**CƠ CẤU VỐN**

**🙣•🙡**

[I. LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN 3](#_Toc431663217)

[1. Khái niệm 3](#_Toc431663218)

[2. Những yếu tố ảnh hưởng đến sự lựa chọn cơ cấu vốn 4](#_Toc431663220)

[3. Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn 5](#_Toc431663221)

[II. LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU (Optimal capital structure) 5](#_Toc431663222)

[1. Giả định về thuyết cơ cấu vốn tối ưu 5](#_Toc431663223)

[2. Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu 6](#_Toc431663224)

[III. LÝ THUYẾT LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG RÒNG ( Noi approach) 7](#_Toc431663225)

[IV. LÝ THUYẾT M&M 10](#_Toc431663226)

[1. Các giả định và mệnh đề của lý thuyết M&M 10](#_Toc431663227)

[2. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế 11](#_Toc431663228)

[3. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế 16](#_Toc431663229)

[4. Ảnh hưởng của thuế và chi phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn 19](#_Toc431663236)

[V. **LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN KHÁC** 20](#_Toc431663237)

[1. Thuyết trật tự phân hạng 20](#_Toc431663238)

[2. Thuyết đánh đổi cấu trúc vốn 21](#_Toc431663239)

1. LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN
2. Khái niệm
3. *Cơ cấu vốn*

Để tài trợ cho các phương án kinh doanh, dự án đầu tư được lựa chọn, doanh nghiệp có thể huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau. Mỗi loại nguồn vốn có đặc điểm riêng nên sẽ tạo ra những ảnh hưởng khác nhau đến tình hình tài chính doanh nghiệp. Thông tin về nguồn vốn của doanh nghiệp được trình bày trên bảng cân đối kế toán và được giải thích chi tiết trên thuyết minh báo cáo tài chính, bao gồm 2 nhóm: **nợ phải trả** và **vốn chủ sở hữu**.

* ***Nợ phải trả:*** là các khoản nợ phát sinh trong quá trình hoạt động sản xuất, kinh doanh mà doanh nghiệp phải trả, phải thanh toán cho các chủ nợ, bao gồm các khoản nợ tiền vay, các khoản nợ phải trả cho người bán, cho Nhà nước, cho công nhân viên và các khoản phải trả khác.
* ***Vốn chủ sở hữu:*** phản ánh số hiện có và tình hình tăng, giảm các loại nguồn vốn thuộc sở hữu của chủ doanh nghiệp, của các thành viên góp vốn trong công ty liên doanh, công ty TNHH, doanh nghiệp tư nhân, công ty hợp danh hoặc các cổ đông trong công ty cổ phần.

Nguồn vốn chủ sở hữu là số vốn của các chủ sở hữu mà doanh nghiệp không phải cam kết thanh toán. Nguồn vốn chủ sở hữu do chủ doanh nghiệp và các nhà đầu tư góp vốn hoặc hình thành từ kết quả kinh doanh, do đó nguồn vốn chủ sở hữu không phải là một khoản nợ.

* Thành phần và tỷ trọng từng nguồn vốn so với tổng nguồn vốn tại 1 thời điểm gọi là cơ cấu nguồn vốn. Hay nói cách khác, ***cơ cấu vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu của một doanh nghiệp.***

1. Cơ cấu vốn mục tiêu

* Do cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho cổ đông nên công ty cần phải hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu.
* ***Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp giữa nợ, cổ phiếu ưu đãi, 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 lợi nhuận và rủi ro.

1. Cơ cấu vốn tối ưu

* ***Cơ cấu vốn tối ưu:*** là cơ cấu vốn cân đối được giữa rủi ro và lợi nhuận, do đó tối đa hóa được giá cả cổ phiếu công ty.
* **Xây dựng cơ cấu vốn tối ưu**:
* Xác định nhu cầu vốn cần thiết cho hoạt động kinh doanh.
* Tính EBIT dự kiến dựa vào quyết định đầu tư.
* Bố trí nguồn tài trợ theo những tình huống khác nhau, theo cơ cấu vốn khác nhau.
* Tính EBIT hòa vốn.
* Tính chi phí sử dụng vốn cho từng nguồn.
* Tính chi phí sử dụng vốn bình quân theo nhiều cấu trúc vốn dự kiến. Tính toán mức rủi ro chấp nhận được. Trên cơ sở đó tìm ra cấu trúc tối ưu.

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

* ***Rủi ro doanh nghiệp:*** Rủi ro phát sinh đối với tài sản của doanh nghiệp ngay cả khi doanh nghiệp không vay nợ. Rủi ro doanh nghiệp càng lớn thì càng hạ thấp tỉ lệ nợ tối ưu (D/S).
* ***Thuế thu nhập công ty:*** Sử dụng nợ vay khiến doanh nghiệp tiết kiệm được thuế.
* ***Sự chủ động về tài chính:*** Sử dụng nợ nhiều làm giảm đi sự chủ động về tài chính.
* ***Điểm hòa vốn EBIT:*** Nếu EBIT nhỏ hơn lãi vay thì doanh nghiệp sẽ bị rủi ro tài chính, khi đó không nên sử dụng nợ để hạn chế rủi ro. Còn nếu EBIT lớn hơn lãi vay, khi đó doanh nghiệp nghiên cứu EBIT hòa vốn và cơ cấu vốn tối ưu, khi EBIT của doanh nghiệp cao hơn EBIT hòa vốn thì nên tận dụng tác dụng đòn bẩy của nợ.
* ***Giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống của doanh nghiệp:*** Xác định được doanh nghiệp đang nằm trong giai đoạn nào trong bốn giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và suy thoái, để có chiến lược huy động xây dựng cơ cấu vốn thích hợp.
* ***Phong cách và thái độ của ban quản lý công ty:*** Một số giám đốc rất thận trọng trong việc sử dụng nợ.
* ***Các nhân tố khác:*** Chính sách phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc điểm của nền kinh tế (mức độ hoạt động kinh doanh, triển vọng của thị trường vốn), khả năng tài trợ linh hoạt của thị trường vốn những diễn biến của thị trường vốn…

1. Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu vốn
2. ***Tỷ suất sinh lợi của nợ ( chi phí sử dụng nợ)***:

I: Lãi vay hàng năm

D: Giá trị trường của nợ vay. Giả định D là nợ do phát hành trái phiếu không có thời hạn.

1. ***Tỷ suất sinh lợi của vốn cổ phần (Chi phí sử dụng vốn cổ phần)***:

EAT: Lợi nhuận chia cho cổ đông thường

E: Giá trị thị trường của cổ phiếu thường đang lưu hành

1. ***Tỷ suất lợi nhuận chung***:

R: Lợi nhuận hoạt động ròng

V: Giá trị thị trường của công ty

Với V= D + E, R = I + EAT, có thể xác định bằng:

1. LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN TỐI ƯU (Optimal capital structure)
2. Giả định về thuyết cơ cấu vốn tối ưu

* EBIT không đổi
* Không có CP ưu đãi
* Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bằng 0
* Chia toàn bộ lợi nhuận cho cổ đông

1. Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu

Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu cho rằng cơ cấu này có thể gia tăng giá trị của doanh nghiệp bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy tài chính phù hợp, như hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế.

Nếu cấu trúc vốn của doanh nghiệp được tài trợ bởi 100% vốn chủ sở hữu thì cho thấy doanh nghiệp chủ động trong nguồn vốn và không có rủi ro tài chính, nhưng doanh nghiệp phải chịu chi phí sử dụng vốn bình quân cao do chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thường cao hơn chi phí sử dụng nợ vay.

Ngược lại, khi doanh nghiệp sử dụng nợ để tài trợ cấu trúc vốn, tuy có thể làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân nhưng lại có thể làm tăng rủi ro hành chính cho doanh nghiệp.

Vì thế, doanh nghiệp luôn phải thiết lập cấu trúc vốn sao cho tối ưu nhằm giảm thiểu được rủi ro tài chính và giảm chi phí sử dụng vốn bình quân.

Cho bảng sau:

**Quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn, giá cổ phiếu và cơ cấu vốn**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Đòn cân nợ** | **Lãi suất vay** | EPS | re | P0 | P/E | WACC |
| 0%  10%  20%  30%  **40%**  50%  60% | 0,00%  8,00%  8,60%  9,30%  **9,60%**  11,60%  14,50% | 0,2880  0,3072  0,3301  0,3559  **0,3840**  0,4032  0,3960 | 12,00%  12,50%  13,13%  13,93%  **15,00%**  16,50%  18,75% | 2,4000  2,4576  2,5152  2,5551  **2,5600**  2,4436  2,1120 | 8,3333  8,0000  7,6190  7,1795  **6,6667**  6,0606  5,3333 | 12,00%  11,81%  11,70%  11,70%  **11,69%**  12,31%  13,59% |

Như thế, cơ cấu vốn tối ưu của công ty này là 40% nợ vay và 60% vốn chủ sở hữu. Với cơ cấu này, giá sử dụng vốn bình quân thấp nhất (WACC = 11,69%) và giá cổ phiếu cao nhất (P0 = 2,56).

Tình hình được mô tả bằng đồ thị chi phí sử dụng vốn như sau:

H\*n = 40%

CPSD Vốn vay

WACC

CPSD Vốn chủ sở hữu

CPSD Vốn

Đòn cân nợ

0

WACCmin

= 11,69%

***Nhìn vào đồ thị có thể nhận thấy***:

* Nhưng khi WACC giảm đến mức thấp nhất ( bằng WACC min ) thì tại đây mức độ nợ trong cấu trúc vốn đạt tỷ trọng nợ tối ưu Hn\*, và cấu trúc vốn lúc này trở thành cấu trúc vốn tối ưu.

1. LÝ THUYẾT LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG RÒNG ( Noi approach)

* ***Lý thuyết này dựa trên các giả định***:
* Thị trường tài chính hoàn hảo
* Không có thuế thu nhập doanh nghiệp
* Lợi nhuận của doanh nghiệp có tốc độ tăng trường bằng 0 và doanh nghiệp chia toàn bộ lợi nhuận cho chủ sở hữu.
* ***Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng( Noi approach):***cho rằng thay đổi tỷ số đòn bẩy tài chính hay nói cách khác là dùng nợ để thay đổi cơ cấu vốn của công ty thì không làm thay đổi chi phí sử dụng vốn trung bình và giá trị của công ty.

Ta có ví dụ minh họa cho lý thuyết này như sau:

***Trường hợp 1***: Giả sử công ty có khoản nợ 5.000 triệu đồng, với mức lãi suất là 10%. Công ty có khoản lợi nhuận hoạt động ròng là 3.000 triệu đồng. Tỷ suất sinh lời chung của công ty là 15%.

Sử dụng các công thức, tính toán ta có bảng tính sau:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| R |  | Lợi nhuận hoạt động ròng | 3.000 |
| rv |  | Tỷ suất sinh lợi chung | 15% |
| V |  | Tổng giá trị công ty | 20.000 |
| D |  | Giá trị thị trường của nợ | 5.000 |
| Re |  | Lãi suất | 10% |
| E | V – D | Giá trị thị trường của vốn | 15.000 |
| I | re x D | Lãi trả cho nợ vay | 500 |
| EAT | R – I | Lợi nhuận dành cho cổ đông | 2.500 |
| Re |  | Tỷ suất lợi nhuận của cổ đông | 16,67% |

***Trường hợp 2***: Cũng các số liệu như trường hợp 1 nhưng lúc này công ty quyết định tăng nợ từ 5.000 triệu đồng lên 7.500 triệu đồng, và sử dụng nguồn vay nợ thêm này để mua lại cổ phiếu thường.

Vậy E = V–D =15.000 – 2.500 =12.500 triệu đồng.

Khi đó bảng tính toán sẽ thay đổi:

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| R |  | Lợi nhuận hoạt động ròng | 3000 |
| Rv |  | Tỷ suất sinh lợi chung | 15% |
| V |  | Tổng giá trị công ty | 20.000 |
| D |  | Giá trị thị trường của nợ | 7.500 |
| Re |  | Lãi suất | 10% |
| E | V – D | Giá trị thị trường của vốn | 12.500 |
| I | re x D | Lãi trả cho nợ vay | 750 |
| EAT | R – I | Lợi nhuận dành cho cổ đông | 2.250 |
| Re |  | Tỷ suất lợi nhuận của cổ đông | 18% |

Từ ví dụ minh họa trên, ta có thể rút ra kết luận rằng, công ty tăng sử dụng nợ hay tăng tỉ số đòn bẩy tài chính thì tỉ suất lợi nhuận dành cho cổ đông vẫn tăng lên, tuy nhiên tỷ suất sinh lợi chung cho công ty và chủ nợ vẫn không đổi. Vì thế nên giá trị công ty có thể xem là không bị ảnh hưởng bởi cơ cấu vốn.

Ta có đồ thị minh họa như sau:

RE

RV

RDB

Tỷ số đòn bẩy tài chính (D/E)

10

15

Chi phí sử dụng vốn (%)

0

*Quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn và tỷ số đòn bẩy tài chính  
theo lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng.*

* Điểm quan trọng thứ 2 mà lý thuyết này đưa ra chính là : cũng như việc không đổi của giá trị công ty khi sử dụng đòn bẩy tài chính thì giá của cổ phiếu công ty cũng có sự bất biến. Nghĩa là việc thay đổi nợ trong cơ cấu vốn không làm cổ phiếu tăng lên hay giảm xuống.

Ta xét 1 ví dụ đơn giản sau:

Công ty ở ví dụ trên có 1.000.000 cổ phần thường đang được lưu hành. Ta có thể đưa ra các kết quả sau:

+ Giá mỗi cổ phần = = 15.000 đồng

Khi công ty quyết định tăng nợ từ 5.000 triệu đồng lên 7,500 triệu đồng, với phần nợ tăng thêm là 2.500.

+ Số cổ phần mua lại = = 166.667 cổ phiếu.

+ Số cổ phần đang lưu hành sau khi mua lại = 1.000.000 – 166.667 = 999.833

+ Giá cổ phần sau khi mua lại == 15.000 đồng

Ta thấy rằng sau khi mua lại CP bằng cách dùng nợ vay thì giá cổ phiếu vẫn không đổi so với ban đầu.

* Nhược điểm chính của lý thuyết này chính là những giả định không mang tính thực tế của nền kinh tế ( thị trường hoàn hảo, không có thuế,…). Ngoài ra còn có một nhược điểm quan trọng khác là giả định lãi suất tiền vay không đổi khi cơ cấu vốn thay đổi. Trong thực tế, khi nợ tăng cả chủ nợ lẫn chủ sở hữu đều cảm thấy mức độ rủi ro gia tăng nên họ sẽ yêu cầu giá phải trả cho các khoản vay tăng dần theo mức độ rủi ro gia tăng.

Trên đây là hai lý thuyết mang tính chất cơ bản về cơ cấu vốn của công ty. *Lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu* dựa vào *lá chắn thuế* để kết luận rằng tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu, trong khi l*ý thuyết lợi nhuận ròng* dựa vào *giả định công ty không phải chịu thuế* để kết luận rằng không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và giá cổ phiếu cũng như giá trị công ty không phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty. Tuy nhiên, hai lý thuyết này vẫn chưa lý giải một cách thuyết phục tác động của tỷ số nợ trên vốn như thế nào khi nghiên cứu cơ cấu vốn của công ty. Phải đợi mãi đến năm 1958 khi lý thuyết M&M ra đời, vấn đề này mới được sáng tỏ.

1. LÝ THUYẾT M&M
2. Các giả định và mệnh đề của lý thuyết M&M

***Những giả định của lý thuyết M&M:***

* Giả định về thuế
* Giả định về chi phí giao dịch
* Giả định về chi phí khốn khó tài chính
* Giả định về thị trường hoàn hảo

***Về nội dung, lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề quan trọng***:

1. *Mệnh đề thứ nhất (I)* nói về công ty.
2. *Mệnh đề thứ hai (II)* nói về chi phí sử dụng vốn.

Các mệnh đề này lần lượt sẽ được xem xét trong hai trường hợp ứng với hai giả định chính: **có thuế** và **không có thuế**.

1. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

Đây là trường hợp đơn giản nhất khi xem xét lý thuyết M&M. Trong trường hợp này tất cả các giả định của M&M đều được tuân thủ nhằm đơn giản hóa vấn đề cần nghiên cứu. *Các giả định đầy đủ của lý thuyết M&M bao gồm*:

* Không có thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân.
* Không có chi phí giao dịch.
* Không có chi phí phá sản và chi phí khốn khó tài chính.
* Cá nhân và công ty đều có thể vay tiền ở mức lãi suất như nhau.
* Thị trường vốn là thị trường hoàn hảo.

Với những giả định như trên, nội dung của lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề như sắp được trình bày dưới đây.

**Mệnh đề I – Giá trị công ty:**

*“Trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ”.*

Mệnh đề này có thể phát biểu theo cách khác là trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ và không vay nợ là như nhau, do đó, cơ cấu nợ/vốn không có ảnh hưởng gì đến giá trị công ty. Vì vậy, không có cơ cấu vốn nào là tối ưu và công ty cũng không thể nào tăng giá trị bằng cách thay đổi cơ cấu vốn.M&M cho rằng khi một doanh nghiệp tăng mức nợ tương đối, chi phí sử dụng VCSH tăng phản ánh đòi hỏi mức lợi nhuận cao hơn của chủ sở hữu do rủi ro gia tăng từ việc tăng thêm nợ. Chi phí sử dụng VCSH gia tăng này bù trừ bằng đúng phần lợi ích của chi phí sử dụng nợ thấp hơn, vì vậy chi phí sử dụng vốn bình quân WACC không thay đổi khi thay đổi trong cấu trúc vốn.

**=**

Vốn vay

Vốn CSH

Vốn chủ sở hữu

Vốn vay

Vốn CSH

Điều này được minh họa bằng hình ảnh hai chiếc bánh như hình vẽ có tổng diện tích như nhau thì cho dù cắt làm bao nhiêu lát thì tổng diện tích cũng không thay đổi.Hay nói cách khác đi, quyết định về cơ cấu vốn không làm thay đổi giá trị của công ty.

**Ví dụ 1:**

Tại hai công ty cổ phần H và P giống nhau về mọi mặt, có cùng mức độ rủi ro kinh doanh và chỉ khác nhau ở cấu trúc vốn.Công ty H không sử dụng nợ dài hạn và công ty P có sử dụng nợ dài hạn (xem như vô thời hạn) là 4.000 $, lãi suất 8%. Để đơn giản, chúng ta giả dụ lãi ròng của cả hai công ty đều chi trả hết cho các cổ đông nên mức tăng trưởng kỳ vọng của 2 doanh nghiệp đều bằng 0, vì không có sẵn thu nhập để tái đầu tư. Chi phí sử dụng vốn của chủ sở hữu khi không sử dụng nợ của công ty H là 10%, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu khi sử dụng nợ của công ty P là 11.33%.

Toàn bộ tình hình trên được tính toán, phân tích như sau:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | Công ty H | Công ty P |
| Vốn chủ sở hữu | 10.000 | 6.000 |
| Chi phí sử dụng VCSH () | 10% | 11.33% |
| Nợ | 0 | 4.000 |
| Chi phí sử dụng nợ () | 0 | 8% |
| Lãi trước thuế và lãi vay (EBIT) | 1.000 | 1.000 |
| Lãi vay trả cho chủ nợ | 0 | 320 |
| Lãi chia cho cổ đông (cổ tức) | 1.000 | 680 |
| Tổng lãi chia cho chủ sở hữu và chủ nợ | **1.000** | **1.000** |

Qua bảng tính trên, cho thấy:

Giá thị trường của công ty H: = = 10.000

Giá thị trường của công ty P: = + = 10.000

Ví dụ này cho thấy rằng, giá trị thị trường của công ty H và công ty P là như nhau dù cho cấu trúc vốn của hai công ty là khác nhau.Nói cách khác, giá trị thị trường của doanh nghiệp độc lập với cấu trúc vốn.

Kết luận trên đây được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. 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.

***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.

**Mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn:**

*“Lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỉ số nợ”.*

**= + ( - )**

: Lợi nhuận yêu cầu hay lợi nhuận kỳ vọng trên vốn cổ phần

: Lãi suất vay hay chi phí sử dụng nợ

: Chi phí sử dụng vốn nếu công ty sử dụng 100% vốn cổ phần

***D***: Giá trị nợ hay giá trị trái phiếu của công ty phát hành

***E***: Giá trị vốn cổ phần của công ty

Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC được xác định bởi công thức:

**WACC = +**

Từ đó, ta tính được chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty trong hai trường hợp: công ty H và công ty H thay đổi cơ cấu vốn.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | Công ty H | Công ty H thay đổi cơ cấu vốn |
| Vốn chủ sở hữu | 10.000 | 8.000 |
| Chi phí sử dụng VCSH () | 10% | 10.5% |
| Nợ | 0 | 2.000 |
| Chi phí sử dụng nợ () | 0 | 8% |
| Lãi trước thuế và lãi vay (EBIT) | 1.000 | 1.000 |
| Lãi vay trả cho chủ nợ | 0 | 160 |
| Lãi chia cho cổ đông (cổ tức) | 1.000 | 840 |
| Tổng lãi chia cho chủ sở hữu và chủ nợ | **1.000** | **1.000** |

* ***Đối với công ty không vay nợ:***

WACC =

* ***Đối với công ty có vay nợ:***

WACC =

Từ kết quả trên, chúng ta có thể kết luận rằng, trong điều kiện không có thuế, chi phí sử dụng vốn trung bình không đổi bất chấp cơ cấu vốn thay đổi như thế nào.

Xét chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty có 100% vốn cổ phần . Đối với **công ty H**,được xác định như sau:

Do chi phí sử dụng vốn bình quân WACC không đổi bất chấp tỷ số nợ thay đổi như thế nào nên chúng ta có thể thiết lập cân bằng : WACC = **.** Thay biểu thức WACC vào phương trình này, ta có:

WACC = (1)

Nhân hai vế của phương trình (1) với (D+E)/E, ta có:

(2)

Đặt D/E làm thừa số chung và sắp xếp lại công thức (2), ta có:

(3)

Công thức (3) là công thức diễn tả nội dung mệnh đề M&M số II, có dạng y = a + bx, trong đó ẩn số x chính là tỷ số nợ D/E. Đồ thị biểu diễn hàm số này sẽ có dạng như sau:

Áp dụng công thức (3), xác định chi phí sử dụng vốn của cổ đông đối với **công ty H**:

#### Ro

Chi phí sử dụng vốn (%)

REE

RWACCC

RDB

Tỷ số đòn bẩy tài chính (D/E)

1. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế

Giả định công ty không chịu thuế TNDN là không thực tế và chỉ xảy ra trong một số ít trường hợp, còn lại đa số trường hợp công ty phải nộp thuế TNDN. Do đó sẽ không thực tế lắm nếu giả định công ty hoạt động trong môi trường không có thuế.

**Mệnh đề số I – Giá trị công ty trong trường hợp có thuế**

*“Trong trường hợp có thuế thu nhập công ty, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế”.*

Giá trị công ty trong trường hợp không vay nợ (100% vốn chủ sở hữu)

Giá trị công ty khi có vay nợ

Thuế suất thuế TNDN

* Với phương án không vay nợ, lãi vay bằng 0 và dòng tiền dành cho cổ đông và trái chủ chính là lợi nhuận sau thuế. Giá trị công ty trong trường hợp không có vay nợ:
* Với phương án có vay nợ, dòng tiền của công ty sẽ gồm dòng tiền của công ty không có vay nợ và lá chắn thuế ( . Giá trị công ty trong trường hợp có vay nợ:

= PV [EBIT (

=

=

Hay là: **=**  (\*)

* **Đồ thị giá trị doanh nghiệp**

# 

Giá trị thị trường của DN

Giá trị thị trường của DN có sử dụng nợ

Số lượng nợ (D)

Hiện giá của tấm chắn thuế

Giá trị thị trường của DN không sử dụng nợ

**Ví dụ**: Tại 2 công ty giống nhau về mọi mặt, có cùng mức độ rủi ro kinh doanh và chỉ khác nhau ở cấu trúc vốn. Tình hình tài chính được thể hiện qua bảng sau: (ĐVT: triệu đồng)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Chỉ tiêu | Công ty H | Công ty P |
| Vốn chủ sở hữu | 7.000 | 4.000 |
| Chi phí sử dụng VCSH () | 11.14% | 14.83% |
| Nợ | 0 | 3.000 |
| Chi phí sử dụng nợ () | 0 | 8% |
| Lãi trước thuế và lãi vay (EBIT) | 1.000 | 1.000 |
| Lãi vay trả cho chủ nợ | 0 | 240 |
| Thu nhập chịu thuế | 1.000 | 760 |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp (22%) | 220 | 167 |
| Lãi chia cho cổ đông (cổ tức) | 780 | 593 |
| Tổng lãi chia cho chủ sở hữu và chủ nợ | **780** | **833** |

Dòng tiền của 2 công ty P và H chênh lệch nhau là 53 triệu đồng. Đây chính là số tiền tiết kiệm thuế từ lãi vay: 240 \* 22% = 53.

Nói khác đi, nhà nước đã hỗ trợ cho công ty nào sử dụng nợ. Số tiền hỗ trợ này cũng bằng đúng số tiền tiết kiệm được từ lá chắn thuế.

***Giá trị của công ty H***: PH = 780/ 11.14% = **7.000**

Chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty P:

WACC = 14.83% + 8%(1- 22%) = 11.14%

***Giá trị của công ty P***:

PP = = + 3.000\*22% = **7.660**

***Chênh lệch giá trị của 2 công ty là***: 7.660 – 7.000 = **660**

Hay 3000\*22% = **660**. Đây chính là hiện giá của lá chắn thuế từ vốn vay.

**Mệnh đề số II – Chi phí sử dụng vốn trong trường hợp có thuế**

*“Lợi nhuận yêu cầu trên vốn cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính”.*

##### ro

1. Ảnh hưởng của thuế và chi phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn

Trên thực tế, không có doanh nghiệp nào chỉ tài trợ toàn bằng nợ.Chắc hẳn phải có các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc xác định một cơ cấu vốn tối ưu.

* Đối với chủ nợ: Không chủ nợ nào đồng ý cho vay khi một doanh nghiệp không có vốn chủ sở hữu vì rủi ro rất cao.
* Đối với chủ doanh nghiệp: Trong quá trình đầu tư có thể còn phát sinh một số yếu tố ảnh hưởng như chi phí phá sản, chi phí giao dịch…
* ***Chi phí phá sản***: Nếu doanh nghiệp có nguy cơ phá sản hay có khó khăn về tài chính có thể doanh nghiệp bị mất uy tín, mất thị trường, tốn chi phí tái cấu trúc vốn và nếu doanh nghiệp bị phá sản phải tốn chi phí xử lý… các khoản chi phí này tạm gọi chung là chi phí phá sản. Chi phí liên quan đến phá sản là đáng kể do đó doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ kém hấp dẫn nhà đầu tư hơn so với doanh nghiệp không sử dụng đòn bẩy tài chính. Khi bị phá sản, doanh nghiệp phải thanh lý tài sản để trả nợ. Sau khi trừ đi các chi phí liên quan đến phá sản, số tiền thu được do thanh lý tài sản của doanh nghiệp sẽ ưu tiên trả cho các chủ nợ ( công nhân, nhà nước, người bán, người cho vay…), số tiền còn lại ( nếu có ) mới chi trả cho cổ đông khiến cho nhà đầu tư vào doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính trở nên rủi ro hơn, do đó chủ sở hữu đòi hỏi lãi suất kỳ vọng cao hơn là đầu tư vào doanh nghiệp không có sử dụng đòn bẩy tài chính.
* Một yếu tố cần lưu ý nữa là vấn đề ***chi phí giao dịch***. Khi xem xét kinh doanh lệch giá bao giờ các nhà nghiên cứu cũng bỏ qua chi phí giao dịch nhưng trên thực tế luôn có chi phí giao dịch. Điều này cũng ảnh hưởng đến kết luận rút ra của lý thuyết M&M.
* ***Chi phí giám sát người thừa hành*** là chi phí phát sinh liên quan đến hoạt động giám sát ( bao gồm tiền lương, tiền thưởng, chi phí kiểm toán…) nhằm đảm bảo cho người thừa hành hành xử vì lợi ích này nên trái chủ và cổ đông đòi hỏi thêm một phần gia tăng lợi nhuận để bù đắp làm giá trị doanh nghiệp giảm.

1. **LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN KHÁC**
2. Thuyết trật tự phân hạng

Myers và Majluf (1984) đã có những nghiên cứu để chỉ ra rằng có một trật tự ưu tiên trong sử dụng các nguồn tài trợ nội bộ và nguồn tài trợ bên ngoài, giữa phát hành nợ mới và phát hành cổ phần bắt nguồn từ thông tin không cân xứng. Theo quan điểm của nhà đầu tư, vốn cổ phần và nợ đều có rủi ro, tuy nhiên, mức độ rủi ro ở vốn cổ phần cao hơn, do đó đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn. Điều này dẫn tới một trật tự phân hạng, theo đó, đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng nguồn vốn nội bộ (chủ yếu là lợi nhuận giữ lại), tiếp theo là đến vay nợ mới và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần mới.

* **Ưu điểm**:

1. Giải thích tại sao các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi nhất thường vay ít hơn. Không phải vì họ có các tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu thấp mà vì họ không cần nguồn tài trợ bên ngoài. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi ít hơn phát hành nợ vì họ không có nguồn vốn nội bộ đủ cho đầu tư vốn và vì tài trợ nợ chỉ đứng sau lợi nhuận giữ lại trong trật tự phân hạng đối.
2. Lý giải những hành động quản trị, đó là các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi cao với cơ hội đầu tư hạn chế sẽ cố gắng duy trì tỷ lệ nợ mục tiêu thấp trong khi các doanh nghiệp có cơ hội đầu tư lớn hơn các nguồn phát sinh nội bộ buộc phải tăng tỷ lệ nợ.
3. Dự báo các thay đổi trong tỷ lệ nợ của nhiều doanh nghiệp ở giai đoạn phát triển bão hòa. Tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp tăng khi các doanh nghiệp có thâm hụt tài chính và giảm khi có thặng dư tài chính.

* **Nhược điểm:** Không giải thích được các khác biệt trong tỷ lệ nợ giữa các ngành. Ví dụ, tỷ lệ nợ có xu hướng thấp trong các ngành công nghệ cao, tăng trưởng cao ngay cả khi nhu cầu vốn bên ngoài rất lớn.

1. Thuyết đánh đổi cấu trúc vốn

          Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (trade-off theory), việc tài trợ từ nợ có ưu điểm là được hưởng lợi ích từ tấm chắn thuế. Theo đó, các công ty đánh đổi lợi ích thuế từ việc tài trợ bằng nợ vay với các vấn đề có nguyên nhân từ khả năng phá sản.

Ở mức nợ trung bình, xác suất kiệt quệ tài chính không đáng kể và giá trị hiện hữu của chi phí kiệt quệ tài chính cũng nhỏ nên việc vay nợ sẽ là một lợi thế cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp vay nợ ngày càng nhiều thì rủi ro phá sản sẽ ngày càng cao và làm sụt giảm giá trị doanh nghiệp; đến một lúc nào đó giá trị của tấm chắn thuế bằng với giá trị của chi phí kiệt quệ tài chính...  
Lý thuyết đánh đổi được viết dưới dạng công thức như sau:

***Giá trị doanh nghiệp = Giá trị doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần +* *Giá trị hiện tại của khoản lợi thuế - Chi phí phá sản kỳ vọng***

Khác với lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi giải thích được các khác biệt trong cấu trúc vốn giữa nhiều ngành. Ví dụ như các công ty tăng trưởng công nghệ cao, có tài sản rủi ro và hầu hết là vô hình thường sử dụng tương đối ít nợ; các hãng hàng không có thể vay nhiều vì tài sản của họ là hữu hình và tương đối an toàn. Mặt khác, lý thuyết đánh đổi lại cung cấp một công thức cụ thể để xác định cơ cấu vốn tối ưu và giải thích được ảnh hưởng của thuế, chi phí phá sản và chi phí đại diện đến việc xác định cơ cấu vốn. Lý thuyết đánh đổi cho rằng, các công ty có nợ vay quá nhiều, không thể trả bằng tiền mặt trong vòng một vài năm, nên phát hành cổ phần, hạn chế cổ tức, hay bán bớt tài sản để huy động tiền mặt nhằm tái cấu trúc vốn. Tuy nhiên, cũng có nhiều điều mà lý thuyết đánh đổi không thể giải thích, như việc tại sao một số doanh nghiệp vẫn thành công, kết quả kinh doanh tốt khi vay rất ít nợ; hay trong thực tế khi giá cổ phiếu của doanh nghiệp đang cao và doanh nghiệp đang có nhu cầu về tài trợ bên ngoài thì công ty có nhiều khả năng phát hành cổ phiếu (hơn là vay nợ).

Biểu đồ dưới đây cho thấy khi ***gia tăng lượng nợ sử dụng***, công ty có được lợi ích bằng hiện giá của lá chắn thuế. Chính lợi ích này làm cho giá trị công ty có vay nợ tăng lên. Mặt khác, cùng với sự gia tăng của lượng nợ sử dụng, chi phí khốn khó tài chính cũng tăng theo. Chính chi phí này làm giảm đi lợi ích của lá chắn thuế.Khi lượng nợ tăng lên đến điểm D\*, hiện giá chi phí khốn khó tài chính bằng đúng hiện giá của lá chắn thuế. Điểm D\* được gọi là điểm tối ưu, ở đó giá trị công ty đạt mức tối đa và chi phí sử dụng vốn trung bình của công ty đạt mức tối thiểu. Nếu công ty tiếp tục gia tăng sử dụng nợ thì hiện giá chi phí khốn khó tài chính sẽ vượt qua hiện giá lá chắn thuế. Khi ấy giá công ty sẽ bắt đầu giảm.

**Tác động đồng thời của thuế và cho phí khốn khó tài chính lên giá trị công ty**

Giá trị cao nhất

0

D\*

L

Nợ (D)

Giá trị công ty ( V )

Hiện giá của lá chắn thuế

Giá trị của công ty theo MM khi có thuế và nợ

VL = VU + TCD

Hiện giá của chi phí khốn khó tài chính

V= Giá trị thực của công ty

VU = Giá trị của công ty không có nợ

**DANH SÁCH NHÓM 6:**

1. Trần Nguyễn Mỹ Linh
2. Nguyễn Thị Thu Hiền
3. Huỳnh Lê Ngân
4. Nguyễn Thị Mỹ Phượng
5. Quách Phương Trang
6. Mai Thị Thu Trang
7. Võ Kim Tiền