

CHƯƠNG 16

QUYẾT ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN TRONG THỰC TIỄN

Nội dung chính mang tính chất hệ thống liên quan đến quyết định cấu trúc vốn.

- Cấu trúc vốn được định nghĩa là sự kết hợp của nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi, và vốn cổ phần thường.
- Cấu trúc vốn tối ưu tối thiểu hoá chi phí sử dụng vốn, tối thiểu hoá rủi ro và tối đa hoá giá trị doanh nghiệp.
- Giá trị của doanh nghiệp độc lập với cấu trúc vốn nếu có các thị trường vốn hoàn hảo và không có thuế thu nhập doanh nghiệp.
- Với sự hiện diện của thuế TNDN, chi phí phá sản và chi phí đại lý, có thể có một cấu trúc vốn tối ưu gồm cả nợ và vốn cổ phần thường.

16.1 CÁC QUYẾT ĐỊNH CẤU TRÚC VỐN VÀ TỐI ĐA HÓA TÀI SẢN CỔ ĐÔNG

- Số lượng nợ trong cấu trúc vốn tối ưu của doanh nghiệp được gọi là *khả năng vay nợ* của doanh nghiệp.
- Cấu trúc vốn tối ưu và khả năng vay nợ của một doanh nghiệp được xác định bởi các yếu tố:
 - Rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp,
 - Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân,
 - Mức độ phá sản có thể có,
 - Chi phí đại lý,
 - Vai trò của chính sách cấu trúc vốn trong việc cung cấp các tín hiệu về thành quả của doanh nghiệp cho các thị trường vốn.

Các yếu tố khác cần xem xét trong quyết định cấu trúc vốn

- Các tiêu chuẩn ngành
- Tác động của tín hiệu cho thị trường tài chính khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán mới.
- Tác động của ưu tiên quản trị: lý thuyết trật tự phân hạng
- Các hàm ý về quản trị của lý thuyết cấu trúc vốn
- Các vấn đề đạo đức: tác động của mua lại bằng vốn vay (LBO) đối với cổ đông
- Các đòi hỏi của nhà cho vay và cơ quan xếp hạng trái phiếu
- Sự không thích rủi ro của cấp quản lý

16.2 THỰC HÀNH QUẢN TRỊ CẤU TRÚC VỐN

Thực hành quản trị cấu trúc vốn bao gồm 3 vấn đề chính sau:

- Phân tích EBIT-EPS
 - Xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua việc sử dụng phân tích EBIT-EPS
 - Đòn bẩy tài chính và giá cổ phần
- Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt
- Các vấn đề cấu trúc vốn quốc tế

Phân tích EBIT-EPS

- Công ty Macbeth Spot Removers trong chương 15 hiện có một cấu trúc vốn chỉ gồm cổ phần thường (35 triệu cổ phần). Macbeth đang thẩm định hai phương án tài trợ cho việc mở rộng hoạt động :
 - Phương án 1: tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần, bán thêm 15 triệu cổ phần thường với giá 20\$ mỗi cổ phần.
 - Phương án 2: tài trợ thêm bằng nợ, phát hành 300 triệu đô la trái phiếu lãi suất 10%.

Phân tích EBIT-EPS

- Phân tích EBIT-EPS được dùng để giúp doanh nghiệp xác định khi nào tài trợ nợ và khi nào tài trợ vốn cổ phần có lợi hơn.
- Bảng 16.2 minh họa tính toán EPS tại hai mức EBIT giả định khác nhau cho cả hai phương án tài trợ.
- Vì mối liên hệ giữa EBIT và EPS là tuyến tính, hai điểm tính trong bảng 16.2 có thể được dùng để đồ thị hóa mối liên hệ cho mỗi phương án tài trợ, như trong hình 16.1.

Phương án 1 - Tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần

Bảng 16.2

	EBIT = 75	EBIT = 125
EBIT	75	125
Lãi vay	-	-
EBT (Lãi trước thuế)	75	125
Thuế TNDN (thuế suất 40%)	30	50
EAT (Lãi sau thuế)	45	75
Số cổ phần (triệu cổ phần)	50	50
EPS	0.90	1.50
% thay đổi trong EBIT		+66,67%
% thay đổi trong EPS		+66,67%

Phương án 2 - Tài trợ có sử dụng đòn bẩy tài chính

Bảng 16.2

	EBIT = 75	EBIT = 125
EBIT	75	125
Lãi vay	30	30
EBT (Lãi trước thuế)	45	95
Thuế TNDN (thuế suất 40%)	18	38
EAT (Lãi sau thuế)	27	57
Số cổ phần (triệu cổ phần)	35	35
EPS	0.77	1.63
% thay đổi trong EBIT		+66,67%
% thay đổi trong EPS		+112%

Phân tích EBIT-EPS

- Phương trình xác định điểm hoà vốn EBIT giữa 2 phương án được viết như sau:

$$EPS = \frac{EBIT(1 - T)}{N_E} = \frac{(EBIT - R)(1 - T)}{N_{DE}}$$

- N_E : số cổ phần thường chưa chi trả tương ứng của phương án tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ phần.
- N_{DE} : số cổ phần thường chưa chi trả của phương án tài trợ có sử dụng đòn bẩy tài chính.

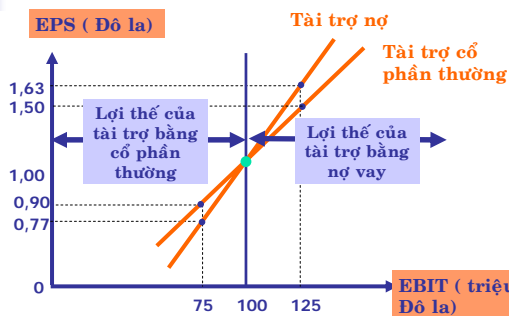
Phân tích EBIT-EPS

- Với các dữ liệu trong ví dụ ở bảng 16.2 cho ta mức EBIT là 100 triệu đô la tại điểm hoà vốn:

$$EPS = \frac{EBIT(1 - 40\%)}{50} = \frac{(EBIT - 30)(1 - 40\%)}{35}$$

$$\begin{aligned} 21EBIT &= 30EBIT - 900 \\ 9EBIT &= 900 \\ EBIT &= 100 \text{ (triệu đô la)} \end{aligned}$$

Phân tích EBIT-EPS



Xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua việc sử dụng phân tích EBIT-EPS

- **Bước 1:** Tính toán mức EBIT dự kiến sau khi mở rộng hoạt động.
- ▢ EBIT dự kiến sẽ là 125 triệu \$/năm trong các điều kiện hoạt động bình thường.
- **Bước 2:** Ước lượng tính khả biến của mức lợi nhuận kinh doanh này
- ▢ Độ lệch chuẩn của lợi nhuận kinh doanh được ước lượng vào khoảng 25 triệu\$/năm.

Xác định một cấu trúc vốn tối ưu thông qua việc sử dụng phân tích EBIT-EPS

- **Bước 3:** Tính toán điểm hoà vốn EBIT giữa hai phương án tài trợ - thêm nợ mới hay duy trì cấu trúc vốn 100% vốn cổ phần.
- ▢ Tính được điểm hoà vốn EBIT là 100 triệu \$.
- **Bước 4:** Phân tích các ước lượng này trong bối cảnh rủi ro mà công ty sẵn sàng chấp nhận.
- **Bước 5:** Xem xét các chứng cứ thị trường để xác định cấu trúc vốn đề xuất có quá rủi ro:
 - Mức độ rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp,
 - Định mức ngành cho các tỷ số đòn bẩy và chỉ số khả năng thanh toán,
 - Khuyến cáo của các ngân hàng đối với doanh nghiệp.

Bước 4 : Phân tích các ước lượng trong bối cảnh rủi ro mà công ty sẵn sàng chấp nhận.

- Công ty quyết định chấp nhận một cơ hội **25% EBIT** trong mỗi năm sẽ thấp hơn điểm hoà vốn và một cơ hội **5%** doanh nghiệp sẽ phải báo cáo lỗ trong từng năm.
- Cần tính xác suất lãi trước thuế và lãi vay sẽ thấp hơn điểm hoà vốn EBIT (100 triệu \$).
- Trên đường cong phân phối chuẩn điểm này sẽ tương đương với:

$$z = \frac{30 \text{ triệu \$} - 125 \text{ triệu \$}}{25 \text{ triệu \$}} = -3,8$$

Xác định điểm hòa vốn giá trị thị trường

- Điểm hòa vốn giá trị thị trường là điểm mà tại đó nếu EBIT dự kiến thấp hơn điểm hoà vốn giá trị thị trường thì cấu trúc vốn thiên về sử dụng vốn cổ phần sẽ có lợi hơn.
- Ngược lại nếu EBIT dự kiến vượt qua điểm hòa vốn giá trị thị trường thì cấu trúc vốn thiên về sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ làm tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp.

Xác định điểm hòa vốn giá trị thị trường

- Điểm hòa vốn giá trị thị trường được xác định bằng phương trình:

$$\frac{[EBIT(1 - T)]P / E_E}{N_E} = \frac{[(EBIT - R)(1 - T)]P / E_{DE}}{N_{DE}}$$

$$\frac{0,6 \times EBIT \times 10}{50} = \frac{0,6 \times (EBIT - 30) \times 9,8}{35}$$

$$210EBIT = 294EBIT - 8.820$$

$$84EBIT = 8.820$$

$$EBIT = 105 \text{ triệu \$}$$

Xác định điểm hòa vốn giá trị thị trường

- Nếu Macbeth tăng đòn bẩy tài chính lên cao hơn nữa thì điều gì sẽ xảy ra?
- Giả dụ công ty đang hoạt động ở mức EBIT 125 triệu đô la, đã chọn một cấu trúc vốn có mức độ đòn bẩy lớn hơn, làm EPS tăng đến 2,25\$.
- Giả dụ thêm là thị trường chứng khoán phân bổ một tỷ số P/E là 6,0, giá cổ phần của công ty sẽ là 13,50\$ hay 2,25\$ x 6,0.

➔ Rõ ràng thay đổi này trong cấu trúc vốn là điều mà công ty không mong muốn.

Tóm lại

- Doanh nghiệp có thể gia tăng thu nhập cho cổ đông bằng cách gia tăng mức rủi ro tài chính.
- Tuy nhiên, gia tăng rủi ro có khuynh hướng làm gia tăng chi phí sử dụng vốn (tương tự như một sụt giảm trong tỷ số P/E),
- Giám đốc tài chính phải xem xét việc đánh đổi giữa thu nhập mỗi cổ phần cao với chi phí sử dụng vốn cao hơn để từ đó đưa ra một quyết định hiệu quả hơn.

Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

- Donaldson cho rằng khả năng vay nợ của một doanh nghiệp sẽ tùy thuộc vào số dư tiền mặt và các dòng tiền ròng dự kiến có sẵn trong một trường hợp xấu nhất (giai đoạn suy thoái)
- Donaldson định nghĩa số dư tiền mặt ròng CBR của một doanh nghiệp trong kỳ suy thoái là:
$$CBR = CB_0 + FCF_R$$
 - CB_0 là số dư tiền mặt vào đầu kỳ suy thoái
 - FCF_R là các dòng tiền tự do

Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

- ⑩ AMAX Corporation, số dư tiền mặt và các chứng khoán thị trường khoảng 154 triệu đô la. Dự báo dòng tiền tự do là 210 triệu đô la trong kỳ suy thoái 1 năm. Cấu trúc vốn hiện tại, gồm khoảng 32% nợ, số dư tiền mặt vào cuối kỳ suy thoái sẽ là 364 triệu đô la (154 triệu đô la cộng với 210 triệu đô la).
- ⑩ Giả dụ rằng AMAX đang xem xét một thay đổi trong cấu trúc vốn, sẽ làm tăng thêm 280 triệu đô la tiền lãi sau thuế hàng năm và chi trả các chi phí tài chính cố định.

Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

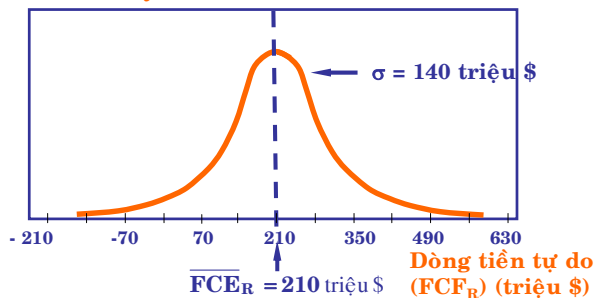
- Kết quả là một số dư tiền mặt vào cuối kỳ suy thoái bằng:
 $CB_R = 154 \text{ triệu} + 210 \text{ triệu} - 280 \text{ triệu}$
 $= 84 \text{ triệu}.$
- AMAX phải quyết định xem số dư tiền mặt dự kiến 84 triệu đô la này có tạo một khoảng cách đủ an toàn (trái dẽm) trong một kỳ suy thoái hay không.

Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

- Nếu AMAX, tin rằng các dòng tiền tự do được phân phối gần (xấp xỉ) chuẩn (*xem phần thứ nhất của hình 16.2*) với giá trị dự kiến trong kỳ suy thoái một năm là 210 triệu đô la và một độ lệch chuẩn 140 triệu đô la, họ có thể tính được xác suất cạn tiền mặt nếu vay thêm nợ mới.
- Phân phối xác suất của số dư tiền mặt của AMAX (*phần thứ hai của hình 16.2*) sẽ có cùng dạng xấp xỉ chuẩn với một độ lệch chuẩn σ là 140 triệu đô la với phân phối xác suất của các dòng tiền tự do (*phần thứ nhất của hình 16.2*).

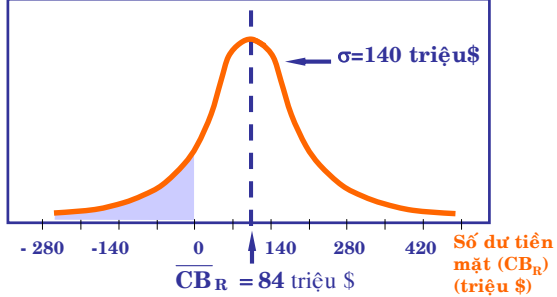
Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

Xác suất xảy ra



Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

Xác suất xảy ra



Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

- AMAX có thể cảm thấy mức rủi ro quá lớn.
- Giả định một rủi ro cạn tiền mặt là 5% trong kỳ suy thoái một năm,
- Tìm các con số của độ lệch chuẩn (z)
- Từ phụ lục 5 ở cuối sách, tìm được giá trị của z là xấp xỉ -1,65.
- Kế tiếp, tính số dư tiền mặt dự kiến cần vào cuối kỳ suy thoái một năm nếu rủi ro cạn tiền mặt được giữ ở mức 5%:

$$CB_R = 231.000.000\$$$

Cuối cùng, công ty chỉ có thể chấp nhận thêm 133 triệu đô la các chi phí tài chính cố định.

Phân tích mất khả năng chi trả tiền mặt

Xác suất xảy ra

