

## CHƯƠNG 14

# CHÍNH SÁCH NỢ TÁC ĐỘNG NHƯ THẾ NÀO ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP ?

---

---

---

---

---

---

---

### NHỮNG KHÁI NIỆM CHUNG

Tài nguyên cơ bản của một doanh nghiệp là dòng các lưu kim do tài sản của doanh nghiệp sản xuất ra.

Khi doanh nghiệp được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần thường, tất cả các dòng tiền đổ thuộc về các cổ đông.

Khi doanh nghiệp phát hành cả chứng khoán nợ và chứng khoán cổ phần thường, dòng tiền được chia thành hai dòng:

- Một dòng tương đối an toàn thuộc về chủ nợ
- Một dòng rủi ro hơn thuộc về các cổ đông

---

---

---

---

---

---

---

### NHỮNG KHÁI NIỆM CHUNG

#### Định đề I của M&M cho rằng :

Một doanh nghiệp không thể thay đổi *tổng* giá trị các chứng khoán bằng cách phân chia các dòng tiền thành các dòng khác nhau.

Giá trị của doanh nghiệp được xác định bằng các tài sản thực, chứ không phải bằng các chứng khoán mà doanh nghiệp phát hành.

Như vậy cấu trúc vốn không liên quan đến giá trị doanh nghiệp khi các quyết định đầu tư của doanh nghiệp đã được định sẵn.

---

---

---

---

---

---

---

## NHỮNG KHÁI NIỆM CHUNG

Trên thực tế, cấu trúc vốn **có** đặt thành vấn đề.

Tuy nhiên nếu không hiểu các điều kiện mà theo đó lý thuyết MM đúng, sẽ không hiểu tại sao một cấu trúc vốn này lại tốt hơn một cấu trúc vốn khác.

Giám đốc tài chính cần phải biết các loại bất hoàn hảo của thị trường để tìm được cấu trúc vốn tối ưu.

### 14.1 TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY TRONG MỘT NỀN KINH TẾ CẠNH TRANH KHÔNG CÓ THUẾ

Một chính sách tối đa hóa giá trị doanh nghiệp cũng tối đa hóa tài sản cổ đông.

Công ty Wapshot Mining Company, bán 1000 cổ phần của với giá 50\$/cổ phần và vay 25.000\$.

Tổng giá trị thị trường V của tất cả chứng khoán đang lưu hành của Wapshot là:

$$V = D + E = 75.000\$$$

#### Vốn cổ phần có đòn bẩy tài chính

Cổ phần của Wapshot được gọi là **vốn cổ phần có đòn bẩy tài chính** (levered equity).

Giả dụ là Wapshot còn nâng mức đòn bẩy tài chính thêm bằng cách **vay thêm 10.000\$** và dùng số tiền này trả cho các cổ đông như một cổ tức đặc biệt **10\$/cổ phần**.

Vốn cổ phần của Wapshot sẽ là bao nhiêu sau chi trả cổ tức đặc biệt này?

**14.1 TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY  
TRONG MỘT NỀN KINH TẾ CẠNH TRANH  
KHÔNG CÓ THUẾ**

Nợ cũ		25.000\$
Nợ mới		<u>10.000\$</u>
D	=	35.000\$
Vốn cổ phần E	=	?
<hr/>		
Giá trị doanh nghiệp V	=	?

**Giả định:**

Wapshot bỏ qua chính sách cổ tức và sau thay đổi trong cấu trúc vốn, nợ cũ và nợ mới có trị giá 35.000\$.

Khoản nợ mới làm tăng rủi ro của các trái phiếu cũ. Nếu các trái chủ cũ không thể đòi được một lãi suất cao hơn, giá trị đầu tư của họ sẽ giảm.

Do vậy, trong chương này, giả định là bất kỳ phát hành nợ mới nào cũng không có tác động trên giá trị thị trường của nợ hiện hữu.

<b>V = 75.000\$</b>	<b>V = 80.000\$</b>
<b>E = V - D</b> = 75.000 - 35.000 = 40.000\$.	<b>E = V - D</b> = 80.000 - 35.000 = 45.000\$.
<b>Mức lỗ bù trừ bằng đúng 10.000\$ cổ tức đặc biệt</b>	<b>Mức lỗ vẫn còn là 5.000\$</b>
<p>➡ Bất kỳ gia tăng hay sụt giảm trong V do một thay đổi trong cấu trúc vốn đều tích lũy cho cổ đông của doanh nghiệp.</p> <p>➡ Chính sách tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp chính là tối đa hóa giá trị lợi ích của cổ đông</p>	

### Giả định của MM

Không có các chi phí giao dịch khi mua và bán chứng khoán.

Không có một nhà đầu tư riêng lẻ nào có một ảnh hưởng lớn đối với giá cả chứng khoán.

Có sẵn thông tin liên quan cho tất cả các nhà đầu tư và không phải mất tiền.

Tất cả các nhà đầu tư có thể vay hay cho vay với cùng lãi suất.

Tất cả các nhà đầu tư có các kỳ vọng đồng nhất về lợi nhuận của một doanh nghiệp .

---

---

---

---

---

---

---

### Lập luận của Modigliani và Miller

Trong một thị trường hoàn hảo bất kỳ một kết hợp chứng khoán nào cũng đều tốt như nhau.

Giá trị của doanh nghiệp không chịu tác động của lựa chọn cấu trúc vốn.

---

---

---

---

---

---

---

### Lập luận của Modigliani và Miller

Giả định có hai doanh nghiệp phát sinh cùng một dòng các lợi nhuận hoạt động và chỉ khác nhau ở cấu trúc vốn.

Doanh nghiệp U không có đòn bẩy tài chính.

$$\Rightarrow E(U) = V(U)$$

Ngược lại, doanh nghiệp L có đòn bẩy tài chính.

$$\Rightarrow E(L) = V(L) - D(L)$$

---

---

---

---

---

---

---

### Lập luận của Modigliani và Miller

Nếu mua 1% của cổ phần của U :

Đầu tư	Thu nhập
$0,01V_U$	0,01 lợi nhuận

Nếu mua 1% của cổ phần của L :

Đầu tư		Thu nhập
Nợ	$0,01D_L$	0,01 Lãi
Vốn cổ phần	$0,01E_L$	0,01 (Lợi nhuận - lãi)
Tổng cộng	$0,01(D_L + E_L) = 0,01V_L$	0,01 Lợi nhuận

### Lập luận của Modigliani và Miller

Cả hai chiến lược đều cho cùng một thu nhập: 1% lợi nhuận của doanh nghiệp.

Ở các thị trường vận hành tốt:

$$0,01V_U = 0,01V_L$$

Giá trị của doanh nghiệp không có nợ vay phải bằng với giá trị của doanh nghiệp có nợ vay.

### Lập luận của Modigliani và Miller

Giả dụ quyết định mua 1% cổ phần đang lưu hành của doanh nghiệp có nợ vay.

Đầu tư	Thu nhập
$0,01E_L = 0,01(V_L - D_L)$	0,01 (Lợi nhuận - Lãi)

Một chiến lược khác : vay  $0,01D_L$  để mua 1% cổ phần của doanh nghiệp không vay nợ.

Đầu tư		Thu nhập
Nợ vay	$-0,01D_L$	-0,01 Lãi
Vốn cổ phần	$0,01V_U$	0,01 (Lợi nhuận)
Tổng cộng	$0,01(V_U - D_L)$	0,01 (Lợi nhuận - lãi)

### Quy luật bảo tồn giá trị

Nếu ta có hai dòng tiền A và B, hiện giá của A + B bằng hiện giá của A cộng với hiện giá của B.

Chúng ta có thể chia một dòng tiền thành nhiều phần nhỏ; giá trị của các phần này sẽ luôn luôn bằng tổng số của giá trị từng phần.

Giá trị của doanh nghiệp được xác định bởi tài sản cụ thể ở cột *bên trái* của bảng cân đối kế toán - chứ không phải bởi tỷ lệ chứng khoán nợ và chứng khoán vốn cổ phần do doanh nghiệp phát hành

### Lập luận mua bán song hành

*Mua bán song hành* (arbitrage) là quy trình mua và bán cùng một lúc các chứng khoán cùng loại ở các thị trường khác nhau để hưởng lợi do chênh lệch giá.

Các nhà đầu tư có thể gia tăng lợi nhuận bằng cách sử dụng **đòn bẩy tài chính cá nhân** (personal financial leverage) thay cho đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

Quy trình mua bán song hành này diễn ra nhanh đến nỗi giá trị thị trường của các doanh nghiệp có sử dụng nợ và không sử dụng nợ bằng nhau.

### Ý nghĩa của định đề I

$$\text{Tỷ suất sinh lợi dự kiến từ tài sản} = r_A = \frac{\text{Lợi nhuận hoạt động dự kiến}}{\text{Giá trị thị trường của tất cả chứng khoán}}$$

$$\Rightarrow r_A = \left( \frac{D}{D+E} \times r_D \right) + \left( \frac{E}{D+E} \times r_E \right)$$

$$\Rightarrow r_E = r_A + \frac{D}{E} (r_A - r_D)$$

## Định đề II

▣ Tỷ suất sinh lợi dự kiến từ vốn cổ phần thường của một doanh nghiệp có vay nợ tăng tương ứng với tỷ lệ nợ/vốn cổ phần ( $D/E$ ), được đo lường bằng giá trị thị trường.

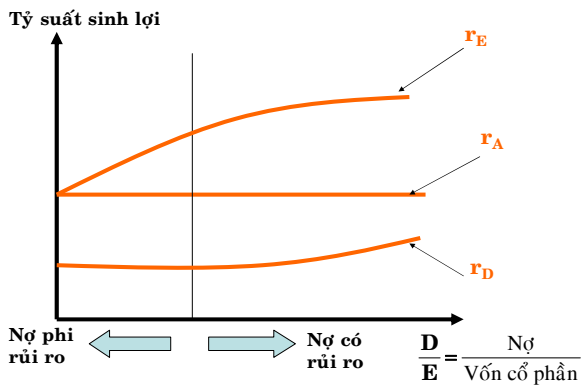
▣ Tỷ lệ gia tăng tùy thuộc vào chênh lệch giữa  $r_A$  và  $r_D$ .

## Định đề II

▣ Trước quyết định vay

$$\begin{aligned} r_E &= r_A = \frac{\text{Lợi nhuận hoạt động dự kiến}}{\text{Giá trị thị trường của tất cả chứng khoán}} \\ &= \frac{1.500}{10.000} = 0,15 \text{ hay } 15\% \end{aligned}$$

## Định đề II



### Đánh đổi rủi ro - lợi nhuận

Làm thế nào các cổ đông không quan tâm tới đòn bẩy tài chính khi mà đòn bẩy tài chính làm tăng tỷ suất sinh lợi dự kiến?

Câu trả lời là bất kỳ gia tăng nào trong tỷ suất sinh lợi dự kiến cũng bị bù trừ bằng đúng một gia tăng trong rủi ro

---

---

---

---

---

---

---

### Định đề II

Beta của tài sản = ( Tỷ lệ nợ x beta của nợ ) + ( Tỷ lệ vốn cổ phần x beta của vốn cổ phần )

$$\beta_A = \left( \frac{D}{D+E} \times \beta_D \right) + \left( \frac{E}{D+E} \times \beta_E \right)$$



$$\beta_E = \beta_A + \frac{D}{E} (\beta_A - \beta_D)$$

---

---

---

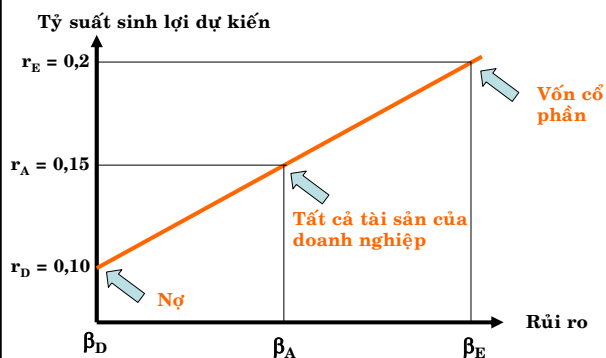
---

---

---

---

### Định đề II



---

---

---

---

---

---

---

### 14.3 QUAN ĐIỂM TRUYỀN THỐNG

Các chuyên gia tài chính đã nghĩ gì về chính sách nợ trước MM?

Để có thể hiểu được nó, phải đề cập đến chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền.

Chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền =

$$r_A = \left( \frac{D}{V} \times r_D \right) + \left( \frac{E}{V} \times r_E \right)$$

---

---

---

---

---

---

---

---

### 14.3 QUAN ĐIỂM TRUYỀN THỐNG

□ Lưu ý rằng chúng ta vẫn giả định định đề I là đúng.

□ Nếu không, chúng ta không thể sử dụng bình quân gia quyền đơn giản này làm suất chiết khấu, ngay cả cho những dự án không làm thay đổi “hạng rủi ro” kinh doanh của doanh nghiệp.

---

---

---

---

---

---

---

---

### 14.3 QUAN ĐIỂM TRUYỀN THỐNG

#### Hai điều cảnh báo

#### □ Cảnh báo 1

Các cổ đông muốn gia tăng giá trị doanh nghiệp, đến việc làm giàu hơn là một doanh nghiệp có chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền thấp.

#### □ Cảnh báo 2

Nợ là nguồn vốn rẻ hơn nhưng không thể cắt giảm WACC bằng cách vay nhiều nợ hơn nếu việc vay mượn thêm đưa đến việc các cổ đông lại đòi hỏi tỷ suất sinh lợi cao hơn nữa.

---

---

---

---

---

---

---

---

### 14.3 QUAN ĐIỂM TRUYỀN THỐNG

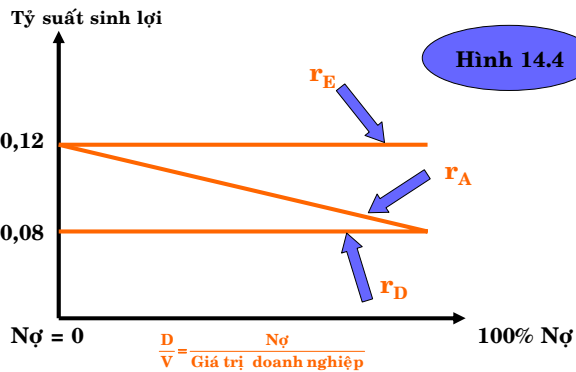
Các tỷ suất sinh lợi từ vốn cổ phần có đòn bẩy tài chính

#### □ Hình 14.4

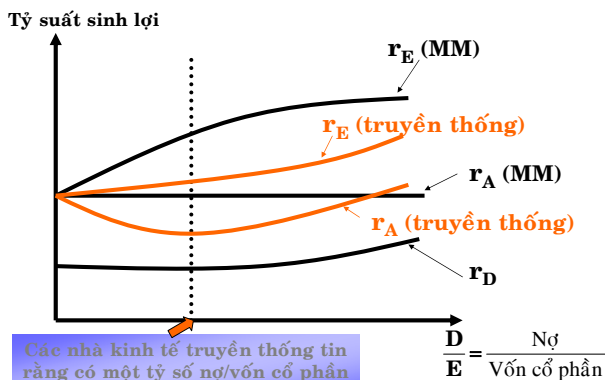
Nếu tỷ suất sinh lợi dự kiến do các cổ đông đòi hỏi  $r_E$  không chịu tác động của đòn bẩy tài chính, thì  $r_A$  giảm khi doanh nghiệp vay thêm nợ. Ở tỷ lệ 100% nợ,  $r_A$  bằng lãi suất  $r_D$ .

Đây là một trường hợp vô lý và hoàn toàn phi thực tế

Các tỷ suất sinh lợi từ vốn cổ phần có đòn bẩy tài chính



#### Định đề II



Tìm các vi phạm của các định đề của MM ở đâu?

- ❑ Các định đề của MM dựa vào các thị trường vốn hoàn hảo nhưng chỉ tìm các bất hoàn hảo thị trường thôi thì không đủ.
- ❑ Các nhà kinh tế truyền thống khẳng định các bất hoàn hảo làm cho việc vay nợ trở nên tốn kém và không thuận tiện cho nhiều cá nhân.
- ❑ Đối với một nhóm khách hàng, nợ vay doanh nghiệp có lợi hơn nợ vay cá nhân và họ sẵn lòng chi trả một lệ phí để mua cổ phần của một doanh nghiệp có vay nợ.

---

---

---

---

---

---

---

---

Tìm các vi phạm của các định đề của MM ở đâu?

- ❑ Một nhóm khách hàng *chưa thỏa mãn*, tức các nhà đầu tư muốn tìm một loại công cụ tài chính đặc thù nhưng do các bất hoàn hảo thị trường, họ không thể mua được hay không thể mua được với giá rẻ.
- ❑ Nhưng nếu khách hàng bây giờ đã thỏa mãn, họ sẽ không sẵn lòng chi trả lệ phí để mua cổ phần có đòn bẩy tài chính nữa. *Chỉ các giám đốc tài chính nào nhận biết trước tiên nhóm khách hàng này mới thu được lợi từ việc này.*

---

---

---

---

---

---

---

---

Tìm các vi phạm của các định đề của MM ở đâu?

- ❑ Định đề I của MM bị vi phạm khi doanh nghiệp, do thiết kế giàu tưởng tượng về cấu trúc vốn của mình, có thể cung cấp *một dịch vụ tài chính* có thể đáp ứng nhu cầu của một nhóm khách hàng như vậy.
- ❑ Hoặc là dịch vụ này *mới và độc nhất*, hoặc doanh nghiệp phải cung cấp một dịch vụ *cũ nhưng rẻ hơn* nhiều so với các doanh nghiệp khác hoặc các nhà trung gian tài chính khác có thể cung cấp.

---

---

---

---

---

---

---

---

### Các bất hoàn hảo và các cơ hội

❑ Các bất hoàn hảo thị trường vốn nghiêm trọng nhất thường là các bất hoàn hảo do chính phủ tạo ra. Một bất hoàn hảo hỗ trợ cho vi phạm định đề I của MM *cũng* tạo nên một cơ hội hái ra tiền.

❑ Một khi khách hàng đã được thỏa mãn, định đề I của MM được tái lập (cho đến khi chính phủ lại tạo ra một bất hoàn hảo mới).

---

---

---

---

---

---

---

### Các bất hoàn hảo và các cơ hội

Nếu bạn có bao giờ tìm được một nhóm khách hàng chưa thỏa mãn, hãy chụp lấy cơ hội và làm ngay một việc gì đó, nếu không, các thị trường vốn sẽ biến chuyển và tước mất cơ hội đó của bạn.

---

---

---

---

---

---

---