Present value), phương trình, 117
Tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E), tác động, 141
Tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E), 3
Vấn đề người ủy quyền – người đại diện (Principal-agent problem), 279–280
Hoàn trả gốc (Principal repayments), bao gồm, 460
Thế lưỡng nan của tù nhân (Prisoners' dilemma), tạo ra, 301
Nợ doanh nghiệp tư nhân (Private corporate debt), 184
Vốn cổ phần tư nhân (Private equity)

tài trợ (Congoleum), 391
sử dụng, 484
Procter and Gamble (P&G), hoàn vốn

sử dụng, 322
Sản xuất

tính kinh tế theo quy mô, 82–83
rủi ro chính trị, 82–83
thị trường sản phẩm, 2

thay đổi, tỷ số tài chính (tác động),

196–198
sự không hoàn hảo, 2
vị thế/chiến lược, 81–82
chiến lược, cách sử dụng, 13, 99–100
Lợi nhuận

phép tính, 53
tính toán, 55
Khả năng sinh lời

ví dụ, 14
tỷ số, 14, 16t, 20, 24
Phân tích pro forma, 478
Bảng cân đối kế toán pro forma, 36–39, 36t, 43t

Ví dụ AT&T, 196t
xây dựng, 36
hoàn thành, 35
sửa đổi, 41t

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ pro forma (AT&T),

196t
các kịch bản dự kiến/trường hợp xấu nhất, 200t
Dự báo pro forma, 31, 32–39
Báo cáo thu nhập pro forma, 33–35, 33t,

43t
Ví dụ AT&T, 195t
xây dựng, 36
sửa đổi, 40t
sử dụng, 64
Các khoản phải thu hàng tháng pro forma,

tính toán, 62t
Báo cáo thu nhập hàng tháng pro forma,

59t
Tính toán tồn kho hàng tháng dự kiến (pro forma),

64t
Các tỷ số dự kiến (pro forma), kịch bản dự kiến/xấu nhất

các kịch bản, 200t
Các báo cáo dự kiến (pro forma)

mở rộng, 70
sử dụng, 42–43
Dòng tiền dự kiến (Sungreen), 345
Các dự báo

sửa đổi, 42
sử dụng, 42–44
Các dự án

beta, 372
cấu trúc vốn, sử dụng, 347–349
dòng tiền, đánh giá, 364–365
phí, 364
chi phí nợ, quy trình ước tính, 370–371
xếp hạng nợ, quy trình ước tính,

370–371
NPV, thay đổi, 319–320
quy mô, IRR (mối quan hệ), 318
vòng đời không đều, 322–324
quy trình định giá, 328–339
giá trị, phụ thuộc tài chính, 282
Bất động sản, nhà xưởng và thiết bị (PP&E),

337, 442
dự báo, 38
tăng trưởng, 208
tăng, 17, 416
Các công ty tư vấn ủy quyền (proxy advisory firms), 471–472
Phán quyết kinh doanh thận trọng (prudent business judgment), 473

Prudential Insurance, 395

đầu tư, 406
rủi ro, 401
Nợ doanh nghiệp phát hành công khai (public corporate debt), 184
Mua hàng

tính toán, 37
hiểu biết, 37–38

Thuế hàng quý, ước tính, 66
Chỉ số thanh toán nhanh (Quick ratio), 20

Radaker, Byron C., 391, 392, 398
Tỷ số (Ratios)

phân tích, 19–25, 31–32
các loại, 20
so sánh, 32
ví dụ, 23t
quy trình diễn giải, 24
sự phụ thuộc, 43
cách sử dụng, 32
Tỷ số (Ratios), tính toán/toán học, 14–16
Dòng tiền thực (Real cash flows), 336
Quyền chọn thực (Real options) (các lựa chọn chiến lược), 386–389
Các khoản phải thu (Receivables)

số ngày, tính ổn định, 61
ước tính, 62
tài trợ, 44
sự gia tăng, 88
Chỉ số Receivables/(sales/365), 31
Khoản phải thu so với doanh số, tỷ số hàng tháng, 60
Vòng quay khoản phải thu (Receivable turnover), tính toán, 22
Reich, Victor A., 100
Beta tái đòn bẩy (Relevered beta), 353
Chi phí tái tổ chức (Reorganization costs), sự giảm, 301
Tái cấu trúc (Restructuring), 293

đề nghị, ép buộc, 300–301
Lợi nhuận giữ lại (Retained earnings)

sự gia tăng, 18
cách sử dụng, 39
Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA)

phương trình, 86, 163
kiểm tra, 14–16
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)

chi phí nợ sau thuế (debt after-tax cost), so sánh, 138
phương trình, 86, 150, 163, 191, 254, 479
kiểm tra, 14–16
tăng, 82–83, 141
ý nghĩa, 24
Tỷ suất sinh lời trên tài sản thuần (RONA),

tính toán, 16
Rủi ro

thặng dư, 126
các yếu tố, nhận diện, 374–375
tăng, 142
sự tham gia, 41
quản lý, 266
hồ sơ, 349–350
phổ lợi nhuận, 349–350
lãi suất phi rủi ro (risk-free rate), 353, 383

tính toán, 354
nợ phi rủi ro (riskless debt), công thức CAPM (sử dụng), 372
nợ rủi ro (risky debt), tác động, 276

RJR Nabisco, sáp nhập, 93
RONA. Xem Tỷ suất sinh lời trên tài sản thuần (Return on net assets)
Ross, Steve, 374

Doanh thu/Khoản phải thu, cách tính, 22
Tỷ số Doanh thu/COGS, 23
Tỷ số Doanh thu/Các khoản phải thu, 31
Samsung, các khoản bồi thường thiệt hại, 251
Sanders, Thomas, 178
Scholes, Myron, 5
Tính thời vụ, tác động, 57, 71
Phát hành cổ phiếu bổ sung (Seasoned equity issues, SEOs), 277, 277f
Các chủ nợ ưu tiên thứ hai (Second-lien creditors), 306
Thị trường phân khúc (Segmented markets), 231
Tự tài trợ, tầm quan trọng, 88–90
Bán hàng, Chung và Quản lý

Chi phí (SG&A), 58–60
Nợ ưu tiên (Senior debt), lãi suất, 400
SEOs. Xem Phát hành cổ phiếu bổ sung (Seasoned equity issues)
Dịch vụ, ý nghĩa, 13
SG&A. Xem Bán hàng, Chung và

Quản lý
Shafford, Richard, 259
Cổ đông

cổ đông hoạt động (activist shareholders), 470–472
vốn chủ sở hữu, 67
các vụ kiện, 472–473

Giá cổ phiếu, 162–163
Mua lại cổ phiếu

mô tả, 244
tín hiệu (signal), 244
Sharpe, William, 5
nợ ngắn hạn (short-term debt), 88, 89, 114, 210

tăng, 89, 416
nợ dài hạn (long-term debt), tương phản, 266
tài trợ ngắn hạn (short-term financing), sự cần thiết, 44
kỳ đáo hạn ngắn hạn (short-term maturities), dài hạn

kỳ đáo hạn (tương phản), 99
tín hiệu (signaling), 243

lý thuyết, 245–246
tín hiệu (signals), nhận dạng, 244
Silver Lake Partners, 294, 297
Nguồn và Sử dụng vốn (Sources and Uses of Funds)

ví dụ, 19t
báo cáo, lập, 17
bảng tính, 17t
Standard Paper, beta (tháo đòn bẩy), 352
lý thuyết cấu trúc vốn tĩnh (static capital structure theory), 479
hàm bậc thang (step function), 38
mua lại cổ phiếu (stock buybacks), 241, 394
Cổ đông (stockholders)

vụ kiện, sử dụng, 472–473
giá trị, tối đa hóa (vắng mặt), 472–473
bong bóng thị trường chứng khoán (stock market bubbles), 6, 278
Giá cổ phiếu (stock price)

cấu trúc vốn (capital structure), tác động, 144, 146f
thay đổi, 221
phản ứng phát hành cổ phiếu (equity issue reaction), 271f
mua lại cổ phiếu (stock repurchases), 241
lợi nhuận cổ phiếu (stock returns), chuỗi thời gian, 355
nợ thuần (straight debt), 231
chứng khoán ưu đãi thuần (straight preferred securities), phát hành, 179
cổ phiếu ưu đãi thuần (straight preferred stock)

loại trừ, 148–149
phát hành, 159
phân tích chiến lược (strategic analysis), 358–359
cân nhắc chiến lược (strategic considerations), 386–387
đầu tư Strip (strip investment), 406
lãi suất được trợ cấp (subsidized interest rates), xử lý, 367
Summers, Hanna, 331, 333, 351
Sungreen Corporation

bảng cân đối kế toán (balance sheets), 331t
công suất, xây dựng (capacity, building), 333–335
CAPEX, 335
cấu trúc vốn (capital structure), 347

cách sử dụng (usage), 347–349
dòng tiền (cash flows), 327
khấu hao (depreciation), 335
hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT interest rate coverage ratio)

(EBIT/I), 371
các yếu tố, sự tập hợp (elements, assembly), 338–339
thông tin tài chính (financial information), 331t
dự báo dòng tiền tự do (free cash flow forecast), dữ liệu (cách sử dụng), 333–334
báo cáo thu nhập (income statements), 331t
thuế suất thu nhập (income tax rate), 335
chi phí lãi vay (interest expense), 335
bảng cân đối kế toán của Kingsport (Kingsport balance sheets), 335t
báo cáo thu nhập của Kingsport (Kingsport income statements), 335t
xây dựng nhà máy (mill/plant construction), 387
vốn lưu động ròng (net working capital), 338
dòng tiền danh nghĩa/thực tế (nominal/real cash flows), 335–336
dòng tiền tự do dự phóng (pro forma free cash flows), 340t, 346t
vốn lưu động ròng dự phóng CAPEX (pro forma new working capital CAPEX)

Kingsport, 337
vốn lưu động ròng dự phóng (pro forma new working capital)

Kingsport, 339t
dòng tiền dự kiến (projected cash flows), 345
ước tính giá trị cuối kỳ (terminal value estimation), 341
định giá (valuation), 327, 345

ví dụ (example), 330–331
lãi giấy gói (wrapping paper interest), 332–333
chi phí chìm (sunk costs), 363–364
nhà cung cấp, thanh toán (suppliers, payments), 27
tăng trưởng bền vững (sustainable growth), 84, 85–86

phương trình (equation), 85
dòng tiền thặng dư (excess cash flow), mối quan hệ, 149–150
tỷ lệ (rate), 254
sự cộng hưởng (synergy), 427

cơ hội, tạo ra (opportunities, generation), 429
chứng khoán chuyển đổi tổng hợp (synthetic convertible), 230

Tiếp quản (phòng ngừa), kế hoạch chống thâu tóm (poison pill)

(sự tạo lập), 470
Cơ cấu vốn mục tiêu, thiết lập

(danh mục kiểm tra), 287
Thuế, 116–124, 403–404

lợi thế, sự đánh đổi, 281
ước tính, 44
thuế cá nhân, 120–123
mức không, 115
Đạo luật Cải cách Thuế (1986), 410
Lá chắn thuế, 120

điều chỉnh, 358
lợi thế, 327
Telex, 92
Chào mua công khai, 161

mở đầu, dòng thời gian, 468
Giá trị cuối cùng (Family Dollar), 448–450
xác nhận, 450
Giá trị cuối cùng (TV), 341–343

giá trị cuối cùng hòa vốn, 451
tính toán, 357
phương trình, 341–342
phương pháp, sắc thái, 376–382
tính toán Morgan Stanley, 447
sự tách biệt, 375–376
Phần bù kỳ hạn, 355
Tesla, lãi suất trợ cấp, 369
Thaler, Richard, 5
Thatcher, Margaret, 94
Tầm nhìn thời gian, dự báo, 41–42
Hệ số trang trải lãi vay, 20
Giá trị thời gian của tiền, 311–315
Tổng tài sản

số tiền đầu năm, 15
tăng trưởng, 13
Tỷ số tổng tài sản/vốn chủ sở hữu, 20
Tổng dòng tiền, cơ cấu vốn

(mối quan hệ), 113
Tổng tài trợ, tỷ lệ phần trăm, 347
Tổng nợ phải trả lãi, giả định, 39–40
Tổng Nguồn Vốn, 18
Tổng Sử dụng Vốn, 18
TPG Capital, 292, 295

Tín dụng thương mại, 18
Lý thuyết đánh đổi, sự vi phạm, 284
Chi phí giao dịch, 269–272

mức không, 112
Treasury investor growth receipts (TIGRS), 285
Trian Partners, 425, 465

loại bỏ, 468
Trudeau, Pierre, 91, 95
Sự trung thực (trình bày), kế toán (sử dụng), 52
Turner, J.L./Cal, 423
TV. Xem giá trị cuối cùng (terminal value)
Các công ty song sinh, thông tin tài chính, 352t
Kỹ thuật công ty song sinh, 350–353, 483

Doanh thu chưa thu được, 61
Vòng đời không bằng nhau, 323–324
Nợ giao dịch Unite, chứng quyền (sử dụng), 230
Beta phi đòn bẩy (unlevered beta). Xem Tài sản
Đạo luật Cắt giảm Thuế và Việc làm Hoa Kỳ, 117, 254, 364, 411
tác động, 369
Lãi suất Kho bạc Hoa Kỳ, sử dụng, 444

Định giá, 482–485
  chi phí vốn, sử dụng, 373
  nhiệm vụ của CFO, 107
  các sắc thái, 363
  quy tắc dự án, 328
  Sungreen A, 327
  kỹ thuật, 382–385

lựa chọn nhà phân tích, 441
Giá trị, 111, 114

tính toán, 384
sự tạo ra, 2, 401–402
Varity, 100
VisiCalc, 248
Phiếu bầu, sử dụng, 474

Walmart, thâm nhập thị trường địa phương, 146
Chứng quyền
  thực hiện, 217
  sử dụng, 234
  phát hành, 230

Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)
(WACC), 131, 339–340, 346–350
giả định, 366–367
tính toán, 483
cấu trúc vốn, mối quan hệ, 439
ước tính, 346
phương trình, 340, 365
ước lượng, 435
sử dụng, 363
Trọng số, 347

Các kịch bản giả định, 33
Wilson, Gary, 137, 139, 147, 152

tương lai, 170
hoán đổi lãi suất, 171
quyết định đầu tư, 159

phát hành nợ lãi suất cố định dài hạn, 148
các vấn đề, 164
Vốn lưu động, 168

các khái niệm, 173
sự gia tăng, 225
Vốn lưu động (Family Dollar), 440–441

Kịch bản xấu nhất (AT&T), 197–200, 198t, 199t
Kịch bản xấu nhất (MCI), 228
Giấy bọc

thị trường, 332–333
Sự quan tâm của Sorgenen, 333–334
Winiam, Walter, 82

Hoán đổi rủi ro dựa trên số không (ZEBRAS), 285

THỎA THUẬN CẤP PHÉP NGƯỜI DÙNG CUỐI WILEY
Truy cập www.wiley.com/go/eula để xem EULA sách điện tử của Wiley.