

## CHƯƠNG 5

### CÁC LÝ THUYẾT CƠ CẤU VỐN

### THEORIES OF CAPITAL STRUCTURE

1

1

## MỤC TIÊU

- Biết phân loại rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính
- Phân tích, xác định điểm hòa vốn, điểm bàng quan và ứng dụng
- Hiểu mức độ tác động của đòn bẩy hoạt động đến rủi ro kinh doanh, tính toán độ bẩy hoạt động
- Hiểu mức độ tác động của đòn bẩy tài chính đến rủi ro tài chính, tính toán độ bẩy tài chính

2

2

## MỤC TIÊU

- Hiểu được nội dung cơ bản về cơ cấu vốn theo
  - + Quan điểm truyền thống
  - + Lý thuyết M&M
  - + Lý thuyết đánh đổi
  - + Lý thuyết trật tự phân hạng.
- Giải thích được mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và giá trị của công ty, chi phí sử dụng vốn.

3

3

## NỘI DUNG

### 5.1. Hệ thống đòn bẩy

5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

### 5.2. Các lý thuyết về cơ cấu vốn

5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

5.2.2. Quan điểm truyền thống

5.2.3. Lý thuyết M&M (Modigliani & Miller)

5.2.4. Lý thuyết đánh đổi trong cấu trúc vốn

5.2.5. Lý thuyết ưu tiên trong cơ cấu vốn



4

4

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### A. Rủi ro kinh doanh

- Là tính **khả biến** của EBIT
- Là sự không chắc chắn của tỷ lệ sinh lời trên vốn cổ phần thường (ROE)
- Gắn liền với hoạt động kinh doanh của DN và không thể triệt tiêu hoàn toàn rủi ro này.

5

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### A. Rủi ro kinh doanh

RRKD phụ thuộc vào:

- Ngành nghề kinh doanh và thay đổi theo thời gian.
- Sự biến động của cầu, giá bán và chi phí đầu vào
- Tăng trưởng của nền kinh tế
- Sự tồn tại của sức mạnh thị trường
- Phạm vi đa dạng hóa sản phẩm
- Khả năng điều chỉnh giá bán khi chi phí đầu vào thay đổi
- Đời sống kinh tế của sản phẩm.
- Rủi ro từ nước ngoài.
- Mức định phí hoạt động hay đòn cân định phí.

6

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### B. Phân tích hòa vốn

Chi phí cố định (Fixed Cost - FC)	Chi phí biến đổi (Variable Cost - VC)
Không biến đổi hoặc biến đổi không đáng kể khi sản lượng sản xuất và tiêu thụ (Q) thay đổi.	Biến đổi cùng chiều với sản lượng sản xuất và tiêu thụ (Q).
Ví dụ: - ... Rủi ro kinh doanh phụ thuộc vào mức định phí hoạt động của DN.	Ví dụ:

7

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### B. Phân tích hòa vốn

1. Khấu hao tài sản cố định
2. Chi phí quản lý, hành chính
3. Chi phí nhân công trực tiếp
4. Chi phí nguyên vật liệu trực tiếp
5. Hoa hồng trả cho các đại lý
6. Chi phí thuê mặt bằng

8

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### B. Phân tích hòa vốn

##### ▪ Ký hiệu

- Q : sản lượng sản xuất và tiêu thụ (Quantity of Product)  
p : giá bán đơn vị sản phẩm (Price)  
S : doanh thu (Sale) ( $S = Q \times p$ )  
FC : tổng chi phí cố định (Fixed Cost)  
v : chi phí biến đổi đơn vị sản phẩm (Variable Cost)  
VC : tổng chi phí biến đổi (Total Variable Costs) ( $VC = Q \times v$ )  
TC : tổng chi phí hoạt động (Total Cost) ( $TC = F + VC$ )  
 $Q_{BE}$  : sản lượng hòa vốn (Break-even Quantity of Product)  
 $S_{BE}$  : doanh thu hòa vốn (Break-even Sale)

9

9

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### B. Phân tích hòa vốn

##### ▪ Giả định

- FC, p, v,  $\left(\frac{v}{p}\right)$  không đổi.

##### ▪ Mục đích

- Xác định Q mà tại đó kết quả hoạt động kinh doanh chuyển từ lỗ sang lãi.
- Phân tích sự thay đổi của EBIT khi Q thay đổi.

10

10

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### B. Phân tích hòa vốn

##### ▪ Công thức điểm hòa vốn (Break - even Point - BEP)

Phân tích mối quan hệ giữa Q, F, v, S và EBIT.

$$EBIT = S_{BE} - TC = 0$$

##### - Sản lượng hòa vốn

$$Q_{BE} = \frac{F}{p - v}$$

##### - Doanh thu hòa vốn $S_{BE} = Q_{BE} \times p$

$$S_{BE} = \frac{F}{1 - \frac{v}{p}} = \frac{F}{1 - \frac{VC}{S}}$$

11

11

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### B. Phân tích hòa vốn

##### ▪ Một số ứng dụng

- Xác định EBIT

$$EBIT = (Q - Q_{BE}) \times (p - v)$$

- Đánh giá mức độ rủi ro kinh doanh của công ty hay dự án (đo lường mức độ thay đổi của EBIT khi Q, p, v, FC thay đổi)

12

12

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

VD: Công ty A chuyên sản xuất một loại sản phẩm

- $FC = 10.000$  triệu đồng (trđ)/năm.
- $v = 2$  trđ/sản phẩm (sp)
- $p = 4$  trđ/sp.

Yêu cầu: xác định

a.  $Q_{BE}$  và  $S_{BE}$  của công ty A trong năm?

b. EBIT bằng bao nhiêu nếu sản lượng sản xuất và tiêu thụ dự kiến 15.000 sp

13

13

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

VD: Công ty B có 2 phương án sản xuất một loại sản phẩm:

- PA 1:  $FC = 12.000$  trđ,  $v = 1$ trđ/sp
- PA 2:  $FC = 6.000$  trđ,  $v = 2$ trđ/sp

Biết giá bán sản phẩm của cả 2 PA là 4 trđ/sp

a. Xác định  $Q_{BE}$  của 2 PA?

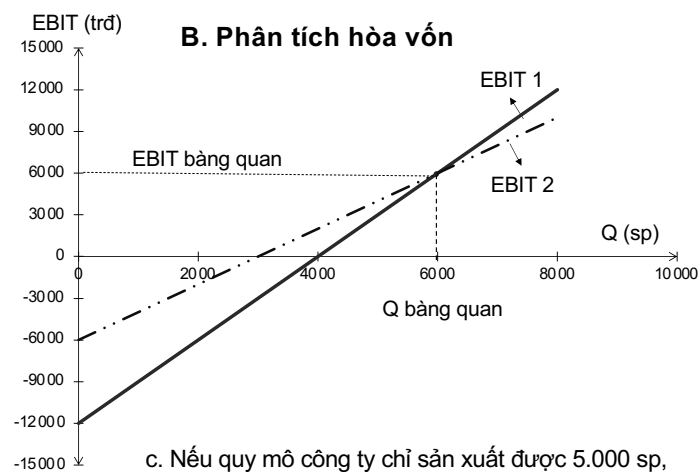
b. Xác định Q tại đó EBIT của 2 PA bằng nhau? Tính EBIT

15

15

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### B. Phân tích hòa vốn



c. Nếu quy mô công ty chỉ sản xuất được 5.000 sp, công ty nên lựa chọn PA nào?

17

17

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

### B. Phân tích hòa vốn

#### ▪ Hạn chế

- Khó phân biệt FC và VC trong thực tế.
- $p$  và  $v$  được giả định không thay đổi.
- Không quan tâm đến thời giá tiền tệ.

18

18

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### C. Đòn bẩy hoạt động (Operating Leverage)

##### ▪ Khái niệm

Thể hiện mức độ sử dụng **chi phí hoạt động cố định** của một công ty khi tiến hành sản xuất kinh doanh.

$$OL = \frac{\text{Chi phí hoạt động cố định}}{\text{Tổng chi phí hoạt động}} = \frac{FC}{TC}$$

19

19

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### C. Đòn bẩy hoạt động

##### ▪ Ý nghĩa

- Làm khuếch đại lợi nhuận hoạt động nhưng cũng khuếch đại thua lỗ.
- Làm khuếch đại một thay đổi Q thành một thay đổi tương đối lớn hơn của EBIT

20

20

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

Phương án	X	Y	Z
S	10.000	10.000	19.000
TC	9.000	9.000	16.000
F	6.000	3.000	12.000
VC	3.000	6.000	4.000
F/TC	?	?	?
F/S	?	?	?
EBIT	?	?	?

$\frac{\Delta EBIT}{EBIT}$

X	Y	Z
15.000	15.000	28.500
?	?	?
6.000	3.000	12.000
?	?	?
?	?	?
?	?	?

Nhận xét:

21

21

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### D. Độ bẩy hoạt động (Degree of Operating Leverage)

Thể hiện mức độ sử dụng chi phí cố định (FC) trong tổng chi phí hoạt động (TC) tác động đến lợi nhuận hoạt động (EBIT) như thế nào khi quy mô sản xuất và tiêu thụ (Q) thay đổi

$$DOL_Q = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}{\frac{\Delta S}{S}} = \frac{Q \times (p - v)}{Q \times (p - v) - F} = \frac{EBIT + F}{EBIT}$$

##### ▪ Ý nghĩa

Khi Q tăng (giảm) k% thì EBIT sẽ tăng (giảm) k% x DOL

23

23

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### D. Độ bẩy hoạt động

VD: Công ty A sản xuất một loại sản phẩm với  $p = 4$  trđ/sp,  $v = 1$  trđ/sp,  $FC = 9.000$  trđ. Xác định:

a. DOL tại Q dự kiến là 6.000 sp?

24

24

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### D. Độ bẩy hoạt động

b. Khi Q dự kiến thay đổi từ 6.000 sp lên 9.000 sp, EBIT thay đổi bao nhiêu phần trăm? Tính EBIT tại mỗi mức sản lượng

26

26

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### D. Đòn bẩy hoạt động

Mối quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và điểm hòa vốn

$$DOL_Q = \frac{Q}{Q - Q_{BE}}$$

28

28

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### c. Tính DOL tại Q khác nhau, nhận xét ?

Q (sp)	EBIT (trđ)	DOL
0	-9.000	
1.000	-6.000	
2.000	-3.000	
3.000	0	
4.000	3.000	
5.000	6.000	
6.000	9.000	
9.000	18.000	

$Q = Q_{BE} \rightarrow DOL \dots\dots\dots$   
 $Q \ll Q_{BE} \rightarrow DOL \dots\dots\dots$   
 $Q \gg Q_{BE} \rightarrow DOL \dots\dots\dots$

29

29

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.1. Đòn bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

#### D. Đòn bẩy hoạt động

Mối quan hệ giữa độ bẩy hoạt động và rủi ro kinh doanh

- Đòn bẩy hoạt động khuếch đại rủi ro, không phải nguồn gốc rủi ro.
- Khi các yếu tố khác không đổi, thông thường F/TC càng lớn → DOL càng lớn → EBIT càng nhạy cảm với những thay đổi trong doanh số → rủi ro kinh doanh càng lớn.

31

31

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

#### A. Rủi ro tài chính

- Xuất hiện khi công ty sử dụng các nguồn tài trợ có chi phí tài chính cố định như nợ, cổ phần ưu đãi.
- Là tính **khả biến của EPS** kết hợp với **rủi ro mất khả năng hoặc khó khăn** đối với thanh toán các chi phí như: lãi vay, cổ tức cổ phần ưu đãi

32

32

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

#### B. Đòn bẩy tài chính (Financial Leverage)

##### ▪ Khái niệm

Thể hiện mức độ sử dụng **các nguồn tài trợ có chi phí tài chính cố định** của một công ty.

$$FL = \frac{\text{các nguồn tài trợ có chi phí tài chính cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$$

33

33

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

#### B. Đòn bẩy tài chính (Financial Leverage)

##### ▪ Ý nghĩa

- Làm khuếch đại một thay đổi EBIT thành một thay đổi tương đối lớn hơn của EPS

34

34

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

#### C. Mối quan hệ giữa EBIT và EPS

- Là phân tích sự ảnh hưởng của các phương án tài trợ khác nhau đến thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS).
- Điểm EBIT bàng quan là điểm tại đó EPS của các phương án tài trợ khác nhau bằng nhau.

#### ▪ Ý nghĩa

Xem xét lựa chọn phương án tài trợ EPS cao hơn.

35

35

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### ▪ Tính toán EPS với các phương án tài trợ khác nhau

Các trường hợp	Nguồn tài trợ			EPS
	Vốn CP thường	Nợ vay	Vốn CP ưu đãi	
1	X			$\frac{(EBIT) \times (1 - T)}{NS \text{ cũ} + NS \text{ mới}}$
2	X	X		$\frac{(EBIT - I) \times (1 - T)}{NS \text{ cũ} + NS \text{ mới}}$
3	X		X	$\frac{(EBIT) \times (1 - T) - \text{Tổng Dp}}{NS \text{ cũ} + NS \text{ mới}}$
4	X	X	X	$\frac{(EBIT - I) \times (1 - T) - \text{Tổng Dp}}{NS \text{ cũ} + NS \text{ mới}}$

36

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

VD: Công ty A có vốn kinh doanh là 70 tỷ đồng với 7 triệu CPT đang lưu hành (MG = 10.000 đồng). Công ty cần huy động thêm 50 tỷ đồng để mở rộng kinh doanh với 2 PA sau:

- PA1: phát hành 5 triệu CPT với giá bán bằng MG 10.000 đồng.
- PA2: huy động 10 tỷ bằng cách phát hành 1 triệu CPT với giá bán bằng MG 10.000 đồng và vay 40 tỷ đồng với lãi suất 10%/năm.

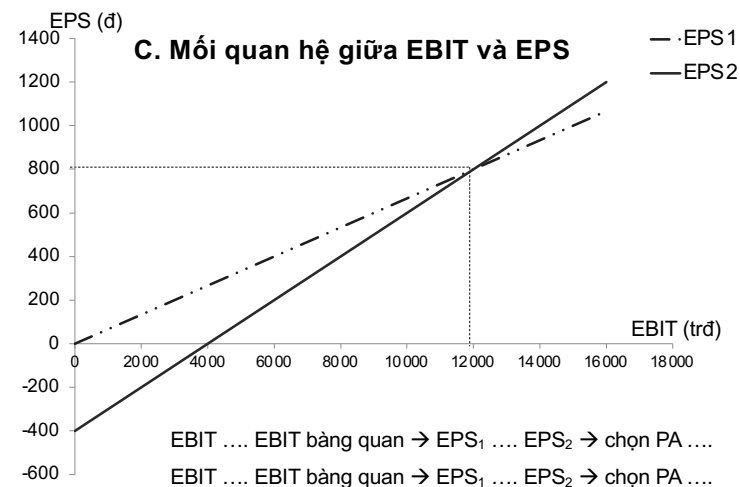
Thuế TNDN 20%/năm. Xác định EBIT để EPS của 2 PA bằng nhau

37

37

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### C. Mối quan hệ giữa EBIT và EPS



39

39



## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

#### D. Độ bẩy tài chính (Degree of Financial Leverage)

Thể hiện mức độ tác động của đòn bẩy tài chính đến thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)

$$DFL = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{Q.(P-V)-F_C}{Q.(P-V)-F_C - I - D_P/(1-T)} = \frac{EBIT}{EBIT - I - D_P/(1-T)}$$

#### ▪ Ý nghĩa

Khi I, D<sub>p</sub> không đổi, nếu EBIT tăng (giảm) k% thì EPS sẽ tăng (giảm) k% x DFL

41

41

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

VD: Công ty A có vốn kinh doanh là 70 tỷ đồng với 7 triệu CPT đang lưu hành (MG = 10.000 đồng). Thuế TNDN 20%/năm. Công ty cần huy động thêm 50 tỷ đồng để mở rộng kinh doanh với 2 PA

- PA1: phát hành cổ phần ưu đãi với cổ tức 9%/năm.

- PA2: huy động 10 tỷ bằng cách phát hành 1 triệu CPT với giá bán bằng MG 10.000 đồng và vay 40 tỷ đồng với lãi suất 10%/năm.

a. Xác định DFL của cả 2 phương án với mức EBIT = 10 tỷ đồng.

42

42

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

b. Nếu EBIT tăng 20%, EPS từng phương án tăng bao nhiêu %

❖ Phương án 1:

❖ Phương án 2:

44

44

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.2. Đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

#### E. Độ bẩy tài chính và rủi ro tài chính

- Đòn bẩy tài chính khuếch đại rủi ro, không phải nguồn gốc rủi ro.

- Khi các yếu tố khác không đổi, thông thường khi sử dụng càng nhiều nguồn tài trợ có chi phí tài chính cố định → DFL càng lớn → EPS càng nhạy cảm khi EBIT thay đổi → rủi ro tài chính của các cổ đông càng lớn.

46

46

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.1.3. Đòn bẩy tổng hợp

#### Khái niệm Đòn bẩy tổng hợp

Thể hiện mức độ ảnh hưởng đến EPS khi DN sử dụng **chi phí hoạt động cố định** và **các nguồn tài trợ có chi phí tài chính cố định** trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

47

47

## 5.1. Hệ thống đòn bẩy

### 5.3.2. Độ bẩy tổng hợp (The Degree of Total Leverage – DTL)

#### Ý nghĩa

Phản ánh mức độ thay đổi EPS khi Q thay đổi.

Diagram illustrating the components of Total Leverage (DTL):

Q (Sales) is linked to EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) via DOL (Degree of Operating Leverage). EBIT is linked to EPS (Earnings Per Share) via DFL (Degree of Financial Leverage). The overall relationship is DTL (Degree of Total Leverage).

$$DTL = DOL \times DFL = \frac{Q \times (p - v)}{Q \times (p - v) - F} \times \frac{Q \times (p - v) - F}{Q \times (p - v) - F - I - D_p / (1 - T)}$$
$$DTL = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta Q}{Q}} = \frac{Q \times (p - v)}{Q \times (p - v) - F - I - D_p / (1 - T)}$$

48

48

## 5.3. Đòn bẩy tổng hợp

Ví dụ: Công ty A chỉ sản xuất một loại sản phẩm, với các số liệu trong năm như sau:

- Q tiêu thụ trong năm là 6.000 sp.
- $p = 4$  trđ,  $v = 1$  trđ.
- F là 9.000 trđ
- Tổng tài sản bình quân trong năm là 120.000 trđ, trong đó:
  - 8 triệu cổ phần thường đang lưu hành, mệnh giá là 10.000/cp
  - 40.000 trđ được tài trợ bằng nợ với lãi suất 10%/ năm.
  - Thuế suất thuế TNDN 20%

49

49

## 5.3. Đòn bẩy tổng hợp

a. Xác định DTL của công ty và nhận xét?

50

50

### 5.3. Đòn bẩy tổng hợp

b. Nếu Q tăng 10%, tính EPS?

52

52

### 5.1. Hệ thống đòn bẩy

#### KẾT LUẬN

- Hệ thống đòn bẩy không chỉ sử dụng để đo lường rủi ro của doanh nghiệp mà còn được các nhà quản trị sử dụng để hoạch định doanh thu và lợi nhuận.
- Các nhà quản trị cần lưu ý, sử dụng đòn bẩy để khuếch đại lợi nhuận nhưng cũng khuếch đại rủi ro lên gấp nhiều lần.

54

54

#### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

##### A. Khái niệm

- Là tỷ trọng của từng nguồn tài trợ trong tổng nguồn vốn của công ty.
- Chủ yếu nhấn mạnh đến tỷ lệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu tài trợ cho toàn bộ tài sản được đầu tư.
- DN nên chọn kết hợp các nguồn tài trợ thành phần làm tối đa hóa giá trị của DN.

**Nêu sự khác biệt giữa nợ và vốn chủ sở hữu?**

55

55

55

#### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

##### B. Ký hiệu

- E (Equity) giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu
- D (Debt) giá trị thị trường của các khoản nợ
- V (Valuation) giá trị thị trường của công ty ( $V = D + E$ )
- $r_e$  (cost of equity) là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu
- $r_d$  (cost of debt) là chi phí sử dụng nợ

56

56

56

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

#### C. Chi phí sử dụng vốn bình quân có trọng số (WACC)

TH1: KHÔNG thuế TNDN

$$WACC = r_d \times W_d + r_e \times W_e$$

TH2: CÓ có thuế TNDN

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times W_d + r_e \times W_e$$

57

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

#### D. Giá trị doanh nghiệp

$$\begin{aligned} \text{Giá trị doanh nghiệp} &= \text{Giá trị tt của VCSH} + \text{Giá trị tt của nợ} \\ &= \frac{EAT}{r_e} + \frac{I(1-t)}{r_d^*} = \frac{I}{rd} \\ &= \frac{\text{Lợi nhuận dành cho chủ nợ và CSH}}{WACC} \\ &= \frac{EBIT(1-t)}{WACC} \\ \text{Giá trị doanh nghiệp} &= \frac{EBIT(1-t)}{WACC} = \frac{EAT}{r_e} + \frac{I}{rd} \end{aligned}$$

58

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

#### D. Các chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn

Chỉ tiêu	Cách tính	Ý nghĩa
Tỷ số nợ	$\frac{D}{V} \times 100\%$	Bao nhiêu % tài sản được tài trợ bởi nợ
Tỷ số tự tài trợ	$\frac{E}{V} \times 100\%$	Bao nhiêu % tài sản được tài trợ bởi VCSH
Hệ số nợ trên VCSH	$\frac{D}{E}$	Cứ 1 đồng vốn chủ sở hữu có bao nhiêu đồng nợ
Hệ số đòn bẩy tài chính	$\frac{V}{E}$	Tổng vốn của công ty gấp bao nhiêu lần so với VCSH

59

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

#### D. Các chỉ tiêu đo lường cơ cấu vốn

$$\begin{aligned} \text{Hệ số đòn bẩy tài chính} &= \frac{\text{Tổng vốn}}{VCSH} \\ &= \frac{1}{\text{Tỷ lệ tự tài trợ}} \\ &= \frac{1}{1 - \text{Tỷ lệ nợ}} \\ &= 1 + \text{Hệ số nợ trên VCSH} \end{aligned}$$

60

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

VD: Công ty X có tổng vốn là 125 tỷ đồng trong đó VCSH là 100 tỷ đồng. Xác định:

- Tỷ số nợ  
= 20%
- Tỷ số tự tài trợ  
= 80%
- Hệ số nợ trên VCSH  
= 0,25
- Hệ số đòn bẩy tài chính  
= 1,25

61

61

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

Một doanh nghiệp có tổng tài sản được tài trợ chủ yếu bởi vốn chủ sở hữu thì:

- Tỷ số tự tài trợ .....
  - Tỷ số nợ .....
  - Hệ số đòn bẩy tài chính .....
  - Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cũng .....
- Và ngược lại

62

62

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

#### E. Cơ cấu vốn tối ưu (Optimal Capital Structure)

##### ▪ Khái niệm

- Là cơ cấu vốn với sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu làm tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp.
- Trong thực tế rất khó để doanh nghiệp xác định cơ cấu vốn tối ưu.

63

63

63

### 5.2.1. Một số vấn đề chung về cơ cấu vốn

#### E. Cơ cấu vốn tối ưu (Optimal Capital Structure)

##### ▪ Các nhân tố ảnh hưởng

- Tiêu chuẩn ngành
- Tác động của ưu tiên quản trị
- Các vấn đề đạo đức
- Các đòi hỏi của nhà cho vay và các cơ quan xếp hạng trái phiếu
- Mức độ chấp nhận rủi ro của người lãnh đạo

64

64

64



### 5.2.2. Quan điểm truyền thống

#### D. Nội dung

- Tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu kết hợp giữa nợ và VCSH, làm cho WACC của công ty là thấp nhất và góp phần làm gia tăng giá trị công ty.
- Tỷ lệ nợ tăng, công ty sẽ được hưởng lợi ích chi phí rẻ hơn từ nợ mới do khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay, nhưng cũng làm chi phí VCSH thay đổi cùng chiều → WACC tăng.
- Không có cơ cấu vốn tối ưu cho mọi công ty trong mọi giai đoạn phát triển.

69

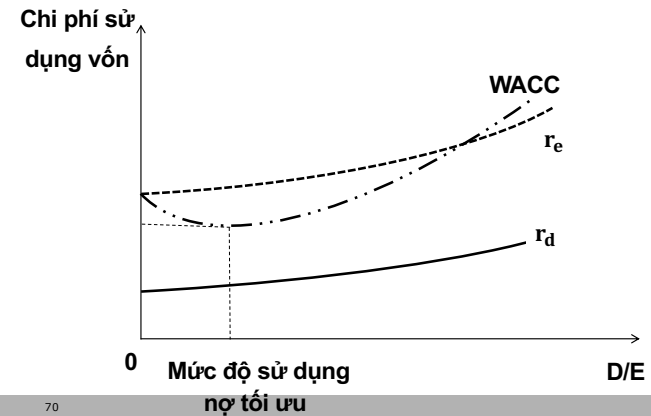
69

69

### 5.2.2. Quan điểm truyền thống

#### E. Nội dung

Mối quan hệ giữa chi phí sử dụng vốn và tỷ lệ nợ



70

70

70

### 5.2.2. Quan điểm truyền thống

#### F. Kết luận

- Quan điểm truyền thống thừa nhận và đưa ra những lập luận để chứng minh tồn tại một cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp
- Lý thuyết này không đủ cơ sở để chắc chắn rằng khi gia tăng mức độ sử dụng nợ trong thực tế thì chi phí sử dụng nợ cũng như chi phí sử dụng VCSH sẽ tăng theo

71

71

71

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### A. Giới thiệu

Là công trình khoa học của Franco Modigliani và Merton Miller (1958).

Lý thuyết M&M được phát biểu thành 2 định đề

- Định đề I: Cơ cấu vốn và giá trị công ty.
  - Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn.
- và được xem xét lần lượt trong
- Môi trường không có thuế.
  - Môi trường có thuế.

72

72

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### B. Giả định

- Thị trường tài chính hoàn hảo.
- Không có chi phí khó khăn tài chính và chi phí phá sản.
- Môi trường thuế.
- Các chủ thể có thể vay nợ với cùng mức lãi suất, đồng nhất về kỳ vọng và rủi ro kinh doanh
- Các công ty hoạt động trong môi trường như nhau và dòng tiền EBIT là đều mãi mãi
- Công ty chia 100% lợi nhuận cho các chủ sở hữu

73

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### C. Ký hiệu

- ❖ Khi công ty không sử dụng nợ
  - $V_U$  : giá trị công ty (Value of unlevered firm)
  - $r_U$  : chi phí sử dụng vốn bình quân
- ❖ Khi công ty có sử dụng nợ
  - $V_L$  : giá trị công ty (Value of levered firm) =  $D + E$
  - $r_L$  : chi phí sử dụng vốn bình quân
  - WACC : chi phí sử dụng vốn bình quân
  - $D$  : giá trị nợ (giá trị thị trường)
  - $E$  : giá trị vốn chủ sở hữu (VCSH) (giá trị thị trường)
  - $r_D$  : chi phí sử dụng nợ
  - $r_E$  : chi phí sử dụng VCSH

74

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D. Nội dung

##### D1. Lý thuyết M&M trong môi trường không có thuế

##### ❖ Định đề I: Cơ cấu vốn và giá trị công ty

Giá trị của công ty không chịu ảnh hưởng bởi thay đổi cơ cấu vốn.

$$V_L = V_U$$

Công ty không thể tìm được cơ cấu vốn tối ưu.

75

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D. Nội dung

##### D1. Lý thuyết M&M trong môi trường không có thuế

##### ❖ Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn

- Việc thay đổi cơ cấu vốn theo hướng gia tăng tỷ lệ nợ, công ty sẽ được hưởng lợi ích chi phí rẻ hơn từ nợ mới, nhưng cũng làm chi phí VCSH thay đổi cùng chiều.
- Lợi ích chi phí rẻ hơn từ nợ mới bị bù trừ đúng bằng sự tăng lên của chi phí VCSH.

76



### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D1. Lý thuyết M&M trong môi trường không có thuế

##### ❖ Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn

Chi phí sử dụng vốn của công ty không chịu ảnh hưởng bởi cơ cấu vốn.

$$r_E = r_U + (r_U - r_D) \times \frac{D}{E}$$

$$r_L = r_U \text{ hay } WACC_L = WACC_U$$

$(r_U - r_D) \times \frac{D}{E}$ : mức đền bù rủi ro tài chính cho cổ đông của công ty có sử dụng nợ.

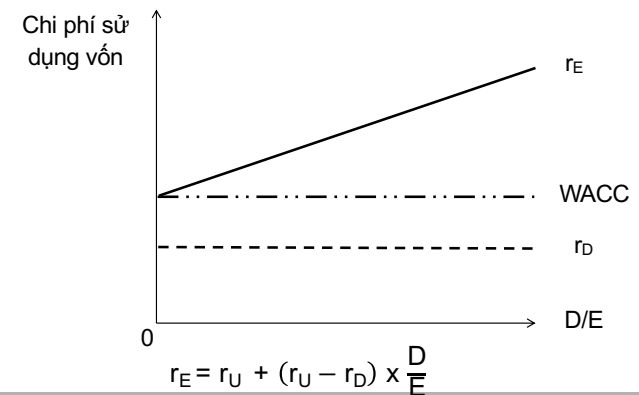
77

77

77

#### D1. Lý thuyết M&M trong môi trường không có thuế

##### ❖ Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn



78

78

78

VD: Công ty A có lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) là 250 tỷ đồng.

Với các giả định của M&M xét trong môi trường không thuế TNDN, xác định giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn của công ty trong trường hợp sau:

a. Công ty không sử dụng nợ,  $r_E = 16\%/năm$ .

b. Công ty vay nợ 250 tỷ đồng,  $r_D = 8\%/năm$ .

c. Tính  $r_E$  và tính lại  $WACC_L$ ?

79

79

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D. Nội dung

#### D2. Lý thuyết M&M trong môi trường CÓ thuế

##### ❖ Định đề I: Cơ cấu vốn và giá trị công ty

Giá trị của công ty có sử dụng nợ lớn hơn giá trị công ty không sử dụng nợ đúng bằng hiện giá tấm chắn thuế từ lãi vay.

$$V_U = \frac{EBIT \times (1 - t)}{r_U}$$

$$V_L = \frac{EBIT \times (1 - t)}{r_U} + D \times t = V_U + D \times t$$

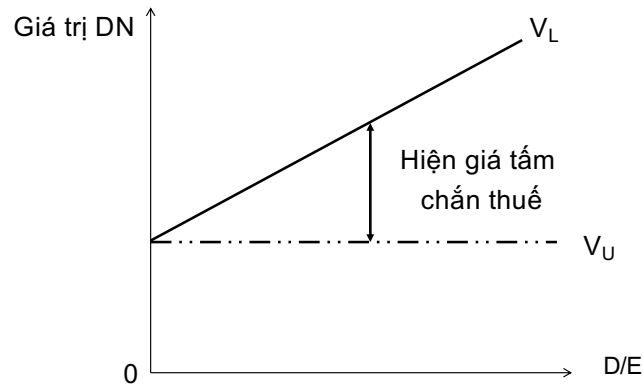
81

81

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D2. Lý thuyết M&M trong môi trường CÓ thuế

##### ❖ Định đề I: Cơ cấu vốn và giá trị công ty



82

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D. Nội dung

#### D2. Lý thuyết M&M trong môi trường CÓ thuế

##### ❖ Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn

- Việc thay đổi cơ cấu vốn theo hướng gia tăng tỷ lệ nợ làm chi phí VSCH thay đổi cùng chiều.
- Công ty sẽ được hưởng lợi ích chi phí rẻ hơn từ nợ mới, và chi phí sử dụng vốn bình quân giảm.

83

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D2. Lý thuyết M&M trong môi trường CÓ thuế

##### ❖ Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn

Chi phí sử dụng vốn của công ty có vay nợ giảm so với công ty không có vay nợ nhờ vào tấm chắn thuế từ lãi vay.

$$r_E = r_U + (r_U - r_D) \times (1 - t) \times \frac{D}{E}$$

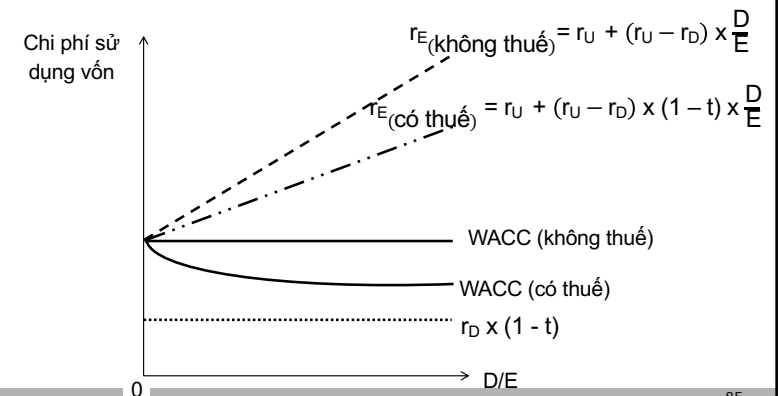
$$WACC_L = r_L = \frac{E}{D + E} \times r_E + \frac{D}{D + E} \times (1 - t) \times r_D$$

84

### 5.2.3. Lý thuyết M&M

#### D2. Lý thuyết M&M trong môi trường CÓ thuế

##### Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn



85

## D2. Lý thuyết M&M trong môi trường CÓ thuế

### ❖ Định đề II: Cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn

VD: Công ty A có lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) là 200 tỷ đồng.

Với các giả định của M&M và trong môi trường có thuế và thuế 20%, xác định giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn của công ty trong trường hợp sau:

a. Công ty không sử dụng nợ,  $r_E = 16\%/năm$ .

b. Công ty vay nợ 250 tỷ đồng,  $r_D = 8\%/năm$ .

86

## 5.2.3. Lý thuyết M&M

### E. Kết luận

Môi trường không có thuế	Môi trường có thuế
<b>Định đề I: cơ cấu vốn và giá trị công ty</b>	
$V_L = V_U$	$V_L = V_U + D \times t$
<b>Định đề II: cơ cấu vốn và chi phí sử dụng vốn</b>	
$r_L = r_U$ $r_E = r_U + (r_U - r_D) \times \frac{D}{E}$ $WACC_L = r_L = \frac{E}{D+E} \times r_E + \frac{D}{D+E} \times r_D$	$r_L < r_U$ $r_E = r_U + (r_U - r_D) \times (1 - t) \times \frac{D}{E}$ $WACC_L = r_L = \frac{E}{D+E} \times r_E + \frac{D}{D+E} \times (1 - t) \times r_D$

88

88

## 5.2.3. Lý thuyết M&M

### E. Kết luận

- Lý thuyết M&M về cơ cấu vốn đã giải thích được mối quan hệ giữa cơ cấu vốn với giá trị công ty và chi phí sử dụng vốn của công ty.
- Lý thuyết này còn tồn tại nhiều giả định phi thực tế cần được tháo bỏ để phù hợp với thực tiễn hoạt động và đưa ra quyết định tài chính của công ty.

89

## 5.2.4. Lý thuyết đánh đổi

### A. Giới thiệu

Lý thuyết đánh đổi được đưa ra bởi:

- Alan Kraus & Robert H. Litzenberger (1973)
- Stewart C. Myers (1984).

### B. Giả định

- Giống với các giả định của M&M trong môi trường có thuế
- Công ty gia tăng tỷ lệ nợ dẫn đến tình trạng khó khăn tài chính (financial distress) và làm phát sinh các chi phí.

90

#### 5.2.4. Lý thuyết đánh đổi

##### C. Nội dung

Tính hai mặt của việc sử dụng nợ:

- Lợi ích từ tấm chắn thuế.
- Gia tăng nguy cơ rủi ro tài chính

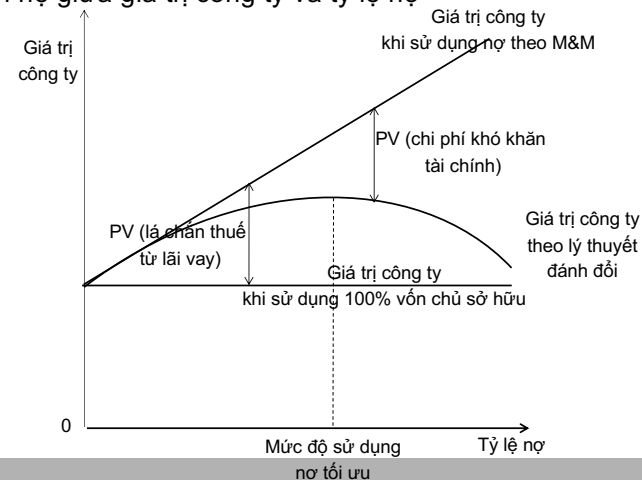
Công ty cần duy trì cơ cấu vốn sao cho cân bằng được hai mặt đối lập này.

$$V_L = V_U + PV(\text{lá chắn thuế}) - PV(\text{chi phí khó khăn tài chính})$$

91

#### 5.2.4. Lý thuyết đánh đổi

Mối quan hệ giữa giá trị công ty và tỷ lệ nợ



92

#### 5.2.4. Lý thuyết đánh đổi

##### D. Chi phí khi công ty gặp khó khăn về tài chính

- Chi phí trực tiếp (chi phí pháp lý và hành chính)
- Chi phí gián tiếp (sự mất lòng tin của nhà đầu tư, chủ nợ, khách hàng...)
- Nghiên cứu về chi phí phá sản của Jerold.B.Warner (1977) và mô hình Z score của Edward I. Altman (1968), có thể dự đoán tình trạng khó khăn tài chính và nguy cơ phá sản của công ty trong tương lai gần.

93

#### 5.2.4. Lý thuyết đánh đổi

##### E. Kết luận

- Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn đã giải thích được đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đến giá trị của công ty khi có tác động của lá chắn thuế và chi phí khó khăn tài chính.
- Lý thuyết này góp phần giải thích sự khác biệt trong cấu trúc vốn giữa các ngành nghề khác nhau.
- Lý thuyết này không giải thích được sự khác biệt trong cơ cấu vốn của các công ty có cùng rủi ro trong cùng ngành nghề.

94

### So sánh cơ cấu vốn của hai công ty sau

Đvt: triệu VND

	CÔNG TY CỔ PHẦN ĐƯỜNG BIÊN HÒA - BHS		CÔNG TY CỔ PHẦN MÍA ĐƯỜNG LAM SƠN - LSS	
	31/12/2014	Tỷ lệ phần trăm	31/12/2014	Tỷ lệ phần trăm
<b>Nợ phải trả</b>	1.431.564	61%	774.404	35%
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	851.040	39%	1.466.993	65%
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.343.338</b>	<b>100%</b>	<b>2.241.396</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Trích Báo cáo tài chính năm 2014 của Công ty cổ phần đường Biên Hòa  
Báo cáo tài chính năm 2014 của Công ty cổ phần mía đường Lam Sơn

95

### 5.2.5. Lý thuyết ưu tiên

#### A. Giới thiệu

Lý thuyết trật tự phân hạng được đưa ra bởi:

- Gordon Donaldson (1961)
- Stewart C. Myers & Nicolas Majluf (1984)

#### 6.5.2. Giả định

- Tồn tại sự bất cân xứng thông giữa nhà quản lý và nhà đầu tư.
- Nhà quản trị công ty hành động vì lợi ích tốt nhất cho các chủ sở hữu hiện tại.

96

### 5.2.5. Lý thuyết ưu tiên

#### C. Nội dung

- Lý thuyết trật tự phân hạng không đề cập đến việc xác định có hay không có một cơ cấu vốn tối ưu cho công ty.
- Cung cấp cho nhà quản trị thứ tự ưu tiên khi ra quyết định lựa chọn nguồn vốn để tài trợ.
- Thứ tự ưu tiên này phản ánh mục tiêu của các nhà quản trị muốn đảm bảo quyền kiểm soát cho các chủ sở hữu hiện tại, giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu mới.

97

### 5.2.5. Lý thuyết ưu tiên

#### C. Nội dung

##### Nguồn tài trợ từ bên trong:

- + Lợi nhuận giữ lại

##### Nguồn tài trợ từ nợ:

- + Vay nợ trực tiếp
- + Nợ có thể chuyển đổi

##### Nguồn tài trợ từ vốn cổ phần mới:

- + Cổ phần thưởng
- + Cổ phần ưu đãi không chuyển đổi
- + Cổ phần ưu đãi chuyển đổi

98

#### 5.2.5. Lý thuyết ưu tiên

##### D. Kết luận

- Lý thuyết trật tự phân hạng việc lựa chọn nguồn tài trợ trong cơ cấu vốn của từng công ty.
- Tuy nhiên, lý thuyết trật tự phân hạng đã không xét đến ảnh hưởng của thuế TNDN, tình trạng khó khăn tài chính, ...

99

99

#### KẾT LUẬN

- Lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng bổ sung và hoàn thiện cho lý thuyết M&M về cơ cấu vốn
- Trong thực tế, các lý thuyết này đã lý giải và làm rõ các quyết định về cơ cấu vốn của nhà quản trị tài chính công ty.

100

100