

SỬ DỤNG GIÁ TRỊ KINH TẾ GIA TĂNG ĐIỀU CHỈNH

trong đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp

● TS. NGUYỄN THẾ HÙNG, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Các tiêu chí đánh giá kết quả hoạt động

Các thước đo truyền thống thường được sử dụng trong đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp là các tỷ suất sinh lợi: 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) [1,2]. Đây là các thước đo kế toán và có một số điểm hạn chế như: không tính đến rủi ro của doanh nghiệp, sử dụng số liệu trong quá khứ để tính toán và không dự báo được lợi ích trong tương lai, các hệ số được xác định dựa trên giá trị sổ sách mà không tính đến giá trị thị trường.

Nhằm khắc phục những hạn chế trên, giá trị kinh tế gia tăng (EVA) [1,3] được ứng dụng như một thước đo mới nhằm đánh giá đầy đủ hơn về kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Giá trị kinh tế gia tăng (còn được gọi là lợi nhuận kinh tế) được xác định theo công thức:

$$EVA = \text{Lợi nhuận sau thuế} - \text{Chi phí vốn chủ sở hữu} \times \text{Vốn chủ sở hữu} \quad (1)$$

Theo công thức trên, giá trị kinh tế gia tăng bằng lợi nhuận sau

thuế trừ đi chi phí tính bằng tiền của vốn chủ sở hữu.

Lợi nhuận sau thuế có sự khác biệt căn bản so với giá trị kinh tế gia tăng. Khi xác định lợi nhuận sau thuế mới chỉ tính đến chi phí sử dụng vốn của nợ (chi phí trả lãi tiền vay). Trong khi đó, EVA là lợi nhuận thực của hoạt động kinh doanh có tính đến chi phí của tất cả các nguồn vốn, bao gồm cả chi phí vốn chủ sở hữu.

Giá trị kinh tế gia tăng cũng có thể được tính theo công thức:

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

Trong đó, vốn đầu tư được xác định bằng nợ dài hạn cộng với vốn chủ sở hữu và $\text{NOPAT} = \text{EBIT}(1-T) - \text{Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế}$.

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

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

Trong tính toán EVA, ta cần phải xác định được chi phí vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên chi phí vốn chủ sở hữu chỉ có thể ước tính 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.

Một điểm lưu ý khác trong việc xác định EVA là vốn đầu tư trong công thức (2) là giá trị ghi sổ và được lấy theo giá trị đầu kỳ, còn chi phí bình quân gia quyền của vốn cần được tính dựa trên các giá trị thị trường.

Một số ưu điểm và hạn chế của thước đo EVA [5]:

Ưu điểm:

- Là thước đo duy nhất về đánh giá kết quả hoạt động giải thích được sự biến động của giá cổ phiếu theo thời gian (Mahdavi & Rastgar, 2007).

- Là thước đo tốt nhất tạo ra giá trị cho các cổ đông do tính chính xác của nó cao hơn so với các thước đo khác như thu nhập trên một cổ phiếu (EPS), ROE, ROA (Worthington and West, 2004).

- EVA có tác dụng thúc đẩy các nhà quản lý tạo ra giá trị cho các cổ đông và giúp quản lý doanh nghiệp hướng tới kết quả hoạt động tối ưu.

- EVA có thể sử dụng để ra quyết định tốt hơn trong các dự án của doanh nghiệp.

- EVA là thước đo cho việc dự báo thu nhập trên cổ phiếu và những biến động có khả năng xảy ra trong tương lai (Machuga et al., 2002).

- Sử dụng EVA để tạo ra giá trị các cổ đông và điều này làm tăng lợi ích của các cổ đông

Hạn chế:

- EVA không phản ánh được chi phí cơ hội (được xác định dựa trên giá trị thị trường) của các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư có thể bán tài sản của công ty vào bất cứ thời điểm nào khi họ muốn và tái đầu tư khoản tiền này vào thị trường vốn. Theo cách đó họ sẽ không thu được lợi suất dựa vào giá trị thị trường hay giá trị sổ sách.

- Sử dụng EVA sẽ làm công ty phải bỏ ra một khoản chi phí đáng kể cho việc thiết kế và thực hiện. Mặt khác cũng không dễ dàng tính được EVA (Lovata and Castigan, 2002).

- EVA không thể giám sát được mức độ tiến bộ của công ty trong việc đạt được các mục tiêu chiến lược và thực hiện chính sách cổ tức (Geyser and Liebenberg, 2002).

- EVA thường được sử dụng cho kết quả hoạt động hiện tại mà không đánh giá được kết quả hoạt động trong tương lai của công ty (Farsio et al., 2000).

- Các công ty áp dụng EVA có thể chịu tác động của lạm phát, gặp khó khăn trong việc phân bổ các nguồn lực một cách tối ưu, hoặc xác định mức thưởng cho các nhà quản lý và mức sinh lợi của công ty (Warr, 2003).

REVA

Giá trị kinh tế gia tăng điều chỉnh cung cấp cho các cổ đông một thước đo để đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp và mức giá trị được tạo ra. Điều khác biệt trong xác định REVA là vốn đầu tư trong công thức (2) là giá trị thị trường.

Thước đo giá trị kinh tế gia tăng điều chỉnh (REVA: refined economic value added) do Bacidore và các cộng sự đưa ra [4]. Để xác định REVA, biểu thức (2) được thay thế bằng công thức:

$$REVA = NOPAT - \text{Chi phí bình quân gia quyền của vốn} \times \text{Giá trị thị trường của vốn đầu tư} \quad (4)$$

Giá trị kinh tế gia tăng điều chỉnh cũng có thể được xác định bằng công thức:

$$REVA = \text{Lợi nhuận sau thuế} - \text{Chi phí vốn chủ sở hữu} \times \text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} \quad (5)$$

Trong hai công thức trên, NOPAT và lợi nhuận sau thuế là các giá trị cuối kỳ. Còn giá trị thị trường của vốn đầu tư và giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu lại được tính vào đầu kỳ.

Sự khác biệt giữa EVA và REVA là trong công thức xác định, giá trị sổ sách của vốn đầu tư được thay bằng giá trị thị trường. Đồng thời chi phí bình quân gia quyền của vốn cũng được tính dựa trên các giá trị thị trường, vốn đầu tư được lấy theo giá trị đầu kỳ.

REVA được dùng trong việc đánh giá kết quả hoạt động của công ty theo quan điểm nhìn từ bên ngoài. Thước đo này thích hợp cho việc đánh giá kết quả hoạt động của ban quản lý cấp cao của công ty. Trong khi đó, EVA thích hợp khi áp dụng nhằm đánh giá kết quả hoạt động của các nhà quản lý ở cấp thấp hơn, tại các công ty chi nhánh hoặc bộ phận.

Việc đo lường và đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp không thể dựa vào một thước đo duy nhất. Kết hợp sử dụng giá trị kinh tế gia tăng EVA và giá trị kinh tế gia tăng điều chỉnh REVA với các thước đo truyền thống ROA, ROE, ROC sẽ giúp chúng ta đánh giá đầy đủ và toàn diện 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. Higgins (2007), *Analysis of Financial Management*, 8th edition, Mc Graw-Hill/ Irwin.
3. P. P Pamela, F.Fabozzi (2006), *Analysis of Financial Statements*, 2nd editon, Wiley .
4. Jeffrey M.Bacidore, JohnA.Boquist, ToddT. Milbourn, and AnjanV. Thakor *The Search for the Best Financial Performance Measure*, *Financial Analysts Journal*, May/June 1997.
5. Nima Tamjidi el al, *Evaluating the Relationship between Both Economic Value Added and Refined Economic Value Added with Earnings per Share*, *Business and Management Review*, Vol. 2(10), 2012.