28 tháng 10 năm 2007
Cập nhật: 04 tháng 05 năm 2011

Nghiên cứu Tình huống

CHI PHÍ VỐN BÌNH QUÂN TRỌNG SỐ CỦA CÔNG TY FPT

(Phần tiếp theo của Nghiên cứu tình huống Chi phí vốn cổ phần của Công ty FPT)

Ước lượng bằng phương pháp trực tiếp

Chi phí vốn bình quân trọng số của FPT được tính theo công thức:

$$\text{WACC} = \frac{E}{D+E} r_E + \frac{D}{D+E}(1-t_C) r_D$$

với WACC là chi phí vốn bình quân trọng số
E là giá trị vốn chủ sở hữu
D là giá trị nợ vay
r_E là chi phí vốn chủ sở hữu
r_D là chi phí nợ vay
t_C là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn của FPT được xác định căn cứ vào Bảng cân đối kế toán của Công ty năm 2010.

Theo Tiêu chuẩn kế toán Việt Nam, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bao gồm vốn cổ phần, thặng dư vốn, lợi nhuận chưa phân phối và các quỹ. Ngoại trừ quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ, các quỹ này (ví dụ như quỹ phúc lợi và khen thưởng, quỹ đầu tư và phát triển, quỹ dự trữ chênh lệch tỷ giá) thực chất không thuộc về chủ sở hữu. Do vậy, khi tính vốn chủ sở hữu, ta phải loại bỏ các quỹ này ra.

Do việc phân tích cơ cấu vốn của FPT được dựa vào báo cáo tài chính hợp nhất (từ công ty mẹ và các công ty con) nên trong vốn chủ sở hữu, ta còn có lợi ích cổ đông thiểu số.

Vốn chủ sở hữu của FPT (cuối năm 2010) = E
= Vốn cổ phần + Thặng dư vốn – Cổ phiếu quỹ + Lợi nhuận chưa phân phối
+ Quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ + Lợi ích cổ đông thiểu số
= 1.934,81 + 60,01 – 0,69 + 1.856,2 + 112,95 + 1.065,63 = 5.028,91 tỷ VND

Đối với nợ vay của doanh nghiệp, ta chỉ tính vay ngắn hạn và vay dài hạn. Các hạng mục như khoản phải trả và chi phí phải trả mặc dù nằm trong nợ phải trả của bảng cân đối kế toán nhưng ta không tính vào nợ vay.

Nợ vay của FPT (cuối năm 2010)
= Vay ngắn hạn + Vay dài hạn
= 2.675,93 + 1.800,36 = 4.476,29 tỷ VND

Tình huống này do Nguyễn Xuân Thành và Trần Thị Quế Giang, Giảng viên Chính sách Công tại FETP soạn.

Các nghiên cứu tình huống của Chương trình Giảng dạy Fulbright được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải là để ủng hộ, phê bình hay dùng làm nguồn số liệu cho một tình huống chính sách cụ thể.

Nợ vay của FPT (cuối năm 2009) = *D*
= Vay ngắn hạn + Vay dài hạn
= 2.234,12 + 1.892,10 = 4.126,22 tỷ VND

Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu của FPT ước lượng theo phương pháp trực tiếp trên cơ sở của mô hình CAPM.[1]

Suất sinh lợi phi rủi ro = Lợi suất TPCP kỳ hạn 1 năm vào T2/2011
= 10,81%/năm
Suất sinh lợi VN-Index lịch sử = Tốc độ tăng trung bình cộng, 2001-10
= 21,12%/năm
Suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử = Lợi suất trung bình cộng TPCP kỳ hạn 1 năm, 2001- 10
= 7,60%/năm
Mức bù rủi ro thị trường = 21,12% – 7,6% = 13,52%
Hệ số beta của FPT = β_{FPT} = 1,194
Chi phí vốn cổ phần = k_{FPT} = 10,81% + 1,194*13,52% = 26,95%

Chi phí nợ vay

Căn cứ theo báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh năm 2010, chi phí trả lãi vay của FPT trong năm 2010 là 238,15 tỷ đồng.

Tổng nợ vay cuối năm 2010: 4.476,29 tỷ đồng
Tổng nợ vay đầu năm 2010: 4.126,22 tỷ đồng

Nợ bình quân trong kỳ: (4.476,29 + 4.126,22)/2 = 4.301,26 tỷ đồng

Chi phí nợ = Lãi vay trả trong kỳ/Nợ bình quân trong kỳ
r_D = 238,15/4.301,26 = 5,54%

Mức chi phí nợ vay tính toán được thấp một cách phi thực tế. Lý do có thể là việc tính nợ bình quân là không chính xác vì nợ vay có thể thay đổi trong kỳ. Nếu tính chi phí nợ vay hiệu dụng trên cơ sở dư nợ đầu kỳ thì lãi suất tính được cũng chỉ ở mức = 5,77% (= 238,15/4.126,22).

Để có thước đo tốt hơn, ta sử dụng chi phí nợ vay trên thị trường tại thời điểm định giá. Lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại vào tháng 2 năm 2011 đối với doanh nghiệp có uy tín (như FPT) là mức trần tối đa 18%/năm.

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Lợi nhuận trước thuế của FPT năm 2010: 2.023,19 tỷ VND
Thuế thu nhập doanh nghiệp của FPT năm 2010: 331,43 tỷ VND
Thuế suất hiệu dụng của FPT năm 2010: 331,43/2.023,19 = 16,38%

Như vậy, mức thuế suất hiệu dụng thuế thu nhập doanh nghiệp của FPT năm 2010 thấp hơn mức luật định 25%. Tuy nhiên, xét về dài hạn nhà đầu tư kỳ vọng FPT sẽ chịu thuế suất 25%. Do đó, sẽ hợp lý hơn nếu ta coi t_C = 25%.

[1] Xem Nghiên cứu Tình huống: "Chi phí vốn cổ phần của Công ty FPT".

Chi phí vốn bình quân trọng số

$$\text{WACC} = \frac{E}{D+E} r_E + \frac{D}{D+E}(1-t_C) r_D$$

$$= \frac{5.028,91}{4.476,29+5.028,91} * 26,95\% + \frac{4.476,29}{4.476,29+5.028,91} * (1-25\%) * 18\%$$

= **20,62%**

Ước lượng bằng phương pháp gián tiếp

Do những khó khăn trong việc ước lượng beta của các công ty cổ phần hoạt động ở Việt Nam một cách trực tiếp từ số liệu cổ phiếu giao dịch trên thị trường chứng khoán cũng như việc tính suất sinh lợi kỳ vọng của danh mục đầu tư thị trường, phương thức tính chi phí vốn cổ phần có độ tin cậy cao hơn là dựa vào những thước đo chuẩn trên một thị trường chứng khoán phát triển ví dụ như Hoa Kỳ.

Nguyên tắc căn bản là chi phí vốn cổ phần của một công ty hoạt động ở Việt Nam bằng chi phí vốn cổ phần của một công ty tương tự hoạt động ở Hoa Kỳ cộng với mức bù rủi ro quốc gia.

Nếu chi phí vốn cổ phần của công ty Việt Nam tính bằng VND, còn chi phí vốn cổ phần của công ty Hoa Kỳ tính bằng USD, thì một khoản bù rủi ro ngoại hối (tương đương với chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền) phải được cộng thêm.

$E[R_{FPT}]^{\text{VN}} = E[R_{\text{Cùng ngành}}]^{\text{US}} + RP_c + RP_e$

$E[R_{FPT}]^{\text{VN}}$ = suất sinh lợi kỳ vọng vốn cổ phần của công ty FPT hoạt động ở VN.
$E[R_{\text{Cùng ngành}}]^{\text{US}}$ = suất sinh lợi kỳ vọng vốn cổ phần của một công ty tương tự như FPT hoạt động ở Hoa Kỳ
RP_c = mức bù rủi ro quốc gia
RP_e = mức bù rủi ro hối đoái.

Cách tính đơn giản trong Nghiên cứu tình huống Chi phí vốn cổ phần của Công ty FPT sử dụng ngay hệ số beta của bốn ngành ở Hoa Kỳ mà FPT có hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, các hệ số beta này ứng với những tỷ lệ nợ/vốn cổ phần và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ở Hoa Kỳ. FPT có tỷ lệ nợ/vốn cổ phần và thuế thu nhập doanh nghiệp hoàn toàn khác. Vì vậy, để tính toán một cách chính xác hơn ta phải điều chỉnh hệ số beta.

Gọi β_L^{US} là hệ số beta của một ngành kinh doanh ở Hoa Kỳ. Đây là hệ số beta có vay nợ. Để áp dụng cho Việt Nam, trước hết ta phải chuyển hệ số beta này sang hệ số beta không vay nợ, β_U^{US} theo công thức:

$$\beta_U = \frac{\beta_L^{US}}{1+\left(1-t_C^{US}\right)\left(\frac{D}{E}\right)^{US}}$$

Thông tin ở thị trường tài chính Hoa Kỳ

Ngành	Số doanh nghiệp	Beta có vay nợ	Tỷ lệ D/E	Thuế suất	Beta không vay nợ
Phần mềm máy tính	247	1,058	4,678%	13,878%	1,017
Internet	180	1,107	1,567%	7,893%	1,091
Phân phối, bán lẻ	38	1,334	25,223%	25,959%	1,124
Giáo dục	38	0,794	8,885%	27,323%	0,746

Nguồn: Damodaran Online, truy cập ngày 04/05/2011 tại địa chỉ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.

Tỷ trọng lợi nhuận trước thuế của riêng 4 lĩnh vực lớn nhất của FPT lần lượt là 39,0%, 32,9%, 22,5% và 5,6%. Vậy, hệ số beta bình quân không vay nợ áp dụng cho FPT là:

β_U = 1,017*39% + 1,091*32,9% + 1,124*22,5%+0,746*5,6% = 1,050

Tiếp theo, ta chuyển hệ số beta không vay nợ tính bình quân cho FPT thành hệ số beta có vay nợ với cơ cấu vốn và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của FPT.

$$\beta_L^{FPT} = \beta_U \left[1+\left(1-t_C^{FPT}\right)\left(\frac{D}{E}\right)^{FPT}\right]$$

$$=1{,}050\left[1+(1-25\%)\left(\frac{4.476{,}29}{5.028{,}91}\right)\right]$$

$$= 1{,}751$$

Ta có:

Suất sinh lợi phi rủi ro Hoa Kỳ = Lợi suất trái phiếu CPHK kỳ hạn 1 năm, 28/2/2011
= 0,25%/năm

Suất sinh lợi danh mục thị trường Hoa Kỳ = Suất sinh lợi trung bình cổ phiếu, 1928-2010
= 11,31%/năm

Suất sinh lợi phi rủi ro lịch sử Hoa Kỳ = Suất sinh lợi trung bình trái phiếu CP, 1928-2010
= 5,28%

Mức bù rủi ro thị trường = 11,31% – 5,28% = 6,03%

Hệ số beta bình quân áp dụng cho FPT = 1,672

Mức bù rủi ro quốc gia = 4%

Mức bù rủi ro ngoại hối = 8,5%

Chi phí vốn cổ phần = k_{FPT} = (0,25% + 1,672*6,03%) + 4% + 8,5% = 23,31%

Chi phí vốn bình quân trọng số

$$\text{WACC} = \frac{E}{D+E}r_E + \frac{D}{D+E}(1-t_C)r_D$$

$$= \frac{5.028{,}91}{4.476{,}29+5.028{,}91} * 23{,}31\% + \frac{4.476{,}29}{4.476{,}29+5.028{,}91} * (1-25\%) * 18\%$$

= 18,69%