

Tiểu luận

Hoạch định chiến lược tài chính

Chiến lược tài chính

Chiến lược tài chính là chính sách tài chính dài hạn kết hợp các quyết định đầu tư, quyết định tài trợ và quyết định chi trả cổ tức tương ứng với từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp. Để xây dựng chiến lược tài chính đúng đắn, đòi hỏi nhà quản trị tài chính phải xác định được doanh nghiệp mình đang ở giai đoạn nào: khởi sự, tăng trưởng, sung mãn, hay suy thoái.

1.1. Vai trò chiến lược tài chính

Tìm nguồn vốn cần thiết cho mua sắm tài sản và hoạt động của doanh nghiệp, phân bổ có giới hạn các nguồn vốn cho những mục đích sử dụng khác nhau đồng thời đảm bảo cho các nguồn vốn được sử dụng một cách hữu hiệu và hiệu quả để đạt mục tiêu đề ra.

1.2. Tóm tắt các yếu tố của chiến lược tài chính

a. Quyết định đầu tư

Là những quyết định liên quan đến mua sắm tài sản cố định, quyết định đầu tư dự án, quyết định đầu tư tài chính dài hạn... Quyết định đầu tư được xem là quyết định quan trọng nhất trong các quyết định của chiến lược tài chính bởi nó tạo ra giá trị cho doanh nghiệp. Một quyết định đầu tư đúng sẽ góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp, qua đó làm gia tăng giá trị tài sản cho cổ đông, ngược lại một quyết định đầu tư sai sẽ làm tổn thất giá trị doanh nghiệp, dẫn tới thiệt hại tài sản cho cổ đông.

❖ Cơ sở đưa ra quyết định đầu tư:

- Đây thường là quyết định có tính chất dài hạn, liên quan đến các tài sản cố định hay cấu trúc vốn. Thông thường, giá trị của một dự án được đánh giá thông qua phương pháp chiết khấu dòng tiền. Dự án nào có kết quả tốt nhất - thường được thể hiện qua NPV - thì dự án đó sẽ được lựa chọn. Nhưng để làm được điều này công ty cần xác định được quy mô và thời điểm thu được tiền lãi từ dự án. Dòng tiền tương lai sau đó sẽ được chiết khấu để quy về giá trị hiện tại của nó, so sánh với chi phí bỏ ra để thực hiện, nếu tiền thu về lớn hơn thì dự án là khả thi, và công ty có thể tiến hành hoạt động đầu tư. Ngoài ra người ta có thể đánh giá tính khả thi của dự án thông qua nhiều tiêu chuẩn khác nhau như: tỷ suất thu nhập nội bộ IRR, chỉ số sinh lợi PI, thời gian thu hồi vốn PP, thời gian thu hồi vốn có chiết khấu DPP, ...
- Nhà quản trị tài chính phải cân nhắc giữa tỷ suất sinh lợi và rủi ro mà dự án mang lại.

Muốn ra một quyết định đầu tư yêu cầu cần phải đánh giá kỹ lưỡng và đúng đắn các cơ hội đầu tư, các dự án, hay nói cách khác là phải đi giải một bài toán có hàm số phức hợp

của ba biến là khả năng, quy mô và thời gian thu được dòng tiền tương lai. Sau khi đã đánh giá cơ hội đầu tư, doanh nghiệp sẽ lựa chọn và đưa ra quyết định đầu tư. Lúc này các nhà quản trị doanh nghiệp sẽ phải tính toán để phân bổ các nguồn lực hữu hạn sao cho có hiệu quả cao nhất.

b. Quyết định tài trợ

Là những quyết định liên quan đến việc nên lựa chọn nguồn vốn nào để cung cấp cho các quyết định đầu tư. Quyết định tài trợ tối ưu là quyết định giúp cho cấu trúc vốn tối ưu - quyết định quan hệ cơ cấu giữa nợ và vốn chủ sở hữu (đòn bẩy tài chính), nghĩa là chi phí sử dụng vốn tối thiểu.

Đây là một thách thức không nhỏ đối với các nhà quản trị tài chính của doanh nghiệp. Để có thể có các quyết định nguồn vốn đúng đắn, rõ ràng các nhà quản trị tài chính phải có sự am tường, hiểu biết về việc sử dụng các công cụ phân tích trước khi ra quyết định phù hợp với từng thời điểm cụ thể.

❖ Các yếu tố cần xem xét khi đưa ra quyết định tài trợ:

- *Các tiêu chuẩn ngành*: nhiều nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn giữa các ngành công nghiệp khác nhau rất nhiều và thông thường các doanh nghiệp có khuynh hướng tập trung sát tỷ lệ nợ của ngành. Một doanh nghiệp chấp nhận cấu trúc vốn khác biệt lớn với mức bình quân ngành sẽ phải thuyết phục các thị trường tài chính là rủi ro kinh doanh của mình cũng sẽ khác biệt đáng kể với rủi ro kinh doanh trung bình trong ngành để đảm bảo cho cấu trúc vốn khác biệt này.
- *Tác động tín hiệu*: khi một doanh nghiệp thực hiện quyết định thay đổi cấu trúc vốn, doanh nghiệp phải chú ý đến tín hiệu có thể có về các viễn cảnh thu nhập tương lai và hiện tại của doanh nghiệp cũng như các dự định của nhà quản trị tài chính mà giao dịch được đề xuất sẽ chuyển đến thị trường.
- *Tác động của ưu tiên quản trị*: lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng nếu cần tài trợ từ bên ngoài thì các chứng khoán an toàn sẽ được ưu tiên phát hành trước, cụ thể là nợ là chứng khoán đầu tiên được phát hành và vốn cổ phần bán ra là giải pháp cuối cùng
- *Các hàm ý về quản trị của lý thuyết cấu trúc vốn*: thứ nhất: thay đổi cấu trúc vốn sẽ làm thay đổi giá trị thị trường của doanh nghiệp, Thứ hai, lợi ích từ tầm chắn thuế sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Thứ ba, cấu trúc vốn tối ưu chịu ảnh hưởng nặng nề của rủi ro kinh doanh. Thứ tư, thay đổi trong cấu trúc vốn sẽ chuyển các thông tin quan trọng đến nhà đầu tư.

- Mức độ ưa thích rủi ro của nhà quản trị tài chính
- Các đòi hỏi của người cho vay.

❖ **Một số phương pháp đánh giá để đưa ra quyết định tài trợ:**

- + **Phân tích EBIT/EPS thông qua các bước:** B1: tính toán EBIT dự kiến sau khi mở rộng hoạt động B2: Ước lượng tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh này. B3: Tính toán điểm hòa vốn EBIT giữa các phương án tài trợ. B4: Phân tích rủi ro này trong bối cảnh mà công ty sẵn sàng chấp nhận. B5: Xem xét các chứng cứ thị trường để xác định cấu trúc vốn đề xuất có quá rủi ro không. Nhà quản trị tài chính phải xem xét việc đánh đổi giữa thu nhập cổ phần và chi phí sử dụng vốn để từ đó đưa ra quyết định hiệu quả.
- + **Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt:** mức độ các chi phí tài chính cố định của doanh nghiệp sẽ tùy thuộc vào số dư tiền mặt và các dòng tiền ròng dự kiến có sẵn trong trường hợp xấu nhất. Phân tích này đòi hỏi chuẩn bị một ngân sách tiền mặt chi tiết theo các điều kiện suy thoái giả định.

❖ **Nguyên tắc cơ bản đưa ra quyết định tài trợ:**

- **Nguyên tắc tự phòng ngừa:** loại vốn có được phải nhất quán với loại tài sản hoạt động mà doanh nghiệp đang sử dụng. Các doanh nghiệp có số lượng lớn các tài sản cố định thường trông cậy vào số lượng lớn các nguồn vốn thường xuyên dưới hình thức nợ dài hạn hay vốn cổ phần thường. Khi tỷ lệ tài sản lưu động càng cao thì nhu cầu nợ ngắn hạn càng lớn.
- **Giá trị doanh nghiệp:** xác lập cấu trúc tài chính phải kết hợp hai yếu tố rủi ro và tỷ suất sinh lợi xem chúng tác động như thế nào đến giá cổ phần.
- **Quyền kiểm soát:** quyết định cấu trúc vốn phải xem xét đến ý muốn về kiểm soát công ty của cổ động hiện hữu.
- **Khả năng điều động:** là khả năng điều chỉnh nguồn vốn tăng hay giảm đáp ứng với các thay đổi quan trọng trong nhu cầu vốn.
- **Định thời điểm:** chúng ta có thể tiết kiệm được đáng kể chi phí sử dụng vốn nếu lựa chọn thời điểm thích hợp để thay đổi cấu trúc vốn.

c. **Quyết định phân phối**

Gắn liền với việc quyết định về phân chia cổ tức hay chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Các nhà quản trị tài chính sẽ phải lựa chọn giữa việc sử dụng lợi nhuận sau thuế để chia cổ tức hay là giữ lại để tái đầu tư. Những quyết định này liên quan đến việc doanh nghiệp nên theo đuổi một chính sách cổ tức như thế nào và liệu chính sách

cổ tức có tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp hay giá cổ phiếu trên thị trường hay không.

❖ **Yếu tố quyết định chính sách cổ tức:**

- *Hạn chế pháp lý:* hầu hết các quốc gia đều có luật điều tiết chi trả cổ tức. Về cơ bản các luật quy định: không dùng vốn doanh nghiệp để chi trả cổ tức, cổ tức phải được chi trả từ lợi nhuận ròng hiện nay và trong thời gian qua.
- *Điều khoản hợp đồng trái phiếu và tài trợ khác:* các hạn chế giới hạn mức cổ tức nằm trong điều khoản giao kèo trái phiếu, điều khoản vay, thỏa thuận vay...
- *Ảnh hưởng của thuế:* thu nhập cổ tức thường bị đánh thuế ngay, vì vậy không có lợi điểm thuế so với thu nhập lãi vốn.
- *Nhu cầu thanh khoản:* doanh nghiệp có khả năng thanh khoản càng lớn thì càng có nhiều khả năng chi trả cổ tức
- Khả năng tiếp cận thị trường vốn
- Tính ổn định của lợi nhuận
- Cơ hội tăng trưởng
- Lạm phát

❖ **Các quyết định chi trả cổ tức trong thực tế:**

- *Giữ lại lợi nhuận thụ động:* tức là chi trả cổ tức thay đổi từ năm này sang năm khác và tùy thuộc vào các cơ hội đầu tư sẵn có. Chính sách này cũng đề xuất các công ty tăng trưởng thường có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp hơn các doanh nghiệp đang trong giai đoạn sung mãn.
- *Chính sách cổ tức tiền mặt ổn định:* được lập luận do nội dung hàm chứa thông tin của cổ tức, đồng thời vài nhà quản trị tài chính tin rằng nhà đầu tư sẽ trả giá cao hơn cho cổ phần doanh nghiệp chi trả ổn định. Cũng có thể là do yếu tố pháp lý qui định về cổ tức.
- Chính sách tỷ lệ chi trả cổ tức không đổi so với lợi nhuận sau thuế.
- Chính sách chi trả cổ tức nhỏ hàng quý cộng với cổ tức thường thêm vào cuối năm.

2. Chiến lược tài chính và các giai đoạn tăng trưởng của công ty

2.1. Chiến lược tài chính trong giai đoạn khởi sự

Giai đoạn khởi sự tập trung vào quyết định tài trợ (liên quan đến vấn đề xác lập cấu trúc vốn tối ưu).

Bảng 1: Các thông số chiến lược tài chính trong giai đoạn khởi sự

Khởi sự doanh nghiệp	
Rủi ro kinh doanh	Rất cao
Rủi ro tài chính	Rất thấp
Nguồn tài trợ	100% vốn mạo hiểm
Chính sách cổ tức	Tỷ lệ trả cổ tức: 0
Triển vọng tăng trưởng tương lai	Rất cao
Tỷ số giá thu nhập (P/E)	Rất cao (do EPS rất thấp hoặc âm)
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	Danh nghĩa hoặc âm
Giá cổ phần	Tăng nhanh hoặc biến động cao (do nhà đầu tư vốn mạo hiểm cần đạt được thặng dư vốn khi phát hành ra công chúng (IPO))

2.1.1. Quyết định đầu tư

Doanh nghiệp quyết định đầu tư vào dự án có NPV dương. NPV dương chứng tỏ dự án đầu tư là thành công trong tương lai. Doanh nghiệp có thể triển khai thành công và đưa sản phẩm ra thị trường. Tuy nhiên, khả năng thành công của dự án đầu tư chỉ nằm trong lý thuyết.

2.1.2. Quyết định tài trợ

Cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn cổ phần. Tuy nhiên, ở giai đoạn này đề nghị là không vay nợ. Do rủi ro kinh doanh cao nhất trong 4 giai đoạn, cho nên đi kèm với nó phải là một quyết định tài trợ có rủi ro tài chính thấp.

❖ Giai đoạn này thì rủi ro kinh doanh cao nhất là do:

- Doanh nghiệp không chắc chắn về khả năng sản xuất sản phẩm mới có hiệu quả hay không; sản phẩm của DN có được khách hàng tương lai chấp nhận hay không

nếu được chấp nhận, thị trường có tăng trưởng đến một quy mô hiệu quả đủ cho các chi phí triển khai và đưa sản phẩm ra thị trường không; và nếu tất cả những điều này đạt được thì công ty có chiếm được thị phần hay không?

- Dòng tiền lúc khởi sự luôn âm, kết quả kinh doanh lỗ (EBIT < 0) do DN chi nhiều tiền vào nghiên cứu phát triển sản phẩm, để cố gắng tạo ra sản phẩm mới và thâm nhập thị trường
- Giai đoạn này không đủ điều kiện để sử dụng nợ một cách thuận lợi vì muốn sử dụng nợ thuận lợi phải đảm bảo điều kiện thừa khả năng thanh toán lãi vay trong khi giai đoạn này hầu như doanh nghiệp hoạt động với dòng tiền âm hoặc rất thấp (không đảm bảo điều kiện thanh toán được lãi vay)

❖ **Nhu cầu rủi ro tài chính trong giai đoạn này lại thấp là vì :**

Rủi ro kinh doanh cao buộc DN phải đảm bảo rủi ro tài chính thấp nếu muốn giữ được sự an toàn. Đồng thời do EBIT âm nên doanh nghiệp không có khả năng thanh toán nợ đến hạn và lãi vay. Ngoài ra với mức rủi ro kinh doanh rất cao trong giai đoạn khởi sự thì mức lãi suất cho vay sẽ rất cao do tính đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Nếu sử dụng nợ vay thì chi phí tài chính cho việc sử dụng nợ là rất cao. Tất cả các lý do trên buộc DN không thể sử dụng cấu trúc vốn có sử dụng nợ.

Nếu tài trợ bằng nợ vay không thích hợp thì phải tài trợ bằng vốn cổ phần, tuy nhiên giai đoạn khởi sự doanh nghiệp chưa đủ điều kiện để phát hành cổ phần ra bên ngoài, bên cạnh đó giai đoạn khởi sự với rủi ro cao rất khó huy động được vốn cổ phần mới và cho dù có huy động được thì chi phí giao dịch đi kèm với việc huy động vốn cổ phần mới là rất tốn kém (các chi phí này bao gồm: chi phí pháp lý, phí chuyên môn phải trả,...) và khả năng thành công của dự án đầu tư chỉ nằm trong lý thuyết. Điều này không hấp dẫn được các cổ đông đại chúng đầu tư vào công ty.

⇒ Tài trợ nợ không được, tài trợ bằng vốn cổ phần đi phát hành cũng không được. **Chỉ có nguồn tài trợ từ vốn mạo hiểm mới dám chấp nhận đầu tư vào doanh nghiệp khởi sự.**

❖ **Đặc điểm của các nhà đầu tư vốn mạo hiểm:**

- Các nhà đầu tư vốn mạo hiểm thường là các nhà đầu tư chuyên nghiệp bao gồm các giám đốc đầu tư quản lý các quỹ vốn mạo hiểm, các công ty chuyên biệt, các công ty tư nhân giàu có. Ở Việt Nam hiện nay các quỹ đầu tư và định chế tài chính trung gian khác trong nước và nước ngoài sẽ là các đối tác thích hợp cho các công ty mới

khởi sự. Để giảm thiểu rủi ro trong việc đầu tư vốn mạo hiểm các định chế tài chính này triển khai một danh mục bao gồm các đầu tư vào nhiều công ty riêng biệt có cùng mức rủi ro cao. Việc thất bại hoàn toàn của một vài đầu tư trong danh mục sẽ được bù trừ bằng thành công vượt bậc của các đầu tư khác.

- Hầu hết các nhà đầu tư vốn mạo hiểm có một giới hạn thời gian đầu tư tương đối ngắn (thường từ 3 đến 5 năm). Một khi nhà đầu tư vốn mạo hiểm chứng minh được rằng công ty mới khởi sự kinh doanh có hiệu quả và sẽ có tiềm năng trong tương lai thì sẽ hấp dẫn được các cổ đông khác đầu tư vào công ty. Lúc này nhà đầu tư vốn mạo hiểm sẽ dễ dàng chuyển phần vốn của mình cho các nhà đầu tư khác sau này trước khi công ty mới khởi sự chuyển sang giai đoạn phát sinh dòng tiền dương

Các nhà đầu tư vốn mạo hiểm sẽ dám chấp nhận đầu tư vào công ty. Đương nhiên, khi đầu tư vào dự án có rủi ro cao thì các nhà đầu tư vốn mạo hiểm cũng sẽ mong muốn nhận được một tỷ suất sinh lợi rất cao. Nhưng họ sẽ không nhận được lợi nhuận dưới dạng cổ tức trong giai đoạn này do EBIT thấp, thậm chí âm. Nhà đầu tư vốn mạo hiểm chỉ nhận được lợi nhuận dưới dạng chênh lệch giá cổ phiếu khi chuyển nhượng cổ phần cho các cổ đông khác, thường thì nhà đầu tư vốn mạo hiểm sẽ yêu cầu công ty phát hành ra công chứng chứng khoán của công ty trên thị trường chứng khoán.

Nhà đầu tư mạo hiểm đầu tư vào doanh nghiệp khởi sự là do họ quan tâm đến lãi vốn chứ không quan tâm đến cổ tức mà một doanh nghiệp khởi sự tốt thì bao giờ cũng sẽ tạo ra thặng dư cao trong giá cổ phiếu khi chuyển sang tăng trưởng

Lý do để cho các nhà đầu tư vốn mạo hiểm đầu tư vào các doanh nghiệp khởi sự vì hầu hết các nhà đầu tư vốn mạo hiểm đều có giới hạn đặt ra cho thời gian đầu tư là phải ngắn thường từ 3-5 năm (điều này phù hợp với giai đoạn khởi sự).

2.1.3. Quyết định phân phối

Do dòng tiền lúc khởi sự luôn âm nên không có lợi nhuận để chia cổ tức cho cổ đông. Vì vậy chính sách cổ tức đề nghị cho một công ty mới khởi sự là tỷ lệ chi trả cổ tức bằng 0.

Nếu muốn chia cổ tức doanh nghiệp buộc phải huy động thêm nguồn vốn từ bên ngoài dưới dạng phát hành thêm cổ phần mới để chi trả cổ tức. Việc phát hành cổ phần mới là không thể vì chi phí pháp lý và chi phí chuyên môn phải trả rất cao.

Giai đoạn này thực hiện chính sách không chi trả cổ tức vì dòng tiền của doanh nghiệp mới khởi sự là âm ở mức cao trong giai đoạn này lại cần các nguồn tiền mới cho các cơ hội đầu tư có sẵn. Vì vậy, không thể thực hiện chính sách chi trả cổ tức ở giai đoạn này được.

Tóm lại, doanh nghiệp phải quyết định chính sách chi trả cổ tức bằng 0.

2.2. Chiến lược tài chính trong giai đoạn tăng trưởng

Giai đoạn này công ty đã thật sự hiện hữu, chứ không chỉ là kế hoạch kinh doanh và khái niệm sản phẩm như giai đoạn nguồn tài trợ ban đầu.

Giai đoạn doanh số tăng trưởng nhanh này vẫn tiềm ẩn rủi ro cho công ty dù đã giảm bớt so với giai đoạn mới khởi sự. Một sự chậm trễ trong việc đưa sản phẩm ra thị trường có thể tạo nên rất nhiều tổn kém nếu một đối thủ cạnh tranh có thể xác lập thị phần của họ trước.

Bảng 2: Các thông số chiến lược tài chính trong giai đoạn tăng trưởng

Doanh nghiệp tăng trưởng	
Rủi ro kinh doanh	Cao
Rủi ro tài chính	Thấp
Nguồn tài trợ	100 % vốn cổ phần
Chính sách cổ tức	Tỷ lệ chi trả danh nghĩa
Triển vọng tăng trưởng tương lai	Cao
Tỷ số giá thu nhập (P/E)	Cao (do EPS thấp)
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	Thấp
Giá cổ phần	Tăng nhưng dễ biến động

2.2.1. Quyết định đầu tư

Doanh số của công ty đã cao hơn từ đó phát sinh dòng tiền mạnh hơn nhiều so với giai đoạn mới khởi sự.

Công ty sẽ đầu tư thêm nhiều cho các hoạt động phát triển thị trường tiếp thị và mở rộng thị phần cũng như các đầu tư cần thiết khác để theo kịp mức độ hoạt động ngày càng gia tăng

Có sự khác biệt giữa giai đoạn khởi sự sang giai đoạn tăng trưởng là ý đồ chiến lược của công ty đã có sự thay đổi, trong suốt thời kỳ khởi sự hầu hết các doanh nghiệp đều tập trung vào nghiên cứu phát triển và ở giai đoạn này là đầu tư thêm nhiều cho các hoạt động phát triển thị trường và mở rộng thị phần. Do đó, giai đoạn này cần rất nhiều vốn vì thế chiến lược tài chính ở giai đoạn này tập trung vào vấn đề thu hút vốn đầu tư.

2.2.2. Quyết định tài trợ

Trước tiên, đã có sự chuyển hóa từ nhà đầu tư vốn mạo hiểm sang nhà đầu tư vốn cổ phần mới. Nghĩa là các nhà đầu tư mới sẽ thay thế các nhà đầu tư vốn mạo hiểm để tài trợ vốn cho doanh nghiệp ở giai đoạn này. Là vì, nhà đầu tư vốn mạo hiểm đã tài trợ vốn cho doanh nghiệp mới khởi sự, mục tiêu mà họ nhắm đến là thặng dư và thặng dư cao khi doanh nghiệp chuyển từ khởi sự sang tăng trưởng

Ở giai đoạn này nhà đầu tư vốn cổ phần mới là người sẵn sàng để không chỉ mua lại toàn bộ các nguồn vốn mạo hiểm ban đầu mà còn cung cấp các nguồn vốn cần thiết trong suốt thời kỳ tăng trưởng này. Các nhà đầu tư mới thực hiện đầu tư có rủi ro thấp hơn so với nhà đầu tư vốn mạo hiểm, vì lúc này sản phẩm của doanh nghiệp đã được chứng minh, ít nhiều đã có một số khách hàng chấp nhận sản phẩm của công ty, công ty đã là 1 hiện hữu thực sự chứ không chỉ là kế hoạch kinh doanh. Vì thế công ty có thể tìm kiếm các nhà đầu tư trên 1 cơ sở rộng hơn để huy động vốn tài trợ cho công ty.

Mặc dù vậy, với đặc thù rủi ro kinh doanh vẫn còn cao, dù đã giảm bớt so với khởi sự thì giai đoạn này cũng được khuyến nghị là không nên tài trợ bằng nợ.

⇒ Cấu trúc vốn tối ưu giai đoạn này là tài trợ toàn hoàn bằng vốn cổ phần.

❖ Thu hút vốn đầu tư thông qua việc sử dụng các thị trường vốn.

Các nhà đầu tư vốn mạo hiểm sẽ rút vốn ra trong giai đoạn tăng trưởng để tiếp tục đầu tư vào các doanh nghiệp mới khởi sự khác. Như vậy sẽ xuất hiện sự chuyển hóa giữa nhà đầu tư vốn mạo hiểm sang các nhà đầu tư vốn cổ phần mới, nghĩa là các nhà đầu tư mới sẽ thay thế các nhà đầu tư vốn mạo hiểm. Có thể tìm kiếm các nhà đầu tư trên một cơ sở rộng hơn để huy động nguồn vốn cổ phần mới này, có thể phát hành ra công chúng.

Phát hành cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) đưa công ty vào thị trường chứng khoán:

- Thị trường chứng khoán cho phép cổ đông bán cổ phần nhanh và dễ dàng. Điều này củng cố niềm tin của nhà đầu tư, nhờ vậy thu hút thêm nhiều nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán, làm cho thị trường có hiệu quả. Để đảm bảo khi phát hành cổ phần không làm giá cả bị biến động các thị trường chứng khoán thường quy định tỷ lệ cổ phần phải bán ở lần phát hành cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO).
- Ngoài ra cũng có quy định về tỷ lệ phải tiếp tục giao dịch hay có thể giao dịch. Nếu hoạt động giao dịch trở nên thấp ở mức không chấp nhận được; Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có thể gạt công ty ra khỏi các bản liệt kê chứng khoán (tạm thời hay vĩnh viễn). Hầu hết phần cung ứng ra thị trường chứng khoán của

công ty bao gồm phát hành cổ phần mới, vì công ty thường đòi hỏi thêm nguồn vốn cổ phần cho kế hoạch tăng trưởng tương lai.

Các yêu cầu khi IPO:

- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quy định một số tiêu chuẩn về phát hành bản cáo bạch như:
 - + Không chế việc đưa vào bản cáo bạch các thông tin sai lệch về tiền sử công ty hay dự báo quá lạc quan về tương lai.
 - + Các thông tin về tài chính trong quá khứ của công ty phải do một công ty kiểm toán bên ngoài kiểm tra và báo cáo.
 - + Giám đốc công ty chịu trách nhiệm cá nhân về các báo cáo sai lệch.
- Các quy định trên của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước làm phát sinh:
 - + Chi phí kiểm toán chuyên nghiệp
 - + Chi phí pháp lý rất cao trong chi phí phát hành chứng khoán ra thị trường.

Chi phí phát hành chứng khoán ra thị trường có mức khởi điểm rất cao. Vì vậy các chi phí phát hành của một công ty nhỏ có thể quá đắt nếu tính theo tỷ lệ phần trăm của vốn cổ phần mới do công ty huy động được. Tuy nhiên, chi phí phát hành có thể được xem như chi phí gia nhập một lần vào thị trường tài chính, sẽ cho phép huy động thêm vốn trong tương lai.

Đối với công ty, bản cáo bạch được xem là một văn kiện tiếp thị nhằm thu hút các nhà đầu tư mới trên thị trường chứng khoán. Công ty tham gia trên thị trường sẽ phải cạnh tranh với các công ty hiện hữu để tìm kiếm nhà đầu tư. Các công ty cạnh tranh sẽ cung cấp cho các nhà đầu tư các hỗn hợp rủi ro và lợi nhuận khác nhau, với lợi nhuận nhận được dưới nhiều hình thức khác nhau.

Đối với một công ty tăng trưởng cao, nên tạo một kì vọng lãi suất cổ tức thấp do tỷ lệ giữ lại cao để tài trợ cho tăng trưởng tương lai. Một vị thế như vậy, nếu thành công sẽ cho phép bán cổ phần với một tỷ số giá thu nhập P/E cao, phản ánh hiện giá của các cơ hội tăng trưởng tương lai.

❖ Thu hút vốn đầu tư bằng cách phát hành đặc quyền :

Do ý đồ chiến lược chủ yếu của giai đoạn này là gia tăng thị phần cũng như phát triển tổng quy mô thị trường vì vậy nhu cầu vốn cho giai đoạn này là rất lớn, đặc biệt là vốn cổ phần (do giai đoạn này chưa tài trợ bằng nợ được). Với nhu cầu vốn lớn, việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư từ chính sách chi trả cổ tức thấp vẫn không đáp ứng được, vì vậy doanh

ngiệp sẽ phải phát hành cổ phần thêm và bán ra bên ngoài. Để có thể thực hiện được chiến lược tăng vốn này, công ty phải thực hiện phát hành với giá thấp hơn giá thị trường và nếu bán cho cổ đông mới thì sẽ tước đoạt tiền của cổ đông hiện tại nên công ty có thể cho cổ đông hiện tại có đặc quyền mua các cổ phần được chiết khấu giảm giá này theo tỷ lệ cổ phần mà họ nắm giữ. Cổ đông hiện hữu có quyền lựa chọn nhận đặc quyền này hay là bán đặc quyền này lại cho người khác.

Giá cổ phần sau khi phát hành thêm = Σ giá trị mới của công ty / Σ cổ phần

Bất kỳ chênh lệch nào trong giá phát hành sẽ làm dịch chuyển tài sản từ cổ đông này sang cổ đông khác. Nếu giá phát hành cao hơn giá hiện hành trên thị trường thì nhà đầu tư sẽ chuyển sang mua trực tiếp từ sản giao dịch chứng khoán thay vì mua cổ phần mới của công ty với giá cao hơn.

Nếu giá phát hành bằng với giá hiện hành thì sẽ không hấp dẫn nhà đầu tư và công ty sẽ không thể huy động được nguồn vốn như mong muốn. Để đạt được mục tiêu huy động vốn cổ phần mới tăng thêm, công ty sẽ xem xét việc phát hành mới với một mức chiết khấu giảm so với giá thị trường hiện hành nhưng làm như vậy sẽ là tước đoạt tiền của các cổ đông hiện tại. Có thể tránh được việc này nếu các cổ đông hiện tại có đặc quyền mua các cổ phần được chiết khấu giảm giá này theo tỷ lệ cổ phần họ nắm giữ, việc phát hành như vậy gọi là “cách phát hành đặc quyền”.

Các đặc quyền này thường được mô tả dưới dạng có thể mua bao nhiêu cổ phần mới khi nắm giữ một số cổ phần hiện hữu. Thí dụ phát hành đặc quyền 1 cho 5 có nghĩa là với mỗi 5 cổ phần hiện hữu nhà đầu tư được quyền mua 1 cổ phần mới phát hành. Do giá cổ phần mới thấp hơn giá thị trường hiện hữu của các cổ phiếu hiện hữu nên quyền mua này sẽ có một giá trị và nếu cổ đông hiện tại muốn họ có thể bán quyền này lại cho người khác.

Ví dụ minh họa:

Công ty STAR muốn tăng vốn cổ phần để tài trợ chương trình triển khai sản phẩm đầy triển vọng và để tài trợ tốc độ tăng trưởng cao liên tục của mình. Công ty muốn huy động thêm trên 100 triệu USD vốn cổ phần mới qua một phát hành đặc quyền. Cổ phần đã phát hành của công ty gồm 10 triệu cổ phần với mệnh giá 10\$ hiện đang được bán với giá 50\$, tức vốn hoá theo thị trường của công ty là 500 triệu USD. EPS = 2,5\$ và cổ tức mỗi cổ phần là 0,5\$.

Công ty dự định phát hành đặc quyền 1 cho 4 với giá 45 \$/cổ phần (chiết khấu 10% của giá hiện tại) để huy động 112,5 triệu \$, không kể chi phí phát hành.

+ Phân tích: công ty đang được định vị như là một công ty tăng trưởng vì có tỷ số P/E=20 (50\$: 2,5\$) và một cổ tức chỉ bằng 1% (0,5\$: 50\$), cho thấy rằng các nhà đầu tư đang mua cổ phần với kỳ vọng tăng trưởng vốn. Kỳ vọng tăng trưởng này là hợp lý bởi lẽ

công ty đang giữ lại 80% lợi nhuận để tái đầu tư, tức là 2\$ (2,5\$- 0,5\$) trong số 2,5 thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS).

Bảng 3: Điều chỉnh giá tức thời sau khi thông báo phát hành đặc quyền

Công ty STAR phát hành đặc quyền 1 cho 4 với giá 45 \$ mỗi cổ phần		
Vị thế hiện tại	10 triệu cổ phần x 50\$ ⇒	500 triệu USD
Phát hành đặc quyền(1 cho 4)	2,5 triệu cổ phần x 45\$ ⇒	112,5 triệu USD
Vị thế tức thời – sau khi thông báo	12,5 triệu CP ⇒ 49\$ ⇐	612,5 triệu USD
Cổ đông được quyền mua với giá		45 \$
Giá sau đặc quyền của tất cả các cổ phần (các yếu tố khác bằng nhau)		49 \$
Vị vậy giá đặc quyền (không tính giá trị thời gian của tác động của tiền do ngày thanh toán khác nhau tạo nên)		4 \$

Nhận xét: chiết khấu từ cung ứng đặc quyền rải đều cho tất cả các cổ phần. Giá cổ phần đã sụt giảm nhẹ nhưng không tự động làm cho các cổ đông nghèo đi. *Bất kể cổ đông hiện hữu nhận hay bán quyền mua cổ phần mới thì lợi ích đều bằng nhau.*

Bảng 4: Tác động của phát hành đặc quyền đối với cổ đông hiện hữu

Một cổ đông hiện hữu của công ty STAR nắm giữ 1 triệu cổ phần (10 % công ty)		
Cổ đông này được đặc quyền mua 250 ngàn CP với giá 45 \$ và có 2 lựa chọn: nhận hoặc bán quyền này		
Nhận đặc quyền		
Đầu tư ban đầu	1 triệu CP x 50\$ =	50 triệu USD
Chi trả cho đặc quyền	250 ngàn CP x 45\$ =	11,25 triệu USD
Số cổ phần hiện nắm giữ	1,25 triệu CP	
Có một đầu tư trị giá		<u>61,25 triệu USD</u>
Nếu giá cổ phần tăng lên 49 \$, điều này đúng vì 1,25 triệu CP x 49\$ = 61,25 triệu USD. Vì vậy không lỗ cũng không lời		

Bán đặc quyền			
Đầu tư ban đầu	1 triệu CP	x 50\$ =	50 triệu USD
Thu từ bán đặc quyền	250 ngàn CP	x 4\$ =	1 triệu USD
Còn lại đầu tư ròng 1 triệu CP trị giá			<u>49 triệu USD</u>
Điều này sẽ đúng nếu giá cổ phần tăng lên 49 \$ đúng như nó sẽ tăng, không lỗ cũng không lời			

❖ Chia nhỏ cổ phần

Chia nhỏ cổ phần là việc chia cổ phần ra nhiều phần nhỏ hơn nữa. Về mặt lý thuyết việc chia nhỏ cổ phần không làm thay đổi giá trị công ty. Cách làm này sẽ tạo ra khả năng để thu hút thêm các nguồn vốn cổ phần mới vào công ty.

Các nguyên nhân để công ty quyết định chia nhỏ cổ phiếu:

(1) Theo tâm lý của nhà đầu tư, khi phân chia cổ phiếu, công ty có thể làm cho người giữ cổ phiếu cảm thấy giá trị của cổ phiếu họ giữ tăng lên mà chỉ phải bỏ ra một khoản chi phí nhỏ.

(2) Công ty quyết định phân chia cổ phiếu, vì giá cổ phiếu của họ trên thị trường đã đạt tới mức quá cao và vượt xa giá cổ phiếu của những công ty tương tự. Việc phân chia cổ phiếu là để thu hút những thêm các nhà đầu tư nhỏ và trung bình.

Chia nhỏ cổ phần là chiến lược tài chính quan trọng để thu hút vốn đầu tư cho giai đoạn tăng trưởng. Vì:

- + Giá cổ phần thấp hơn làm cho cổ phần của công ty dễ tiếp cận với nhà đầu tư (để bán).
- + Kéo theo nhu cầu về cổ phần loại này cao hơn (làm giá cổ phần tăng).
- + Chi phí phát hành rải đều ra trên nhiều cổ phần làm cho chi phí phát hành phân bổ trên 1 cổ phần thấp hơn, có lợi cho cổ đông.

⇒ Đối với các công ty tăng trưởng, chia nhỏ cổ phần làm cho nguồn vốn cổ phần vẫn còn nằm ở lại công ty, thậm chí có thể tăng cao do giá cổ phần cao.

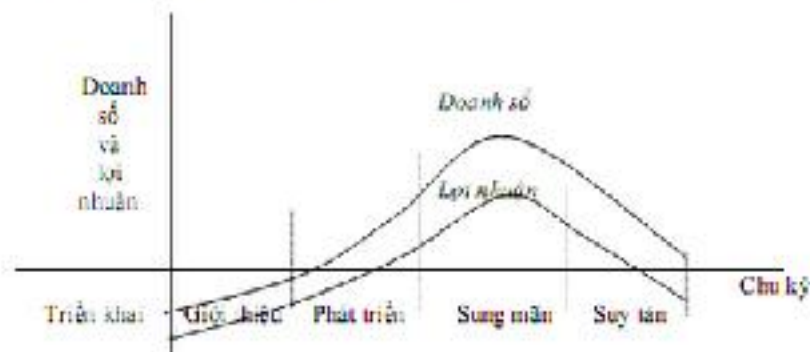
2.2.3. Quyết định phân phối

Tiền mặt do kinh doanh phát sinh sẽ dùng cho tái đầu tư vào hoạt động kinh doanh, kết quả là tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ rất thấp.

Một chính sách chi trả cổ tức thấp với tỷ lệ chi trả danh nghĩa. Doanh số ở giai đoạn này đã có sự gia tăng so với giai đoạn khởi sự từ đó có thể làm phát sinh dòng tiền mạnh hơn nhiều so với giai đoạn khởi sự. Tuy nhiên, do giai đoạn này công ty phải đầu tư thêm nhiều vào các hoạt động phát triển thị trường và mở rộng thị phần cũng như các đầu tư cần thiết để theo kịp mức độ hoạt động kinh doanh ngày càng gia tăng, tức là doanh nghiệp cần vốn hay nói cách khác tiền mặt do kinh doanh phát sinh sẽ cần cho tái đầu tư vì lý do đó dẫn đến kết quả chi trả cổ tức thấp (điều này không làm cho các nhà đầu tư vốn cổ phần mới bận tâm lắm vì chủ yếu nhất trong thu nhập mà nhà đầu tư mong đợi là thặng dư chứ không phải cổ tức).

2.3. Giai đoạn công ty sung mãn

Doanh số và lợi nhuận theo chu kỳ sống của sản phẩm



Đến một thời điểm nào đó, mức tăng doanh số của sản phẩm sẽ chậm dần lại, vì sản phẩm đã được hầu hết khách hàng tiềm năng chấp nhận và sản phẩm bước vào giai đoạn sung mãn tương đối. Lợi nhuận ổn định hoặc giảm xuống vì tăng chi phí để bảo vệ sản phẩm chống lại các đối thủ cạnh tranh.

Giai đoạn sung mãn này thường kéo dài hơn những giai đoạn trước đó, đặt ra những thử thách gay gắt đối với các nhà hoạch định chiến lược tài chính.

Kết thúc giai đoạn tăng trưởng thường được đánh dấu bằng một cạnh tranh giá cả mạnh mẽ giữa các công ty cạnh tranh vẫn còn năng lực thặng dư đáng kể. Một khi ngành đã ổn định, doanh số được duy trì ở mức cao và tương đối ổn định, lợi nhuận ở mức hợp lý sẽ bắt đầu. Doanh nghiệp đã đạt được một thị phần tương đối tốt do kết quả của những đầu tư vào hoạt động tiếp thị của doanh nghiệp trong giai đoạn trước. Vấn đề quản lý trong giai đoạn này là làm sao duy trì được thị phần cao của mình trong suốt thời kỳ sung mãn càng lâu càng tốt.

Bảng 5: Các thông số chiến lược tài chính trong giai đoạn sung mãn

Rủi ro kinh doanh	Trung Bình
Rủi ro tài chính	Trung bình
Nguồn tài trợ	Lợi nhuận giữ lại cộng nợ vay
Chính sách cổ tức	Tỷ lệ chi trả cao
Triển vọng tăng trưởng tương lai	Từ trung bình đến thấp
Tỷ số giá thu nhập (P/E)	Trung Bình
EPS	Cao
Giá cổ phần	Ổn định trên thực tế với biến động thấp

2.3.1. Quyết định đầu tư

Một trong những vấn đề lớn của vòng đời sản phẩm là hầu hết các cấp quản lý không chấp nhận rằng sản phẩm chính của họ chắc chắn sẽ đến giai đoạn sung mãn và cần được quản lý một cách thích hợp. Như vậy các công ty tiếp tục chi những số tiền lớn cho việc tìm kiếm một cách vô vọng phương thức kéo dài các tỷ lệ tăng trưởng cao trước đây, ngay cả khi tình hình tài chính của công ty đang trong giai đoạn khó khăn.

Khi giai đoạn sung mãn không thể tránh được này đến, chúng sẽ đưa đến một thay đổi đáng kể trong trọng tâm quản lý. Các chú trọng trước đây nhằm vào tăng trưởng cả toàn thể thị trường lẫn chiếm giữ thị phần của thị trường đang mở rộng này sẽ nhường chỗ cho việc tập trung nhiều hơn vào việc duy trì một cách có lợi mức doanh số hiện đang đạt được. Điều này có nghĩa cần có một thay đổi trong phương thức quản lý vì các nhân tố thành công chủ yếu trước đây không còn liên quan đến thời kỳ doanh số ổn định hơn này. Nhiều công ty thấy rằng mình có thể điều hành giai đoạn chuyển tiếp từ khởi sự sang tăng trưởng, nhưng tương đối ít người thành công trong việc chuyển từ giai đoạn tăng trưởng sang giai đoạn sung mãn của vòng đời sản phẩm. Vì vậy, có thể có ích nếu các thay đổi chính được thực hiện ở cấp giám đốc cấp cao tại một thời điểm thích hợp trong giai đoạn chuyển tiếp này, vì điều này sẽ làm tăng tốc các thay đổi đòi hỏi trong cung cách quản lý.

Điều quan trọng nhất đối với các công ty là tự mình có thể kéo dài vòng đời hoạt động bằng cách thiết lập một danh mục đầu tư thích hợp các sản phẩm trong phạm vi ngành, để công ty có thể tiếp tục tăng trưởng ngay cả khi một sản phẩm nào đó đã bước vào giai đoạn sung mãn.

Sau khi đã đề cập các vấn đề gây ra do việc không nhận thức được là sản phẩm đã đi vào giai đoạn sung mãn, một điều quan trọng phải nhớ là việc giả định một sản phẩm đã sung mãn trong khi trên thực tế nó vẫn còn đang tăng trưởng cũng gây nhiều tổn kém. Một sự suy thoái của nền kinh tế quá dài có thể làm giảm tăng trưởng doanh số của nhiều sản phẩm đến mức các công ty có khuynh hướng xem các sản phẩm này như đã sung mãn. Nhưng sự gia tăng sau đó của nền kinh tế sẽ phục hồi lại các triển vọng tăng trưởng cao của loại sản phẩm mà công ty ngỡ là đang ở giai đoạn sung mãn. Và nếu đã thực hiện một chiến lược sai lầm, công ty có thể thấy rằng mình đã mất một thị phần quan trọng trong thị trường mà bây giờ đang tăng trưởng nhanh.

Một cách có thể tránh được các tính toán sai lầm tai hại đó về giai đoạn phát triển của một sản phẩm là nghiên cứu thị trường của sản phẩm này theo phương thức phân đoạn lũy tiến hơn là theo toàn thể thị trường. Như vậy, đối với nhiều sản phẩm, có thể tìm thấy các mảng thị trường nào đó rõ ràng đã sung mãn trong khi các phần khác cho thấy tất cả các dấu hiệu của tốc độ tăng trưởng đang gia tăng. Nếu nhận diện được các mảng thị trường khác nhau này, có thể thực hiện các chiến lược cạnh tranh thích hợp để tối đa hóa giá trị dài hạn của công ty.

2.3.2. Quyết định tài trợ

Những rủi ro trong kinh doanh giảm xuống đáng kể so với các giai đoạn trước nên cho phép duy trì một mức rủi ro tài chính cao hơn bằng việc tài trợ vốn từ nợ nhiều hơn. Tài trợ bằng nợ bây giờ không gây những khó khăn lớn cho vấn đề thanh toán vì dòng tiền chuyển sang dương một cách đáng kể. Dòng tiền dương cộng với sử dụng nợ vay trong giai đoạn này sẽ cho phép khuếch đại tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Vì thế việc chia cổ tức sẽ cao hơn trong thời kỳ sung mãn. Một công ty đang trong thời kỳ sung mãn thể hiện một sự ổn định trong doanh số bán điều đó đồng nghĩa với việc những kỳ vọng tăng trưởng trong tương lai không cao. Giá cả của chứng khoán cũng sẽ trở nên ổn định và như vậy cùng với việc chia lãi cổ tức cao thì tỷ số giá thu nhập sẽ ổn định và thấp đi so với giai đoạn tăng trưởng.

Tại sao rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính trong giai đoạn này giảm xuống mức trung bình?

Trong các giai đoạn đầu của vòng đời, các cổ đông kỳ vọng là hầu hết các thu nhập của họ được phát sinh từ lãi vốn nhờ giá cổ phần tăng theo thời gian. Các lãi vốn này có được nhờ công ty đã nỗ lực vượt qua nhiều yếu tố tạo ra các rủi ro kinh doanh ban đầu rất cao mà bất kỳ một doanh nghiệp mới khởi sự nào cũng gặp phải. Điều này có nghĩa là một khi đến giai đoạn sung mãn, các rủi ro kinh doanh còn lại liên quan đến độ dài của giai đoạn sung mãn. Mức lợi nhuận và dòng tiền có thể phát sinh trong giai đoạn tương đối ổn định này, nghĩa là rủi ro kinh doanh gắn với một công ty sung mãn giảm xuống một phạm vi trung bình, hàm ý là các nhà đầu tư nên chuẩn bị để chấp nhận một lợi nhuận thấp hơn các giai đoạn rủi ro cao trước đây của vòng đời.

Như vậy mối tương quan nghịch giữa rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính sẽ được xác nhận bằng chiến lược giảm thiểu rủi ro kinh doanh có thể bù trừ bằng gia tăng rủi ro tài chính qua việc huy động tài trợ nợ. Một thay đổi như thế trong chiến lược tài chính từ hầu như tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần sang kết hợp với một tỷ trọng ngày càng tăng tài trợ nợ có thể làm tăng đáng kể giá trị cho các cổ đông của một công ty sung mãn. Tuy nhiên, nó cũng minh họa mặt ngược lại của vấn đề là khi bạn không thể huy động được tiền là khi bạn cần tiền. Mặt kia của lập luận này có thể diễn tả là khi bạn huy động tiền dễ dàng trong khi bạn không cần nó. Công ty có thể huy động tài trợ nợ, trong khi bây giờ có một dòng tiền thuần dương và nhu cầu tái đầu tư giảm. Quả thật là nghịch lý!

Vấn đề quan trọng là công ty tìm được một cách có lợi để sử dụng các nguồn vốn mới có thể có này, nhờ đó có thể làm gia tăng giá trị của công ty. Chúng ra hãy cùng nhau tập trung vào chính sách cổ tức.

2.3.3. Quyết định phân phối

2.3.3.1. Chính sách phân phối cổ tức cao

Những lập luận quá khứ ủng hộ một chính sách phân phối cổ tức cao khi công ty bước vào giai đoạn sung mãn:

Lập luận 1: Cổ tức bù đắp cho sự sụt giảm của thu nhập từ lãi vốn. Khi tốc độ tăng trưởng giảm lại thì tốc độ tăng của giá cổ phần cũng giảm theo, từ đó những lợi ích từ lãi vốn của nhà đầu tư sẽ sụt giảm, chi trả cổ tức sẽ bù đắp cho những khoản sụt giảm này.

Lập luận 2: tránh tình trạng “đầu tư dưới mức”. Sau giai đoạn tăng trưởng, dòng tiền thuần của doanh nghiệp tăng lên đáng kể trong khi các cơ hội đầu tư tốt lại giảm sút, từ

đó dẫn đến lượng tiền dư thừa trong doanh nghiệp cao. Để tránh tình trạng “đầu tư dưới mức” (đầu tư vào các dự án có NPV không tốt) thì chi trả cổ tức là 1 quyết định có lợi cho cổ đông.

Lập luận 3: không để các cổ đông “ảo tưởng” quá nhiều vào triển vọng của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng, tốc độ tăng trưởng mạnh, tỷ suất sinh lợi lãi vốn cao. Các nhà đầu tư tăng trưởng kỳ vọng sẽ đạt được những mức sinh lời lãi vốn cao hơn trong tương lai. Khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn sung mãn, các nhà đầu tư này vẫn “ảo tưởng” về một tốc độ tăng trưởng như trong quá khứ. Đến lúc thực tế diễn ra không như mong đợi thì sẽ nảy sinh “phản ứng một cách thái quá”, họ sẽ ồ ạt bán cổ phần làm giá sụt giảm nghiêm trọng. Chi trả cổ tức sẽ phát một tín hiệu đến thị trường là doanh nghiệp đã đi vào ổn định và tốc độ tăng trưởng đang chậm lại để các nhà đầu tư nhận thức rõ hơn về tình hình hiện tại.

Một cách nhìn khác, giả sử thị trường là hiệu quả và các nhà đầu tư đều thông minh, họ dễ dàng nhận ra tình hình hiện tại và sẽ có những hành động tương ứng với những thay đổi của doanh nghiệp. Một giả định nữa là doanh nghiệp không tham gia giao dịch, việc mua bán cổ phần chỉ diễn ra giữa các nhà đầu tư với nhau.

Như chúng ta đã biết, trong giai đoạn khởi sự và tăng trưởng, chính sách của doanh nghiệp là không chi trả cổ tức hoặc chỉ chi trả 1 mức danh nghĩa (rất thấp). Do đó, những nhà đầu tư trong giai đoạn này là các nhà đầu tư tăng trưởng, họ không chờ đợi vào mức chi trả cổ tức của công ty mà kỳ vọng vào một sự tăng cao trong giá cổ phần. Mục tiêu của họ là thu được lợi nhuận từ chênh lệch lãi vốn.

Khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn sung mãn, các nhà đầu tư này dễ dàng nhận biết được. Họ biết giá cổ phần sẽ không tăng đáng kể nữa nên lúc này là lúc họ sẽ bán các cổ phần để chốt lời. Nhưng câu hỏi đặt ra ở đây là “ai sẽ là người mua?”

Hầu hết các nhà đầu tư hiện hữu đều là nhà đầu tư tăng trưởng, họ có cùng mức độ thông minh như nhau nên hành động gần như là tương đồng nhau. Khi các nhà đầu tư hiện hữu đều đồng loạt muốn bán mà thị trường không có người mua sẽ dẫn đến mất cân bằng cung cầu, làm giá cổ phần nhanh chóng tuột dốc, đẩy doanh nghiệp rơi vào trạng thái khủng hoảng. Để đối phó với tình trạng này, doanh nghiệp phải tìm cho được người mua các cổ phần đang rao bán.

Trên thị trường có hai dạng nhà đầu tư: đầu tư tăng trưởng (kỳ vọng vào giá bán cao) và đầu tư giá trị (kỳ vọng vào cổ tức cao). Các nhà đầu tư tăng trưởng đang đồng loạt rao

bán, vậy doanh nghiệp sẽ phải làm như thế nào để thuyết phục các nhà đầu tư giá trị mua số lượng cổ phần này? Một biện pháp hiệu quả nhất là “đáp ứng được nhu cầu của nhà đầu tư giá trị”, tức là một cổ phần có chi trả cổ tức cao.

Như vậy việc doanh nghiệp chi trả cổ tức cao trong giai đoạn sung mãn là một hành động tất yếu để phản ứng lại với việc các nhà đầu tư tăng trưởng rời bỏ doanh nghiệp, hành động này làm doanh nghiệp phải chi một dòng tiền ra rất lớn nhưng bù lại sẽ cân bằng được giá cổ phần doanh nghiệp, không làm nó dao động mạnh do mất cân bằng cung cầu.

Trên thực tế, do thị trường là không hoàn hảo nên các nhà đầu tư không hoàn toàn nắm bắt được tình trạng của doanh nghiệp, do đó có thể sẽ nảy sinh những trường hợp “ảo tưởng” về triển vọng phát triển, khiến cho doanh nghiệp phải chi trả cổ tức như là một hành động phát tín hiệu.

Một yếu tố khác có thể cũng tác động đến việc chi trả cổ tức là tính chu kỳ của các giai đoạn phát triển. Sau khởi sự, tăng trưởng thì doanh nghiệp sẽ bước vào giai đoạn sung mãn, chu trình này mang tính qui luật và hầu hết các doanh nghiệp đều phải trải qua. Các doanh nghiệp trong quá khứ phần lớn cũng chi trả cổ tức cao trong giai đoạn này, từ đó dẫn đến một tâm lý “đón đầu”, các nhà đầu tư giá trị phán đoán thời điểm doanh nghiệp sắp bước vào sung mãn để đầu tư vào cổ phần doanh nghiệp nhằm chờ đợi thời điểm thay đổi chính sách cổ tức. Lúc này, cơ cấu các cổ đông không hoàn toàn là các nhà đầu tư tăng trưởng nữa mà đã có sự tham gia của các nhà đầu tư giá trị, từ đó sức ép đòi sớm chi trả cổ tức cũng sẽ tăng lên, tác động đến việc thay đổi chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

2.3.3.2. Mua lại cổ phần

Trong giai đoạn sung mãn, dòng tiền của công ty rất ổn định, do đó tìm cách sử dụng nguồn tiền có hiệu quả là một vấn đề không đơn giản. Doanh nghiệp có thể không hoàn toàn phụ thuộc vào việc chi trả cổ tức cao để thu hút các nhà đầu tư giá trị mua cổ phần của mình. Doanh nghiệp hoàn toàn có thể đóng vai trò là chủ thể mua để cân bằng cung cầu thông qua hành động mua lại cổ phần từ các nhà đầu tư tăng trưởng. Việc mua lại cổ phần trong giai đoạn này được xem là có thể hợp lý.

Mua lại cổ phần trong giai đoạn này nhằm mục đích đạt tới một cấu trúc vốn tối ưu. Khi đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp chưa đạt cấu trúc vốn tối ưu, thay vì vay nợ thêm để đạt được một tỷ lệ nợ thích hợp thì công ty có thể mua lại cổ phần của chính mình. Chính sách cổ tức này sẽ làm giảm tỷ trọng vốn cổ phần do đó hỗ trợ doanh nghiệp đạt đến

một cấu trúc vốn tối ưu. Điều này có được là do giai đoạn dòng tiền khá cao trong khi các cơ hội đầu tư hấp dẫn giảm dần, việc vay nợ không hiệu quả.

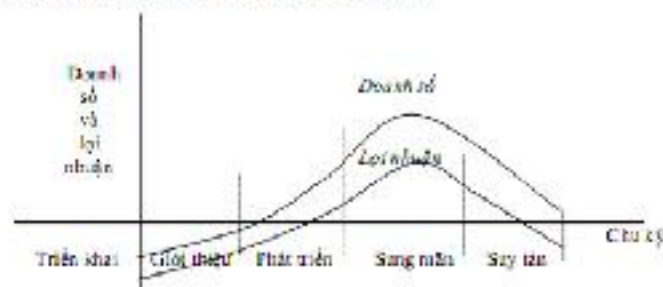
Mua lại cổ phần còn là một phương thức phân phối bằng tiền mặt gián tiếp cho các cổ đông. Thay vì chi trả tiền mặt trực tiếp cho các cổ đông, công ty có thể mua lại cổ phần cho các cổ đông này. Cách làm này có thể dẫn đến một tác động tích cực trong tương lai do số lượng cổ phần thấp hơn, làm cho thu nhập trên mỗi cổ phần cao hơn. Khả năng này có thể làm hấp dẫn các cổ đông tiềm năng và do đó giá cổ phần cao hơn nhờ vào tác động này.

Chúng ta cùng xem xét tác động nếu các cổ đông chấp nhận bán lại theo tỷ lệ cổ phần họ nắm giữ thông qua một ví dụ. Công ty CRD có 100 triệu đôla tiền mặt thặng dư trên bảng cân đối kế toán. Công ty hiện có 500 triệu cổ phần giao dịch với giá trị trường 2 đôla/cổ phần. Thay vì công bố một cổ tức cao hơn, công ty thông báo dự định mua lại 10% số cổ phần hiện hành trên thị trường với giá 2 đôla/cổ phần. Nếu tất cả các cổ đông chấp nhận đề nghị này theo tỷ lệ cổ phần họ nắm giữ, không có gì thay đổi sau sự việc này. Đối với những người nắm giữ 10 triệu cổ phần trước đó, họ sẽ bán 1 triệu cổ phần và nhận 2 triệu đôla tiền mặt. Sau khi mua lại, họ sở hữu 9 triệu cổ phần, nhưng vẫn cùng tỷ trọng 2% ($9 \text{ triệu} / 450 \text{ triệu} = 10 \text{ triệu} / 500 \text{ triệu}$) của công ty mà họ sở hữu trước đây.

Nếu bất kỳ cổ đông nào đó không muốn nhận tiền mặt vào lúc đó, họ không cần phải bán cổ phần. Tỷ trọng cổ phần của họ sẽ gia tăng để đền bù cho việc không nhận tiền mặt chi trả; phần đền bù này thiếu hay dư tùy thuộc vào phản ứng của giá cổ phần đối với tin tức về việc mua lại. Điều này sẽ được quyết định bởi chính sách cổ tức thích hợp của công ty và việc mua lại này có thể được giải thích một cách hợp lý trong bối cảnh công ty ở giai đoạn sung mãn.

2.3.4. Giai đoạn doanh nghiệp đang suy thoái

Đoanh số và lợi nhuận theo chu kỳ sống của sản phẩm



Giai đoạn suy thoái của vòng đời sản phẩm sẽ không được xem như là một kết thúc đáng buồn cho quá trình liên tục phát triển kinh doanh và các chiến lược tài chính trước đó. Điều quan trọng là xem xét chiến lược tài chính và thực hiện các thay đổi thích hợp khi công ty chuyển từ giai đoạn sung mãn qua mức ổn định đi vào suy thoái.

Trong giai đoạn này, để duy trì mức rủi ro tổng thể ở mức hợp lý, giai đoạn này cho phép sử dụng một cấu trúc vốn ở đó rủi ro về tài chính cao hơn. Có thể đạt được điều này bằng việc thực hiện một chính sách chi trả cổ tức cao cùng với việc sử dụng tài trợ bằng nợ vay. Cổ tức trong giai đoạn này có thể được chi trả cao. Triển vọng tăng trưởng âm cùng với mức chi trả cổ tức cao làm cho tỷ số giá thu nhập giảm xuống mức thấp, và khi kết hợp với chiều hướng đi xuống trong thu nhập mỗi cổ phần đang xảy ra trong giai đoạn suy thoái sẽ đưa đến một sự sụt giảm mạnh giá cổ phần. Tuy nhiên sự sụt giảm này cũng không đáng lo ngại vì doanh nghiệp vẫn đang thực hiện việc chi trả cổ tức cao để hoàn trả vốn cho các cổ đông nắm giữ cổ phiếu.

Bảng 6: Các thông số chiến lược tài chính trong giai đoạn suy thoái

Rủi ro kinh doanh	Thấp
Rủi ro tài chính	Cao
Nguồn tài trợ	Nợ
Chính sách cổ tức	Tỷ lệ chi trả toàn bộ
Triển vọng tăng trưởng tương lai	Âm
Tỷ số giá thu nhập (P/E)	Thấp
EPS	Thấp & giảm dần
Giá cổ phần	Giảm & tăng trong biến động

2.3.4.1. Quyết định đầu tư

Các phát sinh tiền mặt dương mạnh mẽ của giai đoạn sung mãn không thể tiếp tục mãi mãi, và cuối cùng nhu cầu sản phẩm sẽ giảm. Nhu cầu sản phẩm giảm đồng nghĩa với doanh số giảm xuống, dòng tiền thu vào ít dần đi. Một khi doanh số tiếp tục giảm là điều

không thể tránh được thì việc đầu tư để cố gắng duy trì hoạt động tiếp thị không còn hợp lý nữa. Rủi ro kinh doanh của giai đoạn này ở mức thấp nhất thể hiện qua sự suy giảm doanh số, lợi nhuận mong đợi từ tái đầu tư vào một công ty suy thoái thường thấp hơn tỷ suất lợi nhuận các cổ đông đòi hỏi, mặt khác dòng tiền trong giai đoạn này tương đối nhàn rỗi do sự sụt giảm trong quy mô đầu tư. Trong giai đoạn này, một chiến lược tất yếu của công ty là đầu tư đa dạng hóa vào các lĩnh vực khác. Nhưng nếu việc đa dạng hóa này chưa được thực hiện trước khi việc kinh doanh chính đã bắt đầu chuyển vào giai đoạn suy thoái thì sẽ rất khó cho công ty khi tài trợ cho việc đa dạng hóa từ một dòng tiền đang giảm dần.

2.3.4.2. Quyết định tài trợ

Trong giai đoạn này, rủi ro kinh doanh giảm đã dẫn đến mô hình chiến lược tài chính tổng thể cho rằng tỷ lệ tài trợ nợ nên tăng trong giai đoạn này. Dĩ nhiên, về mặt lý thuyết, tỷ lệ nợ/vốn cổ phần không có tác động đến giá trị vốn cổ phần nhưng chúng ta thường đồng ý rằng có một tác động tích cực của một lá chắn thuế do việc dùng tài trợ nợ tạo nên, cũng như một khía cạnh tiêu cực đi kèm với các chi phí và khả năng có thể có khó khăn tài chính.

Tuy nhiên, các công ty suy thoái không cần huy động nhiều vốn để tái đầu tư vì đã xác định là họ đang cắt giảm giá trị thuần của tài sản. Vì vậy khả năng vay nợ này có thể được dùng để tạo ra tiền mặt chi trả cho cổ đông bây giờ tốt hơn sau này. Có thể đạt được điều này bằng cách vay dựa trên giá trị có thể thực hiện được cuối cùng của các tài sản của công ty. Nếu không thực hiện được số vốn này bây giờ, các cổ đông sẽ nhận một phân phối vốn cuối cùng khi công ty kết thúc và bằng cách vay tiền dựa trên các tài sản này bây giờ, có thể gia tăng hiện giá của cổ tức trả cho cổ đông với lập luận là chi phí nợ luôn luôn thấp hơn chi phí vốn cổ phần, đặc biệt nếu lợi ích của lá chắn thuế còn làm giảm thêm chi phí nợ.

Chúng ta xem xét một ví dụ: Giá trị cuối cùng của một tài sản cụ thể là 100.000 đôla và công ty dự kiến tiếp tục hoạt động thêm 5 năm nữa. Lợi nhuận dự kiến từ vốn cổ phần sau thuế của các cổ đông là 15%/năm nhưng công ty có thể vay với lãi suất sau thuế là 8%/năm.

Hiện giá của giá trị sau cùng của tài sản đối với các cổ đông là:

$$100.000/1.15^5 = 47.717 \text{ đôla}$$

Tuy nhiên, nếu công ty vay tiền dựa trên giá trị cuối cùng với lãi suất 8%, bây giờ công ty có thể nhận được $100.000/1.08^5 = 68.058$ đôla ngay từ bây giờ. Số tiền này có thể dùng phân phối cho các cổ đông.

Trong thực tế nhà cho vay sẽ tìm cách giảm thấp khả năng này của người đi vay bằng cách đưa ra những định giá thấp trong giá trị tài sản của công ty suy thoái. Nhưng điều này không có nghĩa là công ty suy thoái không có cơ hội để tạo ra các giá trị tăng thêm cho các cổ đông.

Vì vậy, tài trợ nợ cho một doanh nghiệp đang suy thoái tập trung vào các giá trị cuối cùng có thể thực hiện của tài sản và điều này làm giảm thiểu rất nhiều các chi phí đi kèm các khó khăn tài chính trong tương lai. Thực ra các khoản vay sẽ được cấu trúc sao cho tạo được dễ dàng cho các nhà cho vay trong việc sở hữu và thực hiện giá trị của các tài sản thế chấp, khi doanh nghiệp không còn có thể sử dụng các tài sản này để tồn tại một cách kinh tế nữa. Kết quả là việc sử dụng một tỷ lệ tài trợ nợ cao trong một doanh nghiệp đang suy thoái không thực sự mâu thuẫn với lý thuyết, miễn là các giám đốc nhận thức được vấn đề một cách hợp lý.

❖ *Hợp nhất – sát nhập*

Một chiến lược khác có thể hấp dẫn hơn là xem xét các lý do chính tại sao công ty bây giờ lâm vào tình trạng suy thoái. Rõ ràng một khác biệt chính giữa một công ty đang phát triển và một công ty đang suy thoái chính là thị phần thấp hơn và công ty suy thoái nắm giữ. Điều này có thể cho chúng ta thấy một phương cách tăng giá trị của doanh nghiệp, nếu có nhiều các công ty nhỏ trong thị trường này, tất cả đều phải đối phó với một tình trạng suy thoái dần dần. Một trong các công ty trong nhóm này có thể quyết định thay đổi động lực trong ngành của mình bằng cách hợp nhất hoặc sáp nhập một số lớn các đối thủ cạnh tranh nhỏ của mình. Chi phí của các tái cấu trúc này không nên quá lớn vì các công ty sẽ có khả năng tạo ra các thu nhập thấp và mọi việc có thể sẽ còn tồi tệ hơn trong tương lai.

Một khi công ty đã đạt được một thị phần khổng lồ lớn hơn nhiều sẽ là cơ sở để thương lượng với các khách hàng và nhà cung cấp, và do đó công ty có thể cải tiến thu nhập tài chính chung của mình một cách đáng kể. Có thể làm được điều này đơn giản bằng cách hợp lý hóa tổng công suất của nhóm để loại bỏ công suất của ngành, nếu điều này làm giảm giá bán.

❖ Các phát hành đặc quyền chiết khấu cao

Bất cứ nỗ lực nào nhằm hợp lý hóa một ngành đã rất sung mãn hay đang suy thoái bằng một loạt các hợp nhất hoặc sáp nhập đều đòi hỏi huy động vốn để tài trợ. Đương nhiên để làm được điều này, nghĩa là để cấu trúc lại các công ty suy thoái trong ngành, nếu chỉ tài trợ bằng nguồn vốn vay không thôi sẽ không đáp ứng đủ vốn cho nhu cầu này. Trong trường hợp này công ty phải phát hành thêm vốn cổ phần, và do công ty đang trong giai đoạn suy thoái cho nên phải phát hành đặc quyền cho các cổ đông hiện tại với chiết khấu cao.

Ví dụ về công ty DOC muốn huy động vốn cổ phần mới để hoàn trả một phần tài trợ nợ hiện hữu. Lúc này công ty có 500 ngàn cổ phần đã phát hành giao dịch với giá 100 đôla/cổ phần, cho công ty một vốn hóa thị trường là 50 triệu đôla. Vốn hóa thị trường này hỗ trợ một mức nợ 100 triệu đôla, tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần thị trường là 2/1, được xem là quá cao. Nếu huy động được 25 triệu đôla vốn cổ phần mới, tỷ lệ này sẽ được giảm xuống còn 1/1 miễn là nguồn tài trợ mới được dùng để hoàn trả một phần của nợ tồn đọng này.

Các cổ vấn của công ty đề nghị một phát hành đặc quyền 2 cho 1 với giá 25\$ mỗi cổ phần, sẽ huy động được 25 triệu đôla chưa tính chi phí. Ta có thể thấy tác động của phát hành đặc quyền đề nghị này là:

500 ngàn cổ phần đã phát hành x 100\$ \Rightarrow 50 triệu đôla vốn hóa thị trường

1 triệu cổ phần mới x 25\$ \Rightarrow 25 triệu đôla phát hành đặc quyền

1.5 triệu tổng cổ phần \Rightarrow 50\$ \Leftarrow 75 triệu đôla vốn hóa mới

Giá trị đặc quyền sẽ là 25\$ mỗi cổ phần (giá thực hiện 25\$ so với giá thị trường 50\$), như vậy phần lợi thu được 25\$ x 2 đặc quyền = 50\$ bù đắp cho phần lỗ từ một cổ phần hiện tại 100\$ - 50\$ = 50\$, tức là phát hành đặc quyền 2 cho 1 không lời cũng không lỗ nếu giá cổ phần đáp ứng đúng.

Tình huống trên cho thấy là các điều khoản của phát hành đặc quyền sẽ không gây thành vấn đề, vì chúng không thể tạo nên bất kỳ khác biệt về mặt lý thuyết nào cho giá trị của công ty. Tuy nhiên, rõ ràng các công ty và cổ vấn của họ thường tin rằng định giá phát hành đặc quyền là quan trọng, bởi vì nếu không, họ sẽ không dành nhiều thời gian và tiền bạc để quyết định cách tốt nhất để thu hút các nhà đầu tư góp thêm vốn mới. Có khả năng sẽ xuất hiện một rủi ro trong giai đoạn này đó là giá cổ phần bao gồm đặc quyền sụt xuống dưới giá sử dụng đặc quyền trong suốt thời gian cung ứng đặc quyền. Rủi ro này có thể

được bảo hiểm bởi các công ty bảo lãnh phát hành là các công ty kinh doanh chứng khoán hoặc ngân hàng đầu tư, nhưng các chi phí bảo lãnh này đương nhiên cũng sẽ khá cao, và có thể không có hiệu quả. Nếu tỷ lệ chiết khấu gia tăng, có thể có một rủi ro để thấy được của đặc quyền không có giá trị. Và một phát hành như thế được xem như là thất bại.

Có một yếu tố tâm lý trong định giá phát hành đặc quyền. Nếu thị trường tin rằng các công ty tăng trưởng thành công huy động vốn cổ phần qua các phát hành đặc quyền chiết khấu hẹp, nó sẽ có khuynh hướng chấp nhận rằng một công ty cung ứng phát hành đặc quyền chiết khấu hẹp thì thành công và có khả năng tăng trưởng tốt. Ngược lại, các phát hành đặc quyền chiết khấu cao thường do các công ty rất sung mãn hay đang suy thoái với tiềm năng tăng trưởng âm thực hiện, thị trường thường cho rằng bất kỳ công ty nào cung ứng một phát hành như vậy hẳn phải có vấn đề khó khăn về tài chính.

Để minh họa rõ thêm qua điểm này chúng ta hãy xem các nhà đầu tư sẽ đáp ứng như thế nào với một cung ứng như vậy. Các nhà đầu tư sở hữu 1.000 cổ phần trong công ty DOC nhận được thông báo về đặc quyền mua 2.000 cổ phần khác trong công ty với giá giảm 25\$ mỗi cổ phần. Giả sử các cổ đông của công ty đồng ý với mức chiết khấu cao này, nó đòi hỏi họ đầu tư thêm 50% (50.000 đôla) đầu tư hiện tại của họ vào DOC (100.000 đôla). Đây là một gia tăng có tỷ trọng cao trong đầu tư vào một cổ phần và đối với một nhà đầu tư sáng suốt, điều này có thể làm mất cân đối danh mục đầu tư của mình. Các nhà đầu tư khác có thể cảm thấy không hài lòng về đầu tư của họ vào công ty, vì, trong thí dụ này, nó đã được hỗ trợ tài chính có đòn bẩy tài chính quá cao và công ty lại không có triển vọng tăng trưởng để có dòng tiền dương đủ để trả nợ.

Có một khả năng lớn là nhiều nhà đầu tư không muốn nhận các đặc quyền này. Khả năng này tăng khi có thêm phương án bán các đặc quyền lấy tiền mặt. Thay vì đầu tư thêm 50.000 đôla, nhà đầu tư có 1.000 cổ phần sẽ có thể bán 2.000 đặc quyền đi kèm và nhận 50.000 đôla tiền mặt. Dĩ nhiên nếu thị trường đáp ứng đúng, không có thay đổi nào trong giá trị từ hai phương án hành động này nhưng nhận thức của các nhà đầu tư có thể khác. Nếu có nhiều nhà đầu tư quyết định bán đặc quyền, theo luật cung cầu, giá cổ phần sau khi thực hiện đặc quyền sẽ giảm trong khi giá thực hiện đặc quyền thì cố định. Sự giảm trong giá cổ phần làm hẹp khoản chênh lệch giữa chúng và giá thực hiện đặc quyền, như vậy làm cho cung ứng đặc quyền càng có vẻ kém hấp dẫn hơn trước đây. Cung ứng các đặc quyền chiết khấu cao được xem là thất bại khi các nhà đầu tư mất niềm tin vào công ty và các cổ phần của công ty; ít nhất vì công ty đang bán ra các cổ phần với giá 25\$ khi đang ra chúng

phải trị giá 100\$. Điều nguy hiểm là các nhà đầu tư bắt đầu tin rằng giá cổ phần 100\$ là sai và giá 25\$ phản ánh tốt hơn giá trị thật sự của tất cả các cổ phần.

❖ **Tăng thêm giá trị bằng cách giảm các tỷ lệ nợ**

Công ty DOC đang thực sự huy động các khoản vốn cổ phần mới này để gia tăng giá trị cổ đông bằng cách giảm tỷ lệ nợ/vốn cổ phần của mình. Công ty DOC phải trả một lãi suất 15% trước thuế (lãi suất thị trường thông thường cho công ty này sẽ là 12%) do tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần cao. Lợi nhuận đòi hỏi của cổ đông cũng cao hơn do họ phải bù đắp gia tăng rủi ro về suy sụp tài chính; như vậy chi phí vốn cổ phần r_e của DOC là 20%, trong khi một công ty tương tự có đòn bẩy tài chính bình thường là 16%.

Trích lược báo cáo tài chính và các dữ liệu liên hệ đã công bố của DOC:

- Lợi nhuận hoạt động	33.75	triệu đôla
- Trừ chi phí lãi vay	15	triệu đôla (100 triệu x 15%)
- Lợi nhuận trước thuế	18.75	triệu đôla
- Thuế (33.33%)	6.25	triệu đôla
- Lợi nhuận sau thuế	12.5	triệu đôla
- Số cổ phần	500	ngàn
- EPS	25\$	
- Tỷ số giá thu nhập	4	
- Giá cổ phần	100\$	

Do công ty đang suy thoái nhẹ, tỷ số giá thu nhập thích hợp sẽ hơi thấp hơn nghịch đảo của chi phí vốn cổ phần của một công ty tương tự. Đối với một công ty chi trả cổ tức cao và ổn định thì tỷ số P/E chính là nghịch đảo của chi phí sử dụng vốn cổ phần. Tỷ số P/E của một công ty tương tự như thế là bằng 5 (1/0.2).

Thông thường một gia tăng tỷ trọng của nguồn vốn cổ phần sẽ đưa đến một gia tăng trong chi phí sử dụng vốn bình quân. Bởi vì chi phí sử dụng vốn cổ phần đắt hơn chi phí sử dụng vốn vay. Tuy nhiên, nếu hỗn hợp vốn hiện tại bao gồm các phần bù rủi ro lớn có thể giảm thiểu hay loại bỏ bằng một thay đổi trong chiến lược tài chính, chi phí sử dụng vốn bình quân có thể thực sự giảm sau khi tài trợ thêm các khoản vốn mới. Rõ ràng điều này đưa đến một gia tăng trong giá trị vốn cổ phần.

Chúng ta cùng xem xét: nếu DOC huy động 25 triệu đôla qua một phát hành đặc quyền, công ty sẽ cắt giảm được cả chi phí vay lẫn chi phí vốn cổ phần. Tuy nhiên, hỗn hợp nguồn vốn cổ phần tương ứng sẽ tăng khi các nguồn vốn mới này được dùng hoàn trả

một phần nợ hiện hữu. Giả dụ không có thay đổi nào khác, lãi và lỗ sau phát hành đặc quyền có thể được trình bày lại như sau:

- Lợi nhuận hoạt động	33.75	triệu đôla
- Trừ chi phí lãi vay	9	triệu đôla (75 triệu x 12%)
- Lợi nhuận trước thuế	24.75	triệu đôla
- Thuế (33.33%)	8.25	triệu đôla
- Lợi nhuận sau thuế	16.5	triệu đôla
- Số cổ phần	1.5	triệu (1 triệu cổ phần mới phát hành)
- EPS	11\$	
- Tỷ số giá thu nhập	5.25	
- Giá cổ phần	57.75\$	

Giá cổ phần này 57.75\$ lớn hơn giá cổ phần sau khi thực hiện đặc quyền chiết khấu cao là 50\$. Như vậy đã làm tăng giá trị của các cổ đông hiện tại nhờ vào sự giảm trong phí rủi ro đòi hỏi (lợi được 7.75\$ cho mỗi cổ phần). Chiến lược phát hành cổ phần để trả nợ cũng đã làm sự giảm ở cả chi phí lãi vay (còn 12%) và chi phí vốn cổ phần của công ty (giảm xuống 16%) do rủi ro nhận biết về suy sụp tài chính thấp hơn, đồng thời cũng làm giảm lợi nhuận dự kiến của cổ đông (EPS).

Tỷ số giá thu nhập giờ là 5.25, cao hơn trước khi cấu trúc. Mặc dù vẫn còn thấp hơn một công ty tương đương (tỷ số P/E nghịch đảo của chi phí sử dụng vốn cổ phần của công ty tương đương là $1/0.16 = 6.25$).

Trong thực tế, ngoài chiến lược đã trình bày trong phần này để làm tăng giá trị doanh nghiệp như chiến lược tài chính dựa trên giá trị tài sản cuối cùng, phát hành đặc quyền chiết khấu cao, giảm tỷ lệ nợ, còn có thể sử dụng các chiến lược khác như tái cấu trúc chi phí bằng cách cắt giảm thích hợp các chi phí cố định không cần thiết.

2.3.4.3. Quyết định phân phối

Với rủi ro tài chính tăng cao trong giai đoạn suy thoái, công ty nên chi trả một tỷ lệ cổ tức rất cao vì ngoài lợi nhuận doanh nghiệp còn có thể sử dụng thêm nguồn vốn khấu hao mà doanh nghiệp để lại trước đây bởi lẽ nhu cầu đầu tư cho giai đoạn này không còn cần thiết lắm, để bù đắp cho sự sụt giảm trong giá cổ phần, nó cho thấy một phần của các cổ tức này thực tế là hoàn trả vốn. Kết quả là các cổ đông sẽ không lo ngại không đúng về giá cổ phần sụt giảm; miễn là họ được đền bù đủ bằng một lãi suất cổ tức cao.

3. Kết luận

Tóm lại, không có chiến lược chung thích hợp cho các doanh nghiệp. Các giám đốc tài chính phải biết xây dựng chiến lược tài chính thích hợp cho từng giai đoạn phát triển của doanh nghiệp mình.

Trong giai đoạn khởi sự do rủi ro kinh doanh rất cao, nguồn vốn thích hợp nhất trong giai đoạn này là vốn cổ phần. Tốt nhất là nguồn vốn mạo hiểm. Chính sách cổ tức tốt nhất trong giai đoạn này là giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư.

Trong giai đoạn tăng trưởng, rủi ro kinh doanh vẫn còn cao, cho nên nguồn vốn thích hợp vẫn là vốn cổ phần. Trong giai đoạn này doanh nghiệp đã tính đến chiến lược phát hành ra công chúng bằng các phát hành đặc quyền. Chính sách cổ tức trong giai đoạn này vẫn là chi trả danh nghĩa do triển vọng tăng trưởng tương lai cao và do đó kéo theo tỷ số giá thu nhập P/E cũng tăng lên. Giá cổ phần trong giai đoạn này tăng nhưng rất dễ biến động

Trong giai đoạn sung mãn rủi ro kinh doanh đã giảm xuống ở mức trung bình. Điều này cho phép các giao dịch chấp nhận ở một mức độ nào đó rủi ro tài chính bằng nguồn tài trợ bao gồm lợi nhuận giữ lại cộng với nợ vay. Nghĩa là doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính. Chính sách cổ tức thích hợp trong giai đoạn này là để duy trì giá cổ phần là chia cổ tức cao do triển vọng tăng trưởng trong tương lai chỉ đạt ở mức trung bình. Thu nhập trên mỗi cổ phần trong giai đoạn này cao nhưng giá cổ phần lại ổn định với biến động thấp.

Trong giai đoạn suy thoái, thường các giám đốc tài chính sẽ chi trả cổ tức cao kết hợp với việc sử dụng tài trợ bằng nợ vay được đảm bảo bằng giá trị cuối cùng của tài sản. Ngoài ra, các doanh nghiệp còn có thể sử dụng các phát hành đặc quyền với chiết khấu cao nhằm thu hút vốn đầu tư. Nhưng thị trường cũng rất dễ nhận biết điều này, có thể làm cho giá cổ phần của doanh nghiệp giảm xuống. Cuối cùng, doanh nghiệp cũng có thể làm tăng giá trị của doanh nghiệp suy thoái bằng cách giảm tỷ lệ nợ.

Lý thuyết là như vậy nhưng trên thực tế rất khó để nhận biết cũng như phân loại các doanh nghiệp đang ở giai đoạn phát triển nào để các giám đốc tài chính có thể xây dựng chiến lược tài chính phù hợp.