

## CHƯƠNG 15

# MỘT DOANH NGHIỆP NÊN VAY BAO NHIÊU ?

## ĐẶT VẤN ĐỀ

□ Nếu chính sách nợ **hoàn toàn** không đặt thành vấn đề, thì tỷ lệ nợ thực tế sẽ thay đổi ngẫu nhiên giữa doanh nghiệp này với doanh nghiệp khác và giữa ngành này với ngành khác.

□ Tuy nhiên, hầu hết các hãng hàng không, ngân hàng .. đều trông cậy rất nhiều vào nợ. Ngược lại, hiếm thấy một công ty được phẩm, quảng cáo lại không được tài trợ chủ yếu bằng vốn cổ phần.

□ Các công ty “tăng trưởng” cực nhanh như Genentech, Hewlett-Packard và Merck hiếm khi sử dụng nhiều nợ. Hay thậm chí hoàn toàn không sử dụng đến nợ như Microsoft.

## ĐẶT VẤN ĐỀ

□ Chúng ta sẽ **không** từ bỏ lý thuyết MM mà nhằm đến một lý thuyết MM kết hợp với các tác động:

- > Thuế,
- > Chi phí phá sản và khánh kiệt tài chính,
- > Và nhiều yếu tố khác.

□ Chúng ta muốn xem các thị trường vốn vận hành tốt **đáp ứng** thế nào với thuế và các yếu tố khác được đề cập trong chương này.

## 15.1 THUẾ THU NHẬP DOANH NGHIỆP

□ Tài trợ nợ có một lợi thế quan trọng. Lãi từ chứng khoán nợ là một chi phí được khấu trừ thuế. Cổ tức và lợi nhuận giữ lại thì không.

□ **Bảng 15.1:** báo cáo lợi tức của doanh nghiệp U, không có nợ, và doanh nghiệp L, có nợ vay 1.000\$, lãi suất 8%. Thuế của L ít hơn của U 28\$..

□ Khoản khấu trừ thuế của lãi từ chứng khoán nợ làm tăng tổng lợi nhuận có thể dùng để trả cho các trái chủ và cổ đông.

Bảng 15.1	Báo cáo lợi tức của doanh nghiệp U	Báo cáo lợi tức của doanh nghiệp L
□ Lợi nhuận trước lãi và thuế (EBIT)	\$1.000	\$1.000
□ Lãi trả cho các trái chủ	0	80
□ Lợi nhuận trước thuế	1.000	920
□ Thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất 35%	350	322
□ Lợi nhuận ròng cho cổ đông	\$ 650	\$ 598
□ Tổng lợi nhuận cho trái chủ và cổ đông	\$0+650 = \$ 650	\$80 + 598 = \$ 678
□ Tầm chắn thuế (Khoản khấu trừ thuế lãi từ chứng khoán nợ) (0,35 x lãi)	\$ 0	\$ 28

## 15.1 THUẾ THU NHẬP DOANH NGHIỆP

- Các tầm chắn thuế có thể là các tài sản có giá trị.
- Các tầm chắn thuế tùy thuộc vào:
  - Thuế suất
  - Khả năng của L đạt được đủ lợi nhuận để chi trả lãi.
- Khả năng L đạt lợi nhuận đủ để chi trả lãi phải chắc chắn một cách hợp lý nếu không L đã không thể vay với lãi suất 8%.



Nên chiết khấu các tầm chắn thuế với một suất chiết khấu nào?

### Chiết khấu các tấm chắn thuế

#### □ Giả định :

Rủi ro của các tấm chắn thuế bằng rủi ro của các chi trả lãi phát sinh ra các tấm chắn thuế này.

➔ Nên chiết khấu với tỷ lệ là 8%

$$PV(\text{tấm chắn thuế}) = \frac{28}{0,08} = 350\$$$

---

---

---

---

---

---

---

---

### Chiết khấu các tấm chắn thuế

□ Trên thực tế, chính phủ gánh chịu 35% nghĩa vụ nợ 1.000\$ của L.

□ Với giả định này, hiện giá của tấm chắn thuế độc lập với  $r_D$ .

$$PV(\text{tấm chắn thuế}) = \frac{\text{Thuế suất thuế TNDN} \times \text{Lãi từ chứng khoán nợ dự kiến}}{\text{Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trên nợ}}$$

➔

$$= \frac{T_c(r_D \times D)}{r_D} = T_c D$$

---

---

---

---

---

---

---

---

Tấm chắn thuế từ lãi chứng khoán nợ đóng góp thế nào vào giá trị vốn cổ phần của cổ đông?

#### Bảng cân đối kế toán thông thường (Giá trị thị trường)

Giá trị tài sản (hiện giá các dòng tiền sau thuế)	<input type="checkbox"/> Nợ <input type="checkbox"/> Vốn cổ phần
Tổng tài sản	Tổng nợ và vốn cổ phần

#### Bảng cân đối kế toán mở rộng (Giá trị thị trường)

Giá trị tài sản trước thuế (hiện giá của các dòng tiền trước thuế)	<input type="checkbox"/> Nợ <input type="checkbox"/> Hiện giá của thuế tương lai <input type="checkbox"/> Vốn cổ phần
Tổng tài sản trước thuế	Tổng nợ và vốn cổ phần

---

---

---

---

---

---

---

---

## MM và Thuế

~~Định đề 1 của MM được “chỉnh” lại để phản ánh thuế thu nhập doanh nghiệp~~

$$\begin{array}{lcl} \text{Giá trị của} & \text{Giá trị doanh nghiệp} & \\ \text{doanh} & \text{nếu được tài trợ} & \text{PV(tám chắn} \\ \text{nghiệp} & \text{hoàn toàn bằng vốn} & \text{thuế)} \\ & \text{cổ phần.} & \end{array} =$$

Trong trường hợp đặc biệt của nợ vĩnh viễn:

$$\begin{array}{lcl} \text{Giá trị của} & \text{Giá trị doanh nghiệp} & \\ \text{doanh} & \text{nếu được tài trợ hoàn} & \\ \text{nghiệp} & \text{toàn bằng vốn cổ} & \\ & \text{phần.} & \end{array} = \quad + T_c D$$

## 15.2 THUẾ THU NHẬP CÁ NHÂN VÀ THUẾ THU NHẬP DOANH NGHIỆP

□ Mục tiêu của doanh nghiệp là sắp xếp cấu trúc vốn nhằm tối đa hóa lợi nhuận sau thuế.

□ Hình 15.1 : Vay nợ tốt hơn nếu  $1 - T_p$  lớn hơn  $(1 - T_{pE}) \times (1 - T_c)$ ; và ngược lại. Lợi thế thuế tương đối của nợ so với vốn cổ phần là:

$$\text{Lợi thế tương đối của nợ} = \frac{1 - T_{pE}}{(1 - T_{pE})(1 - T_c)}$$

## 15.2 THUẾ THU NHẬP CÁ NHÂN VÀ THUẾ THU NHẬP DOANH NGHIỆP

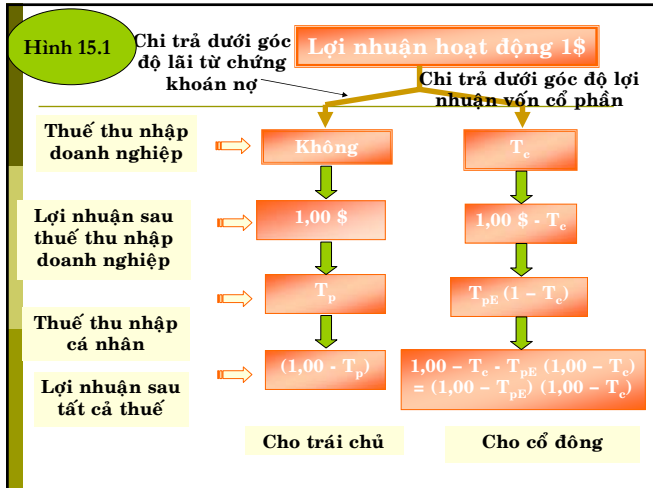
□ Ta có hai trường hợp đặc biệt:

➤ Thứ nhất, tất cả lợi nhuận từ vốn cổ phần đều là cổ tức.

$$\text{Lợi thế tương đối} = \frac{1 - T_p}{(1 - T_{pE})(1 - T_c)} = \frac{1}{1 - T_c}$$

➤ Thứ hai xảy ra khi thuế TNDN và thuế TN cá nhân bù qua sớt lại với nhau, làm cho chính sách nợ không đặt thành vấn đề. Điều này đòi hỏi:

$$1 - T_p = (1 - T_{pE})(1 - T_c)$$




---

---

---

---

---

---

---

---

### “Nợ và Thuế” của Merton Miller

- Cấu trúc vốn tác động thế nào đến giá trị của doanh nghiệp khi các nhà đầu tư có các thuế suất khác nhau?
- Giả dụ : Không chi trả thuế trên lợi nhuận vốn cổ phần;  $T_{pE}$  bằng 0
- Nhưng thuế suất thuế đánh trên lãi từ chứng khoán nợ tùy thuộc vào khung thuế suất của nhà đầu tư.

---

---

---

---

---

---

---

---

### “Nợ và Thuế” của Merton Miller

- Một điểm cuối cùng về cân bằng thuế của Miller: Do ông giả định  $T_{pE} = 0$ , các nhà đầu tư sẽ nắm giữ **cổ phần thường có rủi ro thấp** để nhận được tỷ suất sinh lợi thấp hơn so với tỷ suất sinh lợi từ nợ vay.
- Một cổ phần an toàn (có beta bằng 0).  

$$r = r_f$$

Nhưng nhà đầu tư chuyển hướng từ vốn cổ phần sang nợ: từ bỏ  $r$  và đạt được  $r_f(1 - T_p)$  là lãi suất **sau thuế**. Trạng thái cân bằng:

  - >  $r = r_f(1 - T_p)$ .
  - >  $T_p = T_c$ .  $\Rightarrow r = r_f(1 - T_c)$ .

➔ Nếu chấp nhận toàn bộ lập luận của Miller, đường thị trường chứng khoán sẽ đi ngang lãi suất phi rủi ro sau thuế.

---

---

---

---

---

---

---

---

### 15.3 CHI PHÍ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

- ❑ Kiệt quệ tài chính (Financial distress) xảy ra khi không thể đáp ứng các hứa hẹn với các chủ nợ hay đáp ứng một cách khó khăn.
- ❑ Đôi khi kiệt quệ tài chính đưa đến phá sản. Đôi khi nó chỉ có nghĩa là đang gặp khó khăn, rắc rối.
- ❑ Kiệt quệ tài chính rất tốn kém. Lo ngại của các nhà đầu tư này được phản ánh trong giá trị thị trường của doanh nghiệp có vay nợ.

---

---

---

---

---

---

---

### 15.3 CHI PHÍ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

- ❑ Giá trị của doanh nghiệp có thể được phân thành ba phần:

$$\text{Giá trị doanh nghiệp} = \text{Giá trị nếu được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần} + \text{PV (tầm chắn thuế)} - \text{PV (chi phí của kiệt quệ tài chính)}$$

Chi phí của kiệt quệ tài chính tùy thuộc vào **xác suất kiệt quệ** và **độ lớn của chi phí** phải gánh chịu nếu kiệt quệ tài chính xảy ra.

---

---

---

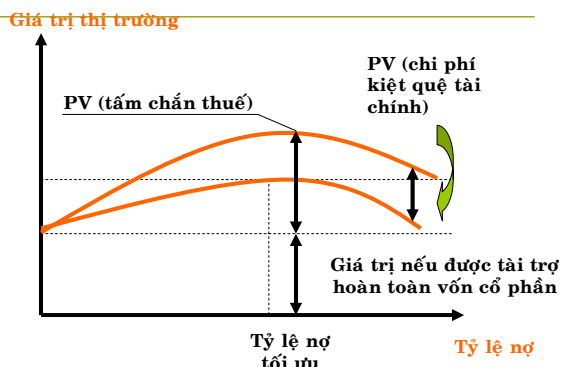
---

---

---

---

### 15.3 CHI PHÍ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH



---

---

---

---

---

---

---

### 15.3 CHI PHÍ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

❑ Chi phí kiệt quệ tài chính gồm :

➢ Chi phí phá sản

➢ Chi phí trực tiếp so với chi phí gián tiếp của phá sản

#### Chi phí phá sản

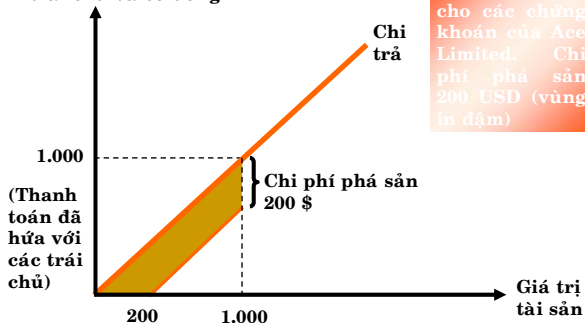
❑ Phá sản doanh nghiệp xảy ra khi các cổ đông thi hành *quyền không thực hiện nghĩa vụ* của họ. Trách nhiệm hữu hạn cho phép các cổ đông dễ dàng rời bỏ doanh nghiệp.

❑ Giả dụ có hai doanh nghiệp có tài sản và hoạt động kinh doanh giống nhau. Mỗi doanh nghiệp đều có nợ và đều hứa sẽ hoàn trả 1.000\$ (vốn và lãi) trong năm tới. Nhưng chỉ có một trong hai doanh nghiệp, Ace Limited, hưởng trách nhiệm hữu hạn. Ace Unlimited, thì không.

Hình 15.4

#### Chi phí phá sản

Tổng chi trả cho các trái chủ và cổ đông



### Chứng cứ của các chi phí phá sản

#### Chúng ta biết gì về chi phí phá sản nói chung?

- ❑ Nghiên cứu 31 doanh nghiệp bị phá sản từ năm 1980 đến 1986, chi phí phá sản bình quân vào khoảng **3% tổng giá trị sổ sách** của tài sản và **20% giá trị thị trường của vốn cổ phần** trong năm trước khi phá sản.
- ❑ Các tỷ lệ tương tự cho các công ty bán lẻ, nhưng cao hơn cho các công ty công nghiệp.
- ❑ Chi phí phá sản cũng chiếm một tỷ lệ lớn hơn giá trị tài sản trong các công ty nhỏ hơn là các công ty lớn. Có các lợi điểm kinh tế nhờ quy mô trong việc phá sản.

### Chi phí trực tiếp so với chi phí gián tiếp của phá sản

- ❑ Chúng ta đã đề cập đến các chi phí **trực tiếp** của phá sản (tức chi phí pháp lý và hành chính).
- ❑ Nhưng phá sản còn có các chi phí gián tiếp, các chi phí này hầu như không thể đo lường được.
- ❑ Các chi phí gián tiếp phản ánh các khó khăn trong việc điều hành một công ty bất kỳ - trong khi đang phá sản.
- ❑ Các trì trệ và các rắc rối pháp lý của việc phá sản thường phá hỏng các nỗ lực của ban giám đốc nhằm ngăn chặn công việc kinh doanh của doanh nghiệp khỏi tồi tệ thêm.

### Kiệt quệ tài chính không đưa đến phá sản

- ❑ Không phải doanh nghiệp nào gặp khó khăn cũng đều đi đến phá sản.
- ❑ Khi một doanh nghiệp gặp khó khăn, cả trái chủ lẫn cổ đông đều muốn doanh nghiệp phục hồi, nhưng ở các khía cạnh khác, quyền lợi của họ có thể mâu thuẫn nhau.
- ❑ Kiệt quệ tài chính tốn kém khi các mâu thuẫn quyền lợi cản trở các quyết định đúng đắn về hoạt động, đầu tư, và tài trợ

Chuyển dịch rủi ro: Trò chơi thứ nhất

❑ Giả dụ NPV của dự án là -2\$, nhưng dự án vẫn được thực hiện, như vậy, làm giảm giá trị của doanh nghiệp 2\$.

❑ Bảng cân đối kế toán mới của Circular sẽ như sau:

Công ty Circular File (Giá trị sổ sách)			
Vốn luân chuyển	\$ 10	\$ 20	Trái phiếu đang lưu hành
Tài sản cố định	18	8	Cổ phần thưởng
Tổng tài sản	\$ 28	\$ 28	Tổng nợ và vốn cổ phần

➔ Giá trị của doanh nghiệp **sụt 2\$**, nhưng chủ sở hữu được **thêm 3\$** vì giá trị của trái phiếu đã **sụt 5\$**.

Chuyển dịch rủi ro: Trò chơi thứ nhất

❑ Giả dụ NPV của dự án là -2\$, nhưng dự án vẫn được thực hiện, như vậy, làm giảm giá trị của doanh nghiệp 2\$.

❑ Bảng cân đối kế toán mới của Circular sẽ như sau:

Công ty Circular File (Giá trị sổ sách)			
Vốn luân chuyển	\$ 10	\$ 20	Trái phiếu đang lưu hành
Tài sản cố định	18	8	Cổ phần thưởng
Tổng tài sản	\$ 28	\$ 28	Tổng nợ và vốn cổ phần

➔ Giá trị của doanh nghiệp **sụt 2\$**, nhưng chủ sở hữu được **thêm 3\$** vì giá trị của trái phiếu đã **sụt 5\$**.

Từ chối đóng góp vốn cổ phần: Trò chơi thứ hai

❑ Các cổ đông, có thể chấp nhận các dự án làm giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp. Còn mâu thuẫn quyền lợi lại có thể đưa đến các sai lầm của việc bỏ qua các dự án tốt.

❑ Giả dụ Circular có một cơ hội **tốt**: một tài sản tương đối an toàn có chi phí 10\$ với hiện giá 15\$ và NPV bằng +5\$.

❑ Circular phát hành một chứng khoán mới 10\$ và tiến hành đầu tư.

❑ Giả dụ hai cổ phần mới được phát hành cho các chủ sở hữu nguyên thủy để có được 10\$ tiền mặt.

Từ chối đóng góp vốn cổ phần: Trò chơi thứ hai

Bảng cân đối kế toán bây giờ là:

Công ty Circular File (Giá trị sổ sách)

<input type="checkbox"/> Vốn luân chuyển	\$ 20	\$ 33	<input type="checkbox"/> Trái phiếu đang lưu hành
<input type="checkbox"/> Tài sản cố định	25	12	<input type="checkbox"/> Cổ phần thưởng
Tổng tài sản	\$ 45	\$ 45	Tổng nợ và vốn cổ phần

Trái chủ nhận được lãi vốn là 8\$. Xác suất không thực hiện nghĩa vụ thấp hơn, nhưng chi trả cho trái chủ cũng lớn hơn nếu không thực hiện nghĩa vụ

Từ chối đóng góp vốn cổ phần: Trò chơi thứ hai

☐ Một lần nữa, thí dụ của chúng ta minh họa cho một điểm tổng quát:

➤ Nếu giữ cho rủi ro kinh doanh không đổi, bất kỳ gia tăng nào trong giá trị doanh nghiệp được chia sẻ giữa trái chủ và cổ đông.

➤ Giá trị của bất kỳ cơ hội đầu tư nào đối với cổ đông của doanh nghiệp bị giảm vì lợi ích của dự án phải được chia sẻ với các trái chủ.



Như vậy, việc đóng góp vốn cổ phần mới không có lợi riêng cho các cổ đông, cho dù dự án có mang lại NPV lớn hơn zero

Và tóm lược ba trò chơi nữa

☐ **Thu tiền và bỏ chạy**

☐ **Kéo dài thời gian**

☐ **Thả mồi bắt bóng**

#### Chi phí của các trò chơi là gì?

- ❑ Doanh nghiệp càng vay nợ nhiều, sự hấp dẫn của các trò chơi này càng lớn.
- ❑ Các nhà cho vay tự bảo vệ bằng cách đòi hỏi các điều kiện tốt hơn cho mình.
- ❑ Việc thương thảo một hợp đồng nợ có nhiều vấn đề phức tạp tốn kém buộc các nhà cho vay đòi hỏi mức đền bù cao hơn dưới hình thức lãi suất cao hơn.
- ❑ Như vậy các chi phí giám sát - một loại chi phí đại lý khác của nợ - cuối cùng sẽ do các cổ đông chi trả.

---

---

---

---

---

---

---

#### Chi phí của các trò chơi là gì?

- ❑ Các chi phí bắt nguồn từ các chế tài áp đặt cho các quyết định về hoạt động và đầu tư.
- ❑ Thí dụ, một nỗ lực ngăn cản trò chơi “chuyển đổi rủi ro” có thể cũng ngăn cản doanh nghiệp theo đuổi các cơ hội đầu tư tốt :
  - Có các chậm trễ trong thanh lý các khoản đầu tư chính với các nhà cho vay.
  - Các nhà cho vay có thể phủ quyết các đầu tư có rủi ro cao ngay cả nếu hiện giá ròng dương.
  - Các nhà cho vay có thể cố gắng thực hiện một trò chơi của riêng họ, buộc doanh nghiệp giữ lại tiền mặt hay các tài sản có rủi ro thấp cho dù phải bỏ qua các dự án tốt.

---

---

---

---

---

---

---

#### Chi phí kiệt quệ thay đổi tùy theo loại tài sản

- ❑ Một vài tài sản, như các bất động sản có giá trị thương mại có thể trải qua phá sản và tái tổ chức mà giá trị không suy giảm; trong khi giá trị của các tài sản khác hầu như biến mất.
- ❑ Thua lỗ sẽ lớn nhất đối với các **tài sản vô hình** gắn với tình hình sức khỏe của doanh nghiệp :
  - Công nghệ,
  - Nguồn vốn nhân lực
  - Hình ảnh nhãn hiệu.

---

---

---

---

---

---

---

### Lý thuyết đánh đổi của cấu trúc vốn

❑ ~~Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn thừa nhận~~ rằng các tỷ lệ nợ mục tiêu có thể khác nhau giữa các doanh nghiệp:

➤ Các công ty có tài sản hữu hình an toàn và nhiều thu nhập chịu thuế để được khấu trừ nên có **tỷ lệ nợ mục tiêu cao**.

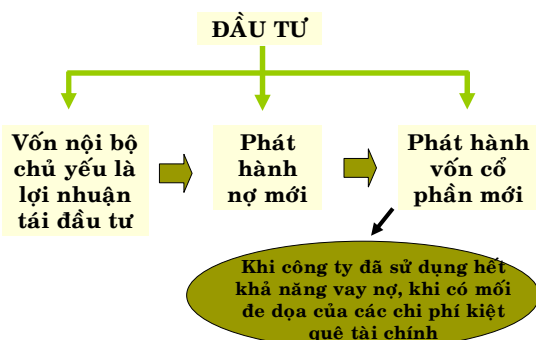
➤ Các công ty không sinh lợi có các tài sản vô hình nhiều rủi ro nên **dựa chủ yếu vào tài trợ vốn cổ phần**.

### 15.4 TRẬT TỰ PHÂN HẠNG CỦA CÁC LỰA CHỌN TÀI TRỢ

❑ Lý thuyết trật tự phân hạng bắt đầu với *thông tin bất cân xứng* - khi các giám đốc biết nhiều về các tiềm năng, rủi ro và các giá trị của công ty mình hơn là các nhà đầu tư từ bên ngoài.

❑ Thông tin bất cân xứng tác động đến lựa chọn giữa tài trợ nội bộ và tài trợ từ bên ngoài, và giữa phát hành mới chứng khoán nợ và chứng khoán vốn cổ phần.

### 15.4 TRẬT TỰ PHÂN HẠNG CỦA CÁC LỰA CHỌN TÀI TRỢ



### Các hàm ý của trật tự phân hạng

- ❑ Các doanh nghiệp thích tài trợ nội bộ hơn.
- ❑ Các doanh nghiệp điều chỉnh tương ứng tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu theo các cơ hội đầu tư, tránh các thay đổi đột xuất trong cổ tức.
- ❑ Các chính sách cổ tức cứng nhắc, cộng với các dao động trong khả năng sinh lợi và các cơ hội đầu tư, có nghĩa là dòng tiền phát sinh nội bộ đôi khi lớn hơn các chi tiêu vốn và đôi khi nhỏ hơn.
- ❑ Nếu cần đến tài trợ từ bên ngoài, các doanh nghiệp bắt đầu với nợ, rồi đến các chứng khoán ghép như trái phiếu chuyển đổi, cổ phần thường là giải pháp cuối cùng.

---

---

---

---

---

---

---