

Về một số tiêu chí đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp

TS. NGUYỄN THẾ HÙNG

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Bài viết trình bày và phân tích về các tiêu chí được áp dụng trong việc đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài các tiêu chí truyền thống thường được sử dụng trong việc đo lường và đánh giá, các tiêu chí khác như giá trị thị trường gia tăng và giá trị kinh tế gia tăng cũng được kết hợp trong phân tích. Hệ thống các tiêu chí được ứng dụng để đánh giá về kết quả hoạt động của một số doanh nghiệp.

Hệ thống các tiêu chí đánh giá

Dựa vào việc đánh giá kết quả hoạt động (thành tích), doanh nghiệp có thể hiểu rõ được thực trạng tình hình hoạt động kinh doanh và tiềm lực tài chính của mình, biết mình đang ở vị thế nào trong ngành và thực hiện các điều chỉnh cần thiết, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động trong tương lai. Tuy nhiên, việc đánh giá kết quả hoạt động lại phụ thuộc nhiều vào các thước đo phù hợp được lựa chọn. Các thước đo truyền thống thường được sử dụng trong việc đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp là hệ số tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROC) [1,3].

Hệ số ROE được xác định bằng Lãi ròng/Vốn chủ sở hữu. Đây là thước đo về khả năng sinh lợi trên vốn đầu tư của các cổ đông và được coi là hệ số quan trọng nhất trong việc đánh giá về kết quả hoạt động của các nhà quản lý. Để tạo ra giá trị cho các cổ đông, hệ số này cần phải lớn hơn chi phí vốn chủ sở hữu của công ty [1].

Hệ số ROA được xác định bằng Lãi ròng/Tổng tài sản, cho ta biết khả năng sinh lợi trên tổng tài sản. Các nhà cung cấp vốn gồm người cho vay (ngân hàng, các tổ chức tín dụng, các trái chủ) và người góp vốn (các cổ đông) đều quan tâm đến hệ số này. ROA là tỷ suất sinh lợi dành cho cả người cho vay vốn chứ không chỉ dành cho các cổ đông. Chính vì vậy, ROA có thể được coi là thước đo tổng hợp đánh giá về kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Hệ số ROC. Trong nhiều trường hợp, các nhà quản lý quan tâm đến khả năng sinh lợi trên nguồn vốn dài hạn bao gồm nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu (được gọi là vốn đầu tư). Khi đó hệ số về khả năng sinh lợi trên

nguồn vốn dài hạn được xác định bằng công thức: $ROC = NOPAT / \text{Vốn đầu tư}$.

Với $NOPAT = EBIT (1-T)$ - lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế, EBIT - lợi nhuận hoạt động hay thu nhập trước trả lãi vay và chịu thuế, T- thuế thu nhập doanh nghiệp. Doanh nghiệp được coi là hoạt động hiệu quả nếu ROC thu được lớn hơn so với chi phí bình quân sử dụng các nguồn vốn (WACC).

Một câu hỏi đặt ra là liệu chúng ta có thể chỉ chọn một trong các hệ số trên và dùng nó như là một chỉ tiêu toàn năng để đánh giá về kết quả hoạt động của doanh nghiệp? Câu trả lời là không, vì một số lý do liên quan đến các điểm hạn chế của các hệ số này.

Hạn chế của ROE và ROA

Một ưu điểm rõ ràng của các hệ số này là dễ dàng tính toán. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý một số vấn đề khi sử dụng các hệ số này: 1. Các hệ số về khả năng sinh lợi không tính đến rủi ro mà công ty phải đối mặt. 2. Khi tính toán các hệ số, số liệu trong quá khứ được sử dụng và không thể hiện được dự báo về lợi ích trong tương lai. 3. Các hệ số này đơn thuần chỉ thể hiện kết quả dựa trên giá trị ghi sổ mà chưa tính đến giá trị thị trường (ROE). 4. Trong một số trường hợp, các nhà quản lý do áp lực thành tích có xu hướng chỉ quan tâm đến việc làm tăng ROA, ROE trong ngắn hạn mà không quan tâm đến lợi ích dài hạn.

Giá trị kinh tế gia tăng (EVA) và giá trị thị trường gia tăng (MVA)

Để khắc phục những hạn chế của các hệ số tỷ suất lợi nhuận trong việc đo lường kết quả hoạt động của doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu đã đưa ra các thước đo mới là giá trị thị trường gia tăng (MVA) và giá trị kinh tế gia tăng (EVA) [4]. Các thước đo này được sử dụng rộng rãi trong việc đánh giá kết quả hoạt động.

MVA được xác định bằng: Giá trị thị trường của các cổ phiếu - Giá trị sổ sách.

Hay $MVA = \text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành} - \text{Giá trị sổ sách của các cổ phiếu}$. MVA thường được sử dụng để đánh giá thành tích của các nhà quản lý công ty. Hoạt động của các nhà quản lý đem lại hiệu quả cho công ty và tối đa hóa được giá trị cổ phiếu nếu đem lại giá trị gia tăng càng lớn.

Giá trị kinh tế gia tăng (còn được gọi là lợi nhuận kinh tế) được xác định theo công thức sau: $EVA = \text{Lãi ròng} - \text{Chi phí vốn chủ sở hữu} \times \text{Vốn chủ sở hữu}$ (1)

Hay EVA bằng lãi ròng trừ đi chi phí tính bằng tiền của vốn chủ sở hữu.

Thuốc đo EVA có giá trị khác biệt so với lãi ròng. EVA là lợi nhuận thực của hoạt động kinh doanh có tính đến chi phí của tất cả các nguồn vốn, kể cả chi phí vốn chủ sở hữu. Trong khi đó, lãi ròng mới chỉ tính đến chi phí sử dụng vốn của nợ. Do đó, EVA là thuốc đo kết quả hoạt động của doanh nghiệp tốt hơn so với lợi nhuận kế toán.

Giá trị thị trường gia tăng cũng có thể được tính bằng công thức:

$EVA = NOPAT - \text{Chi phí bình quân gia quyền của vốn} \times \text{Vốn đầu tư}$ (2)

hay: $EVA = \text{Vốn chủ sở hữu} \times (\text{ROE} - \text{Chi phí vốn chủ sở hữu})$ (3)

Theo công thức (3), ta nhận thấy, EVA chỉ đạt được giá trị dương, khi khi tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE lớn hơn chi phí vốn chủ sở hữu.

Ta cũng có nhận xét là MVA được áp dụng cho một giai đoạn (một số năm) trong hoạt động quản lý. Trong khi đó, EVA lại được tính cho một năm cụ thể.

Lưu ý: Để sử dụng được công thức (1)-(3) trong tính toán EVA thì một điều rất quan trọng là phải xác định được chi phí vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, chi phí vốn chủ sở hữu chỉ có thể ước tính (không có công thức tính chính xác) bằng việc kết hợp sử dụng các phương pháp khác nhau như: mô hình cổ tức tăng trưởng với tốc độ không đổi, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), sử dụng lãi suất phi rủi ro hoặc chi phí vốn của nợ cộng với phần bù rủi ro (phần thưởng rủi ro).

Ứng dụng các tiêu chí đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp

Dựa vào các tiêu chí đã trình bày ở trên, trong phần này, ta sẽ xem xét và đánh giá kết quả hoạt động của một công ty nước ngoài và một công ty Việt Nam.

1. Công ty Pepsi

Theo số liệu từ báo cáo tài chính Công ty Pepsi năm 2006 [1], lãi ròng của Công ty là 5.642 triệu USD và vốn chủ sở hữu bình quân là 14.809,5 triệu USD. Do đó, $ROE = 38,1\%$. Tỷ suất lợi nhuận này cao hơn nhiều so với chi phí vốn chủ sở hữu năm 2006 của Công ty là $9,5\%$. Tương tự, ta xác định được $ROC = 35,5\%$ và $ROA = 18,5\%$. Pepsi có chi phí vốn bình quân (WACC) khoảng 9% , vì vậy Công ty đã thu được tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư ROC cao hơn gấp 3 lần so với chi phí vốn.

Năm 2006, giá cổ phiếu thường của Pepsi là 62,55 USD/CP, số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 1,638 tỷ. Do đó tổng giá trị vốn hóa thị trường là 102,457 tỷ USD và giá trị trị trường gia tăng $MVA = 87,089$ tỷ USD. Ta đã biết chi phí vốn chủ sở hữu của Pepsi là $9,5\%$ nên

giá trị kinh tế gia tăng được xác định theo công thức (1) hoặc (3) và cho cùng kết quả $EVA = 4,182$ tỷ USD. Như vậy, lợi nhuận thực sau khi đã trừ đi tất cả các loại chi phí vốn của Pepsi là một giá trị dương.

2. Công ty FPT Việt Nam

Từ số liệu trong các báo cáo tài chính của Công ty FPT trong năm 2010, vốn chủ sở hữu của Công ty là 5028,91 tỷ đồng, tổng nợ là 4476,29 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 1691,22 tỷ đồng. Giá trị ước tính chi phí vốn chủ sở hữu của FPT là $23,31\%$ và chi phí bình quân gia quyền của vốn là $18,69\%$ [5]. Các hệ số về tỷ suất lợi nhuận của FPT có giá trị như sau: $ROE = 33,62\%$, $ROA = 13,52\%$. Rõ ràng là ROE của FPT lớn hơn 10% so với chi phí vốn yêu cầu là $23,31\%$.

FPT có chi phí trả lãi tiền vay năm 2010 là 238,15 tỷ đồng, do đó lợi nhuận hoạt động (EBIT) của FPT là 2261,34 tỷ đ. Từ đây, có thể xác định được $ROC = 23,79\%$, có giá trị lớn hơn chi phí vốn bình quân của Công ty. EVA của FPT năm 2010 được tính theo công thức (1) cho kết quả bằng 518,98 tỷ đồng. Số liệu tính toán cho các hệ số về khả năng sinh lợi và EVA của FPT đều cho thấy Công ty có kết quả hoạt động tốt, lợi nhuận thực EVA có giá trị dương, ROE và ROC đều lớn hơn chi phí vốn đòi hỏi.

Kết luận

Đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp phải dựa trên các thước đo phù hợp được chọn lựa. Tuy nhiên, không có một chỉ tiêu toàn năng hoặc duy nhất để đo lường và đánh giá kết quả hoạt động. Các thước đo truyền thống được sử dụng trong đánh giá là hệ số về khả năng sinh lợi ROE, ROA, ROC. Ngoài các thước đo này, dựa vào các báo cáo tài chính, cũng cần xem xét thêm các hệ số như khả năng thanh toán, hiệu quả sử dụng tài sản, đòn bẩy tài chính và tốc độ tăng trưởng vì khả năng sinh lợi cũng chịu tác động từ sự biến động của các hệ số này. Ngoài ra, MVA và EVA cũng là các thước đo hữu ích có thể kết hợp với các thước đo truyền thống, giúp chúng ta đánh giá đầy đủ hơn về kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo

1. Brealey, Myers, Marcus (2008), *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th edition, McGraw-Hill/Irwin
2. Friedlob, Schleifer, Plewa (2002), *Essentials of Corporate performance Measurement*, John Wiley & Sons.
3. Higgins (2007), *Analysis of Financial Management*, 8th edition, McGraw-Hill/Irwin
4. P. P Pamela, F.Fabozzi (2006), *Analysis of Financial Statements*, 2nd editon, Wiley
5. Nguyễn Xuân Thành, Trần Thị Quế Giang (2011), *Chi phí vốn cổ phần của công ty FPT (tình huống nghiên cứu)*, Tài liệu chương trình giảng dạy Fulbright.