

Chương 14

Phân tích báo cáo tài chính

Sau khi nghiên cứu Chương này, bạn có thể:

- Sử dụng báo cáo thu nhập, bảng cân đối kế toán, và báo cáo lưu chuyển tiền tệ để tính các tỷ số tài chính tiêu chuẩn.
- Tính toán tác động của thuế và đòn bẩy tài chính đối với suất sinh lợi từ vốn sở hữu của công ty thông qua sử dụng phép phân tích thành phần tỷ số.
- Đo lường hiệu quả hoạt động của công ty thông qua sử dụng các tỷ số sử dụng tài sản khác nhau.
- Nhận diện các nguồn thiên lệch khả dĩ trong số liệu kế toán thông thường.

Trong chương trước, chúng ta đã tìm hiểu các kỹ thuật định giá vốn sở hữu. Các kỹ thuật này xem cổ tức và triển vọng thu nhập của công ty là những yếu tố đầu vào. Trong khi nhà phân tích định giá quan tâm đến dòng thu nhập kinh tế, thế nhưng chỉ có số liệu kế toán tài chính là có sẵn. Chúng ta có thể học hỏi được gì từ số liệu kế toán của công ty để có thể giúp chúng ta ước lượng giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông của công ty?

Trong chương này, chúng ta sẽ thấy các nhà đầu tư có thể sử dụng số liệu tài chính làm các yếu tố đầu vào như thế nào trong phân tích định giá cổ phiếu. Ta bắt đầu bằng cách xem xét các nguồn số liệu cơ bản: báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, bảng cân đối kế toán, và báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Tiếp đến, ta thảo luận sự khác nhau giữa thu nhập kinh tế và thu nhập tài chính. Trong khi thu nhập kinh tế quan trọng hơn đối với việc định giá cổ phiếu, thì cho dù thiếu sót như thế nào, số liệu kế toán vẫn hữu ích trong việc đánh giá triển vọng kinh tế của công ty. Chúng ta sẽ xem các nhà phân tích sử dụng các tỷ số tài chính như thế nào để tìm hiểu các nguồn lợi nhuận của công ty và đánh giá ‘chất lượng’ của thu nhập một cách hệ thống. Ta cũng xem xét tác động của chính sách sử dụng nợ đối với các tỷ số tài chính khác nhau. Cuối cùng, ta kết luận chương này bằng thảo luận về những thử thách mà bạn sẽ gặp phải khi sử dụng phân tích báo cáo tài chính như một công cụ để khám phá những cổ phiếu bị định giá sai. Một số vấn đề này phát sinh từ sự khác nhau trong các qui trình hạch toán của các công ty. Một số vấn đề khác là do sự biến dạng do lạm phát gây ra trong các con số kế toán.

Các trang web liên quan đến chương này có trên trang www.mhhe.com/bkm.

14.1 Các báo cáo tài chính chủ yếu

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hay **báo cáo thu nhập** là bảng tóm tắt lợi nhuận của một công ty trong một thời đoạn, như một năm. Báo cáo này trình bày doanh thu tạo ra trong kỳ hoạt động, chi phí phát sinh trong cùng kỳ, và thu nhập ròng hay lợi nhuận của công ty, bằng chênh lệch giữa doanh thu và chi phí.

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hay báo cáo thu nhập là báo cáo tài chính trình bày doanh thu của công ty và chi phí trong một thời đoạn cụ thể.

Ta cần phân biệt giữa bốn nhóm chi phí chính: giá vốn hàng bán, là chi phí trực tiếp để sản xuất ra sản phẩm mà công ty bán ra; chi phí quản lý, tương ứng với các chi phí gián tiếp, tiền lương, quảng cáo, và các chi phí vận hành công ty khác mà không trực tiếp qui cho việc sản xuất; chi phí lãi vay của công ty; và thuế thu nhập phải nộp cho chính quyền liên bang và địa phương.

Bảng 14.1 trình bày báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh năm 2008 của công ty Hewlett Packard. Phần đầu là doanh thu của công ty. Kế đến là chi phí hoạt động, chi phí phát sinh trong quá trình tạo ra doanh thu này, bao gồm khấu hao. Chênh lệch giữa doanh thu hoạt động và chi phí hoạt động được gọi là thu nhập hoạt động. Sau đó, thu nhập (hay chi phí) từ các nguồn không thường xuyên khác được cộng vào để có thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT), là giá trị mà công ty có thể được hưởng nếu không phải thực hiện các nghĩa vụ nợ với các chủ nợ và nghĩa vụ thuế với cơ quan thuế. EBIT là số đo lợi nhuận từ hoạt động của công ty trừ đi mọi gánh nặng lãi vay từ việc vay vốn. Sau đó, trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, EBIT được trừ đi chi phí lãi vay để có thu nhập chịu thuế. Cuối cùng, thu nhập chịu thuế sẽ được trừ cho thuế thu nhập phải nộp cho nhà nước để có thu nhập ròng, ‘dòng cốt yếu’ trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Bảng 14.1 Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất năm 2008 của công ty Hewlett Packard

	Triệu USD	Phần trăm doanh thu
Doanh thu hoạt động		
Doanh thu ròng	118.364	100,0
Chi phí hoạt động		
Giá vốn hàng bán	86.236	72,9
Chi phí bán hàng và quản lý chung	13.104	11,1
Chi phí nghiên cứu và phát triển	3.543	3,0
Khấu hao	3.356	2,8
Thu nhập hoạt động	12.125	10,2
Thu nhập khác (chi phí)	<u>(1.323)</u>	<u>-1,1</u>
EBIT	10.802	9,1
Chi phí lãi vay	<u>329</u>	<u>0,3</u>
Thu nhập chịu thuế	10.473	8,8
Thuế	<u>2.144</u>	<u>1,8</u>
Thu nhập ròng	8.329	7,0
Phân bổ thu nhập ròng		
Cổ tức	796	0,7
Bổ sung thu nhập giữ lại	7.533	6,4

Chú thích: Các tổng số được làm tròn số.

Nguồn: Báo cáo thường niên của công ty Hewlett Packard.

Các nhà phân tích cũng thường lập *báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh theo tỷ lệ phần trăm*, trong đó các khoản mục trong báo cáo được biểu thị bằng một tỷ lệ phần trăm trong tổng doanh thu. Điều này giúp ta so dễ dàng so sánh các công ty có qui mô khác nhau. Cột bên phải trong Bảng 14.1 là báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh theo tỷ lệ phần trăm của công ty HP.

Bảng cân đối kế toán

Trong khi báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh trình bày số đo lợi nhuận trong một thời đoạn, **bảng cân đối kế toán** cho ta một ‘bức ảnh chụp nhanh’ về tình hình tài chính của công ty vào một thời điểm cụ thể. Bảng cân đối kế toán là danh sách tài sản và nghĩa vụ nợ của công ty vào thời điểm đó. Chênh lệch giữa tài sản và nghĩa vụ nợ là giá trị ròng của công ty, còn gọi là *vốn sở hữu của cổ đông*. Cũng như báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, bảng cân đối kế toán đã được chuẩn hóa về phương thức trình bày. Bảng 14.2 là bảng cân đối kế toán của công ty HP vào cuối năm 2008.

Bảng cân đối kế toán là báo cáo kế toán về tình hình tài chính của công ty vào một thời điểm cụ thể.

Phần đầu bảng cân đối kế toán trình bày danh sách các tài sản của công ty. Tài sản hiện hành được trình bày trước tiên. Đây là tiền mặt và các khoản mục khác như khoản phải thu hay hàng tồn kho mà sẽ được chuyển đổi thành tiền mặt trong vòng một năm. Kế đến là danh sách các tài sản dài hạn hay tài sản ‘cố định’. Tài sản cố định hữu hình là những khoản mục như nhà xưởng, máy móc thiết bị, hay phương tiện. HP cũng có một số tài sản vô hình như thương hiệu và chuyên môn. Nhưng các nhà kế toán không muốn bao gồm các tài sản này vào bảng cân đối kế toán, vì khó mà định giá được. Tuy nhiên, khi một công ty mua lại một công ty khác với một mức giá cao hơn giá trị sổ sách, chênh lệch đó được gọi là giá trị thương hiệu và được liệt kê trong bảng cân đối kế toán như một tài sản vô hình. HP có giá trị thương hiệu cao khác thường do việc thu tóm công ty máy tính Compaq vào năm 2002.¹

Phần nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông được sắp đặt tương tự. Được liệt kê đầu tiên là các nghĩa vụ nợ ngắn hạn hay nợ hiện hành, như các khoản phải trả, nợ thuế lũy kế, và nợ đến hạn trong vòng một năm. Tiếp đến là nợ dài hạn và các nghĩa vụ nợ khác đến hạn sau hơn một năm. Chênh lệch giữa tổng tài sản và tổng nghĩa vụ nợ là vốn sở hữu của cổ đông. Đây là giá trị ròng hay giá trị sổ sách của công ty. Vốn sở hữu của cổ đông được chia thành mệnh giá cổ phiếu, thặng dư vốn (vốn góp bổ sung), và thu nhập giữ lại, cho dù việc phân chia này thường không quan trọng. Nói vắn tắt, mệnh giá cổ phiếu cộng thặng dư vốn là số tiền hiện thực hóa từ việc bán cổ phiếu cho công chúng, trong khi thu nhập giữ lại tiêu biểu cho sự tích lũy vốn sở hữu từ lợi nhuận được tái đầu tư vào công ty. Ngay cả nếu công ty không phát hành vốn sở hữu mới, giá trị sổ sách cũng sẽ gia tăng mỗi năm do thu nhập tái đầu tư.

Phần đầu bảng cân đối kế toán trong Bảng 14.2 tiêu biểu cho giá trị bằng tiền của từng tài sản. Để dễ so sánh các công ty có qui mô khác nhau, các nhà phân tích thường trình bày từng khoản mục trên bảng cân đối kế toán dưới dạng tỷ lệ phần trăm trong tổng tài sản. Báo cáo này gọi là *bảng cân đối kế toán theo tỷ lệ phần trăm* và được trình bày trong phần B.

¹ Theo qui định, các công ty phải kiểm tra sự ‘hư hỏng’ tài sản thương hiệu của họ mỗi năm. Nếu rõ ràng là giá trị của công ty bị thu tóm tính ra lại thấp hơn giá mua, thì chênh lệch đó phải được ghi giảm như một khoản chi phí (tương tự như khấu hao tài sản cố định). AOL Time Warner lập ra một kỷ lục khi họ công nhận sự hư hỏng tài sản thương hiệu là 99 tỷ USD vào năm 2002 sau vụ sáp nhập Time Warner và AOL vào tháng 1-2001.

Bảng 14.2 Bảng cân đối kế toán hợp nhất năm 2008 của công ty Hewlett Packard
Phần A: (đơn vị tính: triệu USD)

Tài sản	2008	2007
Tài sản hiện hành		
Tiền mặt và chứng khoán thanh khoản	10.246	11.245
Khoản phải thu	29.359	26.191
Hàng tồn kho	7.879	8.033
Tài sản hiện hành khác	<u>4.244</u>	<u>1.733</u>
Tổng tài sản hiện hành	51.728	47.402
Tài sản cố định		
Tài sản cố định hữu hình		
Nhà xưởng máy móc thiết bị	10.838	7.798
Đầu tư dài hạn	<u>2.722</u>	<u>2.778</u>
Tổng tài sản cố định hữu hình	13.560	10.576
Tài sản cố định vô hình		
Thương hiệu	32.335	21.773
Tài sản vô hình khác	<u>7.962</u>	<u>4.079</u>
Tổng tài sản cố định vô hình	40.297	25.852
Tổng tài sản cố định	53.857	36.428
Tài sản khác	7.746	4.869
Tổng tài sản	113.331	88.699
Nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông	2008	2007
Nợ ngắn hạn		
Nợ đến hạn thanh toán	10.176	3.186
Khoản phải trả	32.317	25.822
Nợ ngắn hạn khác	<u>10.446</u>	<u>10.252</u>
Tổng nợ ngắn hạn	52.939	39.260
Nợ dài hạn	7.676	4.997
Nợ trả chậm	6.314	2.459
Nợ dài hạn khác	7.460	3.457
Tổng nghĩa vụ nợ	74.389	50.173
Vốn sở hữu của cổ đông		
Cổ phiếu phổ thông và vốn góp khác	13.971	21.088
Thu nhập giữ lại	<u>24.971</u>	<u>17.438</u>
Tổng vốn sở hữu của cổ đông	38.942	38.526
Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông	113.331	88.699

(còn tiếp)

Phần B (Theo tỷ lệ phần trăm của tổng tài sản)

Tài sản	2008	2007
Tài sản hiện hành		
Tiền mặt và chứng khoán thanh khoản	9,0	12,9
Khoản phải thu	25,9	29,5
Hàng tồn kho	7,0	9,1
Tài sản hiện hành khác	<u>3,7</u>	<u>2,0</u>
Tổng tài sản hiện hành	45,6	53,4
Tài sản cố định		
Tài sản cố định hữu hình		
Nhà xưởng máy móc thiết bị	9,6	8,8
Đầu tư dài hạn	<u>2,4</u>	<u>3,1</u>
Tổng tài sản cố định hữu hình	12,0	11,9
Tài sản cố định vô hình		
Thương hiệu	28,5	24,5
Tài sản vô hình khác	<u>7,0</u>	<u>4,5</u>
Tổng tài sản cố định vô hình	35,6	29,1
Tổng tài sản cố định	47,5	41,1
Tài sản khác	6,8	5,5
Tổng tài sản	100,0	100,0
Nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông	2008	2007
Nợ ngắn hạn		
Nợ đến hạn thanh toán	9,0	3,6
Khoản phải trả	28,5	29,1
Nợ ngắn hạn khác	<u>9,2</u>	<u>11,6</u>
Tổng nợ ngắn hạn	46,7	43,1
Nợ dài hạn	6,8	5,6
Nợ trả chậm	5,6	2,8
Nợ dài hạn khác	<u>6,6</u>	<u>3,9</u>
Tổng nghĩa vụ nợ	65,6	56,6
Vốn sở hữu của cổ đông		
Cổ phiếu phổ thông và vốn góp khác	22,0	23,8
Thu nhập giữ lại	<u>12,3</u>	<u>19,7</u>
Tổng vốn sở hữu của cổ đông	34,4	43,4
Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông	100,0	100,0

(còn tiếp)

Chú thích: Các tổng số được làm tròn số.

Nguồn: Báo cáo thường niên của công ty Hewlett Packard.

Bảng 14.3 Báo cáo lưu chuyển tiền tệ năm 2008 của công ty Hewlett Packard

	Triệu USD
Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh	
Thu nhập ròng	8.329
Điều chỉnh đối với thu nhập ròng	
Khấu hao	3.356
Thay đổi vốn lưu động	
Giảm (tăng) khoản phải thu	(3.168)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	154
Giảm (tăng) tài sản hiện hành khác	(2.511)
Tăng (giảm) khoản phải trả	6.495
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn khác	194
Tổng điều chỉnh	4.520
Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh	12.849
Ngân lưu từ hoạt động đầu tư	
Tổng đầu tư vào tài sản cố định hữu hình	(6.340)
Đầu tư vào tài sản cố định hữu hình	(14.445)
Đầu tư vào tài sản khác	(2.877)
Ngân lưu tạo ra từ (hay được sử dụng cho) hoạt động đầu tư	(23.662)
Ngân lưu tạo ra từ (hay được sử dụng cho) hoạt động tài chính	
Bổ sung (hay giảm) nợ dài hạn	2.679
Bổ sung (hay giảm) nợ ngắn hạn	6.990
Bổ sung (hay giảm) nợ trả chậm và nợ dài hạn khác	7.858
Phát hành cổ phần mới (hay mua lại cổ phần)	(7.117)
Cổ tức	(796)
Ngân lưu tạo ra từ (hay được sử dụng cho) hoạt động tài chính	9.614
Tăng tiền mặt ròng	(1.199)

Nguồn: Số liệu từ Bảng 14.1 và 14.2.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và bảng cân đối kế toán dựa vào phương pháp hạch toán theo thực tế phát sinh, nghĩa là doanh thu và chi phí được hạch toán vào thời điểm bán hàng ngay cả nếu chưa có trao đổi tiền mặt. Trái lại, **báo cáo lưu chuyển tiền tệ** chỉ hạch toán những giao dịch trong đó có trao đổi tiền mặt. Ví dụ, nếu bây giờ hàng hóa được bán ra, nhưng việc thanh toán sẽ đến hạn sau 60 ngày, báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh sẽ xem là doanh thu đã được tạo ra khi việc bán hàng được thực hiện, và bảng cân đối kế toán sẽ ghi nhận ngay lập tức vào khoản phải thu, nhưng báo cáo lưu chuyển tiền tệ sẽ không ghi nhận giao dịch này cho đến khi hóa đơn được thanh toán và tiền mặt được trao tay.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ là báo cáo tài chính trình bày các khoản thu tiền mặt và thanh toán tiền mặt trong một thời đoạn cụ thể.

Bảng 14.3 là báo cáo lưu chuyển tiền tệ năm 2008 của công ty Hewlett Packard. Dòng đầu tiên được liệt kê trong mục Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh là Thu nhập ròng. Các dòng tiếp theo

sẽ điều chỉnh số liệu này theo các cấu phần của thu nhập mà tuy đã được công nhận nhưng chưa trao đổi tiền mặt. Ví dụ, khoản phải thu của HP tăng thêm 3.168 triệu USD trong năm 2008. Phần thu nhập này được ghi nhận trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, nhưng công ty chưa thu tiền. Tương tự, sự gia tăng khoản phải trả có nghĩa là chi phí đã phát sinh, nhưng tiền chưa rời khỏi công ty. Bất kỳ việc thanh toán trễ nào cũng làm tăng ngân lưu ròng của công ty trong thời đoạn này.

Một điểm khác biệt lớn khác giữa báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và báo cáo lưu chuyển tiền tệ là liên quan đến khấu hao, giải thích việc cộng thêm đáng kể trong phần điều chỉnh của báo cáo lưu chuyển tiền tệ trong Bảng 14.3. Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh cố gắng ‘dàn trải’ các khoản chi phí đầu tư lớn theo thời gian. Đối với chi phí khấu hao trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, người ta làm điều này bằng cách hạch toán chi phí đầu tư trong một khoảng thời gian dài nhiều năm, chứ không phải vào thời điểm mua. Trái lại, báo cáo lưu chuyển tiền tệ công nhận ý nghĩa tiền mặt của việc chi tiêu đầu tư khi phát sinh. Do đó, trong báo cáo lưu chuyển tiền tệ, người ta cộng trở lại khoản ‘chi phí’ khấu hao đã được sử dụng để tính thu nhập ròng; đổi lại, báo cáo lưu chuyển tiền tệ sẽ ghi nhận một khoản chi tiêu đầu tư khi khoản chi tiêu đó được thanh toán. Để làm điều này, người ta báo cáo ngân lưu một cách riêng biệt trong các hoạt động kinh doanh, đầu tư, và tài chính. Bằng cách này, bất kỳ khoản ngân lưu lớn nào, như các khoản đầu tư lớn, cũng có thể được ghi nhận mà không ảnh hưởng đến số đo ngân lưu tạo ra từ hoạt động kinh doanh.

Phần thứ hai trong báo cáo lưu chuyển tiền tệ là việc hạch toán ngân lưu từ hoạt động đầu tư. Ví dụ, HP sử dụng 6.340 triệu USD tiền mặt đầu tư vào tài sản cố định hữu hình. Các mục này là đầu tư vào những tài sản cần thiết để công ty duy trì hay nâng cao năng lực sản xuất.

Cuối cùng, phần cuối của báo cáo sẽ liệt kê ngân lưu đạt được từ hoạt động tài chính. Việc phát hành chứng khoán góp phần tạo ra ngân lưu dương, trong khi việc mua lại chứng khoán đang lưu hành sẽ sử dụng tiền mặt. Ví dụ HP sử dụng 7.117 triệu USD để mua lại cổ phiếu công ty vào năm 2008, đây là việc sử dụng tiền mặt chủ yếu. Việc hạch toán cổ tức 796 triệu USD cũng sử dụng tiền mặt. Tổng cộng, hoạt động tài chính của công ty trong năm 2008 tạo ra 9.614 triệu USD tiền mặt.

Tóm lại, hoạt động kinh doanh của công ty HP tạo ra ngân lưu là 12.849 triệu USD. Công ty sử dụng 23.662 triệu USD thanh toán cho việc đầu tư mới. Nhưng công ty huy động được 9.614 triệu USD thông qua các hoạt động tài chính. Do đó, thay đổi lượng tiền mặt nắm giữ của công ty là: $12.849 - 23.662 + 9.614 = -1.199$ triệu USD. Điều này được báo cáo trong dòng cuối cùng của Bảng 14.3.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ mang lại bằng chứng quan trọng về phúc lợi của một công ty. Ví dụ, nếu công ty không thể chi trả cổ tức và duy trì công suất của trữ lượng vốn đầu tư bằng ngân lưu từ hoạt động kinh doanh, và công ty phải vay mượn để đáp ứng các nhu cầu này, điều này là sự cảnh báo nghiêm trọng rằng công ty không thể duy trì mức chi trả như hiện nay trong dài hạn. Báo cáo lưu chuyển tiền tệ sẽ bộc lộ vấn đề phát triển này khi nó cho thấy rằng ngân lưu từ hoạt động kinh doanh không đủ và công ty đang vay mượn để duy trì việc thanh toán cổ tức ở mức độ không bền vững.

14.2 Thu nhập kế toán so với thu nhập kinh tế

Chúng ta đã thấy rằng các mô hình định giá cổ phiếu đòi hỏi phải có số đo **thu nhập kinh tế** - ngân lưu bền vững để có thể được chi trả cho các cổ đông mà không gây tổn hại cho năng lực

sản xuất của công ty. Trái lại, **thu nhập kế toán** bị ảnh hưởng bởi một số qui ước về việc định giá tài sản như hàng tồn kho (ví dụ như phương pháp LIFO so với phương pháp FIFO) và chịu ảnh hưởng bởi cách hạch toán một số khoản mục chi tiêu như chi tiêu đầu tư theo thời gian (như chi phí khấu hao). Chúng ta sẽ thảo luận các vấn đề liên quan đến một số qui ước kế toán này một cách chi tiết hơn sau đây trong chương này. Ngoài các vấn đề kế toán này, khi công ty hoạt động qua các giai đoạn của chu kỳ kinh tế, thu nhập của công ty sẽ vượt lên trên hay giảm xuống dưới đường xu hướng mà có thể phản ánh chính xác hơn thu nhập kinh tế bền vững của công ty. Điều này dẫn đến sự phức tạp hơn trong việc lý giải các số liệu thu nhập ròng. Ta có thể tự hỏi thu nhập kế toán phản ánh gần đúng đến mức nào thu nhập kinh tế, và vì lẽ đó, số liệu kế toán có thể bỏ ích như thế nào đối với các nhà đầu tư đang cố gắng đánh giá công ty.

Thu nhập kinh tế là dòng ngân lưu thực để công ty có thể chi trả mà không gây tổn hại cho công suất sản xuất.

Thu nhập kế toán là thu nhập của công ty như được trình bày trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Trên thực tế, số liệu thu nhập ròng trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của công ty quả thật có truyền đạt những thông tin đáng kể về sản phẩm của công ty. Ta thấy điều này trong sự kiện là giá cổ phiếu có xu hướng tăng khi công ty công bố thu nhập nhiều hơn so với dự đoán của các nhà phân tích thị trường hay các nhà đầu tư.

14.3 Các số đo lợi nhuận

Các số đo lợi nhuận tập trung vào thu nhập của công ty. Để tạo điều kiện thuận lợi cho việc so sánh các công ty, tổng thu nhập được biểu thị trên cơ sở một USD đầu tư. Vì thế, suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE), đo lường lợi nhuận của những người góp vốn sở hữu, được định nghĩa là lợi nhuận (sau thuế) chia cho giá trị sổ sách của vốn sở hữu. Tương tự, suất sinh lợi trên tài sản (ROA), đo lường lợi nhuận của tất cả những người góp vốn (vốn sở hữu và vốn vay) vào công ty, được định nghĩa là thu nhập trước thuế và lãi vay chia cho tổng tài sản. Chẳng lạ gì, ROE và ROA có liên quan với nhau, nhưng như ta sẽ thấy ngay sau đây, mối quan hệ giữa hai đại lượng này chịu ảnh hưởng bởi các chính sách tài chính của công ty.

ROE quá khứ so với tương lai

Chúng ta đã lưu ý trong Chương 13 rằng **suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE)** là một trong hai yếu tố cơ bản trong việc xác định tỷ lệ tăng trưởng thu nhập của công ty. Đôi khi thật hợp lý khi giả định rằng ROE tương lai sẽ xấp xỉ bằng giá trị quá khứ, nhưng ROE cao trong quá khứ không nhất thiết ngụ ý ROE tương lai của công ty sẽ cao. Mặt khác, ROE đang giảm là bằng chứng cho thấy đầu tư mới của công ty đã mang lại ROE thấp hơn so với đầu tư quá khứ. Điều quan trọng đối với nhà phân tích chứng khoán là đừng chấp nhận các giá trị quá khứ làm chỉ báo cho các giá trị tương lai. Số liệu từ quá khứ gần đây có thể cung cấp thông tin về kết quả hoạt động tương lai, nhưng nhà phân tích luôn luôn phải canh chừng tương lai. Kỳ vọng về thu nhập và cổ tức *tương lai* sẽ xác định giá trị nội tại của cổ phiếu của công ty.

Suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE) là tỷ số của lợi nhuận ròng trên vốn sở hữu phổ thông.

Đòn bẩy tài chính và ROE

Một nhà phân tích muốn lý giải diễn biến quá khứ của ROE của công ty, hay dự báo giá trị tương lai của ROE phải cần thận lưu ý đến tổ hợp vốn vay (nợ) và vốn sở hữu của công ty và lãi suất của vốn vay. Một ví dụ sẽ giúp ta hiểu rõ lý do. Giả sử Nodett là một công ty hoàn toàn chỉ có vốn sở hữu và có tổng tài sản là 100 triệu USD. Giả định công ty nộp thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất 40 phần trăm của thu nhập chịu thuế.

Bảng 14.4 trình bày diễn biến doanh thu, thu nhập trước thuế và lãi vay, và lợi nhuận ròng trong ba tình huống tiêu biểu cho các giai đoạn trong chu kỳ kinh tế. Bảng này cũng cho thấy diễn biến của hai số đo lợi nhuận được sử dụng phổ biến nhất: **suất sinh lợi trên tài sản** hoạt động (ROA), bằng EBIT chia cho tổng tài sản, và ROE, bằng lợi nhuận ròng chia cho vốn sở hữu.

Suất sinh lợi trên tài sản (ROA) là thu nhập trước thuế và lãi vay chia cho tổng tài sản.

Bảng 14.4 Lợi nhuận của công ty Nodett trong chu kỳ kinh tế

Tình huống	Doanh thu (triệu USD)	EBIT (triệu USD)	ROA (%/năm)	Lợi nhuận ròng (triệu USD)	ROE (%/năm)
Năm xấu	80	5	5	3	3
Năm bình thường	100	10	10	6	6
Năm tốt	120	15	15	9	9

Somdett là một công ty giống hệt Nodett, ngoại trừ việc trong tổng số 100 triệu USD tài sản của công ty, thì có 40 triệu USD được tài trợ bằng vốn vay với lãi suất 8 phần trăm. Công ty thanh toán lãi vay hàng năm là 3,2 triệu USD. Bảng 14.5 cho thấy ROE của Nodett và Somdett khác nhau như thế nào.

Bảng 14.5 Tác động của đòn bẩy tài chính đối với ROE

Tình huống	EBIT (triệu USD)	Nodett		Somdett	
		Lợi nhuận ròng (triệu USD)	ROE (%/năm)	Lợi nhuận ròng* (triệu USD)	ROE ⁺ (%/năm)
Năm xấu	5	3	3	1,08	1,8
Năm bình thường	10	6	6	4,08	6,8
Năm tốt	15	9	9	7,08	11,8

* Lợi nhuận sau thuế của Somdett bằng 0,6(EBIT – 3,2 triệu USD).

⁺ Vốn sở hữu của Somdett chỉ có 60 triệu USD.

Lưu ý rằng doanh thu hàng năm, EBIT, và do đó cả ROA của hai công ty đều như nhau trong mỗi tình huống, nghĩa là, rủi ro kinh doanh của hai công ty là hệt như nhau. Chính rủi ro tài chính của hai công ty là khác nhau. Cho dù Nodett và Somdett có cùng ROA trong mỗi tình huống, ROE của Somdett cao hơn so với Nodett trong những năm bình thường và năm tốt, và thấp hơn so với Nodett trong năm xấu.

Ta có thể tóm tắt mối quan hệ chính xác giữa ROE, ROA và đòn bẩy tài chính trong phương trình sau đây:²

² Phương trình 14.1 được suy ra như sau:

$$ROE = (1 - \text{Thuế suất}) \left[ROA + (ROA - \text{Lãi suất}) \frac{\text{Vốn vay}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \right] \quad (14.1)$$

Mối quan hệ này có những ý nghĩa sau đây. Nếu không có vốn vay, hay nếu ROA của công ty bằng lãi suất vốn vay, thì ROE sẽ bằng $(1 - \text{thuế suất})$ nhân cho ROA. Nếu ROA cao hơn lãi suất, thì ROE sẽ nhiều hơn so với $(1 - \text{thuế suất})$ nhân cho ROA; mức độ nhiều hơn này sẽ càng lớn nếu tỷ số vốn vay/vốn chủ sở hữu càng cao.

Kết quả này có lý: Nếu ROA cao hơn lãi suất vay mượn, công ty kiếm được nhiều tiền hơn so với mức phải trả cho các chủ nợ. Thu nhập thặng dư sẽ dành cho các chủ sở hữu của công ty, các cổ đông, làm tăng ROE. Mặt khác, nếu ROA thấp hơn lãi suất phải trả cho vốn vay, thì ROE sẽ giảm; mức giảm này phụ thuộc vào tỷ số vốn vay/vốn chủ sở hữu.

Ví dụ 14.1 Đòn bẩy tài chính và ROE

Để minh họa việc áp dụng phương trình 14.1, ta có thể sử dụng ví dụ bằng số trong bảng 14.5. Trong một năm bình thường, Nodett có ROE bằng 6 phần trăm, nghĩa là bằng $(1 - \text{thuế suất})$ nhân cho ROA, hay bằng $0,6 \times 10\%$. Tuy nhiên, công ty Somdett vay vốn với lãi suất 8 phần trăm và duy trì tỷ số vốn vay/vốn chủ sở hữu là $2/3$, sẽ có ROE bằng 6,8 phần trăm. Việc tính toán sử dụng phương trình 14.1 là:

$$\begin{aligned} ROE &= 0,6[10\% + (10\% - 8\%)2/3] \\ &= 0,6(10\% + 4/3\%) = 6,8\% \end{aligned}$$

Điểm quan trọng là: tăng vốn vay chỉ tạo ra sự đóng góp tích cực cho ROE nếu ROA của công ty cao hơn lãi suất vay vốn.

Lưu ý rằng đòn bẩy tài chính làm tăng rủi ro của sinh lợi vốn sở hữu. Bảng 14.5 cho thấy rằng ROE của công ty Somdett tệ hơn so ROE của Nodett trong những năm xấu. Trái lại, trong những năm tốt, Somdett đạt kết quả tốt hơn Nodett vì ROA cao hơn ROE mang lại nguồn vốn bổ sung cho các cổ đông. Sự hiện diện của vốn vay làm cho ROE của Somdett trở nên nhạy cảm với chu kỳ kinh tế hơn so với Nodett. Cho dù hai công ty có rủi ro kinh doanh như nhau (phản ánh qua EBIT hết như nhau trong cả ba tình huống), các cổ đông của Somdett có rủi ro tài chính cao hơn so với Nodett vì toàn bộ rủi ro kinh doanh của công ty được hấp thu bởi một cơ sở nhà đầu tư vốn chủ sở hữu ít hơn.

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{EBIT - \text{Lãi vay} - \text{Thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{(1 - \text{Thuế suất})(EBIT - \text{Lãi vay})}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \\ &= (1 - \text{Thuế suất}) \frac{(ROA \times \text{Tài sản} - \text{Lãi suất} \times \text{Vốn vay})}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \\ &= (1 - \text{Thuế suất}) \left[ROA \times \frac{(\text{Vốn chủ sở hữu} + \text{Vốn vay})}{\text{Vốn chủ sở hữu}} - \text{Lãi suất} \times \frac{\text{Vốn vay}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \right] \\ &= (1 - \text{Thuế suất}) \left[ROA + (ROA - \text{Lãi suất}) \frac{\text{Vốn vay}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \right] \end{aligned}$$

Ngay cả nếu đòn bẩy tài chính làm tăng ROE kỳ vọng của Somdett so với Nodett (như thể hiện qua Bảng 14.5), điều này không có nghĩa là giá cổ phần của Somdett sẽ cao hơn. Chắc chắn, đòn bẩy tài chính làm tăng rủi ro vốn sở hữu của công ty cũng giống như làm tăng ROE kỳ vọng, và suất chiết khấu cao hơn sẽ bù trừ cho thu nhập kỳ vọng cao hơn.

Kiểm tra khái niệm 14.1

Mordett là một công ty có cùng những tài sản như Nodett và Somdett nhưng có tỷ số vốn vay/vốn chủ sở hữu là 1,0 và lãi suất vay vốn là 9 phần trăm. Lợi nhuận ròng của công ty và ROE bằng bao nhiêu trong một năm xấu, năm bình thường và năm tốt?

14.4 Phân tích tỷ số

Phân tích thành phần ROE

Để tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến ROE của một công ty, bao gồm xu hướng theo thời gian và kết quả hoạt động so với các đối thủ cạnh tranh, các nhà phân tích thường ‘phân tích thành phần’ của ROE thành một tích số của một chuỗi các tỷ số. Mỗi tỷ số thành phần đều có ý nghĩa riêng, và quá trình này nhằm tập trung sự chú ý của nhà phân tích vào các yếu tố riêng biệt ảnh hưởng đến kết quả hoạt động. Kiểu phân tích thành phần ROE này được gọi là **phân tích DuPont**.

Phân tích DuPont là phân tích thành phần của số đo lợi nhuận thành các tỷ số cấu thành.

Một cách phân tích thành phần ROE hữu ích là:

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Lợi nhuận trước thuế}} \times \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{EBIT} \times \frac{EBIT}{\text{Doanh thu}} \times \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tài sản}} \times \frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \quad (14.2)$$

(1) × (2) × (3) × (4) × (5)

Bảng 14.6 trình bày tất cả các tỷ số này cho công ty Nodett và Somdett trong ba tình huống kinh tế khác nhau. Trước tiên ta hãy tập trung vào các hệ số 3 và 4. Lưu ý rằng tích số của hai hệ số này cho ta ROA của công ty = EBIT/Tài sản.

Hệ số 3 được gọi là **biên lợi nhuận** hoạt động của công ty, hay **sinh lợi trên doanh thu**, bằng lợi nhuận hoạt động trên một USD doanh thu. Trong một năm bình quân, biên lợi nhuận của Nodett là 0,10 hay 10 phần trăm; trong một năm xấu, biên lợi nhuận bằng 0,0625 hay 6,25 phần trăm; và trong một năm tốt, nó bằng 0,125, hay 12,5 phần trăm.

Biên lợi nhuận hay **sinh lợi trên doanh thu** là tỷ số của lợi nhuận hoạt động trên một USD doanh thu (EBIT chia cho doanh thu).

Bảng 14.6 Phân tích thành phần tỷ số (phân tích DuPont) của công ty Nodett và công ty Somdett

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROE	<u>Lợi nhuận ròng</u> Lợi nhuận trước thuế	<u>Lợi nhuận trước thuế</u> EBIT	<u>EBIT</u> Doanh thu	<u>Doanh thu</u> Tài sản	<u>Tài sản</u> Vốn sở hữu	Hệ số đòn bẩy kép (2) x (5)

Năm xấu							
Nodett	0,030	0,6	1,000	0,0625	0,800	1,000	1,000
Somdett	0,018	0,6	0,360	0,0625	0,800	1,667	0,600
Năm bình thường							
Nodett	0,060	0,6	1,000	0,100	0,1000	1,000	1,000
Somdett	0,068	0,6	0,680	0,100	0,1000	1,667	1,134
Năm tốt							
Nodett	0,090	0,6	1,000	0,125	0,1200	1,000	1,000
Somdett	0,118	0,6	0,787	0,125	0,1200	1,667	1,311

Hệ số 4, tỷ số của doanh thu trên tổng tài sản, được gọi là **vòng quay tổng tài sản** (total asset turnover, ATO). Nó cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản của công ty, theo ý nghĩa là nó đo lường doanh thu hàng năm tạo ra bởi mỗi USD tài sản. Trong một năm bình thường, ATO của Nodett là 1,0 một năm, có nghĩa là ứng với mỗi USD tài sản, công ty tạo ra 1 USD doanh thu một năm. Trong một năm xấu, tỷ số này giảm xuống còn 0,8 một năm, và trong một năm tốt, nó tăng đến 1,2 một năm.

Vòng quay tổng tài sản (ATO) là doanh thu hàng năm tạo ra bởi mỗi USD tài sản (doanh thu/tài sản).

So sánh Nodett với Somdett, ta thấy hệ số 3 và hệ số 4 không phụ thuộc vào đòn bẩy tài chính của công ty. Các tỷ số này của hai công ty bằng nhau trong mỗi tình huống.

Tương tự, hệ số 1, tỷ số thu nhập ròng sau thuế trên lợi nhuận trước thuế, cũng như nhau đối với hai công ty. Ta gọi đây là hệ số gánh nặng thuế. Giá trị của nó phản ánh luật thuế của chính phủ và chính sách của công ty khi cố gắng tối thiểu hóa gánh nặng thuế. Trong ví dụ của chúng ta, nó không thay đổi theo chu kỳ kinh tế, giữ nguyên ở mức 0,6.

Trong khi các hệ số 1, 3, và 4 không bị ảnh hưởng bởi cơ cấu vốn của công ty thì hai hệ số 2 và 5 lại chịu tác động này. Hệ số 2 là tỷ số lợi nhuận trước thuế trên EBIT. Lợi nhuận trước thuế của công ty sẽ lớn nhất khi không có các khoản thanh toán lãi cho các chủ nợ. Trên thực tế, cách khác để biểu thị tỷ số này là:

$$\frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{EBIT} - \text{Chi phí lãi vay}}{\text{EBIT}}$$

Ta sẽ gọi hệ số này là **hệ số gánh nặng lãi vay** (interest burden, IB). Nó đạt giá trị khả dĩ cao nhất bằng 1 đối với Nodett, công ty không có đòn bẩy tài chính. Đòn bẩy tài chính càng cao, hệ số IB càng thấp. Hệ số IB của Nodett không thay đổi theo chu kỳ kinh tế. Nó cố định ở mức 1,0, phản ánh sự thiếu vắng hoàn toàn các khoản thanh toán lãi. Tuy nhiên, đối với Somdett, vì chi phí lãi là một khoản tiền cố định, trong khi EBIT thay đổi, nên hệ số IB thay đổi từ mức thấp 0,36 trong một năm xấu đến mức cao 0,787 trong một năm tốt.

Một chỉ số thống kê có quan hệ mật thiết với hệ số gánh nặng lãi vay là **hệ số thanh toán lãi vay**. Hệ số này được định nghĩa là:

$$\text{Hệ số thanh toán lãi vay} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Chi phí lãi vay}}$$

Hệ số thanh toán lãi vay là số đo đòn bẩy tài chính được tính bằng cách chia thu nhập trước thuế và lãi vay (EBIT) cho chi phí lãi vay.

Hệ số thanh toán lãi vay cao cho thấy xác suất phá sản thấp vì thu nhập hàng năm lớn hơn nhiều so với nghĩa vụ nợ hàng năm. Hệ số này được sử dụng rộng rãi bởi cả người cho vay và người đi vay khi xác định khả năng vay nợ của công ty và là yếu tố chính xác định thứ hạng trái phiếu công ty.

Hệ số 5, tỷ số của tài sản trên vốn sở hữu, là số đo đòn bẩy tài chính của công ty. Nó được gọi là **hệ số đòn bẩy** và bằng 1 cộng với tỷ số vốn vay/vốn chủ sở hữu.³ Trong ví dụ bằng số trong Bảng 14.6, Nodett có hệ số đòn bẩy bằng 1, trong khi hệ số đòn bẩy của Somdett là 1,667.

Hệ số đòn bẩy là số đo vốn vay trên tổng giá trị vốn hóa của một công ty.

Từ thảo luận của chúng ta về phương trình 14.1, ta biết rằng đòn bẩy tài chính chỉ giúp gia tăng ROE nếu ROA lớn hơn lãi suất vay vốn của công ty. Sự kiện này phản ánh như thế nào qua các hệ số của Bảng 14.6?

Câu trả lời là, để đo lường toàn bộ tác động của đòn bẩy trong khung phân tích này, nhà phân tích phải lấy tích số của IB và hệ số đòn bẩy (nghĩa là hệ số 2 và hệ số 5, trình bày trong cột 6 của Bảng 14.6). Đối với Nodett, hệ số 6, mà ta gọi là hệ số đòn bẩy kép, vẫn là hằng số 1,0 trong cả ba tình huống. Nhưng đối với Somdett, ta thấy rằng hệ số đòn bẩy kép lớn hơn 1 trong những năm bình thường (1,134) và trong những năm tốt (1,311), cho thấy đóng góp tích cực của đòn bẩy tài chính cho ROE. Hệ số này nhỏ hơn 1 trong những năm xấu, phản ánh sự kiện là khi ROA thấp hơn lãi suất, ROE sẽ giảm theo sự gia tăng sử dụng nợ.

Ta có thể tóm tắt tất cả các mối quan hệ này như sau:

$$ROE = \text{Hệ số gánh nặng thuế} \times \text{Hệ số gánh nặng lãi vay} \times \text{Biên lợi nhuận} \times \text{Vòng quay} \times \text{Hệ số đòn bẩy}$$

Vì:

$$ROA = \text{Biên lợi nhuận} \times \text{Vòng quay} \quad (14.3)$$

Và:

$$\text{Hệ số đòn bẩy kép} = \text{Hệ số gánh nặng lãi vay} \times \text{Hệ số đòn bẩy}$$

Nên ta có thể phân tích thành phần ROE tương đương như sau:

$$ROE = \text{Hệ số gánh nặng thuế} \times ROA \times \text{Hệ số đòn bẩy kép}$$

Bảng 14.6 so sánh các công ty Nodett và Somdett có cùng biên lợi nhuận và vòng quay tổng tài sản nhưng có đòn bẩy tài chính khác nhau. Tuy nhiên, lưu ý rằng việc so sánh biên lợi nhuận và vòng quay tổng tài sản thường chỉ có ý nghĩa khi đánh giá các công ty trong cùng ngành. Việc so sánh hai tỷ số này đối với các công ty khác ngành thường vô nghĩa và thậm chí có thể gây nhầm lẫn.

³ $\frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = \frac{\text{Vốn chủ sở hữu} + \text{Vốn vay}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} = 1 + \frac{\text{Vốn vay}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$

Ví dụ 14.2 Biên lợi nhuận so với vòng quay tổng tài sản

Ta hãy xem hai công ty có cùng ROA là 10 phần trăm một năm. Công ty thứ nhất là một chuỗi siêu thị chiết khấu và công ty thứ hai là một công ty điện lực và khí đốt.

Như Bảng 14.7 cho thấy, chuỗi siêu thị có biên lợi nhuận ‘thấp’ là 2 phần trăm và đạt được ROA bằng 10 phần trăm nhờ ‘xoay vòng’ tài sản 5 lần trong một năm. Mặt khác, công ty điện lực và khí đốt thâm dụng vốn, có vòng quay tổng tài sản (ATO) ‘thấp’, chỉ có 0,5 lần một năm và đạt được ROA bằng 10 phần trăm thông qua biên lợi nhuận cao hơn, 20 phần trăm. Điểm mấu chốt ở đây là biên lợi nhuận hay ATO ‘thấp’ không nhất thiết biểu thị một công ty trực trặc. Mỗi tỷ số này phải được lý giải trong bối cảnh của ngành.

Ngay cả trong cùng một ngành, biên lợi nhuận và ATO đôi khi có thể khác nhau đáng kể giữa những công ty theo đuổi các chiến lược tiếp thị khác nhau. Ví dụ, trong ngành bán lẻ, Neiman Marcus theo đuổi một chính sách có biên lợi nhuận cao, vòng quay thấp, so với Wall Mart theo đuổi một chính sách có biên lợi nhuận thấp, vòng quay cao.

Bảng 14.7 Chênh lệch giữa biên lợi nhuận và vòng quay tổng tài sản giữa các ngành

	Biên lợi nhuận (%)	×	ATO	=	ROA (%)
Chuỗi siêu thị	2%		5,0		10%
Công ty điện lực và khí đốt	20%		0,5		20%

Kiểm tra khái niệm 14.2

Thực hiện việc phân tích thành phần tỷ số cho công ty Mordett trong phần kiểm tra khái niệm 14.1, lập một bảng tương tự như Bảng 14.6.

Vòng quay và các hệ số sử dụng tài sản khác

Việc tìm hiểu tỷ số của doanh thu trên các tài sản của công ty thường có ích, nhằm giúp ta so sánh hiệu quả sử dụng hay hệ số xoay vòng của các chủng loại tài sản. Ví dụ, vòng quay tài sản cố định sẽ là:

$$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tài sản cố định}}$$

Tỷ số này đo lường doanh thu trên một USD tiền của công ty nằm trong tài sản cố định.

Để minh họa xem bạn có thể tính tỷ số này và các tỷ số khác từ báo cáo tài chính của công ty như thế nào, ta hãy xem công ty Growth Industries, Inc. (GI). Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của GI cũng như bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ trong các năm 2008, 2009, và 2010 được trình bày trong Bảng 14.8.

Bảng 14.8 Báo cáo tài chính của công ty Growth Industries (đơn vị tính: nghìn USD)

	2007	2008	2009	2010
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
Doanh thu bán hàng		100.000	120.000	144.000
Giá vốn hàng bán (bao gồm khấu hao)		55.000	66.000	79.200
Khấu hao		15.000	18.000	21.600
Chi phí quản lý và bán hàng		15.000	18.000	21.600
Thu nhập hoạt động		30.000	36.000	43.200
Chi phí lãi vay		10.500	19.095	34.391
Thu nhập chịu thuế		19.500	16.905	8.809
Thuế thu nhập (thuế suất 40%)		7.800	6.762	3.524
Thu nhập ròng		11.700	10.143	5.285
Bảng cân đối kế toán (cuối năm)				
Tiền mặt và chứng khoán thanh khoản	50.000	60.000	72.000	86.400
Khoản phải thu	25.000	30.000	36.000	43.200
Hàng tồn kho	75.000	90.000	108.000	129.600
Nhà máy và thiết bị ròng	150.000	180.000	216.000	259.200
Tổng tài sản	300.000	360.000	432.000	518.400
Khoản phải trả	30.000	36.000	43.200	51.840
Nợ ngắn hạn	45.000	87.300	141.957	214.432
Nợ dài hạn (trái phiếu 8% đáo hạn 2022)	75.000	75.000	75.000	75.000
Tổng nghĩa vụ nợ	150.000	198.300	260.157	341.272
Vốn sở hữu của cổ đông (1 triệu cổ phần đang lưu hành)	150.000	161.700	171.843	177.128
Số liệu khác				
Giá thị trường của cổ phần phổ thông vào cuối năm		93,60	61,00	21,00

Vòng quay tổng tài sản hay hệ số xoay vòng tổng tài sản của GI năm 2010 là 0,303, thấp hơn so với bình quân ngành là 0,4. Để hiểu rõ hơn lý do khiến GI hoạt động không tốt như vậy, ta tính các hệ số sử dụng tài sản một cách riêng biệt cho tài sản cố định, hàng tồn kho và khoản phải thu.

Doanh thu của GI năm 2010 là 144 triệu USD. Tài sản cố định duy nhất của công ty là nhà máy và thiết bị, trị giá 216 triệu USD vào đầu năm và trị giá 259,2 triệu USD vào cuối năm. Do đó, tài sản cố định bình quân trong năm là 237,6 triệu USD [= (216 triệu USD + 259,2 triệu)/2]. Hệ số xoay vòng tài sản cố định của GI trong năm 2010 là 144 triệu USD/237,6 triệu USD = 0,606 một năm. Nói cách khác, ứng với mỗi USD tài sản cố định, có 0,606 USD doanh thu trong năm 2010.

Số liệu so sánh vòng quay tài sản cố định cho các năm 2008, 2009, 2010 và bình quân ngành năm 2010 là:

2008	2009	2010	Bình quân ngành 2010
0,606	0,606	0,606	0,700

Vòng quay tài sản cố định của GI ổn định theo thời gian và thấp hơn so với bình quân ngành.

Lưu ý rằng khi một tỷ số tài chính bao gồm một khoản mục từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, vốn bao trùm một thời đoạn, và một khoản mục khác từ bảng cân đối kế toán, vốn giống như một ‘bức ảnh chụp nhanh’ vào một thời điểm cụ thể, thì thông lệ thực hành phổ biến là lấy

giá trị bình quân của các số liệu đầu kỳ và cuối kỳ của bảng cân đối kế toán. Vì thế, khi tính vòng quay tài sản cố định, bạn chia doanh thu (từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh) cho tài sản cố định bình quân (từ bảng cân đối kế toán).

Một hệ số xoay vòng được theo dõi phổ biến khác là **vòng quay hàng tồn kho**, là tỷ số của giá vốn hàng bán trên một USD hàng tồn kho. Hệ số này thường tính bằng giá vốn hàng bán (chứ không phải doanh thu) chia cho hàng tồn kho bình quân. Nó đo lường tốc độ xoay vòng hàng tồn kho.

Vòng quay hàng tồn kho bằng giá vốn hàng bán chia cho hàng tồn kho bình quân.

Năm 2008, giá vốn hàng bán (không kể khấu hao) của công ty GI là 40 triệu USD, và hàng tồn kho bình quân là 82,5 triệu USD [= (75 triệu USD + 90 triệu USD)/2]. Hệ số xoay vòng hàng tồn kho của công ty là 0,485 một năm (40 triệu USD/82,5 triệu USD). Năm 2008 và 2009, hệ số xoay vòng hàng tồn kho đều như nhau và tiếp tục thấp hơn bình quân ngành là 0,5 một năm. Nói cách khác, GI gánh chịu mức hàng tồn kho trên một USD doanh thu cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh. Tiếp đến, việc đầu tư cao hơn vào vốn lưu động này dẫn đến mức tài sản trên một USD doanh thu hay trên một USD lợi nhuận cao hơn, và ROA thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

Một số đo khác về hiệu quả hoạt động là tỷ số của khoản phải thu trên doanh thu. Tỷ số này thường được tính bằng khoản phải thu bình quân/doanh thu $\times 365$. Kết quả là một con số mà ta gọi là **kỳ thu tiền bình quân**, hay **số ngày thu tiền bình quân**, bằng tổng tín dụng dành cho khách hàng trên một USD doanh thu hàng ngày. Đây là số ngày mà doanh thu bán hàng bị ràng buộc trong khoản phải thu. Bạn có thể nghĩ về hệ số này là thời gian trễ bình quân từ lúc bán hàng cho đến ngày nhận thanh toán.

Kỳ thu tiền bình quân là khoản phải thu trên một USD doanh thu hàng ngày.

Đối với GI trong năm 2010, con số này là 100,4 ngày:

$$\frac{(36 \text{ triệu USD} + 43,2 \text{ triệu USD})/2}{144 \text{ triệu USD}} \times 365 = 100,4 \text{ ngày}$$

Bình quân ngành là 60 ngày. Giá trị thống kê này cho ta thấy khoản phải thu bình quân của GI trên một USD doanh thu cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh. Một lần nữa, điều này ngụ ý đầu tư vào vốn lưu động cao hơn, và cuối cùng là ROA thấp hơn.

Tóm lại, sử dụng các hệ số này giúp ta thấy vòng quay tổng tài sản của GI yếu kém so với ngành một phần là do vòng quay tài sản cố định và vòng quay hàng tồn kho thấp hơn, đồng thời số ngày thu tiền bình quân cũng cao hơn. Điều này cho thấy GI có thể đang gặp trục trặc về công suất nhà máy dư thừa, cùng với thông lệ quản lý khoản phải thu và hàng tồn kho yếu kém.

Các tỷ số thanh khoản

Các tỷ số thanh khoản và tỷ số thanh toán có tầm quan trọng to lớn trong việc đánh giá rủi ro của chứng khoán công ty. Các tỷ số này giúp ta đánh giá sức mạnh tài chính của công ty.

Các tỷ số thanh khoản bao gồm hệ số thanh toán hiện hành, hệ số thanh toán nhanh, và hệ số tiền mặt.

1. **Hệ số thanh toán hiện hành** = Tài sản hiện hành/Nợ ngắn hạn. Hệ số này đo lường khả năng công ty trả dứt các nghĩa vụ nợ ngắn hạn bằng cách thanh lý tài sản hiện hành (nghĩa là chuyển hóa tài sản hiện hành thành tiền mặt). Nó biểu thị khả năng công ty tránh được tình trạng mất khả năng chi trả trong ngắn hạn. Ví dụ, hệ số thanh toán hiện hành của GI năm 2008 là $(60 + 30 + 90)/(36 + 87,3) = 1,46$. Trong những năm khác, hệ số này bằng:

2008	2009	2010	Bình quân ngành 2010
1,46	1,17	0,97	2,0

Điều này tiêu biểu cho một xu hướng không thuận lợi theo thời gian và vị thế yếu kém so với ngành. Diễn tiến đáng lo ngại này không có gì bất ngờ ứng với gánh nặng vốn lưu động xảy ra do kết quả yếu kém của GI trong việc quản lý khoản phải thu và hàng tồn kho.

Hệ số thanh toán hiện hành = Tài sản hiện hành/Nợ ngắn hạn.

2. **Hệ số thanh toán nhanh** = (Tiền mặt + Chứng khoán thanh khoản + Khoản phải thu)/Nợ ngắn hạn. Hệ số này còn gọi là **hệ số thử acid**. Nó có cùng mẫu số giống như hệ số thanh toán hiện hành, nhưng tử số chỉ bao gồm tiền mặt, các khoản tương đương tiền mặt như chứng khoán thanh khoản, và khoản phải thu. Hệ số thanh toán nhanh là số đo thanh khoản tốt hơn so với hệ số thanh toán hiện hành đối với những công ty mà hàng tồn kho không dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt. Hệ số thanh toán nhanh của GI cho thấy cùng xu hướng đáng phiền như hệ số thanh toán hiện hành:

2008	2009	2010	Bình quân ngành 2010
0,73	0,58	0,49	1,0

Hệ số thanh toán nhanh hay **hệ số thử acid** là một số đo thanh khoản tương tự như hệ số thanh toán hiện hành, ngoại trừ nó không bao gồm hàng tồn kho.

3. **Hệ số tiền mặt** hay **hệ số thanh toán tiền mặt**. Khoản phải thu của công ty kém thanh khoản hơn so với tiền mặt và chứng khoán thanh khoản. Do đó, ngoài hệ số thanh toán nhanh, các nhà phân tích còn tính hệ số tiền mặt hay hệ số thanh toán tiền mặt của công ty, được định nghĩa là:

$$\text{Hệ số thanh toán tiền mặt} = \frac{\text{Tiền mặt} + \text{Chứng khoán thanh khoản}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Hệ số thanh toán tiền mặt của GI là:

2008	2009	2010	Bình quân ngành 2010
0,487	0,389	0,324	0,70

Hệ số thanh toán tiền mặt là một số đo thanh khoản, bằng tỷ số của tiền mặt và chứng khoán thanh khoản trên nợ ngắn hạn.

Các hệ số thanh khoản của GI giảm đáng kể trong thời gian 3 năm này, và cho đến năm 2010, các hệ số này thấp hơn nhiều so với bình quân ngành. Sự giảm sút các hệ số thanh khoản kết hợp với giảm hệ số thanh toán lãi vay (bạn có thể xác nhận rằng hệ số thanh toán lãi vay cũng giảm trong thời gian này), cho thấy rằng thứ hạng tín dụng của công ty cũng giảm, và rõ ràng công ty được xem là có rủi ro tín dụng tương đối kém vào năm 2010.

Các tỷ số giá thị trường

Có hai tỷ số giá thị trường quan trọng: tỷ số thị giá trên thư giá và tỷ số giá trên thu nhập.

Tỷ số thị giá trên thư giá (P/B) bằng giá thị trường của cổ phần phổ thông của công ty chia cho *giá trị sổ sách* của cổ phần, nghĩa là vốn sở hữu của cổ đông trên một cổ phần. Đôi khi các nhà phân tích xem cổ phiếu công ty có tỷ số thị giá trên thư giá thấp là một đầu tư ‘an toàn’, xem giá trị sổ sách như mức ‘sàn’ hỗ trợ giá thị trường.

Tỷ số thị giá trên thư giá là giá thị trường của cổ phần chia cho giá trị sổ sách trên một cổ phần.

Ta có thể cho rằng, các nhà phân tích xem giá trị sổ sách là mức giá mà giá thị trường sẽ không giảm xuống dưới mức đó vì công ty luôn luôn có phương án thanh lý hay bán tài sản công ty với giá bằng giá trị sổ sách. Tuy nhiên, quan điểm này thật đáng ngờ. Trên thực tế, một số công ty đôi khi bán thanh lý tài sản với giá thấp hơn giá trị sổ sách. Ví dụ, vào tháng 2-2009, cổ phần của ngân hàng Bank of America và tập đoàn Citygroup đều bán với giá thấp hơn 25 phần trăm giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần. Tuy nhiên, tỷ số thị giá trên thư giá thấp được một số người xem là mang lại một ‘biên độ an toàn’ và một số nhà phân tích sẽ sàng lọc hay bác bỏ những công ty có P/B cao trong quá trình chọn lựa cổ phiếu của họ.

Thật ra, một cách lý giải khác tốt hơn về tỷ số thị giá trên thư giá là một số đo các cơ hội tăng trưởng. Hãy nhớ lại trong chương trước rằng ta có thể xem hai cấu phần của giá trị công ty là tài sản hiện có và các cơ hội tăng trưởng. Như ví dụ sau đây cho thấy, những công ty có cơ hội tăng trưởng nhiều hơn sẽ có xu hướng có tỷ số thị giá trên thư giá cao.

Ví dụ 14.3 Tỷ số thị giá trên thư giá và các cơ hội tăng trưởng

Ta hãy xem hai công ty, cả hai đều có giá trị sổ sách trên một cổ phần là 10 USD, lãi suất vốn hóa thị trường là 15 phần trăm (còn gọi là lãi suất yêu cầu từ đầu tư), và tỷ lệ tái đầu tư 0,60.

Công ty Triển Vọng Sáng Sủa có ROE là 20 phần trăm, cao hơn lãi suất vốn hóa thị trường; ROE này ngụ ý rằng công ty đang có những cơ hội tăng trưởng to lớn. Với ROE = 0,20, công ty sẽ được hưởng $0,20 \times 10 = 2$ USD/cổ phần trong năm nay. Với tỷ lệ tái đầu tư 0,60, công ty sẽ chi trả cổ tức là $D_1 = (1 - 0,60) \times 2 \text{ USD} = 0,80 \text{ USD}$, công ty có tỷ lệ tăng trưởng $g = b \times \text{ROE} = 0,60 \times 0,20 = 0,12$, và giá cổ phiếu là $D_1/(k - g) = 0,80 \text{ USD}/(0,15 - 0,12) = 26,67 \text{ USD}$. Tỷ số P/B là $26,67/10 = 2,667$.

Trái lại, ROE của công ty Quá Khứ Huy Hoàng chỉ bằng 15 phần trăm, vừa bằng lãi suất vốn hóa thị trường. Do đó, công ty sẽ được hưởng $0,15 \times 10 = 1,50 \text{ USD}$ trên một cổ phần trong năm nay và sẽ trả cổ tức $D_1 = 0,4 \times 1,50 \text{ USD} = 0,60 \text{ USD}$. Tỷ lệ tăng trưởng là $g = b \times \text{ROE} = 0,60 \times 0,15 = 0,09$, và giá cổ phiếu là $D_1/(k - g) = 0,60 \text{ USD}/(0,15 - 0,09) = 10 \text{ USD}$. Tỷ số P/B là $10 \text{ USD}/10 \text{ USD} = 1,0$. Ta không ngạc nhiên khi thấy một công ty có thu nhập vừa bằng suất sinh lợi yêu cầu từ đầu tư sẽ có giá cổ phiếu bán với giá bằng với giá trị sổ sách chứ

không thể cao hơn.

Ta kết luận rằng tỷ số thị giá trên thu giá được xác định phần lớn bởi các triển vọng tăng trưởng.

Một số đo khác dùng để sắp xếp các công ty theo sự tăng trưởng so với giá trị là **tỷ số giá trên thu nhập (P/E)**. Trên thực tế, ta thấy trong chương trước rằng tỷ số của hiện giá các phương án tăng trưởng trên giá trị tài sản hiện có nói chung sẽ xác định hệ số P/E. Trong khi những cổ phiếu có P/E thấp cho phép bạn trả ít tiền hơn trên một USD thu nhập *hiện hành*, cổ phiếu có P/E cao vẫn có thể là việc đầu tư tốt hơn nếu người ta kỳ vọng rằng thu nhập sẽ tăng trưởng đủ nhanh.⁴

Tỷ số giá trên thu nhập là tỷ số của giá cổ phiếu trên thu nhập mỗi cổ phần, còn được gọi là hệ số P/E.

Tuy nhiên, nhiều nhà phân tích tin rằng những cổ phiếu có P/E thấp thì hấp dẫn hơn những cổ phiếu có P/E cao. Và trên thực tế, cổ phiếu P/E thấp nói chung từng là việc đầu tư có alpha dương khi sử dụng CAPM làm mốc so sánh. Nhưng một người ủng hộ thị trường hiệu quả sẽ chiết khấu kết quả quá khứ này, lập luận rằng qui tắc đơn giản hóa như vậy trên thực tế không thể tạo ra sinh lợi khác thường và CAPM không chắc là một mốc so sánh tốt cho sinh lợi trong trường hợp này.

Trong bất kỳ trường hợp nào, điều quan trọng cần nhớ là việc sở hữu cổ phiếu mang lại quyền đối với thu nhập hiện tại cũng như tương lai, và do đó, tỷ số P/E cao có thể được lý giải tốt nhất như một tín hiệu cho thấy thị trường nhận định rằng công ty đang tận hưởng những cơ hội tăng trưởng hấp dẫn.

Trước khi dùng thảo luận về các tỷ số P/B và P/E, điều đáng lưu ý là mối quan hệ giữa các tỷ số này và ROE:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Thu nhập}}{\text{Thư giá}} = \frac{\text{Thị giá}}{\text{Thư giá}} \div \frac{\text{Thị giá}}{\text{Thu nhập}} \\ &= \text{Tỷ số P/B} \div \text{Tỷ số P/E} \end{aligned} \quad (14.4)$$

Sắp xếp lại các số hạng, ta thấy rằng **lợi suất thu nhập** của công ty, nghĩa là tỷ số của thu nhập trên giá, sẽ bằng ROE chia cho tỷ số thị giá trên thu giá:

$$\frac{E}{P} = \frac{ROE}{P/B}$$

Lợi suất thu nhập là tỷ số của thu nhập trên giá, E/P.

Như vậy, một công ty có ROE cao có thể có lợi suất thu nhập tương đối thấp vì có tỷ số P/B cao.

Phổ Wall thường phân biệt giữa ‘công ty tốt’ và ‘đầu tư tốt.’ Công ty tốt có thể là một công ty có lợi nhuận cao, với ROE tương đối cao. Nhưng nếu giá cổ phiếu đã được nâng lên cao đến mức

⁴ Dù vậy, nên nhớ rằng tỷ số P/E báo cáo trong các trang tài chính là dựa vào thu nhập *quá khứ*, trong khi giá được xác định bởi triển vọng thu nhập *tương lai* của công ty. Do đó, các tỷ số P/E báo cáo có thể phản ánh sự biến thiên của thu nhập hiện hành xung quanh một đường xu hướng.

tương xứng với ROE này, thì tỷ số P/B sẽ cao hơn 1 và lợi suất thu nhập đối với các cổ đông sẽ thấp hơn ROE, như thể hiện qua phương trình 14.4. Vì thế, bản thân ROE cao không còn ngụ ý rằng cổ phiếu là việc đầu tư tốt nữa. Trái lại, những công ty đang gặp trục trặc và có ROE thấp có thể là việc đầu tư tốt nếu giá cổ phiếu của công ty đủ thấp.

Bảng 14.9 tóm tắt các tỷ số xem xét trong phần này.

Kiểm tra khái niệm 14.3

ROE, các tỷ số P/E và P/B của công ty GI là bao nhiêu trong năm 2010? So sánh các tỷ số này với các tỷ số bình quân ngành: ROE = 8,64%; P/E = 8; và P/B = 0,60. So sánh lợi suất thu nhập của GI năm 2010 với bình quân ngành.

Chọn một tiêu chuẩn so sánh

Ta đã thảo luận cách tính các tỷ số tài chính then chốt. Tuy nhiên, để đánh giá kết quả hoạt động của một công ty cho trước, bạn cần một tiêu chuẩn để so sánh các tỷ số với tiêu chuẩn đó. Một tiêu chuẩn so sánh hiển nhiên là tỷ số của chính công ty đó trong những năm trước đây. Ví dụ, Hình 14.1 trình bày suất sinh lợi trên tài sản, biên lợi nhuận, và vòng quay tổng tài sản của công ty Hewlett Packard trong mấy năm qua. Bạn có thể thấy rằng hầu hết biến thiên suất sinh lợi trên tài sản của công ty chịu ảnh hưởng của sự biến thiên đáng kể của vòng quay tổng tài sản. Trái lại, biên lợi nhuận của công ty tương đối ổn định.

Bảng 14.9 Tóm tắt các tỷ số tài chính then chốt

Các tỷ số đòn bẩy

Hệ số gánh nặng lãi vay	$\frac{EBIT - \text{Chi phí lãi vay}}{EBIT}$
-------------------------	--

Hệ số thanh toán lãi vay	$\frac{EBIT}{\text{Chi phí lãi vay}}$
--------------------------	---------------------------------------

Hệ số đòn bẩy	$\frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn sở hữu}} = 1 + \frac{\text{Vốn vay}}{\text{Vốn sở hữu}}$
---------------	---

Hệ số đòn bẩy kép	$\text{Hệ số gánh nặng lãi vay} \times \text{Hệ số đòn bẩy}$
-------------------	--

Các tỷ số sử dụng tài sản

Vòng quay tổng tài sản	$\frac{\text{Doanh số}}{\text{Bình quân tổng tài sản}}$
------------------------	---

Vòng quay tài sản cố định	$\frac{\text{Doanh số}}{\text{Bình quân tài sản cố định}}$
---------------------------	--

Vòng quay hàng tồn kho	$\frac{\text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Bình quân hàng tồn kho}}$
------------------------	---

Kỳ thu tiền bình quân
(ngày)

$$\frac{\text{Bình quân khoản phải thu}}{\text{Doanh số bình quân}} \times 365$$

Các tỷ số thanh khoản

Hệ số thanh toán hiện hành

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

Hệ số thanh toán nhanh

$$\frac{\text{Tiền mặt} + \text{Chứng khoán thanh khoản} + \text{Khoản phải thu}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Hệ số thanh toán tiền mặt

$$\frac{\text{Tiền mặt} + \text{Chứng khoán thanh khoản}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Các tỷ số lợi nhuận:

Suất sinh lợi trên tài sản

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Bình quân tổng tài sản}}$$

Suất sinh lợi trên vốn sở hữu

$$\frac{\text{Thu nhập ròng}}{\text{Bình quân vốn sở hữu của cổ đông}}$$

Suất sinh lợi trên doanh thu (biên lợi nhuận)

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Doanh thu}}$$

Các tỷ số giá thị trường:

Tỷ số thị giá trên thư giá

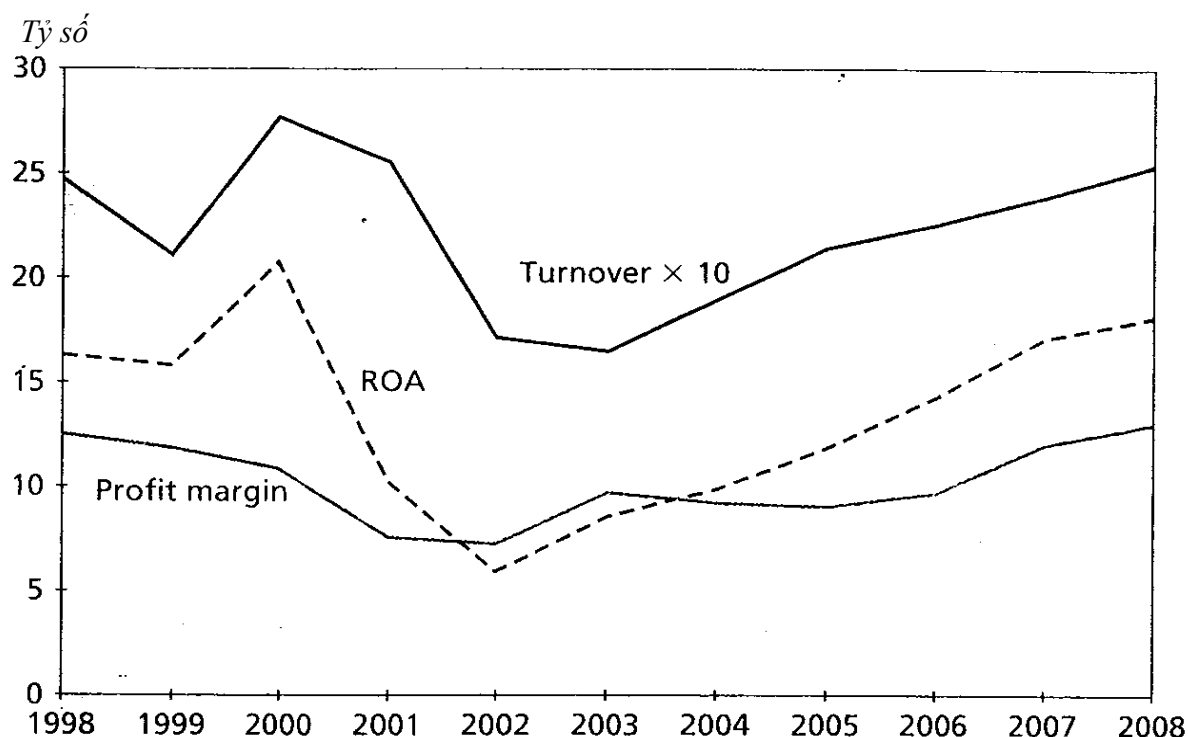
$$\frac{\text{Giá cổ phần}}{\text{Giá trị sổ sách mỗi cổ phần}}$$

Tỷ số giá trên thu nhập

$$\frac{\text{Giá cổ phần}}{\text{Thu nhập mỗi cổ phần}}$$

Lợi suất thu nhập

$$\frac{\text{Thu nhập mỗi cổ phần}}{\text{Giá cổ phần}}$$

Hình 14.1 Phân tích thành phần DuPont cho công ty Hewlett Packard

Việc so sánh các tỷ số tài chính của công ty với các công ty khác trong cùng ngành cũng bổ ích. Bộ Thương mại Hoa Kỳ và các tổ chức Dun & Bradstreet, Hiệp hội quản lý rủi ro, cũng như các tổ chức khác vẫn công bố các tỷ số tài chính của các ngành; và nhiều tỷ số tài chính sẵn có trên các trang web như Yahoo! Finance. Cơ sở dữ liệu Market Insight của Standard & Poor's là một nguồn tỷ số tốt và sẵn có dành cho người sử dụng quyển sách này trên trang www.mhhe.com/edumarketinginsight.

Bảng 14.10 trình bày các tỷ số cho một mẫu các nhóm ngành chính nhằm mang lại cho bạn cảm nhận phần nào về sự khác biệt giữa các ngành. Bạn nên lưu ý rằng trong khi một số tỷ số như vòng quay tài sản hay tỷ số nợ có xu hướng tương đối ổn định, các tỷ số khác như suất sinh lợi trên tài sản hay trên vốn sở hữu nhạy cảm hơn theo tình hình kinh doanh hiện hành. Ví dụ, lưu ý các số đo lợi nhuận âm của ngành phương tiện cơ giới.

Bảng 14.10 Các tỷ số tài chính của các nhóm ngành chính

	Nợ dài hạn Tài sản	Hệ số thanh toán lãi vay	Hệ số thanh toán hiện hành	Hệ số thanh toán nhANH	Vòng quay tổng tài sản	Biên lợi nhuận (%)	Suất sinh lợi trên tài sản (%)	Suất sinh lợi trên vốn sở hữu (%)	Tỷ lệ chi trả cổ tức
Toàn bộ công nghiệp chế tạo	0,19	4,08	1,31	0,91	0,95	6,73	6,39	16,97	0,36
Lương thực thực phẩm	0,23	4,14	1,26	0,76	1,21	6,55	7,92	16,88	0,31
Quần áo	0,23	5,68	1,29	0,41	1,76	4,78	8,43	13,92	0,15
In/xuất bản	0,38	1,99	1,33	1,01	1,39	5,58	7,75	11,97	0,35
Hóa chất	0,20	4,00	1,28	0,94	0,59	11,27	6,71	18,21	0,29
Dược phẩm	0,16	6,51	1,39	1,12	0,43	18,99	8,23	19,67	0,22
Máy móc	0,17	4,88	1,20	0,77	0,92	8,20	7,51	16,72	0,22
Điện	0,13	4,98	1,10	0,70	0,70	9,01	6,34	14,27	0,66
Phương tiện cơ giới	0,26	-1,12	0,97	0,68	0,96	-3,13	-3,00	-19,54	-0,40
Máy tính và điện tử	0,14	2,04	1,61	1,31	0,61	3,07	1,87	5,00	0,56

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ, *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations*, quý III năm 2008. www.census.gov/csd/qfr/qfr08q3.pdf.

14.5 Giá trị gia tăng kinh tế

Các tỷ số tài chính thường được sử dụng để đánh giá kết quả hoạt động của công ty. Dẫu rằng người ta thường sử dụng lợi nhuận để đo lường kết quả hoạt động, nhưng lợi nhuận thật ra không đủ. Một công ty chỉ nên được xem là thành công nếu suất sinh lợi từ các dự án của công ty tốt hơn so với suất sinh lợi mà các nhà đầu tư có thể kỳ vọng nhận được thông qua tự đầu tư trên thị trường vốn (trên cơ sở hiệu chỉnh rủi ro). Tái đầu tư vốn vào công ty chỉ làm tăng giá trị cổ phần nếu công ty có được suất sinh lợi từ số tiền tái đầu tư cao hơn so với chi phí cơ hội của vốn, nghĩa là lãi suất vốn hóa thị trường. Để tính đến chi phí cơ hội này, ta có thể đo lường thành công của công ty thông qua sử dụng *chênh lệch* giữa suất sinh lợi từ tài sản (ROA) và chi phí cơ hội của vốn. **Giá trị gia tăng kinh tế (EVA)** là chênh lệch giữa ROA và chi phí sử dụng vốn nhân cho vốn đầu tư vào công ty. Do đó, nó đo lường giá trị bằng tiền của phần sinh lợi của công ty vượt trội hơn so với chi phí sử dụng vốn. Công ty tư vấn Stern Steward quảng bá khái niệm này đã đề xuất một thuật ngữ khác cho EVA, đó là **thu nhập dư**.

Giá trị gia tăng kinh tế hay **thu nhập dư** là số đo giá trị bằng tiền của phần sinh lợi của công ty vượt trội hơn so với chi phí cơ hội của vốn.

Ví dụ 14.4 Giá trị gia tăng kinh tế

Năm 2006, Wal Mart có chi phí sử dụng vốn bình quân trọng số là 5,7 phần trăm (dựa vào chi phí sử dụng nợ, cơ cấu vốn của công ty, beta vốn sở hữu, và giá trị ước lượng suy ra từ mô hình CAPM về chi phí sử dụng vốn sở hữu), suất sinh lợi trên tài sản của Wal Mart là 8,8 phần trăm, cao hơn 3,1 phần trăm so với chi phí cơ hội của vốn đầu tư vào nhà xưởng máy móc thiết bị và bí quyết công nghệ. Nói cách khác, mỗi USD đầu tư của Wal Mart mang lại sinh lợi nhiều hơn 3,1 cent so với sinh lợi mà các nhà đầu tư có thể dự đoán thông qua đầu tư vào các cổ phiếu có rủi ro tương đương. Wal Mart nhận được suất sinh lợi vượt trội này trên cơ sở vốn 111,40 tỷ USD. Do đó, giá trị gia tăng kinh tế của công ty, nghĩa là suất sinh lợi vượt trội so với chi phí cơ hội của vốn, là $(0,088 - 0,057) \times 111,40 \text{ tỷ USD} = 3,46 \text{ tỷ USD}$.

Bảng 14.11 trình bày EVA của một số công ty.⁵ Dẫn đầu về EVA trong mẫu này là Wal Mart. Lưu ý rằng EVA của Wal Mart lớn hơn so với GlaxoSmithKline, bất chấp chênh lệch nhỏ hơn đáng kể giữa ROA và chi phí sử dụng vốn. Điều này là do Wal Mart áp dụng mức chênh lệch này cho một cơ sở vốn lớn hơn nhiều. Ở thái cực bên kia là công ty AT&T có thu nhập thấp hơn so với chi phí sử dụng vốn ứng với một cơ sở vốn rất lớn, dẫn đến EVA có giá trị âm lớn.

Bảng 14.11 Giá trị gia tăng kinh tế năm 2008

	EVA (tỷ USD)	Vốn (tỷ USD)	ROA (%)	Chi phí sử dụng vốn (%)
Wal Mart	3,46	111,40	8,8	5,7
GlaxoSmithKline	2,62	31,04	14,9	6,5
Genentech	1,87	18,38	15,6	5,4
Procter & Gamble	1,36	102,85	7,5	6,2
Intel	0,83	42,61	11,4	9,4
Amazon	-0,25	9,21	6,6	9,4
AT&T	-1,90	169,84	5,3	6,4

Nguồn: Tính toán của các tác giả sử dụng số liệu từ finance.yahoo.com.

Lưu ý rằng ngay cả những ‘kẻ thua cuộc’ về EVA trong Bảng 14.11 cũng vẫn có lợi nhuận dương. Ví dụ, theo các tiêu chuẩn thông thường, Amazon có lợi nhuận vững chắc vào năm 2008, với ROA bằng 6,6 phần trăm. Nhưng do rủi ro kinh doanh cao của công ty nên chi phí sử dụng vốn cũng cao hơn, bằng 9,4 phần trăm. Theo tiêu chuẩn này, Amazon không thu hồi đủ chi phí cơ hội của vốn, và EVA của công ty năm 2008 có giá trị âm. Khi tính EVA, người ta xem chi phí sử dụng vốn là một chi phí thực tế như những chi phí khác, và được khấu trừ khỏi doanh thu để tính ‘khoản mục cốt yếu’ (lợi nhuận) một cách có ý nghĩa hơn. Những công ty nào tuy có lợi nhuận nhưng không thu hồi được chi phí cơ hội của vốn có thể bố trí sử dụng lại vốn vào những mục đích sử dụng tốt hơn. Do đó, ngày càng có nhiều công ty tính toán EVA và ràng buộc mức lương thưởng của giám đốc công ty vào giá trị này.

⁵ Các giá trị ước lượng EVA theo công ty Stern Steward khác với các giá trị trong Bảng 14.11 do điều chỉnh đo lường kế toán liên quan đến những vấn đề như hạch toán chi phí nghiên cứu và phát triển, thuế, chi phí quảng cáo và khấu hao. Các giá trị ước lượng trong Bảng 14.11 được thiết kế để trình bày logic của EVA nhưng ta nên xem đó là không chính xác.

14.6 Minh họa phân tích báo cáo tài chính

Trong báo cáo thường niên trước các cổ đông công ty Growth Industries, Inc., chủ tịch công ty viết: ‘2010 là một năm thành công nữa của Growth Industries. Cũng như năm 2009, doanh thu, tài sản, và thu nhập hoạt động, tất cả đều tăng trưởng với tỷ lệ 20 phần trăm.’

Có đúng thế không?

Ta có thể đánh giá nhận định của chủ tịch thông qua thực hiện việc phân tích tỷ số toàn diện của công ty Growth Industries. Mục đích của chúng ta là đánh giá kết quả hoạt động của GI trong quá khứ gần đây, nhằm đánh giá các triển vọng tương lai, và xác định liệu giá thị trường có phản ánh giá trị nội tại của công ty hay không.

Bảng 14.12 trình bày một số tỷ số tài chính then chốt mà ta có thể tính được từ báo cáo tài chính của công ty GI. Chủ tịch công ty chắc chắn nói đúng về tăng trưởng doanh thu, tài sản và thu nhập hoạt động. Tuy nhiên, việc kiểm tra các tỷ số tài chính then chốt của công ty thể hiện sự mâu thuẫn với câu đầu tiên của bà: năm 2010 không phải là một năm thành công nữa của GI; đó xem ra lại là một năm bất hạnh.

Bảng 14.12 Các tỷ số tài chính then chốt của công ty Growth Industries, Inc.

Năm	ROE (%)	(1) Lợi nhuận ròng Lợi nhuận trước thuế	(2) Lợi nhuận trước thuế EBIT	(3) EBIT Doanh thu (Biên In)	(4) Doanh thu Tài sản (Vòng quay ts)	(5) Tài sản Vốn sở hữu	(6) Hệ số đòn bẩy kép (2) x (5)	(7) ROA (3) x (4) (%)	P/E	P/B
2008	7,51	0,6	0,650	30%	0,303	2,117	1,376	9,09%	8	0,58
2009	6,08	0,6	0,470	30%	0,303	2,375	1,116	9,09%	6	0,35
2010	3,03	0,6	0,204	30%	0,303	2,723	0,556	9,09%	4	0,12
Bình quân ngành	8,64	0,6	0,800	30%	0,400	1,500	1,200	12,00%	8	0,69

ROE đã giảm dần từ 7,51 phần trăm vào năm 2008 còn 3,03 phần trăm vào năm 2010. So sánh ROE năm 2010 của GI với bình quân ngành năm 2010 là 8,64 phần trăm, ta thấy xu hướng xấu đi theo thời gian đặc biệt đáng báo động. Tỷ số thị giá trên thu giá thấp và giảm dần, cũng như tỷ số giá trên thu nhập giảm dần cho thấy rằng các nhà đầu tư ngày càng kém lạc quan hơn về lợi nhuận tương lai của công ty.

Tuy nhiên, sự kiện ROA không giảm cho ta thấy rằng nguồn gốc của xu hướng giảm dần theo thời gian của GI ắt phải do đòn bẩy tài chính. Và quả thật, vì hệ số đòn bẩy của GI tăng từ 2,117 năm 2008 lên 2,723 năm 2010, hệ số gánh nặng lãi vay của công ty tệ hơn, từ 0,650 trở thành 0,204, với kết quả ròng là hệ số đòn bẩy kép giảm từ 1,376 xuống 0,556.

Tình trạng tăng nhanh nợ ngắn hạn từ năm này sang năm khác và sự gia tăng không ngừng chi phí lãi vay khiến ta thấy rõ ràng là để tài trợ cho tỷ lệ tăng trưởng 20 phần trăm của doanh thu, công ty phải phát sinh giá trị nợ ngắn hạn đáng kể với lãi suất cao. Công ty trả lãi suất cao hơn so với ROA nhận được từ việc đầu tư được tài trợ bằng vốn vay mới. Khi công ty mở rộng hoạt động, tình hình càng trở nên tồi tệ hơn bao giờ hết.

Ví dụ, năm 2010, lãi suất bình quân của nợ ngắn hạn là 20 phần trăm so với ROA chỉ có 9,09 phần trăm. (Bạn có thể tính lãi suất bình quân của nợ ngắn hạn của GI thông qua sử dụng số liệu trong Bảng 14.8 như sau. Bảng cân đối kế toán cho ta thấy lãi suất trái phiếu (coupon) đối với nợ dài hạn là 8 phần trăm và mệnh giá là 75 triệu USD. Do đó, tiền lãi của nợ dài hạn là $0,08 \times 75$ triệu USD = 6 triệu USD. Tổng lãi trả trong năm 2009 là 34.391.000 USD, cho nên tiền lãi của nợ ngắn hạn phải là $34.391.000 \text{ USD} - 6.000.000 = 28.391.000 \text{ USD}$. Con số này tương ứng với 20 phần trăm của nợ ngắn hạn của GI vào đầu năm.)

Vấn đề của GI trở nên rõ ràng hơn khi ta xem xét báo cáo lưu chuyển tiền tệ trong Bảng 14.13. Báo cáo này được suy ra từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và bảng cân đối kế toán trong Bảng 14.8. Ngân lưu hoạt động của GI giảm dần, từ 12.700.000 USD năm 2008 còn 6.725.000 USD năm 2010. Trái lại, đầu tư của công ty vào nhà xưởng máy móc thiết bị tăng mạnh. Nhà xưởng máy móc thiết bị ròng (nghĩa là đã trừ khấu hao) tăng từ 150.000.000 USD năm 2007 lên 259.200.000 USD năm 2010. Việc tăng gần gấp đôi tài sản vốn này làm tình trạng giảm ngân lưu hoạt động trở nên tồi tệ hơn.

Bảng 14.13 Báo cáo lưu chuyển tiền tệ của công ty Growth Industries (đơn vị tính: nghìn USD)

	2008	2009	2010
Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh			
Thu nhập ròng	11.700	10.143	5.285
+ Khấu hao	15.000	18.000	21.600
+ Giảm (tăng) khoản phải thu	(5.000)	(6.000)	(7.200)
+ Giảm (tăng) hàng tồn kho	(15.000)	(18.000)	(21.600)
+ Tăng (giảm) khoản phải trả	<u>6.000</u>	<u>7.200</u>	<u>8.640</u>
	12.700	11.343	6.725
Ngân lưu từ hoạt động đầu tư			
Đầu tư vào nhà xưởng máy móc thiết bị*	(45.000)	(54.000)	(64.800)
Ngân lưu từ hoạt động tài chính			
Thanh toán cổ tức**	0	0	0
Phát hành nợ ngắn hạn	<u>42.300</u>	<u>54.657</u>	<u>72.475</u>
Thay đổi tiền mặt và chứng khoán thanh khoản***	10.000	12.000	14.400

* Đầu tư gộp bằng mức tăng nhà xưởng máy móc thiết bị ròng cộng khấu hao.

** Ta có thể kết luận rằng công ty không chia cổ tức vì vốn sở hữu của công ty tăng lên mỗi năm một lượng bằng toàn bộ giá trị thu nhập ròng, ngụ ý tỷ lệ tái đầu tư bằng 1,0.

*** Bảng ngân lưu từ hoạt động kinh doanh cộng ngân lưu từ hoạt động đầu tư cộng ngân lưu từ hoạt động tài chính. Lưu ý rằng con số này bằng với mức thay đổi hàng năm của tiền mặt và chứng khoán thanh khoản trong bảng cân đối kế toán.

Nguồn gốc của tình trạng khó khăn này là giá trị vay mượn ngắn hạn khổng lồ của GI. Theo một ý nghĩa nào đó, công ty đang hoạt động theo kiểu kinh doanh đa cấp. Công ty vay mượn mỗi năm một nhiều hơn để duy trì tỷ lệ tăng trưởng 20 phần trăm tài sản và thu nhập. Tuy nhiên, tài sản mới không tạo ra đủ ngân lưu để chống đỡ cho gánh nặng lãi vay tăng thêm, như thể hiện qua ngân lưu hoạt động giảm dần. Cuối cùng, khi công ty mất khả năng vay mượn thêm nữa, sự tăng trưởng của công ty sẽ đi đến kết thúc.

Vào lúc này, cổ phiếu GI có thể là một cơ hội đầu tư hấp dẫn. Giá thị trường của cổ phiếu chỉ bằng 12 phần trăm của giá trị sổ sách, và với tỷ số P/E bằng 4, lợi suất thu nhập là 25 phần trăm một năm. GI xem ra có thể trở thành ứng viên của một vụ thu tóm công ty bởi một công ty khác, rồi họ có thể sẽ thay thế ban giám đốc công ty và duy trì giá trị cho cổ đông thông qua một sự thay đổi chính sách triệt để.

Kiểm tra khái niệm 14.4

Bạn có những thông tin sau đây về công ty IBX trong năm 2008 và 2011 (đơn vị tính bằng triệu USD):

	2011	2008
Thu nhập ròng	253,7	239,0
Thu nhập trước thuế	411,9	375,6
EBIT	517,6	403,1
Tài sản bình quân	4857,9	3459,7
Doanh thu	6679,3	4537,0
Vốn sở hữu của cổ đông	2233,3	2347,3

Xu hướng của ROE của công ty IBX là như thế nào, và bạn giải thích xu hướng này như thế nào trên phương diện gánh nặng thuế, biên lợi nhuận, vòng quay, và đòn bẩy tài chính?

14.7 Các vấn đề về tính tương thích

Phân tích báo cáo tài chính mang đến cho ta nhiều vũ khí đạn dược hữu hiệu để đánh giá kết quả hoạt động và triển vọng tương lai của một công ty. Nhưng so sánh kết quả tài chính của các công ty khác nhau thì không đơn giản. Có nhiều phương thức có thể chấp nhận để trình bày các khoản mục doanh thu và chi phí khác nhau căn cứ theo Các nguyên tắc kế toán được chấp nhận chung (GAAP). Điều này có nghĩa là hai công ty khác nhau có thể có thu nhập kinh tế hệt nhau nhưng có thu nhập kế toán hết sức khác nhau.

Hơn nữa, việc lý giải kết quả hoạt động của một công ty theo thời gian lại càng phức tạp khi lạm phát làm biến dạng những số đo bằng tiền. Các vấn đề về tính tương thích đặc biệt sâu sắc trong trường hợp này vì tác động của lạm phát đối với các kết quả báo cáo thường phụ thuộc vào phương pháp cụ thể mà công ty áp dụng để hạch toán hàng tồn kho và khấu hao. Nhà phân tích chứng khoán phải hiệu chỉnh thu nhập và các tỷ số tài chính về một tiêu chuẩn thống nhất trước khi cố gắng so sánh các kết quả tài chính giữa các công ty và theo thời gian.

Các vấn đề về tính tương thích cũng có thể phát sinh do tính linh hoạt của các hướng dẫn GAAP trong việc hạch toán hàng tồn kho và khấu hao và trong việc điều chỉnh ảnh hưởng của lạm phát. Các nguồn tiềm năng quan trọng khác gây ra tình trạng không tương thích bao gồm việc vốn hóa chi phí thuê và các chi phí khác, việc hạch toán chi phí hưu trí, và các khoản dự phòng dự trữ.

Đánh giá hàng tồn kho

Có hai phương pháp được sử dụng phổ biến để hạch toán hàng tồn kho: **LIFO** (last in first out: vào sau ra trước) và **FIFO** (first in first out: vào trước ra trước). Ta có thể giải thích sự khác biệt thông qua một ví dụ bằng số.

LIFO là phương pháp hạch toán vào sau ra trước để đánh giá hàng tồn kho.

FIFO là phương pháp hạch toán vào trước ra trước để đánh giá hàng tồn kho.

Giả sử công ty Generic Products, Inc. (GPI) có hàng tồn kho không đổi là 1 triệu đơn vị hàng hóa chung. Hàng tồn kho được xoay vòng mỗi năm một lần, có nghĩa là vòng quay hàng tồn kho (hay tỷ số giá vốn hàng bán trên hàng tồn kho) bằng 1.

Hệ thống LIFO qui định việc đánh giá một triệu đơn vị hàng sử dụng hết trong năm theo chi phí sản xuất hiện hành, cho nên những hàng hóa sản xuất sau cùng được xem là những hàng hóa được bán ra trước tiên. Những hàng hóa này được đánh giá theo chi phí của ngày hôm nay. Hệ thống FIFO giả định rằng những đơn vị hàng hóa được sử dụng hết hay được bán ra là những hàng hóa được đưa vào kho trước tiên, và vì thế hàng hóa bán ra sẽ được hạch toán theo chi phí gốc.

Nếu giá hàng hóa chung đều không đổi ở mức 1 USD chẳng hạn, thì giá trị sổ sách của hàng tồn kho và giá vốn hàng bán đều như nhau, bằng 1 triệu USD trong cả hai hệ thống. Nhưng giả sử giá hàng hóa chung tăng lên thêm 10 phần trăm một đơn vị trong cả năm như một hệ quả của lạm phát.

Phương pháp hạch toán LIFO sẽ dẫn đến giá vốn hàng bán bằng 1,1 triệu USD, trong khi giá trị của 1 triệu đơn vị hàng tồn kho trên bảng cân đối kế toán cuối năm vẫn là 1 triệu USD. Giá trị hàng tồn kho được cho trong bảng cân đối kế toán là chi phí của những hàng hóa vẫn còn nằm trong kho. Theo phương pháp LIFO, người ta giả định những hàng hóa sau cùng sản xuất ra được bán theo giá hiện hành là 1,10 USD, những hàng hóa còn lại trong kho là những hàng hóa đã được sản xuất trước đó với chi phí chỉ có 1 USD. Bạn có thể thấy rằng, cho dù LIFO hạch toán chính xác số đo giá vốn của những hàng hóa được bán ra ngày hôm nay, nhưng phương pháp này thể hiện quá thấp giá trị hiện hành của hàng tồn kho còn lại trong một môi trường lạm phát.

Trái lại, theo phương pháp hạch toán FIFO, giá vốn hàng bán sẽ là 1 triệu USD, và giá trị hàng tồn kho trong bảng cân đối kế toán cuối năm là 1,1 triệu USD. Kết quả là: công ty hạch toán theo phương pháp LIFO sẽ có lợi nhuận báo cáo thấp hơn và giá trị hàng tồn kho trong bảng cân đối kế toán cũng thấp hơn so với công ty hạch toán theo FIFO.

LIFO được ưa chuộng hơn so với FIFO khi tính thu nhập kinh tế (nghĩa là ngân lưu bền vững thực), vì phương pháp này sử dụng mức giá cập nhật để đánh giá giá vốn hàng bán. Tuy nhiên, hạch toán theo LIFO dẫn đến sự biến dạng bảng cân đối kế toán khi phương pháp này đánh giá đầu tư vào hàng tồn kho theo chi phí gốc. Cách làm này dẫn đến sự thiên lệch hướng lên trong ROE vì cơ sở vốn đầu tư mà ta dùng để tính suất sinh lợi đã được định giá quá thấp.

Khấu hao

Một nguồn khác gây ra vấn đề tương thích là việc đo lường khấu hao, vốn là một yếu tố then chốt trong việc tính thu nhập thực tế. Các số đo kế toán và kinh tế của khấu hao có thể khác nhau đáng kể. Căn cứ theo định nghĩa *kinh tế*, khấu hao là giá trị ngân lưu hoạt động của công ty mà phải được tái đầu tư vào công ty để duy trì ngân lưu thực ở mức độ hiện hành.

Số đo *kế toán* lại rất khác. Khấu hao kế toán là một phần của nguyên giá của một tài sản được phân bổ cho từng kỳ kế toán trong suốt thời gian sử dụng tài sản được ấn định một cách tùy chọn. Đây là con số thể hiện trong các báo cáo tài chính.

Ví dụ, giả sử một công ty mua máy móc với thời gian sử dụng kinh tế là 20 năm và giá mua là 100.000 USD/máy. Tuy nhiên, trong báo cáo tài chính, công ty có thể khấu hao máy móc trong thời gian sử dụng 10 năm theo phương pháp khấu hao đường thẳng, với giá trị khấu hao là 10.000 USD/năm. Như vậy, sau 10 năm, cỗ máy sẽ được khấu hao hết trên sổ sách, cho dù nó vẫn là một tài sản sản xuất mà không cần phải thay thế trong vòng 10 năm nữa.

Khi tính thu nhập kế toán, công ty sẽ ước lượng quá cao khấu hao trong 10 năm đầu tiên của thời gian sử dụng kinh tế của cỗ máy và sẽ ước lượng quá thấp chi phí khấu hao này trong 10 sau. Điều này sẽ dẫn đến việc tính quá thấp thu nhập báo cáo so với thu nhập kinh tế trong 10 năm đầu tiên và tính quá cao thu nhập báo cáo so với thu nhập kinh tế trong 10 năm sau.

Tình trạng không tương thích khấu hao làm vấn đề thêm phức tạp. Vì mục đích thuế, công ty có thể sử dụng các phương pháp khấu hao khác nhau thay cho các mục đích báo cáo khác nhau. Hầu hết các công ty sử dụng phương pháp khấu hao gia tốc cho mục đích thuế, và sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng trong các báo cáo tài chính công bố. Cũng có sự khác nhau giữa các công ty về các giá trị ước lượng thời gian khấu hao của nhà xưởng máy móc thiết bị và các tài sản có thể khấu hao khác.

Một điểm phức tạp khác phát sinh do lạm phát. Vì khấu hao thông thường dựa vào chi phí lịch sử chứ không dựa vào chi phí thay thế tài sản hiện tại, nên khấu hao đo lường trong những thời kỳ lạm phát sẽ thể hiện quá thấp so với chi phí thay thế, và thu nhập kinh tế *thực* (ngân lưu bền vững) tương ứng cũng được thể hiện quá cao.

Ví dụ, giả sử Generic Products Inc. có một cỗ máy có thời gian sử dụng ba năm được mua với chi phí ban đầu là 3 triệu USD. Khấu hao đường thẳng hàng năm là 1 triệu USD, bất kể điều gì xảy ra cho chi phí thay thế cỗ máy. Giả sử lạm phát trong năm đầu tiên hóa ra là 10 phần trăm. Khi đó, chi phí khấu hao thực hàng năm là 1,1 triệu USD tính theo giá trị thực, trong khi khấu hao đo lường theo thông lệ được cố định ở mức 1 triệu USD một năm. Do đó, thu nhập kế toán sẽ thể hiện quá cao thu nhập kinh tế *thực*.

Lạm phát và chi phí lãi vay

Trong khi lạm phát có thể làm biến dạng việc đo lường chi phí hàng tồn kho và khấu hao của công ty, lạm phát có lẽ còn có ảnh hưởng lớn hơn đối với việc tính toán chi phí lãi vay *thực*. Lãi suất danh nghĩa bao gồm một khoản phí đền bù rủi ro lạm phát để bù đắp cho người vay về sự xói mòn giá trị thực của vốn do lạm phát gây ra. Do đó, nhìn từ góc độ người vay và người cho vay, một phần của chi phí lãi xác định theo thông lệ sẽ được nhận định một cách đúng đắn là hoàn trả vốn gốc.

Ví dụ 14.5 Lạm phát và thu nhập thực

Giả sử công ty Generic Products có nợ đang lưu hành với mệnh giá 10 triệu USD và lãi suất 10 phần trăm một năm. Chi phí lãi theo cách tính thông thường là 1 triệu USD một năm. Tuy nhiên, giả sử lạm phát trong năm là 6 phần trăm, cho nên lãi suất thực là 4 phần trăm. Khi đó, trong số tiền 1 triệu USD được xem là chi phí lãi trên báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, khoản tiền 0,6 triệu thật ra là phí đền bù lạm phát, hay đền bù cho việc giảm giá trị thực của

vốn gốc 10 triệu USD; chỉ có 0,4 triệu USD là chi phí lãi vay *thực*. Ta có thể suy nghĩ về khoản giảm 0,6 triệu USD sức mua của vốn gốc như việc hoàn trả vốn gốc, chứ không phải lãi vay. Do đó, thu nhập thực của công ty đã được thể hiện thấp hơn giá trị thực 0,6 triệu USD.

Việc đo lường không đúng chi phí lãi vay thực có nghĩa là lạm phát dẫn đến sự ước lượng quá thấp thu nhập thực. Do đó, ảnh hưởng của lạm phát đối với giá trị hàng tồn kho và khấu hao báo cáo mà ta đã thảo luận phát huy tác dụng theo chiều ngược lại.

Kiểm tra khái niệm 14.5

Trong một thời kỳ lạm phát nhanh, hai công ty ABC và XYZ có cùng thu nhập *báo cáo*. ABC sử dụng phương pháp hạch toán hàng tồn kho LIFO, có tài sản có thể khấu hao tương đối ít hơn, và có nhiều nợ hơn công ty XYZ. Công ty XYZ sử dụng phương pháp hạch toán hàng tồn kho FIFO. Công ty nào có thu nhập *thực* cao hơn, và tại sao?

Hạch toán giá trị hợp lý

Có nhiều tài sản và nghĩa vụ nợ lớn mà người ta không thể dễ dàng quan sát được giá trị của chúng. Ví dụ, ta không thể dễ dàng xác định giá trị của các quyền chọn mua cổ phiếu của người lao động, phúc lợi y tế dành cho người lao động về hưu, hay nhà xưởng và nhiều loại bất động sản khác. Gần đây hơn, ngay cả giá trị của chứng khoán tài chính như các hợp đồng nợ thế chấp bất động sản dưới chuẩn và các hợp đồng phái sinh được đảm bảo bằng tập hợp nợ thế chấp bất động sản này đã trở nên đáng ngờ khi việc giao dịch các công cụ này bị khô cạn. Không có các thị trường vận hành hoàn hảo, việc ước lượng giá trị thị trường (ít được quan sát thấy) có xu hướng bị sai sót đáng kể. Trong khi tình trạng tài chính thực tế của một công ty có thể phụ thuộc nghiêm ngặt vào các giá trị này, vốn có thể dao động mạnh theo thời gian, cách thực hành phổ biến là định giá theo chi phí lịch sử. Những người đề xướng việc **hạch toán giá trị hợp lý** hay còn gọi là **hạch toán điều chỉnh theo thị trường**, lập luận rằng các báo cáo tài chính sẽ trình bày một bức tranh thực tế hơn về công ty nếu các báo cáo đó phản ánh giá trị thị trường hiện hành của tất cả các tài sản và nghĩa vụ nợ.

Hạch toán giá trị hợp lý hay **hạch toán điều chỉnh theo thị trường**, là sử dụng giá trị thị trường hiện hành thay cho chi phí lịch sử trong các báo cáo tài chính của công ty.

Báo cáo số 157 của Ủy ban tiêu chuẩn kế toán tài chính (FASB) xếp các loại tài sản vào một trong ba ‘gió’. Tài sản loại 1 được giao dịch trên các thị trường năng động và do đó sẽ được đánh giá theo giá thị trường. Tài sản loại 2 không được giao dịch năng động nhưng giá trị của chúng vẫn có thể ước lượng thông qua sử dụng số liệu thị trường có thể quan sát được hay các tài sản tương tự. Tài sản loại 3 chỉ có thể được đánh giá với những yếu tố đầu vào khó quan sát được. Các tài sản loại 2 và loại 3 có thể được đánh giá thông qua sử dụng các mô hình định giá tài sản, ví dụ như dựa vào giá lý thuyết suy ra từ một mô hình điện toán. Thay vì điều chỉnh theo thị trường, các giá trị này thường được gọi là ‘điều chỉnh theo mô hình’, cho dù chúng thường bị gọi một cách miệt thị là giá trị ‘điều chỉnh theo tưởng tượng’, vì các giá trị ước lượng cũng có xu hướng bị thao túng bởi việc sử dụng sáng tạo các yếu tố đầu vào của mô hình.

Những người chỉ trích việc hạch toán giá trị hợp lý lập luận rằng nó dựa quá nhiều vào các giá trị ước lượng. Các giá trị ước lượng này có tiềm năng mang lại độ nhiễu đáng kể trong các tài khoản công ty và có thể dẫn đến sự biến thiên lợi nhuận lớn khi những biến động trong việc định giá lại tài sản được công nhận. Thậm chí tệ hơn, việc định giá chủ quan có thể mang lại cho các giám

độc một công cụ đầy cảm dỗ để thao túng thu nhập hay thao túng tình hình tài chính công ty khi có dịp. Ví dụ, Bergstresser, Desai và Rauth (2006) nhận thấy rằng các công ty đưa ra những giả định tích cực hơn về sinh lợi từ các kế hoạch phúc lợi hưu trí xác định (qua đó làm hạ thấp hiện giá tính toán của các nghĩa vụ nợ hưu trí) trong những thời kỳ mà các giám đốc tích cực thực hiện các quyền chọn mua cổ phiếu của họ.

Một cuộc tranh luận đầy bất đồng về việc thực hiện hạch toán giá trị hợp lý cho những tổ chức tài chính đang bị trục trặc đã nổ ra vào năm 2008. Một số người cảm thấy rằng việc hạch toán điều chỉnh theo thị trường làm tồi tệ hơn tình trạng tan chảy tài chính; những người khác cho rằng việc không điều chỉnh theo thị trường sẽ tương đương với việc cố tình làm ngơ trước thực tế và chối bỏ trách nhiệm giải quyết vấn đề ở những ngân hàng đã mất hay gần mất khả năng chi trả. Hợp dưới đây thảo luận về cuộc tranh luận này.

Trên thương trường

Hạch toán điều chỉnh theo thị trường: biện pháp cứu chữa hay chính là căn bệnh?

Khi các ngân hàng và các tổ chức khác nắm giữ các chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản đánh giá lại danh mục đầu tư của họ trong năm 2008, của cải ròng của họ giảm sút theo giá trị của các chứng khoán này. Tình trạng thua lỗ đối với các chứng khoán này vốn đã đủ đau thương rồi, vậy mà thêm vào đó, những khoản lỗ này còn dẫn đến phản ứng dây chuyền làm tăng thêm nỗi thống khổ của các ngân hàng. Ví dụ, theo qui định, các ngân hàng phải duy trì đủ mức vốn so với tài sản. Nếu dự trữ vốn giảm, ngân hàng buộc phải thu hẹp danh mục cho vay cho tới khi nào mức vốn còn lại trở nên đủ so với cơ sở tài sản. Nhưng việc thu hẹp danh mục này buộc ngân hàng phải cắt giảm cho vay, làm hạn chế sự tiếp cận tín dụng của khách hàng. Ngân hàng cũng có thể buộc phải bán ra một phần tài sản, và nếu cùng một lúc có nhiều ngân hàng ra sức thu hẹp danh mục cho vay, làn sóng bán tháo có thể gây sức ép hơn nữa lên giá cả, dẫn đến giảm giá tài sản và giảm vốn trong một chu kỳ tự tiếp sức. Do đó, những người chỉ trích việc hạch toán điều chỉnh theo thị trường kết luận rằng việc này càng làm trầm trọng thêm những trục trặc của nền kinh tế vốn đang quay cuồng.

Những người ủng hộ hạch toán theo giá trị hợp lý (điều chỉnh theo thị trường) cho rằng những người chỉ trích bị nhầm lẫn giữa thông điệp và người truyền tải thông điệp. Việc hạch toán điều chỉnh theo thị trường làm công khai minh bạch những khoản lỗ đã phát sinh, chứ không phải gây ra những khoản lỗ này. Nhưng những người chỉ trích bắt bẻ lại rằng khi các thị trường đang loạn choạng, giá thị trường có thể không đáng tin cậy. Nếu hoạt động giao dịch nói chung bị đổ vỡ, và tài sản chỉ có thể được bán với giá bán tổng bán tháo, thì những mức giá này không còn là chỉ báo của giá trị cơ bản nữa. Các thị trường không thể hiện quả được nếu thị trường thậm chí còn không vận hành. Trong cơn hỗn loạn xung quanh các khoản vay thế chấp bất động sản vỡ nợ đè nặng lên danh mục đầu tư của các ngân hàng, một trong những đề xuất của Henry Paulson, Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ lúc bấy giờ, là chính phủ sẽ mua lại những tài sản xấu với giá ‘được giữ cho đến lúc đáo hạn’ dựa vào ước lượng giá trị nội tại trên một thị trường vận hành bình thường. Các biến thể của đề xuất này vẫn còn đang được xem xét. Với tinh thần này, vào tháng 4-2009, FASB cho phép các công ty tài chính được trì hoãn việc điều chỉnh giảm giá những tài sản xem ra chỉ bị ‘suy yếu tạm thời’.

Có lẽ cách tốt nhất để xem xét việc miễn áp dụng qui định điều chỉnh giảm giá trị theo thị trường là như sự khoan dung của luật pháp sau một lớp màn che mỏng. Các cơ quan quản lý biết rằng thua lỗ đã phát sinh và cơ sở vốn đã bị tổn hại. Nhưng thông qua cho phép các doanh nghiệp hạch toán các tài sản trên sổ sách theo giá trị mô hình thay vì theo giá trị thị

trường, tác động không dễ chịu của sự kiện này đối với tình trạng đủ vốn có thể được bỏ qua một cách lịch sự trong một thời gian. Thậm chí như vậy, nếu mục tiêu là tránh tình trạng bán tổng bán tháo trên một thị trường biến dạng, thì tính minh bạch vẫn là chính sách tốt nhất. Tốt hơn ta nên công nhận thua lỗ và công khai sửa đổi các qui định về vốn để giúp các tổ chức tài chính phục hồi nền tảng trong một nền kinh tế đang gặp khó khăn, còn hơn là xử lý tình trạng thua lỗ bằng cách nhắm mắt làm ngơ. Suy cho cùng, tại sao phải mất công lập các bảng báo cáo tài chính làm gì nếu như các báo cáo ấy được phép che dấu tình hình thực tế của doanh nghiệp?

Trước khi từ bỏ việc hạch toán theo giá trị hợp lý, người ta nên thận trọng xem xét lại phương án. Việc hạch toán theo giá trị lịch sử truyền thống, sẽ cho phép doanh nghiệp hạch toán tài sản trên sổ sách theo giá trị mua vào ban đầu, lại càng không nên được kiến nghị. Cách hạch toán này sẽ làm cho các nhà đầu tư không có một cảm nhận chính xác gì về tình hình của các tổ chức tài chính đang lung lay, và cũng vì lẽ đó, làm nhẹ đi áp lực buộc các tổ chức này phải chấn chỉnh lại. Chắc chắn việc xử lý thua lỗ trước tiên là phải công nhận tình trạng thua lỗ đó.

Chất lượng thu nhập và thông lệ kế toán

Nhiều công ty chọn các phương pháp hạch toán để trình bày các báo cáo tài chính của họ dưới ánh sáng tốt nhất khả dĩ. Các phương án chọn lựa khác nhau của công ty có thể dẫn đến những vấn đề về tính tương thích mà chúng ta đã thảo luận. Như một hệ quả, các báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của các công ty khác nhau có thể là sự trình bày ít hoặc nhiều lạc quan hơn về ‘thu nhập kinh tế’ thực tế - ngân lưu bền vững để có thể chi trả cho các cổ đông mà không làm tổn hại đến năng lực sản xuất của công ty. Các nhà phân tích thường đánh giá **chất lượng thu nhập** báo cáo của công ty. Khái niệm này liên quan đến quan điểm hiện thực và quan điểm thận trọng của số liệu thu nhập, hay nói cách khác, liên quan đến mức độ mà ta kỳ vọng mức thu nhập sẽ được duy trì bền vững.

Ví dụ về các phương pháp hạch toán ảnh hưởng đến chất lượng thu nhập là:

- *Dự phòng nợ xấu:* Hầu hết các doanh nghiệp bán hàng hóa thông qua sử dụng tín dụng thương mại và phải thực hiện việc dự phòng nợ xấu. Mức dự phòng nợ xấu thấp một cách phi thực tế sẽ làm giảm chất lượng thu nhập báo cáo. Hãy tìm kiếm số đo thời gian thu tiền bình quân tăng dần đối với các khoản phải thu để làm bằng chứng cho những vấn đề trực tiếp tiềm ẩn đối với việc thu tiền tương lai.
- *Những khoản mục không tái diễn:* Một số khoản mục ảnh hưởng đến thu nhập được dự kiến sẽ không tái diễn thường xuyên. Những khoản mục này bao gồm bán tài sản, ảnh hưởng của thay đổi phương pháp hạch toán, ảnh hưởng của biến động tỷ giá hối đoái, hay thu nhập đầu tư bất thường. Ví dụ, năm 2003, vốn là một năm vô cùng thành công của sinh lợi vốn chủ sở hữu, một số công ty tận hưởng sinh lợi đầu tư lớn đối với chứng khoán nắm giữ. Sinh lợi này góp phần cho thu nhập năm đó, nhưng dự kiến sẽ không lặp lại thường xuyên và nên được xem như một cấu phần ‘chất lượng thấp’ của thu nhập. Những lợi tức tương tự trong các kế hoạch lương hưu công ty cũng có thể tạo ra sự đóng góp to lớn nhưng chỉ một lần đối với thu nhập báo cáo.
- *Điều hoà thu nhập:* Năm 2003, Freddie Mac là đối tượng của một vụ bê bối kế toán lớn, phơi bày sự kiện là công ty có những khoản nợ thế chấp bất động sản được phân loại không phù hợp trong danh mục đầu tư với nỗ lực *làm giảm* thu nhập hiện hành. Tương tự, trong thập niên 90, công ty W. R. Grace quyết định bù trừ cho thu nhập cao ở một trong các chi nhánh công ty bằng cách dành riêng những khoản dự trữ dư thừa. Tại sao các công ty này thực hiện những hành động như vậy? Bởi vì về sau, nếu thu nhập trở nên

thấp hơn, họ có thể làm tăng thu nhập bằng cách đảo ngược các giao dịch này, và qua đó tạo ra bề ngoài là công ty có tăng trưởng thu nhập đều đặn. Phố Wall thích những công ty có tăng trưởng thu nhập mạnh và đều đặn, nhưng những công ty này lên kế hoạch đạt được sự tăng trưởng đó một cách giả tạo, thông qua quản lý điều hoà thu nhập.

- **Hạch toán doanh thu:** Theo Các thông lệ kế toán được chấp nhận chung (GAAP), một công ty được phép hạch toán doanh thu trước khi việc thanh toán diễn ra. Đó là lý do khiến các công ty có tài khoản khoản phải thu. Nhưng đôi khi cũng thật khó biết hạch toán doanh thu vào lúc nào. Ví dụ, giả sử một công ty máy tính ký kết một hợp đồng cung ứng sản phẩm và dịch vụ trong thời gian năm năm. Doanh thu sẽ được hạch toán ngay lập tức hay sẽ được chia đều cho năm năm? Một dạng cực đoan của vấn đề này được gọi là ‘channel stuffing’, trong đó công ty ‘bán’ những lượng lớn hàng hóa cho khách hàng, nhưng cho họ quyền sau này được từ chối giao hàng hay trả lại hàng. Doanh thu ‘bán hàng’ này được hạch toán ngay bây giờ nhưng giá trị hàng trả lại sẽ không được hạch toán cho đến khi nào phát sinh (trong kỳ kế toán tương lai). Căn cứ theo Ủy ban Chứng khoán và thị trường (SEC), công ty Sunbeam nộp hồ sơ phá sản vào năm 2001 đã tạo ra 60 triệu USD lợi nhuận gian lận vào năm 1999 bằng cách sử dụng kỹ thuật này. Nếu bạn thấy khoản phải thu tăng lên nhanh hơn nhiều so với doanh thu, hay chiếm tỷ lệ phần trăm lớn hơn trong tổng tài sản, bạn hãy lưu ý đến cách thực hành này. Ứng với sự tự do hành động mà các doanh nghiệp có được về cách thức hạch toán doanh thu, nhiều nhà phân tích quyết định tập trung vào ngân lưu (thay cho số liệu doanh thu và lợi nhuận) vốn khó thao túng hơn đối với công ty.
- **Các tài sản và nghĩa vụ nợ ngoài bảng:** Giả sử một công ty bảo lãnh cho nợ đang lưu hành của một công ty khác, có thể là một công ty mà trong đó công ty bảo lãnh có vốn chủ sở hữu. Nghĩa vụ này phải được cáo bạch như một *nghĩa vụ nợ phát sinh*, vì nó đòi hỏi phải được thanh toán vào một lúc nào đó. Nhưng các nghĩa vụ nợ này không chắc được báo cáo như một phần nợ đang lưu hành của công ty. Tương tự, các hợp đồng thuê tài chính có thể được sử dụng để quản lý các tài sản và nghĩa vụ nợ ngoài bảng cân đối kế toán. Ví dụ, các hãng hàng không thể nào mà không thể hiện giá trị máy bay trên bảng cân đối kế toán nhưng có các hợp đồng thuê dài hạn như vậy gần như tương đương với việc sở hữu được tài trợ bằng nợ. Tuy nhiên, nếu các hợp đồng thuê được hạch toán như thuê hoạt động chứ không phải thuê tài chính, thì chúng có thể chỉ xuất hiện như những chú thích ở cuối trang của các báo cáo tài chính mà thôi.

Các qui ước kế toán quốc tế

Các ví dụ nêu trên minh họa cho một vài vấn đề mà các nhà phân tích có thể gặp phải khi cố gắng giải thích số liệu tài chính. Thậm chí còn có những vấn đề lớn hơn phát sinh trong việc lý giải báo cáo tài chính của các công ty nước ngoài. Điều này là do các công ty này không tuân theo hướng dẫn của GAAP. Thông lệ kế toán mỗi nước mỗi khác nhau không nhiều thì ít so với các tiêu chuẩn kế toán Mỹ. Dưới đây là một vài vấn đề chính mà bạn nên ý thức khi sử dụng báo cáo tài chính của các công ty nước ngoài.

Thông lệ dự phòng: Nhiều nước cho phép các công ty trích lập quỹ dự phòng cho những phát sinh tương lai với sự tùy ý nhiều hơn đáng kể so với thông thường ở Hoa Kỳ. Vì việc tăng quỹ dự phòng dẫn đến sự thay đổi giảm thu nhập, nên thu nhập báo cáo phụ thuộc vào sự tùy ý quản lý nhiều hơn so với ở Hoa Kỳ.

Khấu hao: Ở Hoa Kỳ, các công ty thường lập các hệ thống tài khoản khác nhau vì mục đích thuế và mục đích báo cáo. Ví dụ, khấu hao gia tốc được sử dụng vì mục đích thuế, trong khi khấu hao đường thẳng được sử dụng cho mục đích báo cáo. Trái lại, hầu hết các nước khác không cho

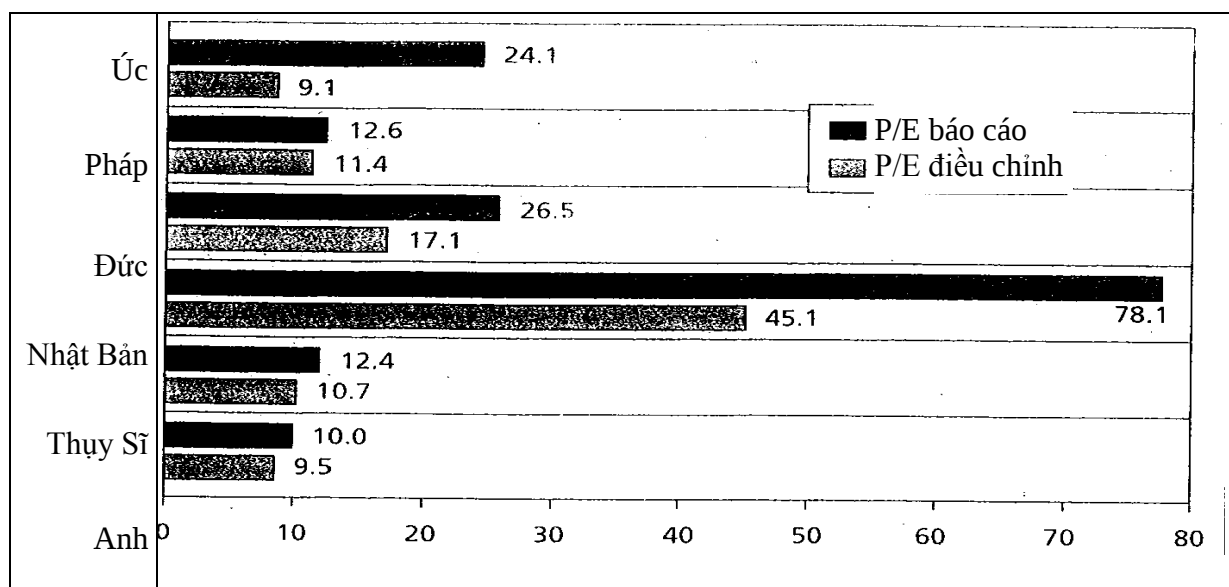
phép lập hai hệ thống tài khoản như vậy, và hầu hết các công ty ở các nước ngoài sử dụng khấu hao gia tốc để tối thiểu hoá thuế bất chấp sự kiện là điều đó dẫn đến thu nhập báo cáo thấp hơn. Điều này làm cho thu nhập báo cáo của các công ty nước ngoài thấp hơn so với lẽ ra có thể báo cáo nếu công ty tuân theo thông lệ Hoa Kỳ.

Tài sản vô hình: Việc xử lý tài sản vô hình cũng có thể rất khác nhau. Tài sản vô hình được hạch toán khấu trừ (như khấu hao tài sản cố định) hay là hạch toán như chi phí? Nếu hạch toán khấu trừ, thì trong thời gian bao lâu? Những vấn đề này có thể có tác động lớn đối với lợi nhuận báo cáo.

Ảnh hưởng của thông lệ thực hành khác nhau ở các nước có thể đáng kể. Hình 14.2 so sánh tỷ số P/E bình quân của một vài quốc gia như được báo cáo và được trình bày lại theo một cơ sở chung. Trong khi tỷ số P/E đã thay đổi đáng kể từ khi nghiên cứu này được công bố, các kết quả này cho ta thấy các qui tắc kế toán khác nhau có thể có tác động lớn như thế nào đối với các tỷ số này.

Sự khác biệt về các tiêu chuẩn kế toán quốc tế như thế này đã trở thành vấn đề khi nỗ lực hoà nhập thị trường vốn toàn cầu tiến triển. Ví dụ, nhiều công ty nước ngoài muốn niêm yết cổ phiếu trên Thị trường cổ phiếu New York (NYSE) để dễ dàng khai thông thị trường vốn chủ sở hữu Hoa Kỳ, và NYSE cũng muốn cho các doanh nghiệp này niêm yết. Nhưng Ủy ban chứng khoán và thị trường (SEC) mãi đến gần đây vẫn không cho phép các cổ phiếu này được niêm yết trừ khi các công ty lập báo cáo tài chính phù hợp với các tiêu chuẩn GAAP. Điều này làm hạn chế đáng kể việc niêm yết của các công ty bên ngoài nước Mỹ.

Hình 14.2 Tỷ số giá trên thu nhập báo cáo và tỷ số giá trên thu nhập điều chỉnh



Nguồn: Lawrence S. Speidell và Vinod Bavish. “GAAP Arbitrage: Valuation Opportunities in International Accounting Standards,” *Financial Analysis Journal*, tháng 11, 12-1992, trang 58-66. Bản quyền 1992. Hiệp hội Quản lý và nghiên cứu đầu tư. Trình bày lại và xuất bản lại từ *Financial Analysis Journal* với sự cho phép của Hiệp hội Quản lý và nghiên cứu đầu tư. Bảo lưu bản quyền.

Trái lại, Liên minh châu Âu đã tiến tới xây dựng các tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế chung (IFRS) xuyên suốt châu Âu. IFRS xem ra đang trên đường trở thành các tiêu chuẩn toàn

cầu, thậm chí bên ngoài Liên minh châu Âu. Năm 2008, hơn 100 nước đã áp dụng tiêu chuẩn này, và chính tiêu chuẩn này cũng đang trên đường tiến vào nước Mỹ. Tháng 11-2007, SEC bắt đầu cho phép các công ty nước ngoài phát hành chứng khoán ở Hoa Kỳ nếu các báo cáo tài chính của họ được lập theo tiêu chuẩn IFRS. SEC lưu ý rằng mục tiêu của phán quyết mới của họ là khuyến khích sự phát triển IFRS như một tiêu chuẩn toàn cầu đồng nhất để nâng cao tính minh bạch và tương thích. Năm 2008, SEC thậm chí còn tiến xa hơn khi đề xuất cho phép các công ty đa quốc gia Hoa Kỳ lớn báo cáo thu nhập theo tiêu chuẩn IFRS thay cho GAAP bắt đầu vào năm 2010, với tất cả các công ty Hoa Kỳ sẽ áp dụng theo vào năm 2014.

Tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế là một hệ thống qui tắc kế toán dựa vào các nguyên tắc được áp dụng bởi khoảng 100 nước trên thế giới bao gồm Liên minh châu Âu.

Sự khác biệt lớn giữa IFRS và GAAP liên quan đến các tiêu chuẩn dựa vào ‘nguyên tắc’ so với dựa vào ‘qui tắc’. Các qui tắc của Hoa Kỳ thì chi tiết, công khai, và dài dòng. Các qui tắc của châu Âu thì linh hoạt hơn, nhưng các công ty phải chuẩn bị sẵn sàng để chứng minh rằng họ phù hợp với các nguyên tắc chung nhằm bảo đảm rằng các tài khoản tài chính phản ánh trung thực tình hình thực sự của doanh nghiệp.

14.8 Đầu tư giá trị: Kỹ thuật Graham

Không một phân tích chứng khoán cơ bản nào hoàn tất nếu không thảo luận về ý tưởng của Benjamin Graham, người có ảnh hưởng lớn nhất trong lĩnh vực đầu tư. Mãi cho đến sự tiến hoá lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại vào nửa sau thế kỷ 20, Graham là nhà tư tưởng, tác giả, và là nhà giáo quan trọng nhất trong lĩnh vực phân tích đầu tư. Ảnh hưởng của ông đối với giới chuyên môn đầu tư vẫn rất mạnh.

Kiệt tác của Graham là tác phẩm *Phân tích chứng khoán*, được viết với giáo sư Columbia David Dodd vào năm 1934. Thông điệp của tác phẩm này cũng tương tự như những ý tưởng trình bày trong chương này. Graham tin rằng việc phân tích cẩn thận các báo cáo tài chính của doanh nghiệp có thể tìm ra những cổ phiếu được định giá hơi. Qua nhiều năm, ông đã triển khai nhiều qui tắc khác nhau xác định các tỷ số tài chính quan trọng nhất và các giá trị tới hạn để phán đoán một cổ phiếu có được định giá quá thấp hay không. Thông qua nhiều lần xuất bản, quyển sách của ông có ảnh hưởng sâu sắc đối với giới chuyên môn đầu tư. Quyển sách có ảnh hưởng và thành công đến mức trên thực tế, việc áp dụng sâu rộng các kỹ thuật của Graham đã dẫn đến sự triệt tiêu chính những cổ phiếu định giá hơi mà các kỹ thuật này vốn được thiết kế để nhận diện.

Trong một hội thảo năm 1976, Graham từng nói:⁶

Tôi không còn là người ủng hộ các kỹ thuật phân tích chứng khoán chi tiết nhằm tìm ra những cơ hội giá trị ưu việt nữa. Đây là một hành động được đền đáp bốn mươi năm trước đây, khi quyển sách ‘Graham và Dodd’ lần đầu tiên được xuất bản, nhưng tình hình đã thay đổi nhiều kể từ khi ấy. Trong những ngày xa xưa, bất kỳ nhà phân tích chứng khoán được đào tạo bài bản nào cũng có thể làm một công việc chuyên môn tốt để chọn những cổ phiếu được định giá quá thấp thông qua các nghiên cứu chi tiết, nhưng dưới ánh sáng khối lượng công việc nghiên cứu khổng lồ hiện đang được thực hiện, tôi nghi ngờ liệu trong hầu hết các trường hợp, những nỗ lực to lớn đó có tạo ra những bộ sưu tập đủ ưu việt để thuyết minh cho chi phí của nó hay không. Trong chừng

⁶ Như được trích dẫn bởi John Train trong tác phẩm *Money Master* (New York, Harper & Row, Publishers, Inc., 1987)

mức rất hạn chế đó, tôi đứng về phía trường phái ‘thị trường hiệu quả’ nói chung đang được chấp nhận bởi các nhà chuyên môn hiện nay.

Tuy nhiên, cũng trong hội thảo đó, Graham đề xuất một cách tiếp cận đơn giản để nhận diện những cổ phiếu được định giá hời:

Kỹ thuật đầu tiên của tôi thì hạn chế hơn và chỉ giới hạn trong phạm vi mua những cổ phiếu phổ thông có giá thị trường thấp hơn giá trị vốn lưu động, hay giá trị tài sản hiện hành ròng, không đặt nặng về nhà xưởng và các tài sản cố định khác, và khấu trừ toàn bộ các nghĩa vụ nợ từ tài sản hiện hành. Chúng tôi sử dụng phương pháp này phổ biến trong việc quản lý các quỹ đầu tư, và trong thời gian hơn 30 năm chúng tôi đã có thu nhập bình quân khoảng 20 phần trăm một năm từ nguồn này. Tuy nhiên, trong một thời gian từ nửa sau thập niên 50, loại cơ hội mua này trở nên rất khan hiếm do thị trường đầu cơ giá lên. Nhưng cơ hội này đã quay lại với số lượng nhiều từ thời kỳ suy giảm 1973-74. Vào tháng 1-1976, chúng tôi đếm được hơn 100 cổ phiếu như vậy trong tài liệu *Stock Guide (Hướng dẫn cổ phiếu)* của Standard & Poor’s – khoảng 10 phần trăm trong tổng số. Tôi xem đây là một phương pháp đầu tư hệ thống hết sức đơn giản và dễ dàng – một lần nữa, không phải trên cơ sở các kết quả riêng lẻ mà theo kết quả nhóm có thể kỳ vọng.

Có hai nguồn thông tin thuận tiện đối với những người quan tâm thử nghiệm kỹ thuật của Graham. Cả *Outlook* và *The Value Line Investment Survey* của Standard & Poor’s đều có danh mục những cổ phiếu đang bán dưới giá trị vốn lưu động ròng.

Tóm tắt

- Tiêu điểm chính của nhà phân tích chứng khoán là thu nhập kinh tế thực của công ty chứ không phải thu nhập báo cáo. Thu nhập kế toán được trình bày trong các báo cáo tài chính có thể là một giá trị ước lượng thiên lệch của thu nhập kinh tế thực, cho dù các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy rằng thu nhập kế toán truyền đạt những thông tin đáng kể về triển vọng của công ty.
- Suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE) của công ty là yếu tố chính xác định tỷ lệ tăng trưởng thu nhập của công ty. ROE chịu ảnh hưởng mạnh của mức độ đòn bẩy tài chính. Sự gia tăng tỷ số nợ/vốn sở hữu chỉ làm tăng ROE và do đó làm tăng tỷ lệ tăng trưởng nếu lãi vay thấp hơn suất sinh lợi trên tài sản của công ty.
- Những công việc phân tích bổ ích đối với nhà phân tích là phân tích thành phần tỷ số ROE của công ty thành tích số của các tỷ số kế toán và phân tích hành vi riêng biệt theo thời gian cũng như giữa các công ty khác nhau trong cùng ngành. Một dạng phân tích thành phần hữu ích là:

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Lợi nhuận trước thuế}} \times \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{EBIT} \times \frac{EBIT}{\text{Doanh số}} \times \frac{\text{Doanh số}}{\text{Tài sản}} \times \frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn sở hữu}}$$

- Các tỷ số kế toán khác cũng phản ánh lợi nhuận và (hoặc) rủi ro của công ty là vòng quay tài sản cố định, vòng quay hàng tồn kho, kỳ thu tiền bình quân, cũng như các hệ số thanh toán hiện hành, hệ số thanh toán nhanh, và hệ số thanh toán lãi vay.
- Ngoài các báo cáo tài chính, hai tỷ số có sử dụng giá thị trường của cổ phiếu phổ thông là tỷ số thị giá trên thu giá, và tỷ số giá trên thu nhập. Các nhà phân tích đôi khi xem giá trị thấp của các tỷ số này như một biên độ an toàn hay như một dấu hiệu cho thấy cổ phiếu đang được định giá hời.
- Một vấn đề lớn trong việc sử dụng số liệu thu được từ các báo cáo tài chính công ty là tính tương thích. Các công ty có nhiều quyền tự do chọn lựa cách tính các khoản mục doanh thu và chi phí khác nhau. Do đó, điều cần thiết đối với nhà phân tích chứng khoán là điều chỉnh thu nhập kế toán và các tỷ số tài chính để thu được một tiêu chuẩn đồng nhất trước khi cố gắng so sánh kết quả tài chính giữa các công ty khác nhau.

- Vấn đề về tính tương thích có thể sâu sắc trong những thời kỳ lạm phát. Lạm phát có thể gây ra biến dạng trong tính toán hàng tồn kho, khấu hao, và chi phí lãi vay.

Các thuật ngữ then chốt

Accounting earnings	Thu nhập kế toán
Acid test ratio	Hệ số thử acid (hệ số thanh toán nhanh)
Average collection period	Kỳ thu tiền bình quân
Balance sheet	Bảng cân đối kế toán
Cash ratio	Hệ số tiền mặt (hệ số thanh toán tiền mặt)
Current ratio	Hệ số thanh toán hiện hành
Days receivable	Số ngày thu tiền bình quân
DuPont system	Phân tích DuPont
Earnings yield	Lợi suất thu nhập
Economic earnings	Thu nhập kinh tế
Economic value added	Giá trị gia tăng kinh tế
Fair value accounting	Hạch toán giá trị hợp lý
FIFO	Vào trước ra trước
Income statement	Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (báo cáo thu nhập)
Interest coverage ratio	Hệ số thanh toán lãi vay
International financial reporting standards	Các tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế
Inventory turnover ratio	Hệ số xoay vòng hàng tồn kho, vòng quay hàng tồn kho
Leverage ratio	Hệ số đòn bẩy
LIFO	Vào sau ra trước
Mark-to-market accounting	Hạch toán điều chỉnh theo thị trường
Market to book value ratio	Tỷ số thị giá trên thư giá
Price-earning ratio	Tỷ số giá trên thu nhập
Profit margin	Biên lợi nhuận
Quality of earnings	Chất lượng thu nhập
Quick ratio	Tỷ số thanh toán nhanh
Residual income	Thu nhập dư
Return on asset	Suất sinh lợi trên tài sản
Return on equity	Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu
Return on sale	Suất sinh lợi trên doanh thu
Statement of cash flows	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ
Times interest earned	Hệ số thanh toán lãi vay
Total asset turnover	Vòng quay tổng tài sản

Bài tập

Cơ bản

- Sử dụng các báo cáo tài chính sau đây của công ty Heifer Sports Inc trong Bảng 14.14 để tìm các tỷ số tài chính của công ty:
 - Vòng quay hàng tồn kho năm 2009.
 - Tỷ số nợ trên vốn sở hữu năm 2009.
 - Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh năm 2009.
 - Kỳ thu tiền bình quân.

- e. Vòng quay tài sản.
- f. Hệ số thanh toán lãi vay.
- g. Biên lợi nhuận hoạt động.
- h. Suất sinh lợi trên vốn sở hữu.
- i. Tỷ số P/E.
- j. Hệ số đòn bẩy kép.
- k. Ngân lưu ròng từ hoạt động kinh doanh.

Bảng 14.14 Báo cáo tài chính công ty Heifer Sports

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh		2009	
Doanh thu		5.500.000	
Giá vốn hàng bán		2.850.000	
Khấu hao		280.000	
Chi phí quản lý và bán hàng		1.500.000	
EBIT		870.000	
Chi phí lãi vay		130.000	
Thu nhập chịu thuế		740.000	
Thuế		330.000	
Thu nhập ròng		410.000	
Bảng cân đối kế toán, cuối năm		2009	2008
Tài sản			
Tiền mặt		50.000	40.000
Khoản phải thu		660.000	690.000
Hàng tồn kho		<u>490.000</u>	<u>480.000</u>
Tổng tài sản hiện hành		1.200.000	1.210.000
Tài sản cố định		<u>3.100.000</u>	<u>2.800.000</u>
Tổng tài sản		<u>4.300.000</u>	<u>4.010.000</u>
Nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông			
Khoản phải trả		340.000	450.000
Nợ ngắn hạn		<u>480.000</u>	<u>550.000</u>
Tổng nghĩa vụ nợ hiện hành		882.000	1.000.000
Trái phiếu dài hạn		<u>2.520.000</u>	<u>2.200.000</u>
Tổng nghĩa vụ nợ		<u>3.340.000</u>	<u>3.200.000</u>
Cổ phiếu phổ thông		310.000	310.000
Thu nhập giữ lại		<u>650.000</u>	<u>500.000</u>
Tổng vốn sở hữu của cổ đông		960.000	810.000
Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông		<u>4.300.000</u>	<u>4.010.000</u>

2. Sử dụng số liệu ngân lưu sau đây của công ty vận tải Rocket Transport để tìm các thông tin sau của công ty:
- a. Ngân lưu ròng hình thành từ hay được sử dụng cho hoạt động đầu tư.
 - b. Ngân lưu ròng hình thành từ hay được sử dụng cho hoạt động tài chính.
 - c. Tăng hay giảm ngân lưu trong năm

Cổ tức tiền mặt	80.000
Mua xe buýt	33.000
Thanh toán lãi vay	25.000
Bán thiết bị cũ	72.000
Mua cổ phiếu	55.000
Thanh toán tiền mặt cho nhà cung cấp	95.000
Thu tiền mặt từ khách hàng	300.000

3. Công ty Crusty Pie chuyên kinh doanh bánh kẹp táo, có suất sinh lợi trên doanh thu cao hơn bình quân ngành, nhưng suất sinh lợi trên tài sản của công ty thì tương tự như bình quân ngành. Bạn có thể giải thích điều này như thế nào?
4. Công ty ABC có biên lợi nhuận trên doanh thu thấp hơn bình quân ngành, nhưng suất sinh lợi trên tài sản lại cao hơn bình quân ngành. Điều này ngụ ý gì về vòng quay tài sản của công ty?
5. Hệ số thanh toán hiện hành một công ty là 2,0. Nếu công ty sử dụng tiền mặt để thanh toán nợ phải trả trong vòng một năm, giao dịch này sẽ làm tăng hay làm giảm hệ số thanh toán hiện hành? Vòng quay tổng tài sản của công ty thì sao?
6. Ngân lưu từ hoạt động đầu tư *không bao gồm*:
 - a. Tiền mặt thanh toán cho các doanh vụ thu tóm tiếp quản công ty.
 - b. Tiền mặt nhận được từ việc bán tài sản cố định.
 - c. Tăng hàng tồn kho do một dòng sản phẩm mới (do nội bộ công ty phát triển).
 - d. Tất cả các hoạt động kể trên.
7. Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh *bao gồm*:
 - a. Tăng hàng tồn kho do các doanh vụ thu tóm tiếp quản công ty.
 - b. Tăng hàng tồn kho do thay đổi tỷ giá hối đoái.
 - c. Thanh toán lãi cho các trái chủ.
 - d. Thanh toán cổ tức cho các cổ đông.

Trung cấp

8. Sử dụng phân tích DuPont và số liệu sau đây để tìm suất sinh lợi trên vốn sở hữu.

○ Hệ số đòn bẩy	2,2
○ Vòng quay tổng tài sản	2,0
○ Biên lợi nhuận ròng	5,5%
○ Tỷ lệ thanh toán cổ tức	31,8%

 Suất sinh lợi trên vốn sở hữu của công ty là bao nhiêu?
9. Một công ty có ROE bằng 3 phần trăm, tỷ số nợ/vốn sở hữu bằng 0,5, thuế suất thu nhập doanh nghiệp 35 phần trăm, và trả lãi suất 6 phần trăm trên vốn vay. Suất sinh lợi trên tài sản hoạt động của công ty là bao nhiêu?
10. Một công ty có hệ số gánh nặng thuế là 0,75, tỷ số đòn bẩy 1,25, hệ số gánh nặng lãi vay 0,6, và suất sinh lợi trên doanh thu 10 phần trăm. Công ty tạo ra 2,40 USD doanh thu trên 1 USD tài sản. ROE của công ty bằng bao nhiêu?
11. Một nhà phân tích thu thập những thông tin sau đây về công ty Meyer Inc.:
 - Meyer có 1000 cổ phần của cổ phiếu ưu đãi lũy kế đang lưu hành, với mệnh giá 100 USD và giá trị thanh lý 110 USD.
 - Meyer có 20.000 cổ phần của cổ phiếu phổ thông đang lưu hành, với mệnh giá 20 USD.
 - Meyer có thu nhập giữ lại vào đầu năm là 5.000.000 USD.
 - Thu nhập ròng trong năm của công ty là 70.000 USD.
 - Năm nay, lần đầu tiên trong lịch sử, Meyer không chi trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi cũng như cổ phiếu phổ thông.
 Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần phổ thông của công ty Meyer là bao nhiêu?

Bài tập CFA

1. Tập đoàn Jones đang tạo ra suất sinh lợi trên vốn sở hữu sau thuế ổn định bất chấp thu nhập hoạt động giảm dần. Giải thích làm thế nào tập đoàn có thể duy trì ROE sau thuế ổn định.
2. Sự kiện nào sau đây giải thích *tốt nhất* cho hiện tượng tỷ số ‘doanh thu ròng trên tài sản cố định ròng bình quân’ *lớn hơn* bình quân ngành?

- a. Công ty bổ sung thêm nhà xưởng máy móc thiết bị trong mấy năm qua.
 - b. Công ty sử dụng tài sản kém hiệu quả hơn những công ty khác.
 - c. Công ty có nhiều nhà xưởng máy móc thiết bị cũ.
 - d. Công ty sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng.
3. Thông tin trong bảng sau đây lấy từ báo cáo tài chính năm 2007 của công ty Quick Brush và công ty Smile White:

Thuyết minh báo cáo tài chính		
	Quick Brush	Smile White
Uy tín thương hiệu	Công ty khấu trừ uy tín thương hiệu trong 20 năm	Công ty khấu trừ uy tín thương hiệu trong 5 năm
Nhà xưởng máy móc thiết bị	Công ty sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng trong thời gian sử dụng kinh tế của tài sản, từ 5 đến 20 năm đối với nhà xưởng	Công ty sử dụng phương pháp khấu hao gia tốc trong thời gian sử dụng kinh tế của tài sản, từ 5 đến 20 năm đối với nhà xưởng
Khoản phải thu	Công ty sử dụng dự phòng nợ xấu 2 phần trăm của khoản phải thu	Công ty sử dụng dự phòng nợ xấu 5 phần trăm của khoản phải thu

Xác định xem công ty nào có chất lượng thu nhập cao hơn bằng cách thảo luận *từng* mục trong 3 mục thuyết minh báo cáo tài chính trên đây.

4. Số liệu ngân lưu của cửa hàng Palomba Pizza trong năm kết thúc vào ngày 31-12-2009 là như sau:

Thanh toán cổ tức bằng tiền mặt	35.000
Mua đất đai	14.000
Thanh toán lãi vay bằng tiền mặt	10.000
Thanh toán lương bằng tiền mặt	45.000
Bán thiết bị	38.000
Mua lại cổ phiếu phổ thông	25.000
Mua thiết bị	30.000
Thanh toán tiền mặt cho nhà cung cấp	85.000
Thu tiền mặt từ khách hàng	250.000
Tiền mặt vào đầu năm	50.000

- a. Lập báo cáo lưu chuyển tiền tệ cho cửa hàng Palomba trong đó trình bày:
 - o Ngân lưu tạo ra từ hoạt động kinh doanh.
 - o Ngân lưu tạo ra từ hay được sử dụng cho hoạt động đầu tư.
 - o Ngân lưu tạo ra từ hay được sử dụng cho hoạt động tài chính.
 - b. Nhìn từ góc độ nhà phân tích, hãy thảo luận mục đích phân loại ngân lưu thành ba loại nêu trên.
5. Sử dụng báo cáo tài chính của công ty Chicago Refrigerator (xem Bảng 14.5 và 14.6) để tính các tỷ số trong các câu từ a đến h cho năm 2009.
- a. Tỷ số thanh toán nhanh.
 - b. Suất sinh lợi trên tài sản.
 - c. Suất sinh lợi trên vốn sở hữu của cổ đông.
 - d. Thu nhập trên mỗi cổ phần phổ thông.
 - e. Biên lợi nhuận.
 - f. Hệ số thanh toán lãi vay.
 - g. Vòng quay hàng tồn kho.
 - h. Tỷ số đòn bẩy.

Bảng 14.15 Bảng cân đối kế toán của công ty Chicago Refrigerator, ngày 31-12 (đơn vị tính: nghìn USD)

	2008	2009
Tài sản		
Tài sản hiện hành		
Tiền mặt	683	325
Khoản phải thu	1490	3599
Hàng tồn kho	1415	2423
Chi phí trả trước	15	13
Tổng tài sản hiện hành	<u>3603</u>	<u>6360</u>
Nhà xưởng máy móc thiết bị ròng	1066	1541
Tài sản khác	<u>123</u>	<u>157</u>
Tổng tài sản	<u>4792</u>	<u>8058</u>
Nghĩa vụ nợ		
Nợ ngắn hạn		
Nợ phải trả ngân hàng	--	875
Phần nợ hiện hành trong nợ dài hạn	38	115
Khoản phải trả	485	933
Thuế thu nhập ước tính	588	472
Chi phí phát sinh	576	586
Trả trước của khách hàng	34	963
Tổng nợ ngắn hạn	<u>1721</u>	<u>3945</u>
Nợ dài hạn	122	179
Nghĩa vụ nợ khác	81	131
Tổng nghĩa vụ nợ	<u>1924</u>	<u>4255</u>
Vốn sở hữu của cổ đông		
Cổ phiếu phổ thông, mệnh giá 1 USD, 1.000.000 cổ phần được phép; số cổ phần đang lưu hành là 550.000 (năm 2008) và 829.000 (năm 2009)	550	829
Cổ phiếu ưu đãi, nhóm A 10%; mệnh giá 25 USD; 25.000 cổ phần được phép; số cổ phần đang lưu hành là 20.000 (năm 2008) và 18.000 (năm 2009)	500	450
Vốn góp bổ sung	450	575
Thu nhập giữ lại	<u>1368</u>	<u>1949</u>
Tổng vốn sở hữu của cổ đông	<u>2868</u>	<u>3803</u>
Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu của cổ đông	<u>4792</u>	<u>8058</u>

Bảng 14.16 Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của công ty Chicago Refrigerator, năm kết thúc vào ngày 31 tháng 12 (đơn vị tính: nghìn USD)

	2008	2009
Doanh thu ròng	7570	12065
Thu nhập khác ròng	<u>261</u>	<u>345</u>
Tổng doanh thu	<u>7831</u>	<u>12410</u>
Giá vốn hàng bán	4850	8048
Chi phí quản lý chung và tiếp thị	1531	2025
Chi phí lãi vay	<u>22</u>	<u>78</u>
Tổng giá vốn và chi phí	<u>6403</u>	<u>10151</u>
Thu nhập ròng trước thuế	1428	2259
Thuế thu nhập	<u>628</u>	<u>994</u>

Thu nhập ròng	<u>800</u>	<u>1265</u>
---------------	------------	-------------

6. Janet Ludlow gần đây vừa tuyển dụng một nhà phân tích. Sau khi mô tả ngành bàn chải răng dùng điện, báo cáo đầu tiên của nhà phân tích tập trung vào hai công ty Quick Brush và Smile White và kết luận:

Quick Brush hoạt động có lãi hơn so với Smile White, như biểu thị qua tăng trưởng doanh thu 40 phần trăm và biên lợi nhuận cao hơn đáng kể mà công ty đã tạo ra trong mấy năm qua. Doanh thu và thu nhập của công ty Smile White đang tăng trưởng với tỷ lệ 10 phần trăm và tạo ra biên lợi nhuận thấp hơn nhiều. Chúng tôi không nghĩ rằng Smile White có thể tăng trưởng nhanh hơn tỷ lệ tăng trưởng 10 phần trăm hiện nay trong khi Quick Brush có thể duy trì tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 30 phần trăm.

- Hãy chỉ trích phân tích và kết luận của Ludlow rằng Quick Brush có lãi hơn so với Smile White theo định nghĩa bằng suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE) và công ty có tỷ lệ tăng trưởng bền vững cao hơn. Chỉ sử dụng những thông tin cho trong Bảng 14.7 và 14.8. Hãy hỗ trợ những chỉ trích của bạn bằng cách tính toán và phân tích:
 - Năm thành phần xác định ROE.
 - Hai tỷ số xác định sự tăng trưởng bền vững: ROE và tỷ lệ tái đầu tư.
- Giải thích xem làm thế nào Quick Brush đạt được tỷ lệ tăng trưởng thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) bình quân hàng năm 40 phần trăm trong hai năm qua với một ROE giảm dần. Chỉ sử dụng những thông tin cho trong Bảng 14.17.

Bảng 14.17 Báo cáo tài chính của công ty Quick Brush: Số liệu hàng năm (đơn vị tính: nghìn USD ngoại trừ số liệu trên mỗi cổ phần)

<i>Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh</i>	12-2007	12-2008	12-2009	
Doanh thu	3480	5400	7760	
Giá vốn hàng bán	2700	4270	6050	
Chi phí quản lý chung và bán hàng	500	690	1000	
Khấu hao và khấu trừ	<u>30</u>	<u>40</u>	<u>50</u>	
Thu nhập hoạt động (EBIT)	250	400	660	
Chi phí lãi vay	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	
Thu nhập trước thuế	250	400	660	
Thuế thu nhập	<u>60</u>	<u>110</u>	<u>215</u>	
Thu nhập sau thuế	<u>190</u>	<u>290</u>	<u>445</u>	
EPS pha loãng	0,60	0,84	1,18	
Số cổ phần đang lưu hành bình quân (nghìn)	317	346	376	
<i>Thống kê tài chính</i>	12-2007	12-2008	12-2009	Bình quân 3 năm
Giá vốn hàng bán (theo % doanh thu)	77,59	79,07	77,96	78,24
Chi phí quản lý chung và bán hàng, % doanh thu	14,37	12,78	12,89	13,16
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	7,18	7,41	8,51	
Thu nhập trước thuế/EBIT (%)	100,00	100,00	100,00	
Thuế suất (%)	24,00	27,50	32,58	
<i>Bảng cân đối kế toán</i>	12-2007	12-2008	12-2009	
Tiền mặt và tương đương tiền mặt	460	50	480	
Khoản phải thu	540	720	950	
Hàng tồn kho	300	430	590	
Nhà xưởng máy móc thiết bị ròng	<u>760</u>	<u>1830</u>	<u>3450</u>	
Tổng tài sản	<u>2060</u>	<u>3030</u>	<u>5470</u>	
Nghĩa vụ nợ hiện hành	<u>860</u>	<u>1110</u>	<u>1750</u>	
Tổng nghĩa vụ nợ	860	1110	1750	
Vốn sở hữu của cổ đông	<u>1200</u>	<u>1920</u>	<u>3720</u>	

Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu	<u>2060</u>	<u>3030</u>	<u>5470</u>
Giá thị trường mỗi cổ phần	\$21,00	\$30,00	\$45,00
Giá trị sổ sách mỗi cổ phần	\$3,79	\$5,55	\$9,89
Cổ tức hàng năm mỗi cổ phần	\$0,00	\$0,00	\$0,00

Bảng 14.18 Báo cáo tài chính của công ty Smile White: Số liệu hàng năm (đơn vị tính: nghìn USD ngoại trừ số liệu trên mỗi cổ phần)

<i>Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh</i>	12-2007	12-2008	12-2009	
Doanh thu	104.000	110.400	119.200	
Giá vốn hàng bán	72.800	75.100	79.300	
Chi phí quản lý chung và bán hàng	20.300	22.800	23.900	
Khấu hao và khấu trừ	<u>4.200</u>	<u>5.600</u>	<u>8.300</u>	
Thu nhập hoạt động (EBIT)	6.700	6.900	7.700	
Chi phí lãi vay	<u>600</u>	<u>350</u>	<u>350</u>	
Thu nhập trước thuế	6.100	6.550	7.350	
Thuế thu nhập	<u>2.100</u>	<u>2.200</u>	<u>2.500</u>	
Thu nhập sau thuế	<u>4.000</u>	<u>4.350</u>	<u>4.850</u>	
EPS pha loãng	2,16	2,35	2,62	
Số cổ phần đang lưu hành bình quân (nghìn)	1.850	1.850	1.850	
<i>Thống kê tài chính</i>	12-2007	12-2008	12-2009	Bình quân 3 năm
Giá vốn hàng bán (theo % doanh thu)	70,99	68,00	66,53	68,10
Chi phí quản lý chung và bán hàng, % doanh thu	19,52	20,64	20,05	20,08
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	6,44	6,25	6,46	
Thu nhập trước thuế/EBIT (%)	91,04	94,93	95,45	
Thuế suất (%)	34,43	35,59	34,01	
<i>Bảng cân đối kế toán</i>	12-2007	12-2008	12-2009	
Tiền mặt và tương đương tiền mặt	7.900	3.300	1.700	
Khoản phải thu	7.500	8.000	9.000	
Hàng tồn kho	6.300	6.300	5.900	
Nhà xưởng máy móc thiết bị ròng	<u>12.000</u>	<u>14.500</u>	<u>17.000</u>	
Tổng tài sản	<u>33.700</u>	<u>32.100</u>	<u>33.600</u>	
Nghĩa vụ nợ hiện hành	6.200	7.800	6.600	
Nợ dài hạn	<u>9.000</u>	<u>4.300</u>	<u>4.300</u>	
Tổng nghĩa vụ nợ	15.200	12.100	10.900	
Vốn sở hữu của cổ đông	<u>18.500</u>	<u>20.000</u>	<u>22.700</u>	
Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu	<u>33.700</u>	<u>32.100</u>	<u>33.600</u>	
Giá thị trường mỗi cổ phần	\$23,00	\$26,00	\$30,00	
Giá trị sổ sách mỗi cổ phần	\$10,00	\$10,81	\$12,27	
Cổ tức hàng năm mỗi cổ phần	\$1,42	\$1,53	\$1,72	

7. Scott Kelly đang xem lại báo cáo tài chính của công ty Master Toy nhằm ước lượng tỷ lệ tăng trưởng bền vững của công ty. Sử dụng những thông tin trình bày trong Bảng 14.19, hãy:
- Nhận diện và tính toán các thành phần của công thức DuPont.
 - Tính suất sinh lợi trên vốn sở hữu cho năm 2009 thông qua sử dụng các thành phần của công thức DuPont.
 - Tính tỷ lệ tăng trưởng bền vững cho năm 2009 từ ROE và tỷ lệ tái đầu tư của công ty.

Bảng 14.19 Báo cáo tài chính thực tế năm 2008 và ước lượng năm 2009 cho năm tài khóa kết thúc vào ngày 31-12 (đơn vị tính: triệu USD, ngoại trừ số liệu trên mỗi cổ phần)

	2008	2009
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh		
Doanh thu	4750	5140
Giá vốn hàng bán	2400	2540
Chi phí quản lý chung và bán hàng	1400	1550
Khấu hao	180	210
Khấu trừ uy tín thương hiệu	<u>10</u>	<u>10</u>
Thu nhập hoạt động	760	830
Chi phí lãi vay	<u>20</u>	<u>25</u>
Thu nhập trước thuế	740	805
Thuế thu nhập	<u>265</u>	<u>295</u>
Thu nhập ròng	475	510
Thu nhập trên mỗi cổ phần	1,79	1,96
Số cổ phần đang lưu hành bình quân (triệu)	265	260
Bảng cân đối kế toán		
Tiền mặt	400	400
Khoản phải thu	680	700
Hàng tồn kho	570	600
Nhà xưởng máy móc thiết bị	800	870
Tài sản vô hình	<u>500</u>	<u>530</u>
Tổng tài sản	2950	3100
Nợ ngắn hạn	550	600
Nợ dài hạn	<u>300</u>	<u>300</u>
Tổng nghĩa vụ nợ	850	900
Vốn sở hữu của cổ đông	<u>2100</u>	<u>2200</u>
Tổng nghĩa vụ nợ và vốn sở hữu	2950	3100
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần	7,92	8,46
Cổ tức hàng năm trên mỗi cổ phần	0,55	0,60

8. Công thức DuPont định nghĩa suất sinh lợi ròng trên vốn sở hữu của cổ đông như một hàm số theo các cấu phần sau đây:
- Biên lợi nhuận hoạt động
 - Vòng quay tài sản
 - Gánh nặng lãi vay
 - Đòn bẩy tài chính
 - Thuế suất thu nhập
- Chỉ sử dụng số liệu trong Bảng 14.20, hãy:
- a. Tính từng thành phần trong năm thành phần nêu trên cho năm 2006 và 2009, và tính suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE) cho năm 2006 và 2009, sử dụng cả năm thành phần này.
 - b. Thảo luận ngắn gọn tác động của sự thay đổi vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính đối với sự thay đổi ROE từ năm 2006 đến 2009.

Bảng 14.20 Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và bảng cân đối kế toán

	2006	2009
Số liệu báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh		
Doanh thu	542	979
Thu nhập hoạt động	38	76
Khấu hao và khấu trừ	3	9
Chi phí lãi vay	3	0
Thu nhập trước thuế	32	67
Thuế thu nhập	13	37
Thu nhập ròng sau thuế	19	30
Số liệu bảng cân đối kế toán		
Tài sản cố định	41	70
Tổng tài sản	245	291
Vốn lưu động	123	157
Tổng nợ	16	0
Tổng vốn sở hữu của cổ đông	159	220

Standard & Poor's

Sử dụng số liệu từ cơ sở dữ liệu Market Insight của Standard & Poor's ở trang web www.mhhe.com/edumarketinsight để trả lời những câu hỏi sau đây:

- Sử dụng Market Insight để tìm thông tin về công ty Vulcan Materials Company (VMC), Southwest Airlines (LUV), Honda Motor Company (HMC), Nordstrom Inc. (JWN), và Abbot Laboratories (ABT). Sử dụng mục Excel Analytics để tìm báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và bảng cân đối kế toán gần đây nhất.
 - Tính biên lợi nhuận hoạt động (lợi nhuận hoạt động/doanh thu) và vòng quay tài sản (doanh thu/tài sản) của từng công ty.
 - Tính suất sinh lợi trên tài sản một cách trực tiếp ($ROA = \text{Lợi nhuận hoạt động} / \text{Tổng tài sản}$) rồi xác nhận kết quả bằng cách tính $ROA = \text{Biên lợi nhuận hoạt động} \times \text{Vòng quay tài sản}$.
 - Các công ty này hoạt động trong những ngành gì? Các tỷ số này có lý hay không khi bạn xem xét các loại ngành hoạt động?
 - Đối với những công ty có ROA tương đối thấp, nguồn gốc vấn đề xem ra là biên lợi nhuận hoạt động hay vòng quay tài sản, hay cả hai?
 - Hãy tính suất sinh lợi trên vốn sở hữu ($ROE = \text{Thu nhập ròng} / \text{Vốn sở hữu}$) cho từng công ty. Đối với hai công ty có ROE thấp nhất, thực hiện phân tích DuPont để tách biệt nguồn gốc vấn đề.
- Chọn mục Industry và chọn ngành Home Furnishing. Trong mục Compustat Reports, nhấp chuột vào đường dẫn để có một danh mục các thành phần ngành phụ. Chọn hai công ty từ danh mục và thực hiện các bước sau đây cho từng công ty.
 - Truy xuất Bảng cân đối kế toán hàng năm mới nhất từ mục Excel Analytics. Lưu lại bảng này vào máy tính của bạn để có thể điều khiển sử dụng và tính toán. Chèn thêm một cột vào bên phải của các con số của năm tài chính cuối cùng. Tính các tỷ lệ phần trăm tương ứng cho Bảng cân đối kế toán trong cột mới này.
 - Tính giá trị đầu tư của công ty vào khoản phải thu, hàng tồn kho, và nhà xưởng máy móc thiết bị ròng. Công ty nào đầu tư nhiều hơn vào các khoản mục này trên cơ sở tỷ lệ phần trăm?
 - So sánh đầu tư của công ty vào nghĩa vụ nợ ngắn hạn và dài hạn. Có một công ty nào có gánh nặng nợ cao hơn đáng kể trong một trong những lĩnh vực này hay không?

- d. Phân tích cơ cấu vốn của các công ty bằng cách xem xét tỷ số nợ và tỷ lệ phần trăm vốn sở hữu phổ thông và ưu đãi. Cơ cấu vốn của các công ty khác nhau nhiều như thế nào?
3. Vào cơ sở dữ liệu Market Insight và kết nối với Company, sau đó kết nối với Population. Chọn một công ty mà bạn quan tâm rồi kết nối với mục Annual Cash Flow Statement trong mục Excel Analytics. Trả lời các câu hỏi sau đây về các hoạt động ngân lưu của công ty.
- Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh của công ty có giá trị dương hay âm?
 - Công ty đầu tư thêm hay bán bớt đầu tư dài hạn?
 - Nguồn tài chính chủ yếu của công ty là gì?
 - Thay đổi ròng trong ngân lưu của công ty là bao nhiêu?
 - Tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng đến ngân lưu của công ty hay không?
- Bây giờ theo đường dẫn đến Annual Ratio Report và trả lời những câu hỏi sau:
- Công ty thanh khoản như thế nào?
 - Công ty sử dụng tài sản tốt như thế nào?
 - Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính hữu hiệu như thế nào?
 - Công ty có lợi nhuận hay không?

Nắm vững trang web

Phân tích báo cáo tài chính

Sử dụng trang web moneycentral.msn.com/investor để tìm các cổ phiếu công ty Kraft Foods (KFT) và Sara Lee (SLE). Xem xét trong lĩnh vực kết quả tài chính và tìm các tỷ số then chốt của từng công ty. Copy lại các tỷ số trình bày vào một bảng tính và xây dựng các đồ thị như mô tả dưới đây:

- Biểu thị các tỷ số sau đây cho cả hai công ty và ngành trên một đồ thị dạng cột: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu bình quân hàng năm trong năm năm, tỷ lệ tăng trưởng thu nhập ròng bình quân hàng năm trong năm năm. Công ty nào tăng trưởng nhanh hơn? Các tỷ lệ tăng trưởng của các công ty là như thế nào so với tỷ lệ tăng trưởng ngành?
- Biểu thị biên lợi nhuận ròng cho cả hai công ty và ngành trong một đồ thị dạng cột khác. Biên lợi nhuận của các công ty so với nhau và so với bình quân ngành là như thế nào?
- Biểu thị hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán hiện hành của các công ty và ngành trên một đồ thị thứ ba. Phân tích tình trạng thanh khoản của các công ty.
- Xem xét suất sinh lợi trên vốn sở hữu của các công ty, trong năm hiện hành và bình quân năm năm. So sánh các suất sinh lợi này giữa hai công ty với nhau và với bình quân ngành để xem việc đầu tư của các công ty khâm khá như thế nào.
- Ghi nhận vòng quay khoản phải thu, vòng quay hàng tồn kho, và vòng quay tổng tài sản của các công ty và ngành. Các giám đốc công ty sử dụng các tài sản này hiệu quả như thế nào?
- Nhấp chuột vào mục Research Wizard trên menu phía bên trái và chọn mục Comparison để so sánh Kraft và Sara Lee. Những khoản mục nào bạn thấy không được xem xét trước đây nhưng có thể quan trọng trong việc đánh giá sức khỏe tài chính của các công ty?
- Nếu bạn muốn bổ sung thêm một trong những cổ phiếu này vào danh mục đầu tư của bạn, bạn sẽ chọn cổ phiếu nào?

Bài giải câu hỏi kiểm tra khái niệm

14.1 Tỷ số nợ/vốn sở hữu bằng 1 ngụ ý rằng công ty Mordett có 50 triệu USD vốn vay và 50 triệu USD vốn sở hữu. Chi phí lãi vay sẽ là $0,09 \times 50$ triệu USD, hay 4,5 triệu USD một năm. Do đó, lợi nhuận ròng và ROE của Mordett trong chu kỳ kinh tế sẽ là:

Tình huống	EBIT (triệu USD)	Nodett		Mordett	
		Lợi nhuận ròng (triệu USD)	ROE (%)	Lợi nhuận ròng* (triệu USD)	ROE+ (%)
Năm xấu	5	3	3	0,3	0,6
Năm bình thường	10	6	6	3,3	6,6
Năm tốt	15	9	9	6,3	12,6

* Lợi nhuận sau thuế của Mordett được tính theo công thức: $0,6(\text{EBIT} - 4,5 \text{ triệu USD})$.

+ Vốn sở hữu của Mordett chỉ bằng 50 triệu USD.

14.2 Phân tích thành phần tỷ số cho công ty Mordett:

Năm	ROE	(1) <u>Lợi nhuận ròng</u> Lợi nhuận trước thuế	(2) <u>Lợi nhuận</u> <u>trước thuế</u> EBIT	(3) <u>EBIT</u> Doanh thu	(4) <u>Doanh thu</u> Tài sản	(5) <u>Tài sản</u> Vốn sở hữu	(6) Hệ số đòn bẩy kép (2) x (5)
Năm xấu							
Nodett	0,030	0,6	1,000	0,0625	0,800	1,000	1,000
Somdett	0,018	0,6	0,360	0,0625	0,800	1,667	0,600
Mordett	0,006	0,6	0,100	0,0625	0,800	2,000	0,200
Năm bình thường							
Nodett	0,060	0,6	1,000	0,100	0,1000	1,000	1,000
Somdett	0,068	0,6	0,680	0,100	0,1000	1,667	1,134
Mordett	0,066	0,6	0,550	0,100	1,000	2,000	1,100
Năm tốt							
Nodett	0,090	0,6	1,000	0,125	0,1200	1,000	1,000
Somdett	0,118	0,6	0,787	0,125	0,1200	1,667	1,311
Mordett	0,126	0,6	0,700	0,125	1,200	2,000	1,400

14.3 Suất sinh lợi trên vốn sở hữu của công ty GI là 3,03 phần trăm, được tính như sau:

$$\text{ROE} = \frac{5.285}{0,5(171.843 + 177.128)} = 0,0303, \text{ hay } 3,03 \text{ phần trăm.}$$

Tỷ số P/E của công ty là $21/5,285 = 4,0$ và tỷ số P/B là $21/177 = 0,12$. Lợi suất thu nhập của công ty là 25 phần trăm so với bình quân ngành 12,5 phần trăm.

Lưu ý rằng trong tính toán của chúng ta, lợi suất thu nhập không bằng ROE/(P/B) vì ta đã tính ROE với vốn sở hữu *bình quân* trong mẫu số và tính P/B với vốn sở hữu *vào cuối năm* trong mẫu số.

14.4 Phân tích tỷ số công ty IBX:

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<u>Lợi nhuận ròng</u>	<u>Lợi nhuận</u> <u>trước thuế</u>	<u>EBIT</u>	<u>Doanh</u> <u>thu</u>	<u>Tài sản</u>	Hệ số đòn bẩy kép	ROA
	ROE	Lợi nhuận	EBIT	Doanh Tài sản	Vốn sở hữu	(2) x (5)	(3) x (4)

Năm	(%)	trước thuế		thu (%) (Biên LN)	(Vòng quay)			(%)
2011	11,4	0,616	0,796	7,75	1,375	2,175	1,731	10,65
2008	10,2	0,636	0,932	8,88	1,311	1,474	1,374	11,65

Suất sinh lợi trên vốn sở hữu gia tăng bất chấp sự giảm sút biên lợi nhuận hoạt động và giảm hệ số gánh nặng thuế là do đòn bẩy tài chính và vòng quay tổng tài sản gia tăng. Lưu ý rằng ROA giảm từ 11,65 phần trăm trong năm 2008 xuống 10,65 phần trăm trong năm 2011.

14.5 Phương pháp hạch toán LIFO dẫn đến thu nhập báo cáo thấp hơn so với phương pháp FIFO. Ít tài sản khấu hao hơn sẽ dẫn đến thu nhập báo cáo thấp hơn vì sẽ ít có sự thiên lệch gắn liền với việc sử dụng chi phí lịch sử hơn. Nhiều nợ hơn dẫn đến thu nhập báo cáo thấp hơn vì phí đền bù rủi ro lạm phát trong lãi suất được xem như một phần của lãi vay.