

# CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

## CHUYÊN ĐỀ 3

11/09/2009

1

## Nội dung nghiên cứu

- Cấu trúc tài chính
- Lựa chọn cấu trúc Tài chính
- Các khuynh hướng tài trợ
- Cổ phần hóa DNNN

11/09/2009

2

## Cấu trúc tài chính

Xem xét bảng cân đối của một doanh nghiệp

Tài sản	Nợ và vốn
1. Tài sản lưu động	1. Nợ thường xuyên ( ngắn hạn)
2. Tài sản cố định	2. Nợ dài hạn
	3. Vốn cổ phần (điều lệ)
	4. Lợi nhuận

### Cần phân biệt:

- Cấu trúc tài chính là sự hỗn hợp giữa nợ và vốn
- Cấu trúc vốn là sự hỗn hợp giữa nợ dài hạn và vốn sở hữu chủ + lợi nhuận

11/09/2009

3

## Cấu trúc tài chính

- **Nhận xét:**
  - Cấu trúc vốn và cấu trúc tài chính lệch nhau về nợ ngắn hạn.
  - Các khoản nợ ngắn hạn (Spontaneous liabilities) nảy sinh trong quá trình kinh doanh, gồm:
    - Các khoản Accruals (Lương, BHXH...)
    - Các khoản phải trả được hình thành trong chu kỳ hoán chuyển tiền
  - Cấu trúc vốn chỉ tính đến các loại vốn trung dài hạn – quyết định đến giá trị doanh nghiệp.

11/09/2009

4

## Cấu trúc tài chính

- **Cấu trúc vốn:**
- *Cơ cấu nợ dài hạn:*
  - Vay dài hạn từ các định chế tài chính
  - Phát hành trái phiếu (bonds) trên thị trường vốn
- *Cơ cấu vốn sở hữu:*
  - Huy động vốn cổ phần thông qua bán cổ phiếu thông thường (common stock) - cổ phiếu ưu đãi (Preferred stock) trên thị trường chứng khoán
  - Tự tài trợ (Bổ sung lợi nhuận vào vốn)

11/09/2009

5

## Cấu trúc tài chính

### *Đặc điểm nợ và vốn trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp*

#### ■ Nợ

1. Phân phối cố định
2. Ưu tiên thanh toán cao nhất
3. Giảm trừ thuế
4. Kỳ hạn cố định
5. Không kiểm soát quản lý

#### ■ Vốn cổ phần

1. Phân phối theo cổ tức
2. Ưu tiên thanh toán thấp nhất
3. Không giảm trừ thuế
4. Không xác định thời gian
5. Kiểm soát quản lý

11/09/2009

6

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

- Một công ty có thể tài trợ cho một dự án mới theo các cách:
  - *Vay nợ*
  - *Huy động cổ phần và tự tài trợ*
- Tự tài trợ có ưu điểm không phân tán quyền kiểm soát công ty nhưng có giới hạn nhất định. Tuy nhiên, tài trợ cổ phần từ bên ngoài và bên trong có cùng chung chi phí.
- Sự tài trợ vốn của công ty cần kết hợp giữa nợ và vốn.
- Cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến giá trị công ty. Liệu có lựa chọn một cấu trúc vốn tối ưu cho một công ty hay không? Đây là chủ đề còn nhiều tranh luận từ những năm 50 cho đến nay.

11/09/2009

7

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

- *Trong điều kiện thị trường hoàn hảo - Quan điểm của Modigliani-Miller :*
  - Không có kinh tế quy mô. Không có cá nhân nào trên thị trường có thể chi phối đến giá cả.
  - Trong điều kiện như nhau tất cả các đối tượng đều có điều kiện cho vay mượn vốn như nhau.
  - Không có sự phân biệt về thuế.
  - Tất cả các loại hình tài chính đều đồng nhất.
  - Không có chi phí thông tin, chi phí giao dịch và chi phí vỡ nợ.
  - Các đối tác thị trường đều có thông tin đầy đủ tất cả các yếu tố và sự kiện về giá trị tương lai của các công cụ tài chính được giao dịch

11/09/2009

8

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

- *Modigliani-Miller:*
  - Trong môi trường thị trường hoàn hảo, cơ cấu vốn (nợ nhiều hay vốn nhiều) không có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp.
  - Khuynh hướng các DN lựa chọn nợ để tài trợ:
    - Chính sách điều tiết thuế thu nhập của chính phủ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty.
    - Tỷ lệ vay nợ tăng tạo ra lá chắn thuế TN cho doanh nghiệp (*Tax -shield*).

11/09/2009

9

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

- *Modigliani-Miller Theorem cho rằng:*
  - Trong một nền kinh tế tự do cạnh tranh – thuế (*In a Competitive Tax-Free Economy*): Sự hỗn hợp tài trợ là không thích hợp (*the financing mix is irrelevant*)  
*Chứng minh:*
    - Có thể xem xét 2 công ty: giống nhau về lưu chuyển tiền và mức sinh lợi. Giả sử:
      - Công ty “u” là không có đòn cân nợ. Vì vậy, giá trị cổ phần của nó ( $E_u$ ) bằng với tổng giá trị của công ty  $V_u$ .
      - Công ty “l” có đòn cân nợ, vì vậy  $E_l = V_l - D_l$

11/09/2009

10

Một nhà đầu tư với chính sách đầu tư như sau:

DN (U)	Số tiền đầu tư	Tiền lời
Nợ	/	
Cổ phần	$E(u)$	$0.1 * \text{Lợi nhuận } (u)$
Tổng cộng	$E(u)$	$0.1 * \text{Lợi nhuận } (u)$

11/09/2009

11

Một nhà đầu tư với chính sách đầu tư như sau

DN (L)	Số tiền đầu tư	Tiền lời
Nợ	$0.1 D(l)$	$0.1 * \text{lãi suất } (l)$
Cổ phần	$0.1 E(l)$	$0.1 * (\text{lợi nhuận } (l) - \text{lãi suất } (l))$
Tổng cộng	$0.1 (D_1 + E_1)$	$0.1 * \text{Lợi nhuận } (l)$

11/09/2009

12

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

- **Nhận xét:**
  - Nếu không có chênh lệch giá, thì giá trị 2 công ty phải là như nhau:
  - $0.1 * Lợi\ nhuận$

11/09/2009

13

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- Thị trường không có đủ thông tin để phân biệt DN tốt và xấu. Trong bối cảnh đó, DN tốt lại khó huy động vốn trên TTCK.
- Giả sử trên TTCK có 3 DN:
  - *DN A : Giá CK là 100 USD*
  - *DN B : Giá CK 80 USD*
  - *DN C : Giá CK 50 USD*
  - Doanh nghiệp nào tốt doanh nghiệp nào xấu ?

11/09/2009

14

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- Với tâm lý thích chọn giá rẻ hơn, nên thị trường có khuynh hướng ưu chuộng doanh nghiệp B và doanh nghiệp C hơn doanh nghiệp A. Cho nên doanh nghiệp B và C rất dễ huy động vốn.
- Thậm chí doanh nghiệp C có nâng giá lên 60 USD vẫn có thể bán được chứng khoán.
- Mặc dù doanh nghiệp A thực tế là tốt nhưng do thị trường không phân định được, và do vậy khó huy động được vốn.

11/09/2009

15

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- *Vay nợ phát ra tín hiệu về chất lượng kinh doanh của doanh nghiệp.*
  - Vay nợ có lợi: (1) chi phí vay tính vào chi phí kinh doanh có sự chia sẻ kinh tế với nhà nước; (2) doanh nghiệp không bị chi phối quyền quản lý.
  - Vay nợ đòi hỏi doanh nghiệp phải trả lãi định kỳ, tạo sức ép buộc doanh nghiệp hoạt động phải có hiệu quả để không bị phá sản. Vay nợ đóng vai trò kiểm soát tâm lý ý lại của giám đốc .

11/09/2009

16



## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- DN “xấu” dễ tiếp thị trường vốn trong việc phát hành cổ phiếu huy động vốn.
- Phát hành cổ phiếu không gây ra áp lực trả cổ tức cho các cổ đông. Tuy vậy, điều này có thể làm nảy sinh “rủi ro đạo đức” từ phía người quản lý .
- Cần có cơ chế khắc phục vấn đề ?

11/09/2009

17

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- ***Theo lý thuyết huy động vốn theo trình tự:***
  - Trước hết cần tạo vốn tự có
  - Kế đến, vay nợ ngân hàng .
  - Sau đó, phát hành trái phiếu, trái phiếu có khả năng chuyển đổi, và
  - Cuối cùng phát hành cổ phiếu.

11/09/2009

18

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- **Dưới góc độ của công tác quản trị tài chính :**
  - Vay nợ khẳng định mức độ tín nhiệm/ giá trị doanh nghiệp.
  - Tuy vậy, doanh nghiệp càng vay nợ, thì rủi ro vỡ nợ (phá sản) càng cao. Các chi phí vỡ nợ:
    - Chi phí trực tiếp: chi phí quản lý và luật pháp
    - Chi phí gián tiếp: uy tín, mất khách hàng...
  - Cần có cơ cấu tối ưu giữa vốn và nợ?

11/09/2009

19

## Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- **Trong quản trị tài chính : Xác định cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure):**
- *Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà ở tại đó chi phí vốn trung bình theo trọng số ở mức tối thiểu, qua đó tối đa hóa giá trị công ty.*

$$v = \frac{EBIT \times (1 - T)}{ka}$$

11/09/2009

20