

Bài 8bis:

QUYẾT ĐỊNH CƠ CẤU VỐN CỦA CÔNG TY

Trong các bài về chi phí sử dụng vốn và hoạch định vốn đầu tư chúng ta đã dựa vào một cơ cấu vốn cho sẵn để tính chi phí sử dụng vốn trung bình và sử dụng nó như là suất chiết khấu để phân tích trong hoạch định đầu tư vốn. Khi cơ cấu vốn của công ty thay đổi thì liệu chi phí sử dụng vốn có thay đổi theo và, do đó, việc quyết định đầu tư hay không đầu tư vào một dự án nào đó có thay đổi theo hay không? Ngoài ra, khi cơ cấu vốn thay đổi thì rủi ro công ty có thay đổi, do đó, giá cổ phiếu của công ty có thay đổi theo không? Mục tiêu của bài này là xem xét và phân tích sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn lên giá cổ phiếu của công ty.

1. Đặt vấn đề

Cơ cấu vốn (capital structure) là quan hệ về tỷ trọng của từng loại vốn dài hạn bao gồm nợ, vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số nguồn vốn của công ty. Tuy nhiên trong phạm vi bài này chúng ta chỉ xem xét cơ cấu vốn của công ty bao gồm nợ và vốn cổ phần thường và xem như công ty không có phát hành cổ phiếu ưu đãi.

Vấn đề đặt ra là liệu một công ty nào đó có thể tác động đến giá trị và chi phí sử dụng vốn của nó bằng cách thay đổi cơ cấu nguồn vốn hay không. Cần lưu ý phân biệt sự tác động do thay đổi cơ cấu nguồn vốn với sự tác động do những quyết định đầu tư và quản lý tài sản. Để phân biệt điều này, chúng ta giả định sự thay đổi cơ cấu nguồn vốn ở đây xảy ra là do công ty phát hành chứng khoán nợ để mua lại cổ phiếu thường hoặc phát hành cổ phiếu thường để mua lại nợ. Bất luận kiểu gì, vấn đề đặt ra là tổng giá trị công ty và lợi nhuận đòi hỏi sẽ thay đổi thế nào khi tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu thay đổi? Để đơn giản khi nghiên cứu vấn đề này chúng ta lập một số giả định như sau:

- Lợi nhuận của công ty có tốc độ tăng trưởng bằng không và công ty chi toàn bộ lợi nhuận kiếm được cho cổ đông dưới hình thức cổ tức
- Không có thuế thu nhập công ty, và
- Thị trường tài chính là thị trường hoàn hảo.

Từ những giả định và cách đặt vấn đề trên đây chúng ta quan tâm đến một số chỉ tiêu lợi nhuận sau:

$$k_d = \frac{I}{D} = \frac{\text{Lãi vay hàng năm}}{\text{Giá trị thị trường của nợ vay}} \quad (8.1), \text{ trong đó } k_d \text{ là lãi suất hay suất sinh lợi}$$

của nợ vay với giả định rằng nợ vay của công ty là nợ vĩnh hằng (perpetual). Chỉ tiêu thứ hai là tỷ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi của vốn cổ phần thường (k_e):

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Lợi nhuận chia cho cổ đông thường}}{\text{Giá trị thị trường của cổ phiếu thường đang lưu hành}} \quad (8.2)$$

Chỉ tiêu thứ ba là tỷ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi của công ty nói chung (k_o):

$$k_o = \frac{O}{V} = \frac{\text{Lợi nhuận hoạt động ròng}}{\text{Giá trị thị trường của công ty}} \quad (8.3), \text{ trong đó giá trị thị trường công ty } V = D +$$

S và lợi nhuận chung $O = I + E$. Như đã đề cập trong bài chi phí sử dụng vốn, k_o được định nghĩa như là phí tổn vốn trung bình có thể xác định bằng công thức:

$$k_o = \frac{D}{D+S}(k_d) + \frac{E}{D+E}(k_e) \quad (8.4)$$

Vấn đề chúng ta muốn nghiên cứu ở đây là k_d , k_e , và k_o sẽ thay đổi thế nào khi công ty gia tăng tỷ số đòn bẩy tài chính D/S ? Nói khác đi, chúng ta muốn biết khi công ty gia tăng tỷ số đòn bẩy tài chính thì sẽ có lợi cho chủ nợ, cho chủ sở hữu nói riêng hay cho công ty nói chung. Có nhiều lý thuyết khác nhau trả lời vấn đề này. Trong phần 2 dưới đây chúng ta sẽ lần lượt xem xét từng lý thuyết.

2. Các lý thuyết về cơ cấu vốn

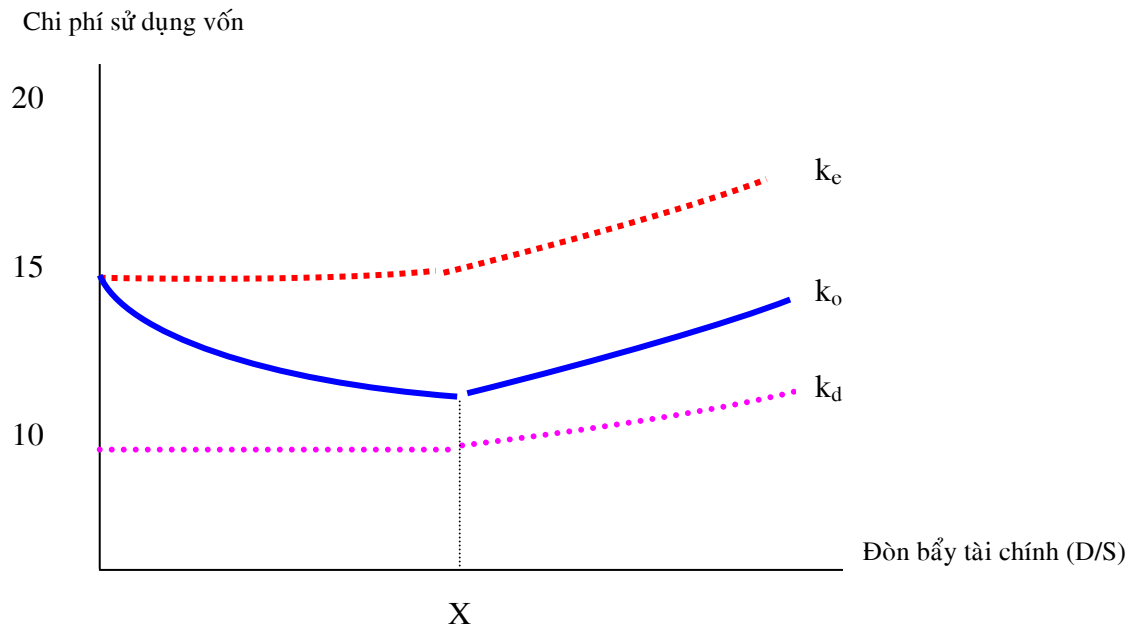
2.1 Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure)

Lý thuyết này cho rằng có một cơ cấu vốn tối ưu ở đó ban quản trị công ty có thể gia tăng giá trị của công ty bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy phù hợp. Theo cách tiếp cận này, công ty trước tiên có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ bởi vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế. Tuy nhiên, khi tỷ số nợ gia tăng thì rủi ro cũng gia tăng, do đó, nhà đầu tư sẽ gia tăng lợi nhuận đòi hỏi k_e . Mặc dù vậy, sự gia tăng k_e lúc đầu vẫn không hoàn toàn xóa sạch lợi ích của việc sử dụng nợ như là một nguồn vốn rẻ hơn cho đến khi nào nhà đầu tư tiếp tục gia tăng lợi nhuận đòi hỏi khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn nữa. Tình hình này được mô tả trên hình 8.1 (trang 3). Nhìn vào hình 8.1 chúng ta thấy rằng lúc đầu k_e tăng khi tỷ số đòn bẩy gia tăng trong khi k_d vẫn không đổi và do có lợi ích của việc tiết kiệm thuế khi gia tăng sử dụng nợ nên

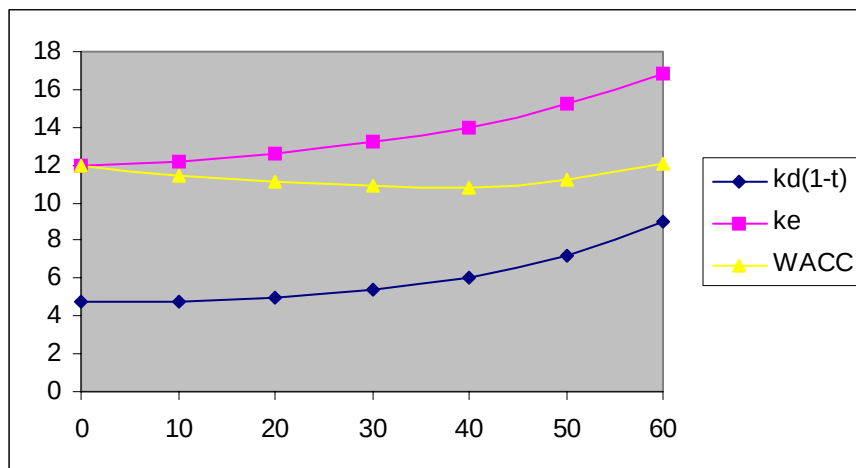
chi phí sử dụng vốn nói chung k_o giảm. Nhưng khi tỷ số đòn bẩy gia tăng đến một điểm X nào đó thì k_o tăng lên, do rủi ro tăng lên khiến cho k_d và k_e tăng lên. Do đó, lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu, còn gọi là cách tiếp cận truyền thống, ngầm hiểu rằng:

- Chi phí sử dụng vốn phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty, và
- Có một cơ cấu vốn tối ưu.

Hình 8.1a: Chi phí sử dụng vốn và cách tiếp cận truyền thống



Hình 8.1b: Chi phí sử dụng vốn - Minh họa bằng số liệu



Cơ cấu vốn tối ưu

Do cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho cổ đông nên công ty cần thiết hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu (target capital structure). Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp giữa nợ, cổ phiếu ưu đãi, và cổ phiếu thường trong tổng nguồn vốn của công ty theo mục tiêu đề ra. Hoạch định chính sách cơ cấu vốn liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro:

- Sử dụng nhiều nợ làm gia tăng rủi ro công ty, nhưng
- Tỷ lệ nợ cao nói chung đưa đến lợi nhuận kỳ vọng cao.

Rủi ro gia tăng có khuynh hướng làm hạ thấp giá cổ phiếu, trong khi lợi nhuận cao lại có khuynh hướng gia tăng giá cổ phiếu công ty. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để xác định cơ cấu vốn tối ưu? Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận và, do đó, tối đa hoá được giá cổ phiếu công ty.

Những yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn cơ cấu vốn

Khi hoạch định chính sách cơ cấu vốn tối ưu cần lưu ý các yếu tố ảnh hưởng như sau:

- *Rủi ro doanh nghiệp* - Rủi ro phát sinh đối với tài sản của công ty ngay cả khi công ty không sử dụng nợ. Công ty nào có rủi ro doanh nghiệp càng lớn thì càng hạ thấp tỷ lệ nợ tối ưu.
- *Thuế thu nhập công ty* - Do lãi vay là yếu tố chi phí trước thuế nên sử dụng nợ giúp công ty tiết kiệm thuế. Tuy nhiên điều này sẽ không còn ý nghĩa nữa đối với những công ty nào được ưu đãi hay vì lý do gì đó mà thuế suất thuế thu nhập ở mức thấp.
- *Sự chủ động về tài chính* - Sử dụng nợ nhiều làm giảm đi sự chủ động về tài chính đồng thời làm "xấu" đi tình hình bảng cân đối tài sản khiến cho những nhà cung cấp vốn ngần ngại cho vay hay đầu tư vốn vào công ty.
- *Phong cách và thái độ của ban quản lý công ty* - Một số ban giám đốc thận trọng hơn những người khác, do đó ít sử dụng nợ hơn trong tổng nguồn vốn của công ty.

Quyết định cơ cấu vốn tối ưu

Quyết định cơ cấu vốn tối ưu là quyết định cơ cấu vốn sao cho cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận và, do đó, tối đa hoá được giá cả cổ phiếu công ty. Phần này sẽ lấy ví dụ minh họa sự ảnh hưởng đòn bẩy tài chính lên giá cổ phiếu công ty. Ở bảng 8.1 chúng ta xét trường hợp công ty BCL không sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn.

Bảng 8.1: Thông tin về công ty BCL

Bảng cân đối tài sản

Tài sản lưu động	\$ 100,000.00	Nợ	\$ 0
Tài sản cố định	\$ 100,000.00	Vốn cổ phần thường (10000CP)	\$ 200,000.00
Tổng tài sản	\$ 200,000.00	Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	\$ 200,000.00

Báo cáo thu nhập

Doanh thu		\$ 200,000.00
Chi phí cố định	40,000.00	
Chi phí biến đổi	120,000.00	160,000.00
EBIT		40,000.00
Lãi vay		0
Thu nhập chịu thuế (EBT)		40,000.00
Thuế (40%)		16,000.00
Lợi nhuận ròng		\$ 24,000.00

Thông tin khác

Lợi nhuận trên cổ phần = EPS = $24000/10000 = \$2,4$

Cổ tức trên cổ phần = DPS = $24000/10000 = \$2,4$ (100% lợi nhuận dùng trả cổ tức)

Giá trị sổ sách = $200000/10000 = \$20$

Giá trị thị trường = $P_0 = \$20$ (M/B = 1,0)

Tỷ số P/E = $20/2,4 = 8,33$ lần

Bảng 8.2: Quan hệ giữa lãi suất và tỷ số nợ

Doanh số nợ	Tỷ số nợ	Lãi suất
20.000	10%	8,0%
40.000	20	8,3
60.000	30	9,0
80.000	40	10,0
100.000	50	12,0
120.000	60	15,0

Bảng 8.3: Ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính lên EPS và giá cổ phiếu (đơn vị: 1000\$)

Tính lợi nhuận hoạt động (EBIT)

Xác suất xảy ra doanh thu	0.20	0.60	0.20
Doanh thu	100.00	200.00	300.00
Chi phí cố định	40.00	40.00	40.00
Chi phí biến đổi (60% doanh thu)	60.00	120.00	180.00
Tổng chi phí (không kể lãi vay)	100.00	160.00	220.00
Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	0	40.00	80.00

Trường hợp không dùng nợ (D/A = 0%)

Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	0	40.00	80.00
Trừ lãi vay	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	0	40.00	80.00
Thuế (40%)	0	16.00	32.00
Lợi nhuận ròng	0	24.00	48.00
Lợi nhuận (EPS) trên cổ phần (10.000 CP)	0	2.40	4.80
Giá cổ phiếu (EPS x P/E)		19.99	

Trường hợp dùng nợ (D/A = 50%)

Lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT)	0	40.00	80.00
Trừ lãi vay (100000*0.12)	12.00	12.00	12.00
Lợi nhuận trước thuế	(12.00)	28.00	68.00
Thuế (40%)	(4.80)	11.20	27.20
Lợi nhuận ròng	(7.20)	16.80	40.80
Lợi nhuận (EPS) trên cổ phần (10.000 CP)	(1.44)	3.36	8.16
Giá cổ phiếu (EPS x P/E)		27.99	

Qua tính toán, bảng 8.3 cho thấy rằng giá cổ phiếu trong trường hợp công ty không sử dụng nợ khoảng 20\$ nhưng khi công ty sử dụng 50% nợ trong cơ cấu vốn của mình thì giá cổ phiếu lên đến 28\$. Điều này xảy ra là do tác động của yếu tố đòn bẩy tài chính khiến cho EPS gia tăng từ 2,4\$ lên đến 3,6\$.

2.2 Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng (NOI approach)

Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng cho rằng chi phí sử dụng vốn trung bình và giá trị của công ty vẫn không đổi khi tỷ số đòn bẩy tài chính thay đổi. Để minh họa điều này chúng ta lấy ví dụ sau đây: Giả sử công ty có khoản nợ 1.000 triệu đồng với lãi suất 10%, lợi nhuận hoạt động ròng hay EBIT là 1.500 triệu đồng và tỷ suất sinh lợi nói chung, k_o , là 15%. Với những thông tin đã cho, chúng ta có bảng tính toán sau:

Đơn vị: triệu đồng

O	Lợi nhuận hoạt động ròng	1.500
k_o	Tỷ suất sinh lợi chung	15%
V	Tổng giá trị công ty ($= O/k_o$)	10.000
B	Giá trị thị trường của nợ	1.000
S	Giá trị thị trường của vốn ($V - B$)	9.000

Lãi trả cho nợ vay $I = 1.000 \times 10\% = 100$ triệu đồng. Lợi nhuận dành cho cổ đông $E = O - I = 1.500 - 100 = 1.400$ triệu đồng. Tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông:

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{1.400}{9.000} = 15,55\%$$

Bây giờ giả sử công ty gia tăng nợ từ 1.000 triệu đồng lên đến 3.000 triệu đồng và sử dụng số nợ huy động thêm để mua lại cổ phiếu thường. Khi đó giá trị của công ty sẽ như sau:

Đơn vị: triệu đồng

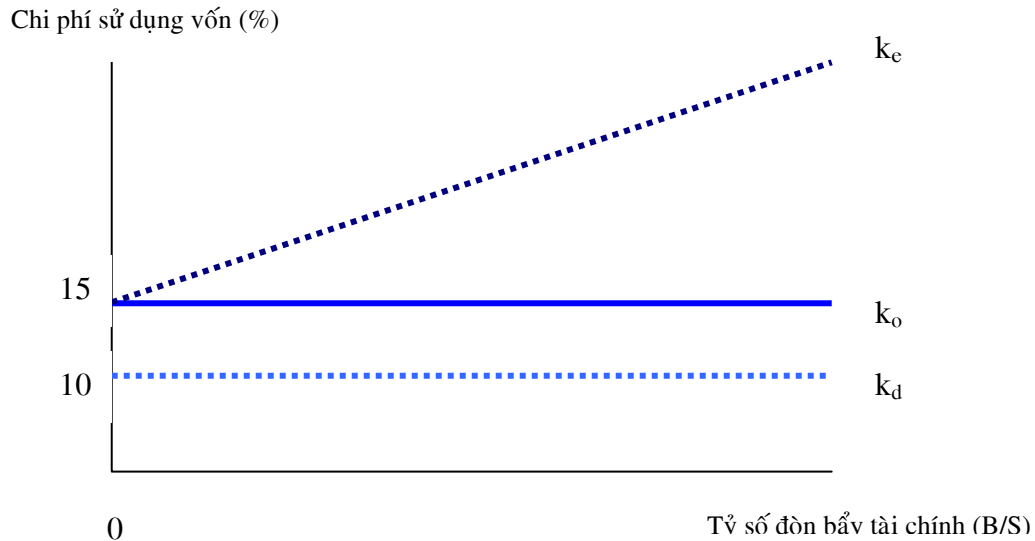
O	Lợi nhuận hoạt động ròng	1.500
k_o	Tỷ suất sinh lợi chung	15%
V	Tổng giá trị công ty ($= O/k_o$)	10.000
B	Giá trị thị trường của nợ	3.000
S	Giá trị thị trường của vốn ($V - B$)	7.000

Lãi trả cho nợ vay $I = 3.000 \times 10\% = 300$ triệu đồng. Lợi nhuận dành cho cổ đông $E = O - I = 1.500 - 300 = 1.200$ triệu đồng. Tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông:

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{1.200}{7.000} = 17,14\%$$

Qua ví dụ trên chúng ta thấy rằng khi công ty gia tăng sử dụng nợ hay tăng tỷ số đòn bẩy tài chính thì tỷ suất lợi nhuận dành cho cổ đông tăng lên trong khi tỷ suất lợi nhuận nói chung và tỷ suất lợi nhuận dành cho chủ nợ không thay đổi. Bởi vì tỷ suất lợi nhuận nói chung không đổi nên giá trị của công ty có thể xem như không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn. Điều này được minh họa bởi hình 8.2.

Hình 8.2: Quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn và tỷ số đòn bẩy tài chính



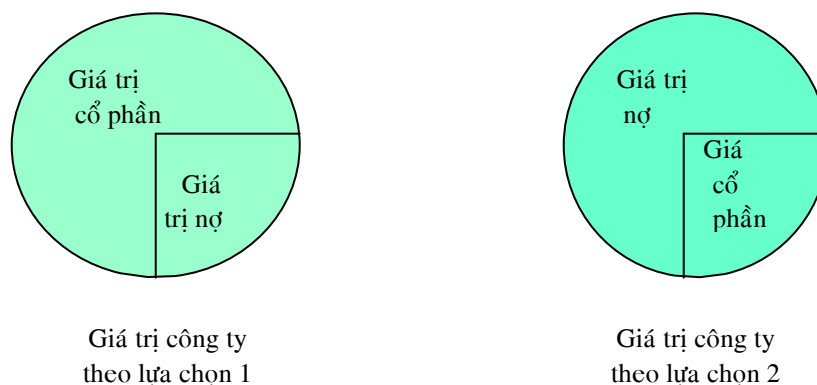
Một điều quan trọng nữa là chẳng những giá trị công ty không bị ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính mà giá cổ phiếu của công ty cũng không bị ảnh hưởng. Để minh họa điều này chúng ta giả sử công ty có 1 triệu cổ phần thường đang lưu hành. Do đó, giá mỗi cổ phần sẽ là: (9.000 triệu đồng)/ 1 triệu cổ phần = 9.000 đồng/cổ phần. Bây giờ công ty tăng nợ từ 1.000 lên đến 3.000 triệu đồng, tức là phát hành thêm 2.000 triệu đồng nợ để mua lại cổ phần thường. Số lượng cổ phần công ty có thể mua lại từ nợ phát hành thêm là: $2.000.000.000 / 9.000 = 222.222$ cổ phần. Như vậy số cổ phần đang lưu hành của công ty bây giờ còn: $1.000.000 - 222.222 = 777.778$ cổ phần. Mặt khác, giá trị thị trường của vốn cổ phần sau khi thay đổi cơ cấu vốn là 7.000 triệu đồng. Do đó, giá mỗi cổ phần sau khi thay đổi cơ cấu vốn sẽ là: $7000.000.000 / 777.778 = 9.000$ đồng, tức là vẫn như trước khi thay đổi cơ cấu vốn.

2.3 Lý thuyết M&M

Lý thuyết này do hai nhà nghiên cứu Franco Modigliani và Merton Miller đưa ra trong bài báo có tựa đề: "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", Tạp chí American Economic Review số 48, tháng 6 năm 1958 (thường được gọi tắt là lý thuyết M&M). M&M cho rằng tổng rủi ro đối với những nhà đầu tư chứng khoán vào một công ty nào đó không bị ảnh hưởng bởi sự thay đổi cơ cấu vốn của công ty. Do đó, tổng giá

trị của công ty vẫn như cũ bất chấp cơ cấu nguồn tài trợ như thế nào. Kết luận của M&M dựa trên ý tưởng rằng bất chấp việc phân chia cơ cấu vốn công ty thành nợ, vốn cổ phần hay bất cứ nguồn vốn nào khác vẫn có một sự chuyển đổi trong giá trị đầu tư khiến cho giá trị công ty vẫn không đổi cho dù cơ cấu vốn của nó thay đổi. Điều này được minh họa bằng hình ảnh 2 chiếc bánh trên hình vẽ 8.3 có tổng diện tích như nhau cho dù được phân chia thế nào chăng nữa. Hay nói khác đi cơ cấu giữa nợ và vốn chủ sở hữu không làm thay đổi giá trị của công ty.

Hình 8.3: Minh họa nguyên lý tổng giá trị của M&M



Kết luận trên đây của M&M được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. Kinh doanh chênh lệch giá là hoạt động kinh doanh bằng cách tìm kiếm hai tài sản hoàn toàn giống nhau về mọi mặt nhưng có giá chênh lệch nhau và quyết định mua tài sản nào rẻ để bán lại với giá cao hơn. Nếu hai công ty giống hệt nhau ngoại trừ cơ cấu vốn khác nhau, do đó, giá trị cũng khác nhau thì hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ xảy ra và kết quả là giá trị của hai công ty sẽ được đưa về trạng thái cân bằng. Để minh họa điều này, chúng ta xem xét ví dụ dưới đây:

Xét hai công ty NL và L giống hệt nhau về mọi mặt ngoại trừ một yếu tố là công ty NL không sử dụng đòn bẩy tài chính, tức là không vay nợ trong khi công ty L có một khoản vay 30.000\$ bằng cách phát hành trái phiếu với lãi suất 12%.

Theo lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu thì công ty L sẽ có giá trị cao hơn và chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với công ty NL. Để đơn giản chúng ta giả sử thêm rằng nợ của công ty L có giá trị thị trường bằng đúng mệnh giá của nó và tỷ suất lợi nhuận yêu cầu đối với vốn chủ sở hữu là 16%. Giá trị của hai công ty được tính toán như sau:

		Công ty NL	Công ty L
O	Thu nhập ròng	\$10.000	\$10.000
I	Lãi trả nợ vay	0	3.600
E	Lợi nhuận dành cho cổ đông (O - I)	10.000	6.400
k_e	Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu	0,15	0,16
S	Giá thị trường vốn chủ sở hữu (E/k_e)	66.667	40.000
B	Giá trị thị trường của nợ	0	30.000
V	Tổng giá trị công ty (S + B)	66.667	70.000
k_o	Chi phí huy động vốn nói chung $[k_d(B/V) + k_e(S/V)]$	0,15	0,143
B/S	Tỷ số nợ so với vốn	0	0,75

Qua bảng tính toán trên đây chúng ta thấy rằng công L có phí tổn huy động vốn thấp hơn và giá trị công ty cao hơn công ty NL. Theo M&M, các nhà đầu tư công ty L nhận thấy rằng tài sản của công ty L trên giá trị nên họ sẽ kinh doanh chênh lệch giá bằng cách bán cổ phiếu công ty L và mua lại cổ phiếu công ty NL. Quá trình kinh doanh chênh lệch giá tiếp diễn khiến cho giá cổ phiếu công ty L giảm trong khi giá cổ phiếu công ty NL tăng đến khi nào tổng giá trị thị trường của hai công ty trở nên giống hệt nhau.

Ví dụ, nhà đầu tư A đang nắm giữ 1% cổ phiếu công ty L với giá trị thị trường là $40.000\$ \times 0,01 = 400\$$. Nhà đầu tư A sẽ:

- Bán cổ phiếu công ty L được 400\$
- Vay 300\$ với lãi suất 12%, vay bằng 1% nợ của công ty L. Tổng số vốn sẵn sàng cho đầu tư của nhà đầu tư A bây giờ là $400\$ + 300\$ = 700\$$.
- Mua 1% cổ phiếu của công ty NL với giá $66.667 \times 0,01 = 666,67\$$. Sau giao dịch này nhà đầu tư nắm giữ 1% cổ phiếu công ty NL và còn thừa $700 - 666,7 = 33,33\$$.

Trước khi thực hiện các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư vào cổ phiếu L là $400 \times 0,16 = 64\$$. Sau khi thực hiện giao dịch kinh doanh chênh lệch giá, lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư là $666,67 \times 0,15 = 100\$$ nhưng nhà đầu tư phải trả lãi vay là $300 \times 0,12 = 36\$$. Lợi nhuận nhà đầu tư được hưởng vẫn là $100 - 36 = 64\$$, bằng lợi nhuận nếu đầu tư vào công ty L. Tuy nhiên, số tiền nhà đầu tư bỏ ra cho hoạt động đầu tư vào công ty NL chỉ có $666,67 - 300 = 366,67\$$ thấp hơn 33,33\$ so với đầu tư vào công ty L. Do hạ thấp được tiền đầu tư nhưng vẫn kiếm được lợi nhuận như trước kia nên nhà đầu tư A thích đầu tư vào công ty NL. Nhiều nhà đầu tư khác cũng hành động như nhà đầu tư A khiến cho giá cổ phiếu công ty NL tăng trong khi giá cổ phiếu công ty L

giảm. Hoạt động kinh doanh chênh lệch giá tiếp diễn cho đến khi giá hai cổ phiếu trở nên bằng nhau.

Dựa trên cơ sở tác động của quá trình kinh doanh chênh lệch giá như vừa minh họa, M&M kết luận rằng công ty không thể thay đổi giá trị hay chi phí sử dụng vốn bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính.

3. Những yếu tố ảnh hưởng đến lý thuyết cơ cấu vốn

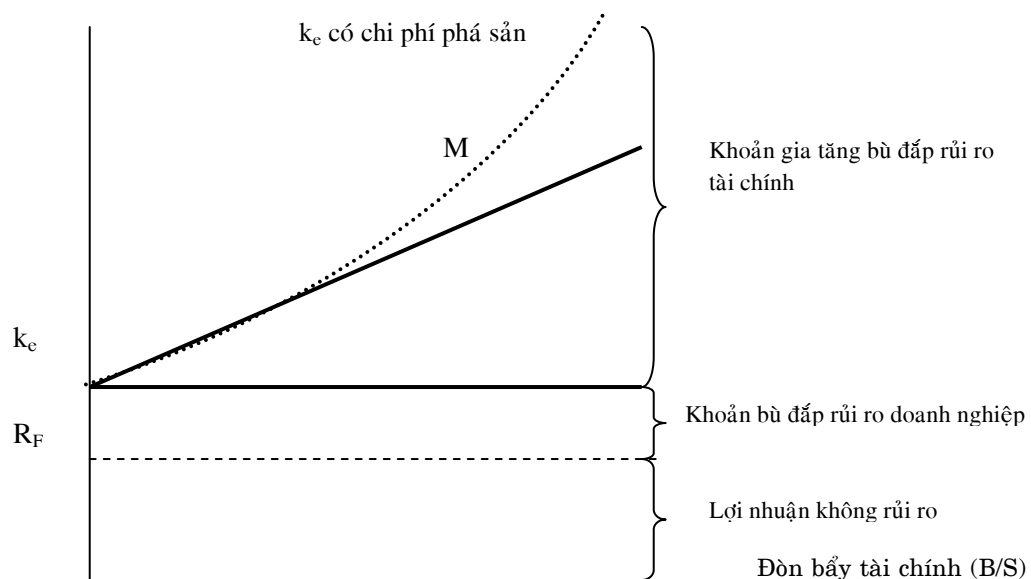
Lý thuyết NOI và M&M dựa trên cơ sở giả định thị trường hoàn hảo và không xem xét một số loại chi phí có liên quan. Điều này không đúng trên thực tế khiến cho những kết luận rút ra bị ảnh hưởng. Phần tiếp theo sẽ xem xét một số yếu tố ảnh hưởng đến lý thuyết cơ cấu vốn phát sinh do thị trường không hoàn hảo.

3.1 Chi phí phá sản

Nếu có nguy cơ phá sản và chi phí liên quan đến phá sản là đáng kể thì công ty sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ kém hấp dẫn nhà đầu tư hơn so với công ty không sử dụng đòn bẩy tài chính. Điều này xảy ra do khi bị phá sản, công ty phải thanh lý tài sản và sau trừ đi các chi phí liên quan đến phá sản, trái chủ có quyền ưu tiên phân chia tài sản so với cổ đông khiến cho đầu tư vào công ty có sử dụng đòn bẩy tài chính trở nên rủi ro hơn, do đó k_c cao hơn, đầu tư vào công ty không có sử dụng đòn bẩy tài chính.

Hình 8.4: Lợi nhuận yêu cầu của cổ phiếu khi có chi phí phá sản

Lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu (%)



0
3.2 *Chi phí giám sát người thừa hành*

Chi phí giám sát người thừa hành là những chi phí phát sinh liên quan đến hoạt động giám sát nhằm đảm bảo cho người thừa hành hành xử vì lợi ích của trái chủ và cổ đông. Các khoản chi phí này có thể kể ra bao gồm tiền lương khích lệ, tiền thưởng, chi phí kiểm toán,... Do trên thực tế có những khoản chi phí này nên trái chủ và cổ đông đòi hỏi thêm một phần gia tăng lợi nhuận để bù đắp.

3.3 *Những hạn chế đối với các nhà đầu tư tổ chức*

Như đã trình bày ở các phần trước, lý thuyết M&M được sự hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá và chính hoạt động kinh doanh chênh lệch giá khiến cho giá trị của công ty có sử dụng đòn bẩy tài chính và công ty không sử dụng đòn bẩy tài chính cũng như nhau. Tuy nhiên, trên thực tế hoạt động kinh doanh chênh lệch giá không phải diễn ra một cách hoàn hảo như trên lý thuyết mà nó bị hạn chế bởi những qui định pháp luật khiến cho nhiều nhà đầu tư tổ chức như công ty bảo hiểm nhân thọ, quỹ đầu tư, quỹ hưu bổng... không được phép thực hiện các giao dịch kinh doanh chênh lệch giá như mô tả trong phần 2.3.

3.4 *Chi phí giao dịch*

Một yếu tố cần lưu ý nữa là vấn đề chi phí giao dịch. Khi xem xét kinh doanh chênh lệch giá bao giờ các nhà nghiên cứu cũng bỏ qua chi phí giao dịch nhưng trên thực tế có chi phí giao dịch. Điều này cũng ảnh hưởng đến những kết luận rút ra của lý thuyết M&M.

4. Ảnh hưởng của thuế đến giá trị công ty

Khi nghiên cứu cơ cấu vốn chúng ta giả định công ty hoạt động trong môi trường không có thuế. Trên thực tế, khi có thuế phần lớn các chuyên gia tài chính đều đồng ý rằng sử dụng đòn bẩy tài chính có lợi cho công ty. Ở đây chúng ta sẽ xem xét ảnh hưởng của hai loại thuế: thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân vì sự ảnh hưởng của hai loại thuế này khác nhau.

4.1 *Ảnh hưởng của thuế thu nhập công ty*

Chúng ta biết rằng ưu điểm của việc sử dụng nợ là có thể tiết kiệm được thuế do lãi suất là yếu tố chi phí trước thuế trong khi sử dụng vốn chủ sở hữu không có ưu điểm này do cổ tức là yếu tố chi phí sau thuế. Để minh họa điều này, chúng ta xét ví dụ sau đây.

Giả sử thu nhập hoạt động ròng của công ty ND và công ty D là 2000\$ như nhau. Hai công ty này giống nhau về mọi mặt, ngoại trừ việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Công ty D có 5.000\$ nợ với lãi suất 12% trong khi công ty ND không có nợ. Nếu thuế suất thuế thu nhập là 40%, chúng ta có tình hình hai công ty như sau:

	Công ty ND	Công ty D
Thu nhập hoạt động ròng	\$2.000	\$2.000
Trừ lãi vay	0	600
Thu nhập trước thuế	\$2.000	\$1.400
Trừ thuế	800	560
Thu nhập dành cho cổ đông	\$1.200	\$840
Thu nhập dành cho trái chủ lẫn cổ đông	\$1.200	\$1.440
Chênh lệch thu nhập: 1440 – 1200 = \$240		

Qua bảng tính toán trên đây, chúng ta thấy rằng tổng thu nhập dành cho trái chủ và cổ đông đối với công ty D lớn hơn so với công ty ND. Lý do là vì trái chủ nhận được lãi trước thuế nên giúp công ty tiết kiệm được thuế. Nói khác đi, chính phủ đã hỗ trợ cho công ty nào sử dụng nợ. Số tiền hỗ trợ này cũng bằng đúng tiền tiết kiệm được từ lá chắn thuế (tax shield), tức là bằng $600 \times 0,4 = 240\$$. Đây chính là lợi ích của lá chắn thuế mà chính phủ cung cấp cho công ty nào sử dụng nợ. Nếu nợ công ty sử dụng là nợ dài hạn thì hiện giá lợi ích lá chắn thuế được tính bởi công thức:

$$PV(\text{tax-shield}) = B \times t_c$$

trong đó B là giá trị thị trường của nợ và t_c là thuế suất thuế thu nhập công ty. Từ ví dụ minh họa trên đây, xét về mặt giá trị công ty, chúng ta có:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Giá trị công ty} & & \text{Giá trị công ty} & & \text{Hiện giá lợi ích} \\ \text{sử dụng đòn bẩy} & = & \text{không sử dụng} & + & \text{lá chắn thuế của} \\ \text{tài chính} & & \text{đòn bẩy tài} & & \text{nợ} \end{array}$$

Trong ví dụ đang xem xét, nếu giả sử thêm rằng lợi nhuận yêu cầu của công ty ND là 16% và 100% lợi nhuận thu được đều dùng để trả cổ tức và cổ tức không có tăng trưởng thì giá trị công ty ND sẽ là $1200/0,16 = 7.500\$$. Giá trị công ty D, có sử dụng đòn bẩy tài chính,

sẽ bằng giá trị công ty không sử dụng nợ cộng thêm hiện giá lợi ích lá chắn thuế của nợ, tức là bằng $7.500 + 2.000^1 = 9.500\$$.

¹ $PV(\text{Tax-shield}) = B \times t_c = 5.000 \times 0,4 = 2.000\$$

4.2 Ảnh hưởng của thuế thu nhập cá nhân

Nếu kết hợp thuế thu nhập công ty với thuế thu nhập cá nhân thì hiện giá lợi ích lá chắn thuế như vừa phân tích trên đây có giảm đi một chút. Tuy nhiên, nó vẫn không hoàn toàn xoá bỏ lợi ích của lá chắn thuế. Kết quả là, để có chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính tối ưu đòi hỏi công ty vẫn phải duy trì tỷ lệ nợ lớn.