

## CHƯƠNG 1

# VAI TRÒ, MỤC TIÊU VÀ MÔI TRƯỜNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH



Chương này giúp bạn nắm bắt được:

- Vai trò và mục tiêu của quản trị tài chính,
- Các vấn đề liên quan đến môi trường luật pháp và môi trường tài chính của nhà quản trị tài chính

## GIỚI THIỆU CHƯƠNG

Cho đến nửa đầu thế kỷ 20, các nhà quản trị tài chính chỉ mới đóng vai trò chủ động trong việc tăng vốn và quản trị tiền mặt. Đến những năm 1950, khi khái niệm giá trị hiện tại được chấp nhận ngày càng nhiều hơn thì các nhà quản trị tài chính mới được khuyến khích nâng cao trách nhiệm của họ và quan tâm hơn đến việc lựa chọn các dự án đầu tư. Bước sang thế kỷ 21, người ta càng tập trung hơn vào mục tiêu tối đa hoá giá trị. Có hai xu hướng đang trở nên ngày càng quan trọng, đó là toàn cầu hóa và việc ứng dụng công nghệ thông tin ngày càng nhiều. Cả hai xu hướng này đều đem lại cho công ty những cơ hội mới để tăng khả năng sinh lợi và giảm rủi ro. Tuy nhiên, cũng chính những xu hướng đó lại dẫn đến sự cạnh tranh khốc liệt hơn và những rủi ro mới. Do đó, tài chính nhất thiết phải đóng một vai trò chiến lược đối với sự sống còn của công ty. Lúc này, nhà quản trị tài chính lại trở thành người đi đầu trong toàn bộ nỗ lực của công ty để tạo ra giá trị. “Những cách làm cũ” không còn phù hợp nữa trong một thế giới mà trong đó, mọi thứ đều trở nên nhanh chóng bị lạc hậu. Vì vậy, nhà quản trị tài chính ngày nay nếu muốn tồn tại, họ phải thật sự linh hoạt trong việc hội nhập với môi trường bên ngoài.

Nếu bạn trở thành nhà quản trị tài chính, khả năng hội nhập để thay đổi, tăng vốn, đầu tư và quản trị hiệu quả tài sản sẽ tác động đến sự thành công của công ty bạn và do đó sẽ tác động đến nền kinh tế. Khi các nguồn vốn không được phân bổ hợp lý thì sự tăng trưởng của nền kinh tế sẽ bị chậm lại và khi các nhu cầu kinh tế không được thoả mãn thì sự phân bổ vốn không hợp lý này sẽ gây tổn thất cho xã hội. Trong nền kinh tế, sự phân bổ hợp lý các nguồn lực là vô cùng quan trọng đối với sự tăng trưởng tối ưu và cũng rất quan trọng trong việc đảm bảo sự thoả mãn cao nhất về nhu cầu của mỗi cá nhân. Vì vậy, thông qua việc đầu tư, tài trợ và quản lý hiệu quả tài sản, các nhà quản trị tài chính đóng góp cho công ty, cho sự sống còn và sự tăng trưởng của nền kinh tế nói chung.

### 1.1 VAI TRÒ VÀ MỤC TIÊU CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH

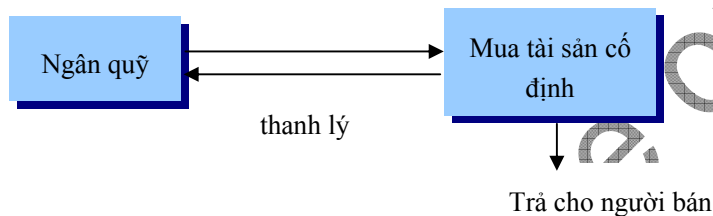
#### 1.1.1 Hoạt động kinh doanh - tập hợp của các dòng dịch chuyển tài chính

Chúng ta, ai cũng có thể nhận thấy một cách rõ ràng về bên ngoài bận rộn của hoạt động kinh doanh. Thực sự đó là một quá trình dịch chuyển – mà đúng hơn – đó là một quá trình chuyển hóa các đầu vào thành các đầu ra – những sản phẩm, hay dịch vụ. Cỗ máy sản xuất nằm ở trung tâm của sự chuyển hóa này liên tục sử dụng các đầu vào: lao động, nguyên vật liệu, máy móc thiết bị... để tạo ra các sản phẩm dịch vụ. Hoạt động marketing – bằng quá trình phát hiện, khám phá, phát triển các nhu cầu, đưa sản phẩm hay dịch vụ đến làm thoả mãn nhu cầu – như là một sự dẫn hướng cho dòng chuyển hóa này.

Cùng với dòng dịch chuyển này, mà đúng hơn là bên kia của dòng dịch chuyển vật chất, trên phương diện tiền tệ, đó là sự dịch chuyển không ngừng của các dòng tiền tệ. Những dòng dịch chuyển đó liên tục tạo ra các nguồn quỹ khác nhau chuyển hoá lẫn nhau như tài sản cố định, tồn kho, khoản phải thu, các khoản vay nợ... hình thành các chu trình có tốc độ vận động khác nhau. Như thế, công ty được xem là một tập hợp của các dòng dịch chuyển bao gồm dòng dịch chuyển kinh doanh, dòng dịch chuyển đầu tư và dòng dịch chuyển tài trợ. Để bước đầu tiếp cận hoạt động của nhà quản trị tài chính, chúng ta lần lượt xem xét các dòng dịch chuyển này.

### a - Dòng dịch chuyển đầu tư

Để hoạt động kinh doanh bắt đầu, người ta cần mua sắm máy móc thiết bị, xây dựng nhà xưởng. Giá trị của những tài sản này được ghi lại dưới tên gọi – tài sản cố định. Trong quá trình sử dụng, những tài sản có tính nền tảng này hao mòn dần. Giá trị của nó cũng dịch chuyển dần vào chi phí của sản phẩm dịch vụ bán ra dưới hình thức khấu hao – một loại chi phí được các cơ quan thuế thừa nhận. Khấu hao như là cách thức để nhà kinh doanh thu lại những gì họ đã bỏ ra để mua tài sản cố định. Và phải sau một thời gian dài tiền bỏ vào để mua tài sản cố định mới trở lại hình thái ban đầu trong tổng số khấu hao tích lũy, hoàn thành một vòng tuần hoàn của nó. Khoảng thời gian cần thiết đó có thể 5, 10 năm, thậm chí còn dài hơn. Tuy nhiên, người ta qui ước vào loại tài sản này bao gồm những tài sản giá trị lớn, với thời gian chuyển hóa thành tiền trên 1 năm.



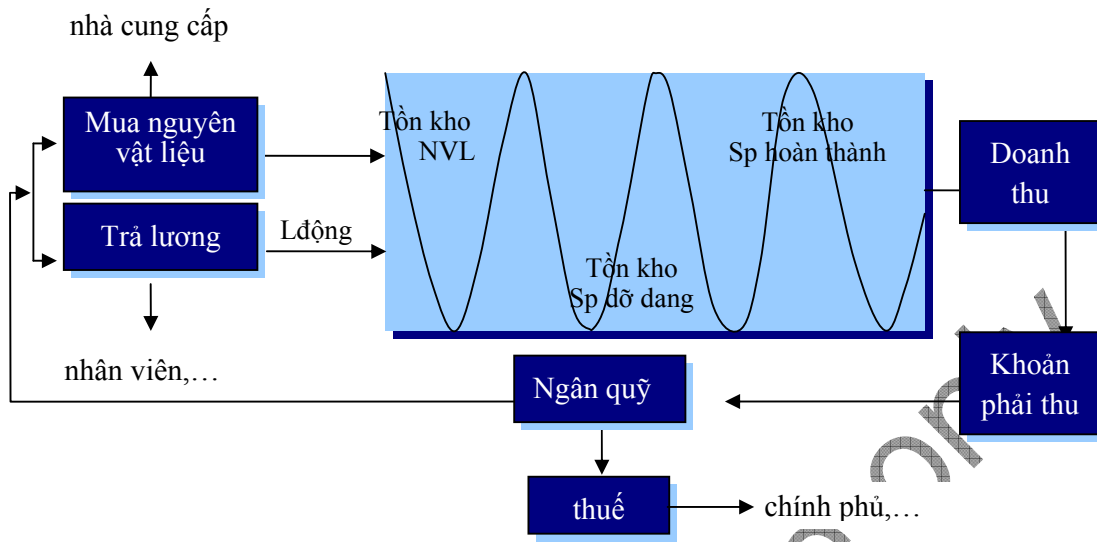
**Hình 1-1. Dòng dịch chuyển đầu tư**

Với dòng đầu tư đó, doanh nghiệp bắt đầu thúc đẩy quá trình kinh doanh thông qua hàng loạt các dòng dịch chuyển kinh doanh khác. Trong đó, nguyên vật liệu là yếu tố sản xuất thứ hai cần thiết cho guồng máy sản xuất tạo ra sản phẩm. Yếu tố tham gia trọn vẹn vào quá trình sản xuất. Trong quá trình sản xuất nó chuyển hóa từ dạng tồn kho nguyên vật liệu, bán thành phẩm, và sản phẩm dở dang, thành phẩm, để rồi cuối cùng hiện ra ở dạng sản phẩm, hay dịch vụ cung cấp. Các giá trị này gộp chung lại dưới tên gọi – Tồn kho. Qua mỗi giai đoạn của chu trình này giá trị nguyên vật liệu được gia tăng dần giá trị để cuối cùng tập trung hoàn toàn vào chi phí sản phẩm/dịch vụ. Chúng sẽ quay trở lại hình thái tiền tệ ban đầu trong giá cả mà khách hàng chấp nhận trả cho sản phẩm/dịch vụ. Vòng tuần hoàn này ngắn hơn nhiều so với vòng tuần hoàn mà chúng ta biết đối với tài sản cố định. Hợp với chu kỳ kinh doanh, vòng tuần hoàn này thường có thời hạn nhỏ hơn một năm.

Kết quả cuối cùng – các sản phẩm và dịch vụ sẽ được chuyển đến cho khách hàng. Các thủ tục giao hàng hoàn tất, khách hàng sẽ thanh toán sau một khoảng thời gian. Vòng tuần hoàn cuối cùng này với một số doanh nghiệp chỉ là vài ngày, song cũng có nhiều doanh nghiệp cần đến vài tháng. Trong suốt khoảng thời gian đó, giá trị này tích lũy như một tài sản của doanh nghiệp dưới tên gọi – Khoản phải thu. Điểm cuối của vòng tuần hoàn này, cũng là điểm cuối của chu kỳ kinh doanh, tiền trở về hình thái ban đầu, nhưng thường là lớn hơn giá trị ban đầu của nó, và lại bị hút ngay vào một chu kỳ kinh doanh mới – mua các yếu tố đầu vào.

Chu trình chuyển hóa từ tiền cho đến tất qua tất cả các hình thái kể trên, rồi trở lại hình thái tiền tệ tạo thành chu kỳ kinh doanh. Chu kỳ này dài ngắn khác nhau giữa các doanh nghiệp, tùy thuộc các đặc điểm kinh doanh và hiệu suất của vận hành của nó. Kết quả của tất thấy các chu kỳ kinh doanh thực hiện trong một năm tạo nên doanh thu của doanh nghiệp trong năm đó. Và đó là lý do vì sao người ta lại luôn tìm cách đẩy nhanh chu kỳ kinh doanh, đẩy nhanh tất thấy các chu kỳ bên trong nó. Doanh nghiệp thực sự là guồng máy luôn sản sinh

ra tiền.



**Hình 1-2. Dòng dịch chuyển kinh doanh**

### **b - Dòng dịch chuyển tài trợ**

Để có được cú huých đầu tiên cho guồng máy tạo ra tiền, chủ doanh nghiệp cũng phải bỏ vào đó một khoản tiền, như là sự đầu tư. Số tiền này được ghi dưới dạng vốn chủ. Với các công ty cổ phần đó là khoản vốn thu được từ phát hành các cổ phiếu. Dĩ nhiên, trên thực tế việc góp vốn ban đầu này sẽ vô cùng đa dạng, song cuối cùng vẫn là việc các chủ doanh nghiệp tài trợ cho doanh nghiệp, và ghi lại dưới cái nhãn – vốn chủ. Kể từ đây doanh nghiệp phải có nghĩa vụ đáp ứng cho chủ vì khoản tài trợ này. Cách thức chung để đáp ứng cho người chủ biểu hiện bằng cách thanh toán cổ tức, mua lại cổ phiếu. Theo thời gian, vốn chủ cũng lớn lên bởi người chủ chấp thuận để lại những đồng lợi nhuận sinh ra từ guồng máy kinh doanh với cái tên – thu nhập giữ lại. Thậm chí, tại những thời điểm nhất định, những người chủ cũng sẽ đóng góp thêm cho sự phát triển của doanh nghiệp bằng việc mua thêm các cổ phiếu mà doanh nghiệp phát hành.

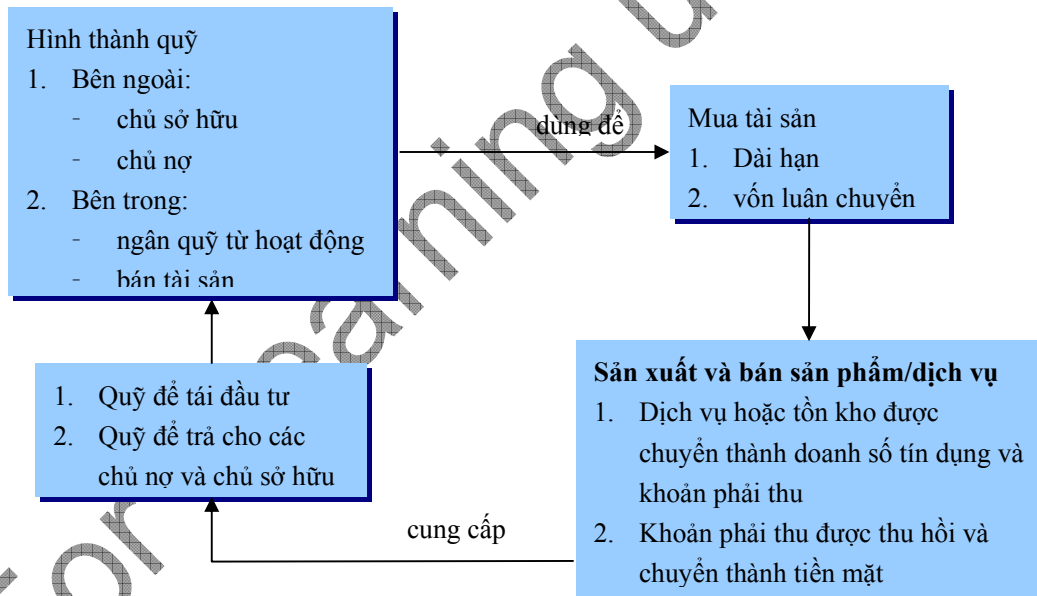
Hầu như, rất ít chủ doanh nghiệp có đủ tiền tài trợ cho tất cả các nhu cầu đầu tư vào các tài sản. Họ phải huy động thêm các nguồn vốn vay từ các chủ nợ. Vì hành động này doanh nghiệp phải thực hiện các nghĩa vụ trả nợ, cũng như tiền lãi sau một khoảng thời gian sử dụng. Khoảng thời gian sử dụng này có thể dài ngắn khác nhau. Chúng được ghi lại thành các khoản nợ trung và dài hạn nếu nó đến hạn trả nợ trên một năm, và nợ ngắn hạn nếu đến hạn trong vòng 1 năm. Guồng máy sản sinh ra tiền nhận tài trợ từ chúng và có nghĩa vụ sản sinh ra tiền đáp ứng các nghĩa vụ trả nợ đúng hạn.

Ngược với chu trình bán sản phẩm, các giao dịch mua sắm cũng thường tiến hành với một khoảng thời gian thanh toán bằng tiền theo sự chấp nhận của người cung cấp. Khoản nợ này được tích lũy lại và ghi thành khoản phải trả. Một nguồn tài trợ phát sinh từ kinh doanh. Chúng ta gọi như vậy bởi độ lớn của khoản tài trợ này có thể biến đổi theo qui mô kinh doanh, với mức độ mua sắm khác nhau. Đặc tính của khoản nợ này không khác gì so với khoản nợ ngắn hạn. Tất nhiên, nó cũng đòi hỏi guồng máy sản sinh ra tiền đúng lúc cần thiết phải trả nợ.

Công nhân, nhân viên, hàng ngày cung cấp cho guồng máy sản xuất giá trị gia tăng vào trong sản phẩm song họ không lấy tiền công hàng ngày. Như CacMac đã mô tả rằng chính người công nhân đã ứng trước sức lao động của mình cho nhà tư bản. Doanh nghiệp ghi nhận khoản nợ này trong một khoản mang tên – Nợ tích lũy. Các khoản chi thường xuyên và trả nợ định kỳ có đặc tính như trên gồm: Thuế, tiền điện,... cũng sẽ mang gọi tên như vậy.

Toàn bộ các khoản tài trợ sẽ bảo đảm cho tổng số các tài sản trong guồng máy sản sinh tiền tệ của nó. Điều đáng ghi nhận ở đây là các khoản tài trợ khác nhau phân biệt bởi thời hạn yêu cầu trả nợ, và phí tổn.

Rõ ràng, về bề ngoài mỗi quan tâm thường trực các nhà quản trị tài chính là việc hình thành nguồn tài trợ và đầu tư nguồn đó vào các tài sản có khả năng tạo ra ngân quỹ nhằm thực hiện các nghĩa vụ tài chính cơ bản cho các chủ và chủ nợ. Nếu đi sâu hơn vào bản chất của các hoạt động này, khi giá trị hiện tại của dòng ngân quỹ phát sinh từ các tài sản lớn hơn chi phí đầu tư của chúng thì việc đầu vào tài sản đó sẽ làm tăng giá trị cho công ty. Để thực hiện chức năng căn bản này các nhà quản trị thu hút quỹ và hướng đến việc đầu tư nguồn quỹ đó vào những dự án tối đa hóa giá trị, họ phải cân đối giữa rủi ro và thời gian của dòng ngân quỹ dự kiến so với thu nhập kỳ vọng của chúng. Tổng hợp ba dòng dịch chuyển trên, chúng ta có được sơ đồ quá trình hình thành ngân quỹ trong hình 1.3.



**Hình 1-3. Quá trình hình thành ngân quỹ**

Tóm lại, hoạt động kinh doanh gồm hàng loạt các dòng dịch chuyển liên tục với những đặc tính khác nhau. Hiệu quả của tổng hợp các dòng dịch chuyển sẽ tạo ra giá trị cho doanh nghiệp. Vì thế, các nhà quản trị sẽ tập trung sự chú ý của mình vào các dòng dịch chuyển tài chính nhằm phối trí chúng nhằm tạo ra ngân quỹ, giá trị cho doanh nghiệp.

### 1.1.2 Định nghĩa và mục tiêu của quản trị tài chính

#### a - Định nghĩa quản trị tài chính

Quản trị tài chính là các hoạt động nhằm phối trí các dòng tiền tệ trong doanh nghiệp nhằm đạt được mục tiêu của doanh nghiệp. Quản trị tài chính là một trong các chức năng cơ bản của

quản trị doanh nghiệp. Chức năng quản trị tài chính có mối liên hệ mật thiết với các chức năng khác trong doanh nghiệp như: Chức năng quản trị sản xuất, chức năng quản trị marketing, chức năng quản trị nguồn nhân lực.

### **b - Mục tiêu của quản trị tài chính**

Mặc dù người ta có thể gán cho quản trị tài chính nhiều mục tiêu nhưng trong cuốn sách này, chúng tôi muốn nhấn mạnh mục tiêu của quản trị tài chính là tối đa hóa giá trị cho những người chủ hiện tại của công ty. Với mỗi cổ đông hay người chủ của doanh nghiệp, giá trị này thể hiện trong giá trị của tổng số cổ phần mà họ nắm giữ. Một cách lô gic, giá trị của mỗi cổ phần bằng giá trị thị trường của doanh nghiệp sau khi trừ đi các khoản nợ chia cho tổng số cổ phiếu hiện hữu của công ty.

Trên thực tế, giá trị thị trường của cổ phiếu thường phản ánh sự đánh giá của thị trường về các quyết định đầu tư, tài trợ và quản trị tài sản của công ty. Còn giá trị cho người chủ là tổng số giá trị thị trường của các cổ phiếu họ đang nắm giữ. Ý tưởng cơ bản ở đây là cần phải đánh giá sự thành công của một quyết định kinh doanh thông qua ảnh hưởng của nó lên giá trị thị trường của cổ phiếu.

#### **Mục tiêu tạo giá trị**

Mục tiêu cơ bản được thừa nhận ở hầu hết các công ty là tối đa hoá giá trị cho các cổ đông. Tất nhiên là mục tiêu này sẽ đem lại lợi ích cho cổ đông và đảm bảo phân bổ hiệu quả các nguồn lực khan hiếm theo cách thức đem lại lợi ích cho nền kinh tế. Giá trị của cổ đông được tăng tối đa bằng cách tăng tối đa khoản chênh lệch giữa giá trị thị trường của toàn bộ cổ phiếu và lượng vốn chủ do cổ đông cung cấp. Khoản chênh lệch này chính là giá trị thị trường tăng thêm (Market Value Added - MVA):

$$\text{MVA} = \text{Giá trị thị trường của cổ phiếu} - \text{Vốn chủ do cổ đông cung cấp}$$

$$= (\text{Số cổ phiếu lưu hành}) \times (\text{Giá thị trường}) - \text{Tổng vốn cổ phần thường}$$

Cũng có những ý kiến tranh cãi về việc chọn giá trị cho cổ đông làm mục tiêu của quản trị tài chính. Song, nếu suy cho cùng thì đây là mục tiêu phản ánh tổng hợp nhất mong muốn của chủ - nhóm hữu quan trọng nhất của doanh nghiệp. Hơn nữa, mục tiêu tăng giá trị cho cổ đông hay chủ doanh nghiệp chỉ có thể đạt được khi nó thoả mãn chặt chẽ các yêu cầu nghiêm khắc của thị trường. Chúng ta thử duyệt lại hàng loạt các chỉ tiêu hiệu quả để xem xét khả năng đại diện của nó cho những mong muốn của cổ đông hay không.

Thông thường, mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận là mục tiêu hợp lý được liên tục nhắc đến trong các công ty. Tuy nhiên, với mục tiêu này, nhà quản trị có thể tiếp tục làm tăng lợi nhuận bằng cách phát hành ít cổ phiếu và sử dụng lợi nhuận để đầu tư vào chứng khoán ngắn hạn. Hơn nữa, chỉ tiêu này cũng không nói lên được doanh nghiệp phải bỏ ra những gì để có được lợi nhuận cực đại. Với đa phần các công ty, điều này sẽ làm giảm phần lợi nhuận của từng cổ đông - nghĩa là thu nhập trên cổ phiếu sẽ giảm. Vì thế, tối đa hóa thu nhập trên cổ phiếu (EPS) thường được xem là một phiên bản cải tiến của mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận. Tuy nhiên, tối đa hóa lợi nhuận trên cổ phiếu không phải là mục tiêu thích đáng nhất vì nó không xác định cụ thể thời điểm và độ dài thời gian của thu nhập kỳ vọng. Dự án đầu tư đem lại 100 triệu đồng thu nhập sau 5 năm nữa liệu có giá trị hơn so với dự án đem lại 15 triệu đồng mỗi năm trong 5 năm hay không? Câu trả lời cho câu hỏi này phụ thuộc vào giá trị thời gian của tiền tệ

và phụ thuộc vào người đầu tư. Chỉ có một số ít cổ đông hiện tại muốn một dự án hứa hẹn đem lại thu nhập đầu tiên sau 100 năm nữa cho đầu khoản thu nhập này là lớn bao nhiêu. Vì thế, phân tích của chúng ta phải tính đến cấu trúc thời gian của thu nhập.

Ngoài ra, còn một thiếu sót nữa của mục tiêu tối đa hóa thu nhập trên cổ phiếu, và cũng là thiếu sót của các công cụ đo lường thu nhập truyền thống là nó không xét đến yếu tố rủi ro. Một số dự án đầu tư rủi ro hơn nhiều so với các dự án khác nên dòng thu nhập tương lai của các cổ phiếu này sẽ rủi ro hơn nếu được thực hiện. Hơn nữa, mức độ rủi ro của một công ty phụ thuộc vào tỷ lệ nợ so với vốn chủ trong cấu trúc vốn. Rủi ro tài chính này cũng đóng góp vào tổng rủi ro của người đầu tư. Hai công ty có thể có cùng thu nhập kỳ vọng trên cổ phiếu nhưng nếu dòng thu nhập của công ty có xu hướng rủi ro hơn dòng thu nhập của công ty kia thì giá cổ phiếu của công ty đó sẽ thấp hơn.

Và cuối cùng, mục tiêu này không phản ánh ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá thị trường của cổ phiếu. Bởi vì, nếu mục tiêu duy nhất là tối đa hóa thu nhập trên cổ phiếu thì công ty sẽ không bao giờ trả cổ tức. Họ có thể làm tăng thu nhập trên cổ phiếu bằng cách giữ lại thu nhập và đầu tư lại với một tỷ suất sinh lợi tuy dương nhưng lại rất thấp, so với mong muốn của chủ.

Vì những nguyên nhân trên, mục tiêu tối đa hóa thu nhập trên cổ phiếu có thể không trùng với mục tiêu tối đa hoá giá thị trường của cổ phiếu. Giá thị trường của cổ phiếu biểu diễn đánh giá chung của tất cả những người tham gia trên thị trường về giá trị của một công ty cụ thể. Giá trị thị trường tính đến cả thu nhập hiện tại và thu nhập kỳ vọng của cổ phiếu, thời gian, thời hạn và rủi ro của các dòng thu nhập, chính sách cổ tức của công ty cũng như các nhân tố khác liên quan đến giá thị trường của cổ phiếu. Giá trị thị trường là một thước đo về hiệu quả kinh doanh, nó cho biết các nhà quản trị đang hoạt động hữu hiệu và hiệu quả như thế nào vì các cổ đông của họ.

Thông qua thị trường chứng khoán, các nhà quản trị liên tục được đánh giá. Khi các cổ đông không thoả mãn với hiệu quả của các nhà quản lý, họ có thể bán cổ phiếu đi và đầu tư vào một công ty khác. Như thế, sự không hài lòng của các cổ đông với hành động của các nhà quản trị, sẽ tạo áp lực lên giá cổ phiếu. Do đó, các nhà quản trị phải tập trung vào việc tạo ra giá trị cho cổ đông. Điều này đòi hỏi các nhà quản trị phải đánh giá các chiến lược đầu tư, tài trợ và quản trị tài sản trên góc độ ảnh hưởng đến giá trị cổ đông (giá cổ phiếu). Chẳng hạn, các nhà quản trị chỉ theo đuổi các chiến lược sản phẩm - thị trường, xây dựng thị phần hoặc làm tăng sự thoả mãn của khách hàng khi chúng làm tăng giá trị của cổ đông.

### **Các bên hữu quan**

Cũng đã từ lâu, người ta nhận ra rằng sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong các công ty hiện đại dẫn đến những mâu thuẫn tiềm ẩn giữa những người chủ và những người quản lý. Đặc biệt là mục tiêu của các nhà quản trị có thể khác với mục tiêu của các cổ đông. Trong các công ty lớn, do có quá nhiều cổ phiếu nên các cổ đông không thể trình bày mục tiêu của họ, họ ít có khả năng kiểm soát và tác động đến các nhà quản trị. Vì vậy, sự tách biệt giữa quyền sở hữu với hoạt động quản lý tạo ra một tình huống để các nhà quản trị có thể hành động vì lợi ích của họ hơn là vì lợi ích của các cổ đông.

Chúng ta có thể xem các nhà quản trị như những người đại diện cho những người chủ sở hữu. Các cổ đông hy vọng rằng các đại diện sẽ hành động vì lợi ích cao nhất của họ nên uỷ

quyền ra quyết định cho đại diện. Jensen và Meckling lần đầu tiên đã xây dựng một lý thuyết đầy đủ về công ty trong các cam kết đại diện. Họ đã chứng minh rằng những người chủ, trong tình huống này là các cổ đông, có thể tự đảm bảo rằng các đại diện (các nhà quản trị) sẽ đưa ra các quyết định tối ưu chỉ khi nào họ có động cơ hợp lý và khi họ bị kiểm soát. Các động cơ thúc đẩy này có thể là quyền chọn mua chứng khoán, thưởng, các đặc quyền (chẳng hạn như chi phí văn phòng và cước điện thoại). Các yếu tố này liên quan trực tiếp đến mức độ chặt chẽ trong các quyết định của các nhà quản trị. Việc kiểm soát được thực hiện bằng cách kiểm tra các đại diện, xem xét lại một cách hệ thống các đặc quyền quản lý. Các hoạt động kiểm soát này chắc chắn sẽ mất nhiều chi phí nhưng đây cũng là một kết quả tất yếu do sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát công ty. Tỷ lệ sở hữu của các nhà quản trị càng thấp thì họ sẽ càng ít hành động theo hướng phù hợp với mục tiêu tối đa hóa giá trị của cổ đông và do vậy, công ty phải cần đến nhiều cổ đông bên ngoài hơn để kiểm soát các hoạt động của họ.

Trong khi đó, một số người lại cho rằng việc điều chỉnh các nhà quản trị không phải do những người sở hữu mà do thị trường lao động. Theo lập luận của họ, các thị trường vốn hiệu quả là nơi cung cấp các dấu hiệu về giá trị chứng khoán nên nó cũng phản ánh thành tích của các nhà quản trị. Các nhà quản trị có kết quả hoạt động tốt sẽ thuận lợi hơn so với những nhà quản trị có kết quả làm việc kém trong việc tìm việc làm ở nơi khác. Vì vậy, nếu thị trường lao động cạnh tranh cả bên trong và bên ngoài công ty, nó sẽ tạo ra nguyên tắc cho các nhà quản trị. Trong tình huống đó, dấu hiệu thay đổi về tổng giá trị thị trường của chứng khoán công ty trở nên rất quan trọng.

### **Trách nhiệm xã hội**

Tối đa hóa giá trị cổ đông không có nghĩa là các nhà quản trị phải từ bỏ các trách nhiệm xã hội như bảo vệ người tiêu dùng, trả lương công bằng, duy trì chính sách thuế trung thực và điều kiện làm việc an toàn, hỗ trợ giáo dục và quan tâm đến các vấn đề môi trường. Bên cạnh lợi ích cổ đông, các nhà quản trị còn phải tính đến lợi ích của tất cả các bên hữu quan. Các bên hữu quan bao gồm chủ nợ, nhân viên, khách hàng, nhà cung cấp, cộng đồng nơi công ty hoạt động... Có thể nói, công ty chỉ có thể đạt được mục tiêu cuối cùng là tối đa hóa giá trị cổ đông khi họ quan tâm đến lợi ích chính đáng của các bên hữu quan.

### **c - Các chức năng của quản trị tài chính**

Quản trị tài chính bao gồm các hoạt động liên quan đến đầu tư, tài trợ và quản trị tài sản theo mục tiêu chung của công ty. Vì vậy, chức năng quyết định của quản trị tài chính có thể chia thành ba nhóm: quyết định đầu tư, tài trợ và quản trị tài sản.

#### **Quyết định đầu tư**

Quyết định đầu tư là quyết định quan trọng nhất trong ba quyết định căn bản của quản trị tài chính. Chúng ta hãy hình dung bảng tổng kết tài sản của công ty, nợ và vốn chủ sở hữu được đặt ở bên phần nguồn vốn còn tài sản thì được đặt ở bên phần tài sản. Nhà quản trị tài chính cần phải xác định con số xuất hiện ở dòng cuối cùng bên phần tài sản của bảng tổng kết tài sản - đó là tổng giá trị tài sản hay chính là quy mô của công ty. Trong đó, họ cũng còn phải quyết định tổ hợp của các tài sản. Do vậy, để duy trì một cơ cấu tài sản hợp lý, họ không chỉ ra các quyết định đầu tư mà còn ra các quyết định cắt giảm, loại bỏ hay thay thế đối với các tài sản không còn giá trị kinh tế.



Tóm lại, để thực hiện mục tiêu làm tăng giá trị của công ty, các nhà quản trị tài chính phải ra các quyết định nhằm xác định quy mô tăng trưởng của công ty và đảm bảo một cơ cấu tài sản thích hợp bằng các hoạt động đầu tư, cắt giảm... Các quyết định này tác động trực tiếp lên khả năng sinh lợi và rủi ro của doanh nghiệp.

### **Quyết định tài trợ**

Để tài trợ cho tài sản, các nhà quản trị tài chính phải tìm kiếm các nguồn vốn thích hợp thông qua quyết định tài trợ. Các nguồn vốn để tài trợ cho tài sản bao gồm các khoản nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, vốn chủ,.... Mỗi loại nguồn vốn có những đặc tính về nghĩa vụ khác nhau xét trên hai phương diện chi phí và yêu cầu trả nợ. Như vậy, nhà quản trị phải quan tâm đến việc xây dựng phần nguồn vốn của bảng tổng kết tài sản. Mỗi công ty có tổ hợp tài trợ khác nhau. Một số công ty duy trì tương đối nhiều nợ trong khi các công ty khác thì thậm chí không có một khoản nợ nào. Như vậy, các nhà quản trị tài phải đối mặt với nhiều vấn đề liên quan đến tài trợ.

Cần lưu ý rằng chính sách cổ tức là một phần trong quyết định tài trợ của công ty. Tỷ lệ trả cổ tức xác định mức thu nhập được giữ lại trong công ty. Giữ lại một nhiều thu nhập hiện tại hơn có nghĩa là số tiền được sử dụng để trả cổ tức sẽ ít hơn. Do đó, giá trị cổ tức trả cho các cổ đông phải được cân đối với chi phí cơ hội của thu nhập giữ lại vì thu nhập giữ lại được sử dụng như là một phương thức tài trợ vốn chủ, nó có thể đem lại thu nhập cao hơn cho cổ đông nếu được giữ lại thay vì trả cổ tức.

Ngoài ra, khi đã quyết định về tổ hợp tài trợ, nhà quản trị tài chính còn phải xác định phương án tốt nhất để thu hút nguồn vốn cần thiết. Hơn nữa, họ cũng cần phải hiểu được các cơ chế để nhận được các khoản vay ngắn hạn, ký kết các hợp đồng vay dài hạn hay thương lượng để bán cổ phiếu, trái phiếu.

### **Quyết định quản trị tài sản**

Quyết định thứ ba của công ty là quyết định quản trị tài sản. Một khi đã mua tài sản và đã có các nguồn tài trợ phù hợp thì các tài sản này còn phải được quản lý một cách hiệu quả. Nhiều tác giả, nhà nghiên cứu xem quyết định này thuộc về quyết định đầu tư, nghĩa là chỉ có hai quyết định trong quản trị tài chính là quyết định đầu tư và quyết định tài trợ. Tuy nhiên, trong cuốn sách này, chúng tôi muốn tách bạch quyết định này và xem nó như là một quyết định độc lập nhằm chỉ rõ vai trò của nhà quản trị tài chính trong việc quản trị tài sản một cách hiệu quả. Các tài sản khác nhau yêu cầu cách thức vận hành khác nhau. Do vậy, nhà quản trị tài chính sẽ quan tâm nhiều hơn đến việc quản trị các tài sản lưu động so với tài sản cố định trong khi phần lớn trách nhiệm về quản lý các tài sản cố định thuộc về các nhà quản trị sản xuất, những người vận hành trực tiếp tài sản cố định.

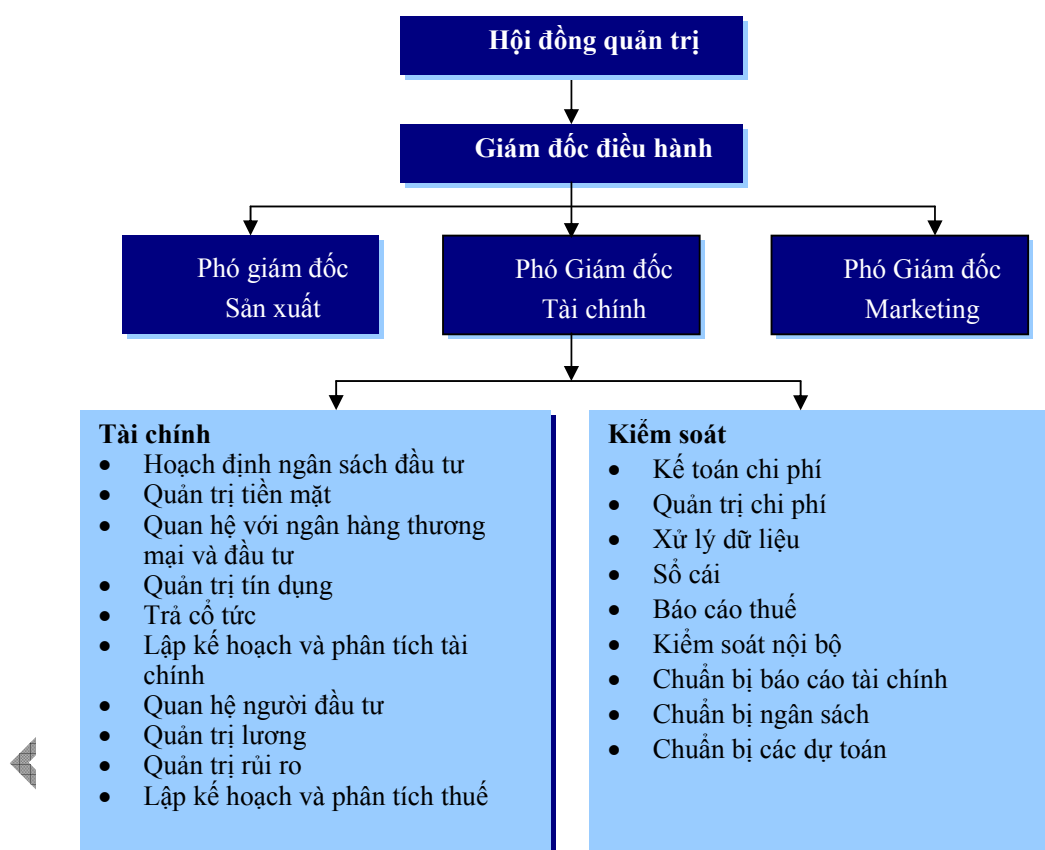
## **d - Tổ chức hoạt động quản trị tài chính**

### **Các khuôn khổ tổ chức**

Cũng như giám đốc của ba lĩnh vực chức năng cơ bản khác của công ty, phó giám đốc tài chính, hay còn là trưởng phòng tài chính (CFO) thường phải trực tiếp báo cáo cho giám đốc điều hành. Trong một số công ty, giám đốc tài chính cũng có thể là một thành viên của hội đồng quản trị. Bên cạnh việc theo dõi hoạt động kế toán, tài chính, thuế, chức năng kiểm toán, các CFO ngày nay thường chịu trách nhiệm lập kế hoạch chiến lược, quản trị và kinh doanh

ngoại tệ, quản trị rủi ro lãi suất và quản trị quy mô sản xuất và tồn kho. Ngoài ra, các CFO cũng phải có khả năng giao tiếp một cách hiệu quả với cộng đồng đầu tư liên quan đến hiệu suất tài chính của công ty.

Trong các công ty lớn, các hoạt động tài chính do giám đốc tài chính quản lý và ãchia thành hai nhóm, một bộ phận do trưởng phòng tài chính và bộ phận kia do kế toán trưởng quản lý. Trách nhiệm của các kế toán trưởng chủ yếu thuộc về lĩnh vực kế toán, kế toán chi phí cũng như kiểm soát ngân sách và dự đoán, phần lớn liên quan đến hoạt động báo cáo nội bộ. Trách nhiệm của các nhà tài chính thuộc các lĩnh vực ra quyết định, chúng thường gắn với các hoạt động quản trị tài chính như đầu tư (hoạch định ngân sách, quản lý lương), tài trợ (quan hệ với ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư, quan hệ cổ đông, chi trả cổ tức) và quản trị tài sản (quản trị tiền mặt, quản trị tín dụng). Sơ đồ tổ chức này có thể làm suy nghĩ sai lệch, nghĩa là có sự tách biệt giữa nhiệm vụ tài chính và kế toán. Tuy nhiên, trong các công ty được tổ chức tốt, thông tin sẽ dịch chuyển dễ dàng giữa các bộ phận còn trong các công ty nhỏ, chức năng tài chính và chức năng kế toán có thể được đồng nhất trong một hoạt động.



**Hình 1-4. Chức năng quản trị tài chính trong sơ đồ tổ chức**

Cần lưu ý rằng các chức năng kiểm soát và tài chính trong hình 1.4 chỉ là ví dụ minh họa. Trên thực tế, các chức năng này thường được thực hiện khác nhau giữa các công ty.

#### **Quan hệ giữa quản trị tài chính và các chức năng khác trong công ty**

Khi bạn nghiên cứu quản trị tài chính, bạn cần phải hiểu rằng quản trị tài chính không phải là một lĩnh vực hoàn toàn độc lập trong quản trị kinh doanh. Quản trị tài chính cần đến nhiều

lĩnh vực liên quan và các nhiều ngành nghiên cứu. Điều quan trọng nhất trong số đó là tài chính và kinh tế, vì thế, các yếu tố kinh tế vĩ mô và vi mô cũng rất quan trọng. Marketing, sản xuất, quản trị nguồn nhân lực và các nghiên cứu định lượng cũng tác động rất lớn đến quản trị tài chính. Chúng ta sẽ lần lượt nghiên cứu các vấn đề này trong phần sau đây.

### **Kế toán**

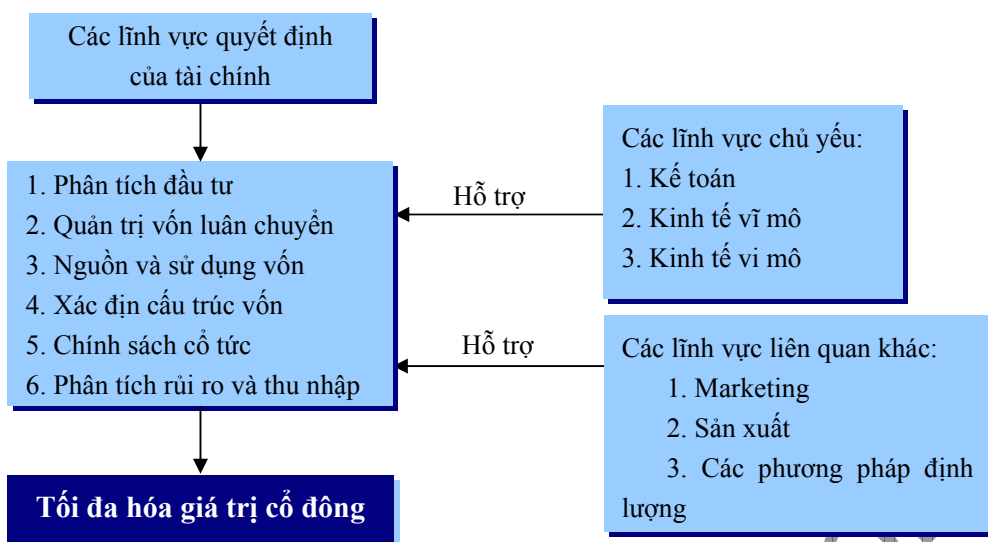
Các nhà quản trị tài chính đóng một vai trò quan trọng trong việc quản trị các tài sản vật chất và tài sản tài chính của công ty và đảm bảo khả năng tài trợ cần thiết để hỗ trợ cho các tài sản. Từ đây, có thể thấy thực tiễn của tài chính có quan hệ rất chặt chẽ với kế toán vì các giao dịch tài chính được ghi lại trong cấu trúc của các hệ thống kế toán. Người ta thường nói kế toán là ngôn ngữ của tài chính. Các nhà quản trị tài chính thường sử dụng các dữ liệu kế toán để đưa ra quyết định. Thông thường, các nhân viên kế toán chịu trách nhiệm xây dựng các báo cáo và đưa ra các kết quả đo lường tài chính để giúp các nhà quản trị đánh giá hiệu quả trong quá khứ, xu hướng trong tương lai của công ty và tuân thủ những quy định luật pháp. Nhiệm vụ xây dựng các báo cáo tài chính như bảng cân đối kế toán, báo cáo thu nhập và báo cáo ngân quỹ cũng là nhiệm vụ của các nhân viên kế toán.

Trong khi các kế toán viên ghi lại các giao dịch kinh doanh, thì các nhà quản trị tài chính chủ yếu quan tâm đến dòng ngân quỹ vì họ thường phải xác định tính khả thi của các quyết định đầu tư và tài trợ. Nhà quản trị tài chính sử dụng dữ liệu tài chính khi ra các quyết định phân bổ nguồn lực trong tương lai trong các kế hoạch đầu tư dài hạn, khi quản trị các khoản đầu tư vào vốn luân chuyển và khi ra các quyết định tài chính (xác định cấu trúc vốn phù hợp, xác định các nguồn cần thiết để hỗ trợ cho các chương trình đầu tư của công ty).

### **Kinh tế**

Có hai lĩnh vực kinh tế mà các nhà quản trị tài chính phải nắm vững, đó là kinh tế vĩ mô và vi mô. Kinh tế vi mô liên quan đến các quyết định kinh tế của các cá nhân, các hộ gia đình, và các công ty trong khi kinh tế vĩ mô xem xét các nhân tố kinh tế trên phương diện tổng thể. Các công ty chịu ảnh hưởng rất lớn bởi hiệu quả chung của nền kinh tế và phụ thuộc vào các thị trường tiền tệ cũng thị trường vốn. Vì thế, nhà quản trị tài chính cần phải nhận biết và hiểu rõ ảnh hưởng của các chính sách tiền tệ đến chi phí vốn và tính sẵn sàng của nguồn vốn tín dụng. Đồng thời, họ cần phải nắm vững chính sách thuế và tác động của nó đến nền kinh tế. Và cuối cùng, kỳ vọng về nền kinh tế tương lai là một yếu tố quan trọng được tính đến khi xây dựng dự đoán doanh số cũng như các dự đoán khác.

Quản trị tài chính sử dụng kinh tế vi mô khi xây dựng các mô hình ra quyết định để tạo ra các phương thức sản xuất thành công và hiệu quả nhất cho công ty. Đặc biệt, họ sử dụng khái niệm kinh tế vi mô về xác định chi phí biên bằng doanh thu biên khi ra các quyết định đầu tư dài hạn (hoạch định ngân sách), khi quản trị tiền mặt, tồn kho và quản phải thu (quản trị vốn luân chuyển).



**Hình 1-5. Tác động của các lĩnh vực khác lên quản trị tài chính**

### Các chức năng khác

Hình 1.5 biểu diễn mối quan hệ giữa quản trị tài chính và các chức năng hỗ trợ căn bản. Marketing, sản xuất, các phương pháp định lượng và quản trị nguồn nhân lực đều liên quan trực tiếp đến các quyết định hằng ngày do các nhà quản trị tài chính đưa ra.

Chẳng hạn, các nhà quản trị tài chính cần phải xem xét tác động của dự án ệphát triển sản phẩm mới và các chương trình cổ động trong lĩnh vực marketing vì các kế hoạch này sẽ cần đến vốn và do đó sẽ tác động đến dòng ngân quỹ dự kiến của công ty. Tương tự như vậy, những thay đổi trong quy trình sản xuất cũng có thể cần đến vốn và do đó các nhà quản trị tài chính phải đánh giá và tài trợ cho các hoạt động này. Các công cụ phân tích được xây dựng từ các phương pháp định lượng thường rất hữu ích khi phân tích các vấn đề quản trị tài chính phức tạp và chính sách lương cũng có thể tác động đến vấn đề đại diện của công ty.

## 1.2 MÔI TRƯỜNG LUẬT PHÁP VÀ MÔI TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Để hiểu rõ hơn vai trò của các nhà quản trị tài chính, chúng ta nên đặt họ trong môi trường mà họ hoạt động. Có hai yếu tố môi trường quan trọng nhất liên quan trực tiếp đến các quyết định của nhà quản trị tài chính là môi trường luật pháp và môi trường tài chính. Trong môi trường luật pháp, hình thức tổ chức công ty và thuế là hai vấn đề cốt yếu. Trước hết, chúng ta tìm hiểu đặc điểm của các loại hình công ty trong mối quan hệ với quyết định của nhà quản trị tài chính dựa trên những ưu và nhược điểm của từng loại hình. Tiếp đến, chúng ta sẽ nghiên cứu về môi trường thuế để hiểu được để tác động của thuế đến các quyết định tài chính. Cuối cùng, chúng ta sẽ tìm hiểu hệ thống tài chính và những thay đổi của nó để hiểu được nhiệm vụ phức tạp của nhà quản trị tài chính trong các quyết định của mình.

### 1.2.1 Môi trường luật pháp

#### a - Các hình thức tổ chức công ty

Việc lựa chọn hình thức công ty là vô cùng quan trọng trên quan điểm tài chính vì nó có thể tác động đến việc thu hút vốn, trả thuế và trách nhiệm tài chính của một doanh nghiệp. Trước

hết, chúng ta nghiên cứu các hình thức công ty theo quy định luật pháp của Việt nam.

Dựa vào hình thức sở hữu, mỗi nước có những loại hình doanh nghiệp khác nhau. Tuy nhiên về cơ bản, các loại hình doanh nghiệp bao gồm: doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp doanh, công ty cổ phần và công ty trách nhiệm hữu hạn. Theo luật doanh nghiệp mới, Quốc hội thông qua ngày 12/6/1999, ở Việt nam, có các hình thức doanh nghiệp sau:

- Công ty trách nhiệm hữu hạn nhiều thành viên: là doanh nghiệp trong đó: (1) thành viên có thể là tổ chức, cá nhân và số lượng thành viên không quá năm mươi người, (2) thành viên chịu trách nhiệm về các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã cam kết góp vào doanh nghiệp.

- Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên: là doanh nghiệp do một tổ chức làm chủ sở hữu chịu trách nhiệm về các khoản nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn điều lệ của doanh nghiệp.

- Công ty cổ phần: là doanh nghiệp trong đó: (1) vốn điều lệ được chia thành nhiều phần bằng nhau gọi là cổ phần, (2) cổ đông chỉ chịu trách nhiệm về nợ và các nghĩa vụ tài sản khác của doanh nghiệp trong phạm vi số vốn đã góp vào doanh nghiệp, (3) cổ đông có quyền tự do chuyển nhượng cổ phần của mình cho người khác, trừ trường hợp cổ đông nắm cổ phần ưu đãi và cổ đông sáng lập trong 3 năm đầu.

- Công ty hợp doanh: là doanh nghiệp trong đó: (1) phải có ít nhất 2 thành viên hợp doanh, ngoài 2 thành viên hợp doanh có thể có các thành viên góp vốn, (2) thành viên hợp doanh phải là cá nhân, có trình độ chuyên môn nghề nghiệp và phải chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về các nghĩa vụ của công ty, (3) thành viên là cá nhân có trách nhiệm về các khoản nợ của công ty trong phạm vi số vốn đã góp vào công ty.

- Doanh nghiệp tư nhân: là doanh nghiệp do một cá nhân làm chủ và chịu trách nhiệm bằng toàn bộ tài sản của mình về mọi hoạt động của doanh nghiệp.

Từ định nghĩa về loại hình doanh nghiệp như trên, chúng ta có thể xác định đặc điểm của mỗi loại hình như trong bảng 1.1 dưới đây.

**Bảng 1-1. Tóm tắt ưu nhược điểm của các loại hình doanh nghiệp**

Loại DN	Ưu điểm	Nhược điểm
DN tư nhân - DN nghiệp được sở hữu và điều hành bởi một cá nhân	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đơn giản thủ tục thành lập</li> <li>- Không đòi hỏi nhiều vốn khi thành lập</li> <li>- Chủ DN nhận toàn bộ lợi nhuận kiếm được</li> <li>- Chủ DN có toàn quyền quyết định kinh doanh</li> <li>- Không có những hạn chế pháp lý đặc biệt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chịu trách nhiệm cá nhân vô hạn</li> <li>- Hạn chế về kỹ năng và chuyên môn quản lý</li> <li>- Hạn chế khả năng huy động vốn</li> <li>- Không liên tục hoạt động kinh doanh khi chủ DN qua đời</li> </ul>
Cty hợp doanh - Doanh nghiệp có 2 hay nhiều đồng sở hữu chủ tiến hành hoạt	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dễ dàng thành lập</li> <li>- Được chia toàn bộ lợi nhuận</li> <li>- Có thể huy động vốn từ các thành viên</li> <li>- Có thể thu hút kỹ năng quản lý của các thành viên</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chịu trách nhiệm vô hạn</li> <li>- Khó tích lũy vốn</li> <li>- Khó giải quyết khi có mâu thuẫn lợi ích giữa các thành viên</li> <li>- Chứ đựng nhiều tiềm năng mâu</li> </ul>

động kinh doanh nhằm mục tiêu lợi nhuận	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Có thể thu hút thêm thành viên tham gia</li> <li>- Ít bị chi phối bởi các qui định pháp lý</li> <li>- Năng động</li> <li>- Không bị đánh thuế 2 lần</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>thuần cá nhân và quyền lực giữa các thành viên</li> <li>- Các thành viên bị chi phối bởi luật đại diện</li> </ul>
Cty cổ phần - Tổ chức kinh doanh thành lập theo luật hoạt động tách rời với quyền sở hữu và nhằm mục tiêu lợi nhuận	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cổ đông chịu trách nhiệm hữu hạn</li> <li>- Dễ thu hút vốn</li> <li>- Có thể hoạt động mãi mãi, không bị giới hạn bởi tuổi thọ của chủ sở hữu</li> <li>- Có thể chuyển nhượng quyền sở hữu</li> <li>- Có khả năng huy động được kỹ năng, chuyên môn, tri thức của nhiều người</li> <li>- Có lợi thế về quy mô</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tốn nhiều chi phí và thời gian trong quá trình thành lập</li> <li>- Bị đánh thuế 2 lần</li> <li>- Tiềm ẩn khả năng thiếu sự nhiệt tình từ ban quản lý</li> <li>- Bị chi phối bởi những quy định pháp lý và hành chính nghiêm ngặt</li> <li>- Tìm ẩn nguy cơ mất khả năng kiểm soát của những nhà sáng lập công ty.</li> </ul>

### **b - Môi trường thuế**

Hầu hết các quyết định của công ty đều bị ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp bởi luật thuế. Thông qua quyền lực về thuế, Nhà nước và chính quyền địa phương có thể tác động đến hành vi của công ty và những người chủ. Trong phần này, chúng tôi giới thiệu cho các bạn một số vấn đề cơ bản về môi trường thuế. Những vấn đề này sẽ rất cần thiết cho các chương sau khi chúng ta nghiên cứu các quyết định tài chính cụ thể. Trong tài chính, chúng ta chủ yếu quan tâm đến thuế thu nhập cá nhân và công ty.

Hằng năm, công ty phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp. Thuế thu nhập công ty nhiều hay ít tùy thuộc vào thu nhập chịu thuế và thuế suất, trong đó thuế suất còn thay đổi tùy theo mức thu nhập chịu thuế. Quy định về thuế thu nhập doanh nghiệp được quy định rõ trong Luật của Quốc hội số 09/2003/QH11 ngày 17 tháng 6 năm 2003 về thuế thu nhập doanh nghiệp, trong đó, chương 2 của Luật quy định rõ căn cứ tính thuế và thuế suất.

Tổng thu nhập chính là doanh thu của công ty. Thu nhập chịu thuế bằng doanh thu trừ đi tất cả chi phí hợp lý để vận hành công ty, trong đó bao gồm khấu hao và lãi vay. Về phía công ty, nếu thu nhập chịu thuế khai báo thấp thì sẽ tiết kiệm được thuế, do vậy, công ty có khuynh hướng đưa nhiều khoản chi phí vào để tránh thuế. Về phía chính phủ và cơ quan thuế, họ chỉ chấp nhận những khoản chi phí nào hợp lý nhằm hạn chế công ty tránh thuế. Vì vậy, Bộ tài chính thường có những quy định cụ thể về chế độ hóa đơn chứng từ, cách hạch toán các chi phí và cách tính khấu hao nhằm mục đích tính thuế cho hợp lý.

Ngoài các chi phí được tính trực tiếp thông qua chế độ hoá đơn chứng từ được thừa nhận bởi luật pháp, hai yếu tố chi phí mà nhà quản trị cần nhận thức một cách rõ ràng làm cơ sở cho việc xem xét các quyết định tài chính.

#### **Khấu hao**

Khấu hao là sự phân bổ một cách hệ thống chi phí mua tài sản cố định theo thời gian cho mục đích báo cáo tài chính, mục đích tính thuế hoặc cả hai. Khấu hao được đưa vào khoản mục chi phí nên việc giảm trừ khấu hao khỏi thu nhập tính thuế làm cho thu nhập chịu thuế thấp hơn. Khi các yếu tố khác không đổi, chi phí khấu hao càng lớn thì thuế càng thấp.

Có nhiều thủ tục khấu hao tài sản khác nhau, bao gồm phương pháp khấu hao theo đường

thẳng và các phương pháp khấu hao nhanh. Các phương pháp khấu hao được chọn có thể khác nhau tùy theo mục đích báo cáo thuế hay báo cáo tài chính. Hầu hết các công ty có thu nhập chịu thuế đều thích sử dụng phương pháp khấu hao nhanh cho mục đích báo cáo thuế vì phương pháp này cho phép giảm trừ khấu hao nhanh hơn nên thu nhập tính thuế thấp hơn vào những năm đầu. Tuy nhiên, trên thực tế, các công ty chỉ có thể trích khấu hao theo quy định của Bộ tài chính về chế độ quản lý, sử dụng và trích khấu hao tài sản cố định (Quyết định của Bộ trưởng Bộ tài chính số 166/1999/QĐ - BTC ngày 30 tháng 12 năm 1999).

Điều 2 của Luật thuế thu nhập doanh nghiệp quy định mức trích khấu hao căn cứ vào giá trị tài sản cố định và thời gian trích khấu hao. Cơ sở sản xuất, kinh doanh hàng hóa, dịch vụ có hiệu quả kinh tế cao được khấu hao nhanh nhưng tối đa không quá hai lần mức khấu hao theo chế độ để nhanh chóng đổi mới công nghệ.

Dưới đây, chúng ta xem xét các phương pháp khấu hao khác nhau.

### ***Khấu hao theo đường thẳng***

Khấu hao đường thẳng tức là giá trị tính khấu hao trong các năm bằng nhau. Điều đó hàm ý nghĩa thừa nhận sự dịch chuyển giá trị của các tài sản cố định một cách đều đặn theo thời gian vào giá thành sản phẩm sản xuất trong chu kỳ của tài sản. Mức trích khấu hao trung bình hằng năm cho tài sản cố định của công ty được tính như sau:

$$D_t = \frac{BV}{n}$$

- Trong đó,  $D_t$  : Mức trích khấu hao hằng năm của tài sản cố định  
 $BV$  : Nguyên giá tài sản cố định  
 $N$  : thời gian sử dụng

Nếu chi phí mua tài sản bao gồm cả chi phí lắp đặt của một tài sản có chu kỳ 5 năm là 100 triệu đồng thì chi phí khấu hao hằng năm sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng sẽ là 100 triệu đồng chia 5 bằng 20 triệu đồng.

### ***Khấu hao theo số dư giảm dần***

Phương pháp khấu hao theo đường thẳng nêu trên có ưu điểm là đơn giản trong tính toán nhưng nó lại có nhược điểm là chậm khôi phục lại chi phí để có thể mua sắm, thay thế tài sản cố định, và có thể là không phản ánh tương ứng thực tế hao mòn tài sản cố định giữa các năm. Điều quan trọng là, để có thể gia tăng khấu hao nhằm sớm khôi phục và mua sắm lại tài sản cố định, công ty thường muốn áp dụng phương pháp khấu hao nhanh. Phương pháp này khấu hao nhanh vào năm đầu, sau đó chi phí khấu hao giảm dần cho những năm kế tiếp.

Phương pháp này xác định chi phí hằng năm là một phần trăm cố định trên giá trị sổ sách ròng của tài sản (giá mua trừ khấu hao tích lũy) vào đầu năm để áp dụng tính khấu hao. Chẳng hạn, khi sử dụng phương pháp số dư giảm dần (DB), chúng ta xác định tỷ lệ bằng cách chia 1 cho số năm của chu kỳ khấu hao của tài sản, sau đó nhân tỷ lệ này với hệ số khấu hao. Theo phương pháp số dư giảm dần, công thức chung để xác định chi phí khấu hao cho một thời kỳ nào đó như sau:

$$m \times \frac{1}{n} \times BV$$

- Trong đó,  $m$  : hệ số khấu hao (thông thường  $1 < m \leq 2$ )  
 $N$  : số năm khấu hao tài sản  
 $BV$  : giá trị ròng của tài sản vào đầu năm (số dư còn lại)

### **Khấu hao trên tổng cộng số năm (SOFTY - Sum of the digit)**

Cũng như phương pháp khấu hao theo số dư giảm dần, phương pháp khấu hao trên tổng cộng số năm cũng là phương pháp khấu hao nhanh. Khấu hao năm thứ nhất sẽ được tính dựa trên cơ sở tổng cộng số thứ tự của các năm trong thời hạn tính khấu hao.

$$D_i = (n + 1 - i) \times \frac{BV}{S}$$

- Trong đó:  $D_i$  : Giá trị khấu hao năm  $i$   
 $BV$  : Giá trị tính khấu hao  
 $S$  : tổng cộng thứ tự số năm tính khấu hao

$$S = 1 + 2 + 3 + \dots + n \approx \frac{n \times (n + 1)}{2}$$

Trương tự như phương pháp khấu hao theo số dư giảm dần, khi khấu hao theo công thức trên nhỏ hơn khấu hao theo đường thẳng, người ta có thể chuyển sang khấu hao theo đường thẳng. Như đã đề cập ở trên, phương pháp khấu hao nhanh này chỉ được áp dụng khi có sự chấp thuận của các cơ quan thuế.

Việc khấu hao nhanh thực chất là một cách hoãn thuế, vì vậy, có thể áp dụng cho các ngành đang được khuyến khích đầu tư hiện đại hóa. Bằng cách chấp thuận khấu hao nhanh, Nhà nước đã sẵn sàng chia sẻ bớt một phần rủi ro cho công ty.

Tóm lại, phương pháp khấu hao nhanh có rất nhiều ưu điểm nên các nhà quản trị luôn mong muốn áp dụng phương pháp tính khấu hao nhanh cho mục tiêu tính thuế. Thứ nhất, phương pháp này giúp đẩy nhanh tốc độ thu hồi vốn nên giảm rủi ro đầu tư cho doanh nghiệp, thứ hai là nó có tác dụng đẩy nhanh tốc độ đổi mới công nghệ, và lợi thế về thuế do giá trị thời gian của tiền tệ, khấu hao được tính nhiều hơn những năm đầu nên tiết kiệm thuế sẽ nhiều hơn vào những năm đầu của tài sản.

### **Chi phí lãi vay**

Hệ thống thuế của Việt nam ưu đãi tài trợ bằng vốn vay nhiều hơn so với tài trợ bằng vốn chủ. Việc trả lãi cho những người chủ nợ được giảm trừ thuế trong khi việc trả cổ tức cho cổ đông thì không được giảm trừ. Do vậy, đối với một công ty hoạt động có lãi, sử dụng nợ trong tổ hợp tài sản sẽ đem lại khoản lợi về thuế đáng kể so với sử dụng cổ phiếu ưu đãi hay cổ phiếu thường. Có những lợi thế về thuế liên quan đến việc sử dụng tài trợ bằng vốn vay mà hình thức tài trợ bằng vốn cổ phần thường hay cổ phiếu ưu đãi không có được.

### **1.2.2 Môi trường tài chính**

Các tổ chức kinh doanh hoạt động trong hệ thống tài chính bao gồm nhiều tổ chức và thị trường, cá nhân và chính phủ. Khi một công ty đầu tư tạm thời nguồn vốn nhân rồi vào chứng khoán khả nhượng, họ đã có mối liên hệ trực tiếp với thị trường tài chính. Hầu hết các công ty đều sử dụng thị trường tài chính để tài trợ cho các khoản đầu tư tài sản của họ. Trong phân



tích trước, giá thị trường của chứng khoán công ty là một công cụ kiểm tra sự thành công hay thất bại của công ty. Trong khi các công ty cạnh tranh với nhau trên các thị trường sản phẩm, họ phải liên tục tương tác với thị trường tài chính. Vì tầm quan trọng của môi trường này đối với nhà quản trị tài chính cũng như với các cá nhân, là những khách hàng của dịch vụ tài chính, sau đây chúng ta sẽ khám phá hệ thống tài chính và môi trường thay đổi của nó.

### a - Mục tiêu của các thị trường tài chính

Mục tiêu của thị trường tài chính trong nền kinh tế là phân bổ vốn tiết kiệm một cách hiệu quả cho người sử dụng cuối cùng. Nếu các đơn vị tiết kiệm cũng chính là những đơn vị sử dụng vốn thì nền kinh tế có thể phát triển mà không cần thị trường tài chính. Tuy nhiên, trong nền kinh tế hiện đại, hầu hết các công ty phi tài chính đều sử dụng nhiều hơn mức tiết kiệm của họ để đầu tư vào tài sản thực. Mặt khác, hầu hết các hộ gia đình đều có tổng số tiết kiệm lớn hơn tổng đầu tư. Tính hiệu quả là yếu tố đưa người đầu tư cuối cùng và người tiết kiệm cuối cùng gặp nhau với chi phí thấp nhất và sự thuận lợi nhất có thể.

### b - Thị trường tài chính

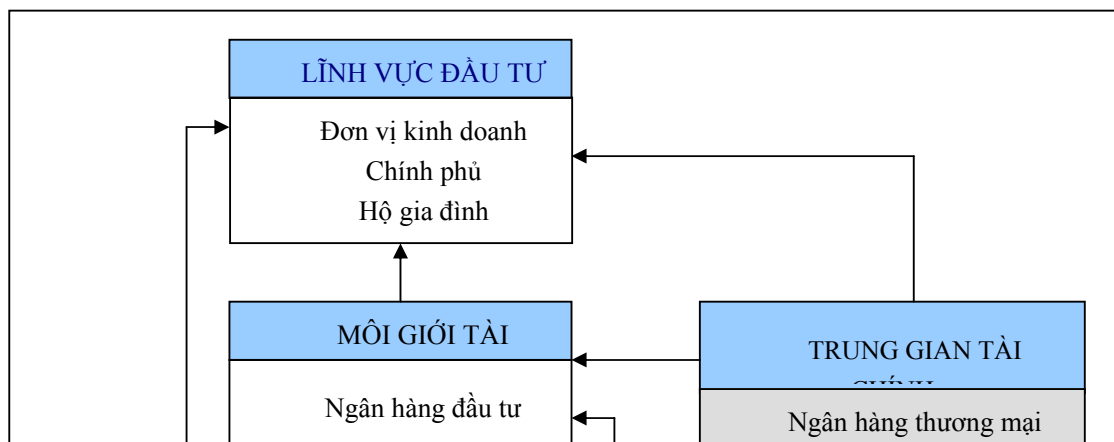
Thị trường tài chính không phải là một không gian vật lý mà đó là một cơ chế để đưa tiền tiết kiệm đến với người đầu tư cuối cùng. Hình 1.6 minh họa vai trò của các thị trường tài chính trong việc đưa vốn từ khu vực tiết kiệm đến khu vực đầu tư. Chúng ta có thể thấy được vị trí thống trị của các tổ chức tài chính trong việc dịch chuyển dòng vốn trong nền kinh tế. Thị trường thứ cấp, trung gian tài chính và môi giới tài chính là những tổ chức thúc đẩy sự lưu thông của các dòng vốn. Trên phương diện thời hạn của tài sản tài chính, người ta chia thành hai loại thị trường là thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Trên phương diện cơ chế giao dịch, người ta chia làm hai loại thị trường là thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

#### Thị trường tiền tệ và thị trường vốn

Thị trường tài chính có thể chia thành hai loại - thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Thị trường tiền tệ là thị trường mua và bán các chứng khoán Nhà nước và chứng khoán công ty có thời gian đáo hạn dưới một năm. Trong khi đó, thị trường vốn hoạt động với các công cụ thuộc về vốn chủ và vốn vay dài hạn có thời gian đáo hạn trên một năm (như cổ phiếu, trái phiếu).

#### Thị trường sơ cấp và thứ cấp

Thị trường sơ cấp là một thị trường “mới phát hành”. Ở đây, nguồn vốn, thông qua việc bán các chứng khoán mới, dịch chuyển từ những người tiết kiệm đến những người đầu tư. Trên thị trường thứ cấp, các chứng khoán này được mua và bán. Các giao dịch của các chứng khoán hiện tại không làm tăng thêm vốn để tài trợ cho hoạt động đầu tư. (Lưu ý: trong hình 1.6, không có đường nối trực tiếp giữa thị trường thứ cấp với khu vực đầu tư.)



### **Hình 1-6. Sự dịch chuyển của dòng vốn trong nền kinh tế và cơ chế của thị trường tài chính**

Sự tồn tại của thị trường thứ cấp thúc đẩy các cá nhân và tổ chức mua chứng khoán mới. Với thị trường thứ cấp, người mua chứng khoán có được khả năng chuyển nhượng. Sau một thời gian, họ có thể bán chứng khoán đi khi họ muốn. Vì vậy, nếu thị trường thứ cấp phát triển mạnh mẽ, nó sẽ thúc đẩy hiệu quả của thị trường sơ cấp.

Các trung tâm và thị trường giao dịch chứng khoán có vai trò đẩy mạnh chức năng của hệ thống tài chính. Việc mua và bán các tài sản tài chính diễn ra trên thị trường thứ cấp. Các giao dịch trên thị trường này không làm tăng tài sản tài chính giao dịch mà thực chất sự xuất hiện của nó chỉ làm tăng tính khả nhượng của tài sản tài chính và qua đó, thúc đẩy thị trường thứ cấp hay thị trường trực tiếp. Về vấn đề này, các sàn giao dịch tổ chức như Trung tâm giao dịch chứng khoán New York, trung tâm giao dịch Mỹ, và Trung tâm giao dịch Trái phiếu New York là phương tiện để kết nối các lệnh mua và lệnh bán một cách hiệu quả. Trong việc kết nối này, các áp lực về cung cầu là yếu tố xác định giá. Hơn nữa, thị trường giao dịch trực tiếp (OTC) hoạt động như là một bộ phận của thị trường thứ cấp của các loại chứng khoán không được niêm yết trên sàn giao dịch và một số chứng khoán được niêm yết. Thị trường này bao gồm các nhà môi giới và nhà buôn sẵn sàng mua và bán chứng khoán theo giá niêm yết. Hầu hết các trái phiếu công ty và ngày càng nhiều cổ phiếu được giao dịch trên thị trường

giao dịch trực tiếp. Thị trường này ngày càng được tổ chức chặt chẽ, trong đó, những người tham gia thị trường liên kết với nhau qua một mạng viễn thông, họ không cần phải đến một địa điểm như trong sàn giao dịch tổ chức.

### **Các trung gian tài chính**

Dòng vốn từ người tiết kiệm đến người đầu tư có thể là trực tiếp; tuy nhiên, nếu trong nền kinh tế có các trung gian tài chính thì dòng dịch chuyển này cũng có thể là gián tiếp. Các trung gian tài chính bao gồm các tổ chức tài chính như ngân hàng thương mại, ngân hàng tiết kiệm, công ty bảo hiểm, quỹ lương, công ty tài chính và công ty quản lý quỹ. Các trung gian này tồn tại ở giữa người đi vay và người cho vay, họ chuyển nợ trực tiếp thành gián tiếp. Họ mua chứng khoán trực tiếp (sơ cấp) và sau đó, phát hành lại chứng khoán gián tiếp (thứ cấp) cho công chúng. Chẳng hạn, những khoản nợ trực tiếp mà các tổ chức tài chính mua là các khoản cầm cố; nợ gián tiếp mà họ phát hành là các tài khoản tiết kiệm hay là giấy chứng nhận tiền gửi. Ngoài ra, còn có công ty bảo hiểm nhân thọ mua trái phiếu công ty, và đưa ra các chính sách bảo hiểm nhân thọ.

### **Tổ chức tiền gửi**

Ngân hàng thương mại là nơi cấp vốn quan trọng nhất của hầu hết các công ty. Các ngân hàng nhận tiền gửi từ các cá nhân, công ty và chính phủ và sau đó, họ lại cho vay và đầu tư. Trong số các khoản vay cấp cho các tổ chức kinh doanh, có các khoản vay theo mùa vụ, ngắn hạn, các khoản vay trung hạn đến năm năm và các khoản nợ cầm cố. Bên cạnh việc thực hiện các chức năng ngân hàng, ngân hàng thương mại tác động đến các công ty qua các bộ phận tín dụng và các bộ phận đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu công ty. Họ cũng thực hiện các khoản cho vay cầm cố cho các công ty và quản lý quỹ lương. Ngoài ra, còn có các tổ chức tiền gửi khác như các tổ chức tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm và hiệp hội tín dụng. Các tổ chức này chủ yếu hoạt động gắn với các cá nhân, nhận tiền tiết kiệm của họ và thực hiện các khoản cho vay nhỏ.

### **Công ty bảo hiểm**

Có hai loại công ty bảo hiểm: công ty bảo hiểm tai nạn, tài sản và công ty bảo hiểm nhân thọ. Các công ty này thu các khoản nộp định kỳ của những người có nhu cầu được bảo hiểm và đổi lại, trong trường hợp có những sự cố không may xảy ra, công ty sẽ trả một khoản tiền lớn cho họ. Với nguồn vốn nhận được, công ty bảo hiểm xây dựng nguồn dự trữ sau đó, với các khoản dự trữ này và một phần vốn của mình, họ đầu tư vào các tài sản tài chính.

Công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản là công ty chuyên bảo hiểm các sự cố như cháy, trộm cắp, tai nạn xe và các sự cố tương tự. Vì các công ty này phải trả thuế theo tỷ suất thuế thu nhập nên họ thường đầu tư mạnh vào trái phiếu, là loại trái phiếu có thu nhập được miễn trừ thuế. Sau đó ở cấp độ thấp hơn, họ có thể đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu công ty.

Công ty bảo hiểm nhân thọ là công ty chuyên bảo hiểm chết chóc. Vì phần lớn các cá nhân có thể đoán trước được tuổi thọ của mình nên các công ty này thường đầu tư vào chứng khoán dài hạn. Ngoài ra, thu nhập của các tổ chức này được miễn thuế một phần khi họ duy trì dự trữ theo thời gian. Vì thế, họ tìm các dự án đầu tư có lãi suất cao chứ không đầu tư vào trái phiếu miễn thuế. Hơn nữa, họ đầu tư mạnh vào loại trái phiếu công ty. Ngoài ra, còn một hình thức cũng không kém phần quan trọng nữa là cầm cố, một phần vốn từ cầm cố được cấp

cho các đơn vị kinh doanh.

### ***Các trung gian tài chính khác***

Quỹ lương và các quỹ hưu khác được hình thành để đem lại thu nhập cho các cá nhân khi họ về hưu. Trong suốt cuộc đời, người lao động thường gửi tiền vào các quỹ này. Quỹ này đầu tư lại các khoản vốn góp, trả các khoản tiền tích lũy theo định kỳ khi họ về hưu hoặc trả theo phương pháp trả đều hằng năm. Trong giai đoạn tích lũy, tiền được gửi vào quỹ và không bị đánh thuế. Khi tiền được trả lại cho người gửi khi họ về hưu, người nhận lại được trả thuế. Các ngân hàng thương mại cũng như chính phủ, chính quyền địa phương hay các tổ chức phi bảo hiểm thông qua các bộ phận tín dụng, và công ty bảo hiểm để hình thành quỹ lương. Vì cấu trúc dài hạn của các khoản nợ, quỹ lương thường được đầu tư vào các chứng khoán dài hạn. Vì vậy, họ đầu tư nhiều vào cổ phiếu và trái phiếu công ty. Trên thực tế, quỹ lương là khách hàng đầu tư đơn lẻ lớn nhất vào cổ phiếu của các công ty.

Quỹ đầu tư hỗ trợ cũng chủ yếu đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu công ty. Các quỹ này nhận tiền gửi từ các cá nhân và sau đó, đầu tư lại vào một số tài sản tài chính. Quỹ tương hỗ kết hợp với các công ty quản lý quỹ và trả cho các công ty này một khoản phí vì dịch vụ quản lý đầu tư chuyên nghiệp (thường chiếm 0,5 phần trăm tổng giá trị tài sản mỗi năm). Mỗi cá nhân sở hữu một phần trăm quỹ tương hỗ tùy thuộc vào đầu tư ban đầu của người đó. Các cá nhân có thể bán cổ phiếu bất kỳ lúc nào khi quỹ cần mua lại. Mặc dù nhiều quỹ tương hỗ chỉ đầu tư vào cổ phiếu thường nhưng vẫn có một số quỹ khác chuyên đầu tư vào trái phiếu công ty hay các công cụ thị trường tiền tệ khác như chứng từ thương mại do các công ty phát hành hoặc chứng khoán địa phương. Các quỹ khác nhau có triết lý đầu tư khác nhau, từ việc đầu tư sinh lợi và sự an toàn đến theo đuổi mục tiêu phát triển. Tuy nhiên, trên thực tế thì không có một minh chứng nào cho thấy các quỹ này đem lại một hiệu quả thích đáng.

Công ty tài chính thực hiện các khoản cho vay trả đều, cho vay cá nhân và cho vay đảm bảo cho các công ty. Các công ty này tăng vốn bằng cách phát hành cổ phiếu hoặc vay mà trong số đó, một phần là vay dài hạn còn phần lớn là vay từ các ngân hàng thương mại, sau đó, họ cho người đi vay cuối cùng vay lại.

### ***Các môi giới tài chính***

Một số tổ chức tài chính thực hiện chức năng môi giới, họ đưa những người cần vốn và những người tiết kiệm lại với nhau. Tổ chức này không thực hiện chức năng cho vay trực tiếp mà chỉ hoạt động như là những người làm môi hay trung gian.

Ngân hàng đầu tư là những trung gian tham gia vào việc bán cổ phiếu và trái phiếu của công ty. Khi công ty quyết định tăng vốn, một ngân hàng đầu tư thường mua lại (mua sĩ) chứng khoán phát hành và sau đó, bán lại (bán lẻ) cho người đầu tư. Vì các ngân hàng đầu tư liên tục kết nối người sử dụng vốn với người cung cấp vốn nên họ có thể bán chứng khoán phát hành một cách hiệu quả hơn các công ty phát hành. Khi thực hiện dịch vụ này, họ nhận một khoản phí dưới dạng là phần chênh lệch giữa khoản tiền nhận được từ bán chứng khoán ra công chúng với khoản tiền phải trả cho công ty.

Ngân hàng cầm cố là ngân hàng nhận và gửi các tài sản cầm cố. Các tài sản này đến trực tiếp từ các cá nhân hay tổ chức kinh doanh, thông thường là các công ty xây dựng hay công ty kinh doanh bất động sản. Đến phần mình, ngân hàng cầm cố gửi các khoản cầm cố này cho

các nhà đầu tư tổ chức khác. Ngân hàng cầm cố không nắm giữ tài sản cầm cố trong danh mục của họ mà thường chuyển các tài sản cầm cố cho người đầu tư cuối cùng. Hoạt động này liên quan đến việc nhận các khoản nợ và chấp nhận các khoản nợ không đúng kỳ hạn. Khi thực hiện dịch vụ này, ngân hàng được nhận một khoản phí nhất định.

### **Cơ chế phân bổ vốn và lãi suất**

Hoạt động đầu tư và khai thác vốn của nhà quản trị tài chính không thể thực hiện tốt nếu không hiểu rõ cơ chế của quá trình phân phối vốn. Cơ chế đó là các công ty phải cạnh tranh với nhau về quyền sử dụng vốn, nếu công ty nào trả cho vốn thu nhập cao, họ sẽ có quyền sử dụng vốn. Ngoài ra, các yếu tố về rủi ro, kỳ hạn, khả năng chuyển nhượng của chứng khoán và biến động của lạm phát cũng ảnh hưởng đến quá trình phân bổ vốn.

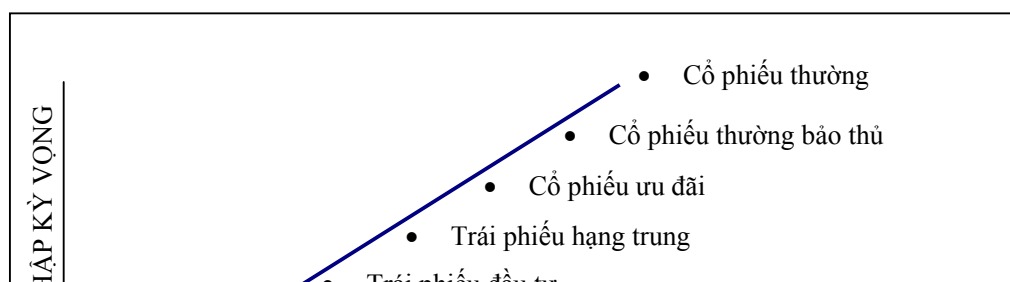
### **Thu nhập kỳ vọng**

Việc phân bổ vốn trong nền kinh tế xảy ra chủ yếu trên cơ sở giá, được thể hiện dưới hình thức thu nhập kỳ vọng. Các đơn vị kinh tế có nhu cầu về vốn phải đấu thầu để được sử dụng vốn. Mặc dù quá trình phân bổ bị tác động bởi sự hạn chế về nguồn vốn, các quy định của chính phủ và các ràng buộc của tổ chức những thu nhập kỳ vọng vẫn là cơ chế căn bản mà qua đó, cung và cầu của một công cụ tài chính cụ thể được cân đối trên thị trường tài chính. Với mức rủi ro không đổi, các đơn vị kinh tế sẵn sàng trả thu nhập kỳ vọng cao nhất là những đơn vị giành được quyền sử dụng vốn. Nếu mọi người đều hành động theo nguyên tắc chung thì các đơn vị kinh tế nào đề nghị giá cao nhất sẽ có cơ hội đầu tư lớn nhất. Vì thế, tiết kiệm có xu hướng phân bổ cho những đơn vị sử dụng hiệu quả nhất.

### **Rủi ro**

Tuy nhiên, cần phải biết được rằng quá trình phân bổ tiết kiệm trong nền kinh tế xảy ra không chỉ trên cơ sở lợi nhuận kỳ vọng mà còn trên cơ sở rủi ro. Các công cụ tài chính khác nhau có mức độ rủi ro khác nhau. Đối với các tổ chức kinh tế, để giành được nguồn vốn, các công cụ này phải có thu nhập kỳ vọng khác nhau. Hình 1.8 minh họa quan hệ đánh đổi của thị trường đối với rủi ro và thu nhập của chứng khoán - rủi ro của chứng khoán càng cao thì thu nhập kỳ vọng đem lại cho cổ đông phải càng lớn. Nếu tất cả chứng khoán đều có cùng một mức rủi ro thì nếu thị trường cân đối chúng sẽ có cùng mức thu nhập. Vì sự khác nhau về mức độ rủi ro, khả năng chuyển nhượng, kỳ hạn, thuế nên các công cụ khác nhau có mức độ rủi ro khác nhau và đem lại thu nhập kỳ vọng khác nhau cho cổ đông.

Khi nói đến rủi ro phá sản là nói đến rủi ro xảy ra khi người đi vay không thể thanh toán vốn gốc hay các khoản lãi vay đến hạn. Khi đầu tư vào các chứng khoán có rủi ro phá sản, người đầu tư sẽ yêu cầu một tỷ lệ thu nhập kỳ vọng cao hơn. Khả năng người đi vay bị phá sản càng lớn thì rủi ro phá sản và phần vượt trội mà thị trường đòi hỏi càng cao. Vì các chứng khoán Nhà nước thường là chứng khoán không rủi ro nên rủi ro và thu nhập của các loại chứng khoán trên thị trường thường được điều chỉnh theo chứng khoán nhà nước. Rủi ro phá sản của người phát hành chứng khoán càng lớn thì thu nhập kỳ vọng hay suất sinh lợi của chứng khoán càng cao khi tất cả các yếu tố khác đều giống nhau.



### Hình 1-7. Biểu đồ quan hệ rủi ro và thu nhập kỳ vọng

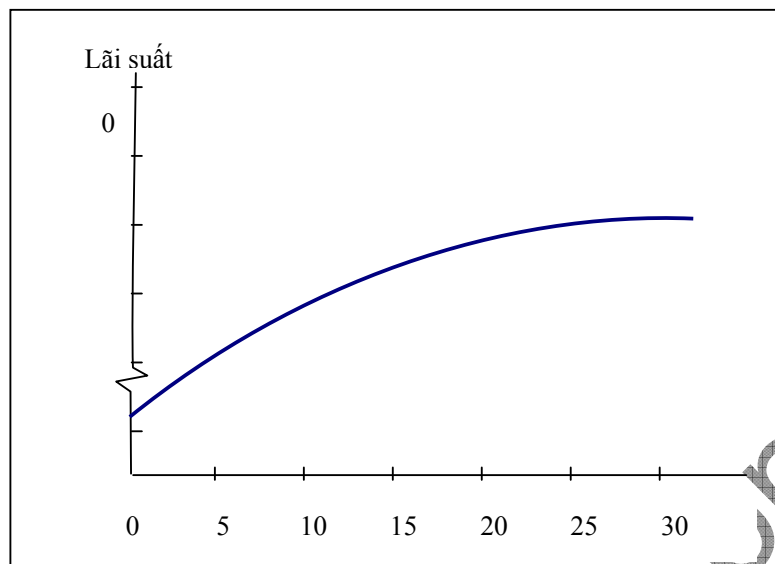
Đối với người đầu tư bình thường, rủi ro phá sản không được đánh giá trực tiếp mà được đánh giá theo xếp hạng chất lượng do các tổ chức đánh giá mức độ tín nhiệm tín dụng. Các tổ chức đầu tư này đánh giá và đưa ra kết quả xếp hạng dưới dạng chữ cho người đầu tư. Trong việc xếp hạng này, các tổ chức cố gắng xếp hạng các chứng khoán niêm yết theo xác suất phá sản mà họ nhận định.

#### *Khả năng chuyển nhượng*

Khả năng chuyển nhượng của một chứng khoán liên quan đến khả năng người nắm giữ chứng khoán chuyển đổi nó thành tiền mặt. Tính khả nhượng có hai xu hướng: giá và thời gian cần thiết để bán tài sản. Hai yếu tố này liên quan với nhau theo khả năng bán một tài sản trong một thời gian ngắn nếu có đủ mức độ nhu cầu về giá. Đối với các công cụ tài chính, khả năng chuyển nhượng được đánh giá trong mối quan hệ với khả năng bán một lượng lớn chứng khoán trong một thời gian ngắn mà không phải nhượng giá nhiều. Chứng khoán càng khả nhượng thì khả năng thực hiện các giao dịch lớn gần với giá niêm yết càng cao. Nói chung, khả năng chuyển nhượng của một chứng khoán càng thấp thì tỷ suất sinh lợi cần thiết để thu hút người đầu tư phải càng cao. Vì vậy, tỷ suất chênh lệch giữa các chứng khoán khác nhau có cùng thời gian đáo hạn không chỉ là do sự khác nhau về mức độ rủi ro phá sản mà còn do khả năng chuyển nhượng của chứng khoán.

#### *Thời gian đáo hạn*

Các chứng khoán có cùng mức độ rủi ro phá sản, có cùng khả năng chuyển nhượng và chịu ảnh hưởng bởi cùng một quy định về thuế vẫn có thể có tỷ suất sinh lợi khác nhau. Tại sao? Đó chính là do yếu tố “thời gian”. Thời hạn của một chứng khoán thường ảnh hưởng lớn đến thu nhập kỳ vọng hay còn là tỷ suất sinh lợi của nó. Mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi và thời gian đáo hạn được gọi là cấu trúc kỳ hạn của lãi suất. Biểu diễn hình học mối quan hệ này tại một thời điểm được gọi là đường cong tỷ suất. Ví dụ về quan hệ tỷ suất - thời gian đáo hạn đối với các chứng khoán không rủi ro vào một ngày cụ thể nào đó được biểu diễn trong hình 1.8. Thời hạn được biểu diễn trên trục hoành và tỷ suất được biểu diễn trên trục tung. Kết quả của quan hệ này là một đường cong mà người ta gọi là đường cong lãi suất ứng với các giá trị quan sát.



**Hình 1-8. Ví dụ về quan hệ lãi suất và thời gian đáo hạn**

Thông thường, cấu trúc tỷ suất có dạng một đường cong dương (đốc lên), trong đó tỷ suất ngắn hạn thấp hơn tỷ suất dài hạn. Hầu hết các nhà kinh tế đều ủng hộ xu hướng của đường cong lãi suất dương do rủi ro của những người đầu tư trong chứng khoán dài hạn thay vì chứng khoán ngắn hạn. Nói chung, thời gian đáo hạn càng dài, rủi ro biến động của giá chứng khoán càng lớn. Vì thế, người đầu tư cần được nhận một tỷ suất sinh lợi vượt trội để khuyến khích họ đầu tư vào chứng khoán dài hạn. Chỉ khi người ta dự đoán lãi suất sẽ giảm mạnh thì họ mới chấp nhận đầu tư vào chứng khoán dài hạn có lãi suất thấp hơn chứng khoán ngắn và trung hạn.

#### **Lạm phát**

Bên cạnh các nhân tố trên đây có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của chứng khoán, dự đoán về lạm phát cũng ảnh hưởng mạnh đến lãi suất nói chung. Người ta thường mặc định rằng lãi suất danh nghĩa của một chứng khoán bao hàm cả tỷ lệ rủi ro. Lạm phát dự đoán càng cao, tỷ suất danh nghĩa của chứng khoán càng cao và lạm phát dự đoán càng thấp thì lãi suất danh nghĩa càng thấp. Nhiều năm trước đây, Irving Fisher đã biểu diễn lãi suất danh nghĩa của một trái phiếu như là tổng của lãi suất thực của sự biến đổi về giá dự đoán xảy ra trong chu kỳ của công cụ tài chính. Nếu lãi suất thực hằng năm trong nền kinh tế là 4 phần trăm đối với chứng khoán ít rủi ro và lạm phát dự đoán trong 10 năm đến là 6 phần trăm thì lãi suất sau 10 năm nữa sẽ là 10 phần trăm. Điều này cho thấy người cho vay đòi hỏi một lãi suất danh nghĩa đủ cao để đảm bảo được mức lãi suất thực sau khi đã bù trừ sự sụt giảm dự đoán về sức mua tiền tệ do lạm phát gây nên.

---

## **TÓM LƯỢC**

- Quản trị tài chính bao gồm hoạt động đầu tư, tài trợ và quản trị tài sản theo mục tiêu chung.
- Mục tiêu của công ty là tối đa hóa giá trị cho chủ doanh nghiệp (cổ đông). Giá trị của cổ

đồng được biểu thị thông qua giá trị thị trường của các cổ phiếu mà họ nắm giữ.

- Giá trị trường của cổ phiếu biểu diễn sự đánh giá của tất cả những người tham gia thị trường về giá trị của công ty. Nó tính đến thu nhập hiện tại cũng như tương lai của cổ phiếu, khoảng thời gian phát sinh, rủi ro của thu nhập, chính sách cổ tức của công ty và các nhân tố khác tác động đến giá trị trường của cổ phiếu.
- Thuyết đại diện cho rằng các nhà quản trị (đại diện), đặc biệt là các công ty công cộng với quy mô lớn có thể có những mục tiêu khác so với các cổ đông (những người chủ) của họ. Những người đầu tư tự nhận thấy các quyết định mà nhà quản trị đưa ra chỉ phù hợp với mục tiêu tối đa hóa giá trị khi họ có động cơ thúc đẩy và được kiểm soát phù hợp.
- Tối đa hóa giá trị cổ đông không có nghĩa là công ty bỏ qua trách nhiệm xã hội bởi vì giá trị của doanh nghiệp chỉ đạt được khi họ thoả mãn được lợi ích của tất cả các bên hữu quan.
- Tất cả các quyết định của nhà quản trị tài chính đều chịu ảnh hưởng của môi trường bao gồm môi trường luật pháp, môi trường tài chính.
- Hoạt động khai thác vốn của các nhà quản trị tài chính được thực hiện thông qua thị trường tài chính trên cơ sở đầu thầu sử dụng.
- Các tiêu chuẩn cơ bản để phân phối bao gồm phí tổn, rủi ro, thời hạn, khả năng chuyển nhượng của tài sản tài chính được phát hành.
- Các trung gian tài chính giúp cho thị trường tài chính hiệu quả hơn. Các trung gian đứng giữa những người vay và người cho vay bằng cách chuyển các khoản nợ trực tiếp thành gián tiếp.
- Thị trường tài chính có thể chia thành hai loại - thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Thị trường tiền tệ là thị trường nơi diễn ra việc mua và bán các chứng khoán công ty và chứng khoán chính phủ ngắn hạn. Thị trường vốn hoạt động với các công cụ vốn và nợ dài hạn

---

## CÂU HỎI

1. Tại sao sự quan tâm của quản trị tài chính là các dòng dịch chuyển tài chính trong doanh nghiệp.
2. Mục tiêu của quản trị tài chính là gì?
3. Sự khác nhau giữa mục tiêu cực đại hoá thu nhập, cực đại hoá thu nhập trên cổ phiếu và cực đại hoá giá trị cho cổ đông.
4. Trong những điều kiện nào tối đa hoá lợi nhuận sẽ không đưa đến khả năng tối đa hoá giá cổ phiếu?
5. Tối đa hoá giá trị cổ đông có nên được xem như là mục tiêu dài hạn hay ngắn hạn - chẳng hạn, nếu một hành động làm tăng giá cổ phiếu từ mức hiện tại 20 nghìn đồng lên 25 nghìn đồng trong 6 tháng và lên đến 30 nghìn sau 5 năm nhưng có một hành động khác có thể giữ giá cổ phiếu ở mức 20 nghìn đồng trong nhiều năm nhưng sau đó sẽ tăng lên 40 nghìn



sau 5 năm, hành động nào tốt hơn? Theo bạn, những hành động cụ thể nào có thể giúp công ty có được kết quả này?

6. Nhà quản trị phải làm gì để làm tăng giá trị cổ phiếu?
  7. Hãy trình bày các xung đột quan hệ trong lý thuyết đại diện? Làm thế nào để giải quyết xung đột quan hệ giữa người chủ sở hữu và người quản lý doanh nghiệp?
  8. Nếu bạn là giám đốc một công ty công cộng, bạn sẽ ra quyết định để tối đa hóa giá trị cho cổ đông hay vì lợi ích riêng của bạn? Những hành động này mà cổ đông có thể thực hiện để đảm bảo rằng lợi ích của nhà quản trị và lợi ích của cổ đông thống nhất với nhau? Những yếu tố nào khác có thể ảnh hưởng đến hành động của các nhà quản trị?
  9. Nếu toàn bộ thị trường biến động mạnh, và nếu nhiều nhà phân tích dự đoán được khả năng khủng hoảng của thị trường chứng khoán thì những nhân tố này sẽ ảnh hưởng như thế nào đến cách thức các công ty lựa chọn để trả lương cho các nhà quản trị cấp cao?
  10. Giải thích tại sao việc đánh giá các quyết định của quản trị tài chính lại cần bám vào mục tiêu?
  11. Ba chức năng cơ bản của quản trị tài chính là gì?
  12. Vai trò của nhà quản trị tài chính sẽ tăng hoặc giảm theo mức độ quan trọng so với các nhà quản trị khác hay không nếu lạm phát tăng lên? Giải thích?
  13. Mô tả ba hình thức chính của các loại hình doanh nghiệp? Nêu rõ ưu nhược điểm của các hình thức này?
  14. Hệ thống khấu hao nhanh dựa trên nguyên tắc nào? Lợi ích của phương pháp khấu hao nhanh trên quan điểm của nhà quản trị là gì?
  15. Phương pháp khấu hao nhanh không làm thay đổi tổng giá trị khấu trừ từ thu nhập trong toàn bộ đời sống của tài sản doanh nghiệp? Vậy có gây ra thay đổi gì? Tại sao điều đó lại rất quan trọng?
  16. Mục tiêu của thị trường tài chính là gì? Hoạt động của thị trường tài chính hiệu quả là gì?
  17. Mục tiêu của các trung gian tài chính là gì? Các hoạt động cơ bản của trung gian tài chính là gì? Tác dụng của các trung gian tài chính?
  18. Vì sao thu nhập cần thiết cho việc sử dụng vốn lại là tiêu chuẩn quan trọng của việc phân bổ vốn?
- 

## **BÀI TẬP**

1. Toàn Vỹ là chủ một doanh nghiệp tư nhân chuyên cung cấp dịch vụ dọn dẹp vệ sinh tại nhà. Công ty ông có 9 nhân viên, doanh số hằng năm là 84 triệu đồng, tổng nợ là 170 triệu đồng và tổng tài sản là 520 triệu đồng. Kể cả công ty, giá trị tài sản cá nhân của ông Toàn Vỹ đáng giá 735 triệu đồng và nợ bên ngoài kinh doanh là 94 triệu đồng, được đảm bảo dựa trên tài sản thế chấp là ngôi nhà của ông. Hiện nay, ông muốn cho một nhân viên của ông là ông Phúc Lợi được tham gia sở hữu công ty. Ông đang cân nhắc nên chọn hình thức công ty hợp doanh hay hình thức công ty cổ phần, trong đó, ông Lợi có thể trở thành

cổ đông. Ông lợi hiện có tổng giá trị tài sản cá nhân trị giá 72 triệu đồng.

- a. Trách nhiệm của ông Vũ dưới hình thức doanh nghiệp tư nhân trong trường hợp công ty của ông bị phá sản bao nhiêu (giả sử nợ 800 triệu đồng vào lúc phá sản)?
  - b. Trách nhiệm của ông Vũ dưới hình thức công ty hợp doanh là bao nhiêu? Đối tác có chia sẻ rủi ro cho ông hay không?
  - c. Trách nhiệm của ông dưới hình thức công ty cổ phần là bao nhiêu?
2. Công ty xuất khẩu hàng dệt may Kiến Giang vừa đầu tư một thiết bị mới có giá 160 triệu đồng. Với mục tiêu tính thuế, thiết bị được tính khấu hao cho thời kỳ 6 năm theo phương pháp tổng cộng số thứ tự các năm. Hãy tính chi phí khấu hao cho tài sản này (kết hợp khấu hao theo đường thẳng).
3. Công ty xây dựng Xuân Thu dự định mua một thiết bị kiểm tra bê-tông mới với giá 82 triệu đồng và một chiếc máy trộn bê-tông mới với giá 530 triệu đồng. Thời hạn khấu hao của thiết bị kiểm tra là 5 năm còn máy trộn bê-tông là 6 năm, hệ số tính khấu hao là 1,5. Hãy tính tổng giá trị khấu hao hằng năm cho hai tài sản này theo phương pháp khấu hao theo số dư giảm dần.
4. Công ty Tuấn Đạt có thể vay ngân hàng với lãi suất 7% trong một năm. Trong năm đó, các chuyên gia dự kiến mức lạm phát là 4%/năm.
- a. Lãi suất thực mà người cho vay dự kiến là bao nhiêu? Suất lạm phát gắn trong lãi suất danh nghĩa là bao nhiêu?
  - b. Nếu lạm phát chỉ ở mức 2%/năm, người cho vay có bị thiệt không? Người đi vay có bị thiệt không? Tại sao?
  - c. Nếu lạm phát thực tế là 6%, ai được ai mất?