


Chương 8:

Quản trị tài chính dài hạn


1



Nội dung

- Cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi
- Trái phiếu
- Trái phiếu chuyển đổi. Trái phiếu kèm chứng quyền
- Tín dụng thuê mua (leasing)


8-2



Các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động tài trợ vốn của công ty

- Tổng nhu cầu tài trợ của công ty.
- Mức độ và khả năng tăng trưởng của nguồn vốn nội bộ.
- Tình hình kinh tế.
- Sự sẵn có của tín dụng
- Lãi suất


8-3



Khái niệm cổ phiếu

- Cổ phiếu là chứng khoán xác nhận quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp của người nắm giữ cổ phiếu đối với tài sản và thu nhập của tổ chức phát hành ra cổ phiếu đó.
 - Người phát hành: công ty.
 - Biểu hiện quyền sở hữu, cổ đông có quyền kiểm soát công ty.
 - Không có thời hạn xác định.
 - Cổ đông là người có quyền ưu tiên cuối cùng về thu nhập và tài sản của tổ chức phát hành.


8-4



Khái niệm cổ phiếu

- Cổ đông có nhiều quyền lợi nhưng phải chịu mọi rủi ro của công ty.
- Mệnh giá: Là giá trị mà công ty xác nhận các cổ đông đã đóng góp vào công ty tương ứng với mỗi cổ phần.
- Cổ tức: Là phần lợi nhuận công ty trả cho các cổ đông, được tính


8-5



Phân loại cổ phiếu

Cổ phiếu thường	Cổ phiếu ưu đãi
Cổ tức không cố định	Cổ tức cố định
Thứ tự ưu tiên thanh toán cuối cùng	Thứ tự ưu tiên thanh toán trước cổ phiếu thường và sau trái phiếu
Được quyền biểu quyết	Thường không được quyền biểu quyết
Rủi ro cao	Rủi ro thấp hơn


8-6



Cổ phiếu ưu đãi

- Một số cổ phiếu ưu đãi đặc biệt:
 - Cổ phiếu ưu đãi tích lũy (cumulative): phần cổ tức chưa thanh toán được sẽ được cộng vào năm sau.
 - Cổ phiếu ưu đãi dự phần (participating): Nếu công ty làm ăn phát đạt cổ đông có thể được chia thêm cổ tức.
 - Cổ phiếu ưu đãi có thể mua lại (callable): cho phép chủ thể phát hành mua lại cổ phiếu.
 - Cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi (convertible): cho phép chuyển thành cổ phiếu thường.


8-7



Giá cổ phiếu

- Giá cổ phiếu phản ánh giá trị hiện tại của những thu nhập dự kiến của cổ phiếu trong tương lai.
- Các nhân tố gây tác động tới sự kỳ vọng của các nhà đầu tư về lợi tức trong tương lai sẽ có xu hướng làm thay đổi giá cổ phiếu
- Các nhân tố khác cũng tác động đến giá cổ phiếu
 - Lãi suất
 - Lạm phát
 - Rủi ro

8-8



Vai trò của vốn cổ phần

- Vốn cổ phần là một nguồn vốn quan trọng để tài trợ cho hoạt động đầu tư của công ty.
 - Hầu hết các doanh nghiệp chủ yếu dựa vào lợi nhuận để lại
 - Khi không đủ lợi nhuận để lại
 - Cắt giảm những lợi tức: các công ty thường tránh làm
 - Nâng khoản vay nợ
 - Tăng vốn cổ phần

8-9



Vai trò của vốn cổ phần

- Trong một số trường hợp các công ty sẽ mua lại cổ phiếu của mình (share buyback)
 - Thường đi liền với việc giá cổ phiếu tăng đột biến: Các hệ số tài chính của công ty sẽ được cải thiện. (Giảm số lượng cổ phiếu, giá sử các yếu tố khác không đổi, thu nhập trên đầu cổ phiếu (EPS) tăng).
 - Cổ phiếu được mua lại sẽ là cổ phiếu quỹ
 - Giảm thiểu tối đa sự loãng giá từ việc xây dựng kế hoạch quyền mua cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên.

8-10



Khái niệm trái phiếu

- Là chứng khoán nợ quy định nghĩa vụ của người đi vay (người phát hành) phải trả cho người cho vay (người đầu tư) một khoản tiền nhất định bao gồm gốc và lãi trong những khoảng thời gian cụ thể.
 - Người phát hành: chính phủ, công ty.
 - Các yếu tố cần xác định trước: lãi suất, số tiền gốc (mệnh giá) và thời hạn.
 - Nhà đầu tư biết được dòng tiền sẽ thu được trong thời hạn đầu tư.

8-11



Đặc trưng của trái phiếu công ty

- Mệnh giá: Là số tiền công ty cam kết sẽ hoàn trả cho người nắm giữ trái phiếu cho tới khi trái phiếu đáo hạn.
- Thời hạn: khoảng thời gian từ khi trái phiếu được phát hành đến khi đáo hạn.
- Lãi suất cuống phiếu (coupon): lãi suất công ty cam kết thanh toán theo định kỳ, thường ấn định khi trái phiếu phát hành. $\text{Lãi suất cuống phiếu} \times \text{Mệnh giá} = \text{Lãi cuống phiếu}$.

8-12

Đặc trưng của trái phiếu công ty

- Lợi suất của trái phiếu:
 - Lợi suất của trái phiếu chất lượng cao gần với lợi suất của trái phiếu chính phủ.
 - Lợi suất của trái phiếu chất lượng thấp phụ thuộc vào điều kiện thị trường và các yếu tố ảnh hưởng tới rủi ro của công ty.
- Điều khoản quỹ chìm (sinking fund)
- Điều khoản mua lại (call provision)



8-13

Những tín hiệu từ việc phát hành trái phiếu công ty




- Sự phát hành trái phiếu do một sự thiếu hụt dòng tiền không định trước
 - Có xu hướng làm giảm giá trái phiếu của nhà phát hành
 - Có xu hướng làm giảm giá cổ phiếu của nhà phát hành
- Sự phát hành trái phiếu mới để mở rộng vốn của công ty có thường có báo hiệu lạc quan tới thị trường

8-14

Một số loại trái phiếu công ty

- Trái phiếu tín chấp (debenture)
- Giấy chứng nhận nợ hạng hai (subordinate debenture)
- Trái phiếu thế chấp (mortgage bond)
- Trái phiếu thả nổi lãi suất (floating-rate bond)
- Trái phiếu thu nhập (income bond)
- Trái phiếu chỉ số (indexed bond)
- Trái phiếu chiết khấu (Discount Bond)
- Trái phiếu đảm bảo bằng hàng hoá (Commodity-backed bond)

8-15




Định giá trái phiếu.

- Nguyên tắc: Giá trái phiếu là giá trị hiện tại của các dòng tiền của trái phiếu trong tương lai, bao gồm các giá trị sau:
 - Giá trị hiện tại của lãi coupon phiếu.
 - Giá trị hiện tại của mệnh giá.

$P = PV(\text{Lãi coupon phiếu}) + PV(\text{Mệnh giá})$

$$P = \frac{C}{1+k_d} + \frac{C}{(1+k_d)^2} + \frac{C}{(1+k_d)^3} + \dots + \frac{C}{(1+k_d)^n} + \frac{F}{(1+k_d)^n}$$

8-16



Định giá trái phiếu.


Hay:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+k_d)^t} + \frac{F}{(1+k_d)^n}$$

Trong đó:

P: giá trái phiếu.
n: số kỳ trả lãi
C: lãi coupon phiếu (coupon) định kỳ.
 k_d : lãi suất yêu cầu (lãi suất chiết khấu).
F: Mệnh giá.

8-17




Định giá trái phiếu.

Vì các khoản thanh toán lãi định kỳ bằng nhau nên công thức trên có thể rút gọn như sau:

$$P = C \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+k_d)^n}}{k_d} \right] + \frac{F}{(1+k_d)^n}$$

8-18




Định giá trái phiếu.

Ví dụ: Tính một trái phiếu công ty có thời hạn 30 năm mệnh giá là \$1000, có lãi suất coupon 10%, thanh toán mỗi năm một lần, thời hạn còn lại là 10 năm, biết rằng lãi suất yêu cầu là 10%/năm.

$$P = 100 \times \left[\frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.1)^{10}}}{0.1} \right] + \frac{1000}{(1 + 0.1)^{10}} = 1000$$


8-19



Chứng khoán có tài sản bảo đảm được phát hành bởi các công ty

- Chứng khoán hóa
 - Quá trình tạo ra các chứng khoán có tài sản bảo đảm (ABS)
- Ví dụ: Các khoản cho vay cầm cố nhà đất
 - Được lấy ra khỏi từ bảng tổng kết tài chính của những tổ chức cho vay.
 - Chuyển thành các chứng khoán đảm bảo bằng các khoản cho vay cầm cố nhà đất.
 - Thường cần có sự tham gia của các ngân hàng đầu tư

8-20



Vai trò của chứng khoán hoá

- Giảm thiểu chi phí huy động vốn.
- Các công ty có quyền kiểm soát bảng tổng kết tài sản lớn hơn.
- Giúp một công ty tránh khỏi việc phát hành khoản vay nợ bổ sung
- Nâng cao năng lực tài chính của công ty phát hành.
- Cho phép sự đa dạng hóa tài sản lớn hơn.
- Đem một nguồn lợi nhuận mới cho cty

8-21

Chứng khoán có tài sản bảo đảm được phát hành bởi các công ty

EXHIBIT 19.3 The Issue and Growth of Asset-Backed Securities (ABS)

	Year-End Volume in Billions of Dollars							
Assets Backing Issued Securities	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Loans to businesses and student loans	\$83	\$90	\$108	\$105	\$104	\$105	\$89	\$90
Residential (mortgage) loans*	396	425	487	548	677	1087	1677	1937
Commercial mortgages	116	165	223	248	291	337	433	527
Consumer loans	457	528	598	633	597	572	605	671
Consumer leases†	10	7	7	6	6	5	4	4
Accounts (trade) receivable	67	83	88	83	77	76	96	122
Real estate investment trust assets	12	10	7	14	30	82	115	130
Percent of asset-backed securities issued as:								
Corporate bonds	61%	56%	64%	75%	79%	77%	79%	77%
Commercial paper	39	44	36	25	21	23	21	23

*Residential (mortgage) loans include single-family homes and multifamily dwellings.

†Receivables from operating leases, such as consumer auto leases.

Note: Figures rounded to the nearest billion dollars.

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Statistical Release Z.1, various quarterly issues.

8-22

Phân tích công cụ chứng quyền và quyền chuyển đổi

- Chứng quyền là một quyền chọn mua dài hạn.
- Trái phiếu chuyển đổi bao gồm một trái phiếu lãi suất cố định cộng một quyền chọn mua.

8-23

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Một công ty dự kiến phát hành trái phiếu kèm chứng quyền, mệnh giá là \$1.000, chi tiết cụ thể như sau:
 - Giá cổ phiếu hiện hành (P_0) = \$10.
 - K_d trái phiếu tương đương, thời hạn 20 năm, trả lãi hàng năm không có chứng quyền = 12%.
 - Mỗi trái phiếu được phát hành kèm 50 chứng quyền, giá thực hiện là \$12,50.
 - Giá trị của mỗi chứng quyền là \$1,50.

8-24

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Lãi suất coupon của mỗi trái phiếu kèm chứng quyền là bao nhiêu?
 - Bước 1 – Tính giá trị của trái phiếu trong gói phát hành

$$V_{\text{Gói phát hành}} = V_{\text{TP}} + V_{\text{CQ}} = \$1.000$$

$$V_{\text{CQ}} = 50(\$1,50) = \$75$$

$$V_{\text{TP}} + \$75 = \$1.000$$

$$V_{\text{TP}} = \$925.$$

8-25

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Bước 2 – Tính số tiền lãi coupon định kỳ và lãi suất coupon
 - Sử dụng máy tính tài chính để tính PMT hoặc từ công thức định giá trái phiếu có thể tính được tiền lãi coupon hàng năm $C = \$110$, tương đương với mức lãi suất coupon là $\$110 / \$1,000 = 11\%$.

INPUTS	20	12	-925	1000
	N	I/YR	PV	FV
OUTPUT			110	

8-26

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Nếu sau khi phát hành, chứng quyền có giá là \$2,50, giá trị của gói phát hành là:
 - $V_{\text{Gói phát hành}} = \$925 + 50(2.50) = \$1,050$.
 - Công ty có thể đặt mức lãi suất coupon thấp hơn, hoặc giảm số chứng quyền phát hành kèm theo trái phiếu hoặc tăng giá thực hiện.
 - Các cổ đông bị chịu ảnh hưởng khi phát hành chứng quyền.

8-27

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Khi nào thực hiện chứng quyền:
 - Thông thường chứng quyền được bán sẽ trên thị trường ở mức giá cao hơn giá trị lý thuyết của chứng quyền.
 - Chứng quyền thường được thực hiện ngay trước khi đáo hạn.
 - Nhà đầu tư có thể thực hiện chứng quyền nếu cổ tức tăng.
 - Khi chứng quyền được thực hiện, công ty sẽ nhận được = Giá thực hiện X Số chứng quyền
 - Giá thực hiện thường ở mức 10%-30% giá cổ phiếu tại ngày phát hành.

8-28

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Chi phí cơ hội của vốn khi phát hành trái phiếu kèm chứng quyền:
 - Giả sử sau 5 năm giá của cổ phiếu là $P_5 = \$17,50$, nhà đầu tư thực hiện chứng quyền.
 - Chi phí cơ hội cho mỗi chứng quyền là $\$17,50 - \$12,50 = \$5,00$.
 - Mỗi trái phiếu được kèm 50 chứng quyền, vậy chi phí cơ hội của mỗi trái phiếu = $50(\$5,00) = \250 .

8-29

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Dòng tiền của trái phiếu theo thời gian:

0	1	...	4	5	6	...	19	20
+1,000	-110		-110	-110	-110		-110	-110
				-250				-1,000
				-360				-1,110

- Sử dụng máy tính tài chính có thể tính được $IRR = 12.93\%$, đây là chi phí trước thuế của trái phiếu.

8-30

Ví dụ: Trái phiếu kèm chứng quyền

- Như vậy chi phí trái phiếu kèm chứng quyền cao hơn chi phí trái phiếu không kèm chứng quyền (12%) vì một phần của lợi suất là do chênh lệch giá cổ phiếu, rủi ro hơn so với thu nhập từ lãi trái phiếu.
- Tuy nhiên chi phí vẫn thấp hơn so với chi phí vốn cổ phần vì một phần của lợi suất được cố định trước (lãi trái phiếu).

8-31

Ví dụ: Trái phiếu chuyển đổi


- Một công ty dự kiến phát hành trái phiếu chuyển đổi có thể mua lại, chi tiết cụ thể như sau:
 - Thời hạn 20 năm, lãi suất coupon 10% thanh toán hàng năm, mệnh giá là \$1.000
 - Lãi suất chiết khấu của trái phiếu tương tự không có điều khoản đi kèm là 12%.
 - Trái phiếu sẽ được mua lại khi giá trị chuyển đổi > \$1.200.
 - $P_0 = \$10$; $D_0 = \$0,74$; $g = 8\%$.
 - Tỷ lệ chuyển đổi = CR = 80 cổ phần.

8-32

Ví dụ: Trái phiếu chuyển đổi

- Giá chuyển đổi (P_c):
 - Được xác định bằng mệnh giá trái phiếu chia cho tỷ lệ chuyển đổi $P_c = \$1.000 / 80 = \$12,50$.
 - Giá chuyển đổi thường được lấy cao hơn khoảng 10% đến 30% so với giá cổ phiếu tại ngày phát hành.


8-33

 **Ví dụ: Trái phiếu chuyển đổi**

- Giá trị của trái phiếu không có điều khoản chuyển đổi:
- $k_d=12\%$, $C=100$, $n=20$; $F=\$1.000 \rightarrow P_0=\$850,61$


INPUTS	20	12	100	1000
	N	I/YR	PMT	FV
OUTPUT	-850.61			

8-34

 **Giá trị của đặc tính chuyển đổi**

- Vì trái phiếu chuyển đổi sẽ bán với giá \$1.000, giá trị của đặc tính chuyển đổi là:
$$\begin{aligned} \$1.000 - \$850,61 &= \$149,39. \\ &= \$1,87/\text{cổ phần}. \end{aligned}$$

8-35

 **Giá trị chuyển đổi kỳ vọng trong tương lai**

- Giá trị chuyển đổi $= C_t = CR(P_0)(1 + g)^t$.
- Tại $t = 0$, giá trị chuyển đổi là:
$$C_0 = 80(\$10)(1.08)^0 = \$800.$$
- Tại $t = 10$, giá trị chuyển đổi là:
$$C_{10} = 80(\$10)(1.08)^{10} = \$1,727.14.$$

8-36

Giá sàn của trái phiếu chuyển đổi

- Giá sàn của TPCĐ bằng max của giá trị trái phiếu thông thường và giá trị chuyển đổi.
- Tại $t = 0$, giá sàn là \$850.61.
 - Giá TP thông thường₀ = \$850.61. $C_0 = \$800$.
- Tại $t = 10$, giá sàn là \$1,727.14.
 - Giá TP thông thường₁₀ = \$887.00. $C_{10} = \$1,727.14$.
- TPCĐ thường bán trên giá sàn do đặc tính chuyển đổi luôn có giá trị.

8-37

Xác định thời điểm công ty mua lại trái phiếu

- Công ty sẽ bắt buộc chuyển đổi khi giá trị chuyển đổi $C = 1.2(\$1,000) = \$1,200$.
- Để xác định thời điểm mua lại, giải phương trình xác định t khi biết $C_0 = \$800$, $C_t = 1,200$; $g = 8\%$

INPUTS	8	-800	0	1200
	N	I/YR	PV	PMT
OUTPUT	5.27			

8-38

Chi phí vốn của trái phiếu chuyển đổi

0	1	2	3	4	5
1,000	-100	-100	-100	-100	-100
					-1,200
					-1,300

- Giá sử trái phiếu được chuyển đổi vào cuối năm thứ 5.
- Với dòng tiền như trên, có thể tính được IRR = 13.08%.

8-39

Chi phí vốn của trái phiếu chuyển đổi

- Vì rủi ro của trái phiếu chuyển đổi nhỏ hơn rủi ro cổ phiếu và lớn hơn rủi ro của trái phiếu nên $k_d < k_c < k_e$.
 - Ở ví dụ trên, $k_e = \$0.74(1.08) / \$10 + 0.08 = 16.0\%$.
 - $k_d = 12\% < k_c < k_e = 16\%$

8-40

Các đặc điểm khác của chứng quyền và quyền chuyển đổi

- Việc thực hiện chứng quyền sẽ làm tăng thêm vốn cổ phần mà không phải giảm vốn nợ có lãi suất thấp
- Chuyển đổi trái phiếu sẽ làm tăng thêm vốn cổ phần và giảm vốn nợ vay, do vậy tỷ lệ nợ giảm, tăng khả năng phát hành thêm nợ.
- Nếu giá cổ phiếu không tăng, chứng quyền và quyền chuyển đổi sẽ không được thực hiện, vốn nợ không thay đổi.

8-41

Cho thuê tài chính

- Thường được coi là hình thức tài trợ “ngoại bảng” nếu không được “vốn hoá”.
- Là một hình thức thay thế của tài trợ bằng vốn vay.
- Cho thuê tài chính phân biệt với thuê mua hoạt động ở các điểm sau:
 - Thuê mua vốn không kèm dịch vụ bảo trì.
 - Hợp đồng thuê mua vốn không thể hủy bỏ.
 - Khấu hao vốn được khấu hao toàn bộ.

8-42

So sánh giữa cho thuê tài chính và vay để mua

Dữ liệu:

- Chi phí mua máy tính mới: 1,200,000.
- Thời gian sử dụng: 4 năm, khấu hao nhanh
- Thuế = 40%.
- $k_d = 10\%$.

8-43

So sánh giữa cho thuê tài chính và vay để mua

Dữ liệu:

- Chi phí bảo trì \$25,000/năm, trả vào đầu năm.
- Giá trị cuối năm thứ 4: \$125,000.
- Thời gian thuê mua 4 năm.
- Phí thuê tài chính hàng năm là \$340,000/năm, trả vào đầu năm.

8-44

Khấu hao

Giá trị khấu hao = \$1,200,000

<u>Year</u>	<u>Rate</u>	<u>Depreciation Expense</u>	<u>End-of-Year Book Value</u>
1	0.33	\$ 396,000	\$804,000
2	0.45	540,000	264,000
3	0.15	180,000	84,000
4	0.07	84,000	0
	<u>1.00</u>	<u>\$1,200,000</u>	

8-45

Lãi suất chiết khấu trong cho thuê tài chính

- Chi phí sau thuế.
- Vì chi phí vốn vay trước thuế k_d là 10%, chi phí sau thuế là vậy chi phí sau thuế là 6%.

$$A-T k_d = 10\%(1 - T) = 10\%(1 - 0.4) = 6\%.$$

8-46

Tính chi phí sở hữu tài sản thuê tài chính

Đơn vị: \$1,000

	0	1	2	3	4
Chi phí tài sản	(1,200.0)				
Tiết kiệm thuế từ khấu hao ¹		158.4	216.0	72.0	33.6
Chi phí bảo trì (AT) ²	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	
Giá trị cuối năm thứ 4 (AT) ³					75.0
Dòng tiền ròng	(1,215.0)	143.4	201.0	57.0	108.6


PV(chi phí sở hữu tài sản thuê tài chính) (@ 6%) = -\$766.948.

8-47

Tính chi phí sở hữu tài sản thuê tài chính

- Khấu hao là chi phí trước thuế, do vậy có sự tiết kiệm nhờ thuế: Năm 1 = $0.4(\$396) = \158.4 .
- Chi phí bảo trì mỗi năm là \$25, là chi phí trước, chi phí sau thuế là $(1 - T)(\$25) = \15 .
- Giá trị tài sản vào cuối năm thứ tư (giá trị thu hồi tài sản- Salvage value) là \$125, bị đánh thuế, do vậy dòng tiền sau thuế là $(1 - T)(\$125) = \75.0 .

8-48




Tính chi phí thuê tài chính

Đầu v: \$1,000

Thời gian	Chi phí sau thuế
0	-204
1	-204
2	-204
3	-204
4	

- Chi phí thuê tài chính hằng năm là \$340, được khấu trừ thuế, vậy chi phí thuê tài chính sau thuế là:
 $(1-T)(\$340) = -\204 .
- $PV(\text{Chi phí thuê tài chính}) (@6\%) = -\749.294 .


8-49



Lợi ích ròng từ thuê tài chính (Net Advantage Leasing)

- $NAL = PV(\text{chi phí sở hữu tài sản thuê mua}) - PV(\text{chi phí thuê tài chính})$
- $NAL = \$766.948 - \$749.294 = \$17.654$
- Vì chi phí sở hữu tài sản lớn hơn chi phí thuê tài chính, công ty nên tài trợ bằng thuê tài chính.

8-50



Tác động của điều khoản hủy bỏ tới rủi ro thuê tài chính

- Điều khoản hủy bỏ làm giảm rủi ro của người thuê.
- Tuy nhiên, điều khoản này làm tăng rủi ro cho của bên cho thuê.

8-51
