

CHƯƠNG 13

ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH VÀ CHÍNH SÁCH VAY NỢ CỦA DOANH NGHIỆP

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH
BỘ MÔN TCDN



NỘI DUNG

13.1. Cơ cấu nguồn vốn của DN

13.2. Đòn bẩy tài chính

13.3. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu

13.1. Cơ cấu nguồn vốn của DN

13.1.1. Khái niệm về cơ cấu nguồn vốn

- Các chỉ tiêu phản ánh cơ cấu nguồn vốn của DN

13.1.2. Các lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn

Câu hỏi



```
graph TD; A([Câu hỏi]) --> B(Khi cơ cấu nguồn vốn thay đổi thì chi phí sử dụng vốn của Công ty có thay đổi hay không?); A --> C(Khi cơ cấu nguồn vốn thay đổi thì giá trị của Công ty có thay đổi hay không?);
```

Khi cơ cấu nguồn vốn thay đổi thì chi phí sử dụng vốn của Công ty có thay đổi hay không?

Khi cơ cấu nguồn vốn thay đổi thì giá trị của Công ty có thay đổi hay không?

a. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

* Mệnh đề II – Chi phí sử dụng vốn

- Nội dung: *Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng nợ vay (đòn bẩy tài chính).*
- Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông trong trường hợp công ty có sử dụng vay nợ được xác định như sau:

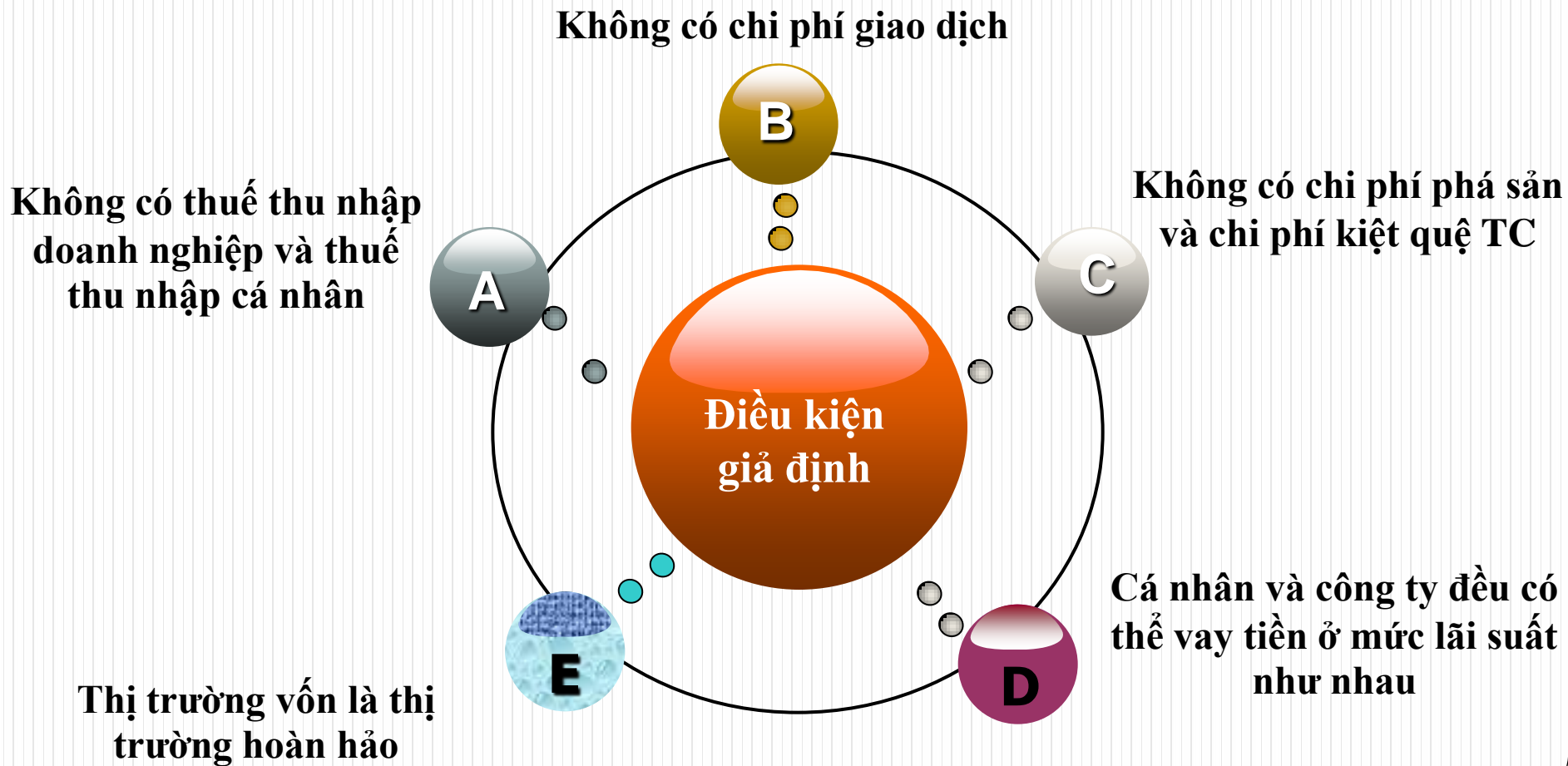
$$r_E = r_A + \frac{D}{E}(r_A - r_D)$$

13.1.2.1. Lý thuyết M&M về cơ cấu nguồn vốn của CT

- *Lý thuyết M&M được phát biểu thành hai mệnh đề:
- + **Mệnh đề I:** Đề cập về giá trị công ty,
- + **Mệnh đề II:** Đề cập về chi phí sử dụng vốn của công ty.

**Các mệnh đề này được xem xét trong 2 trường hợp:
Không có thuế thu nhập và có thuế thu nhập**

a. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế



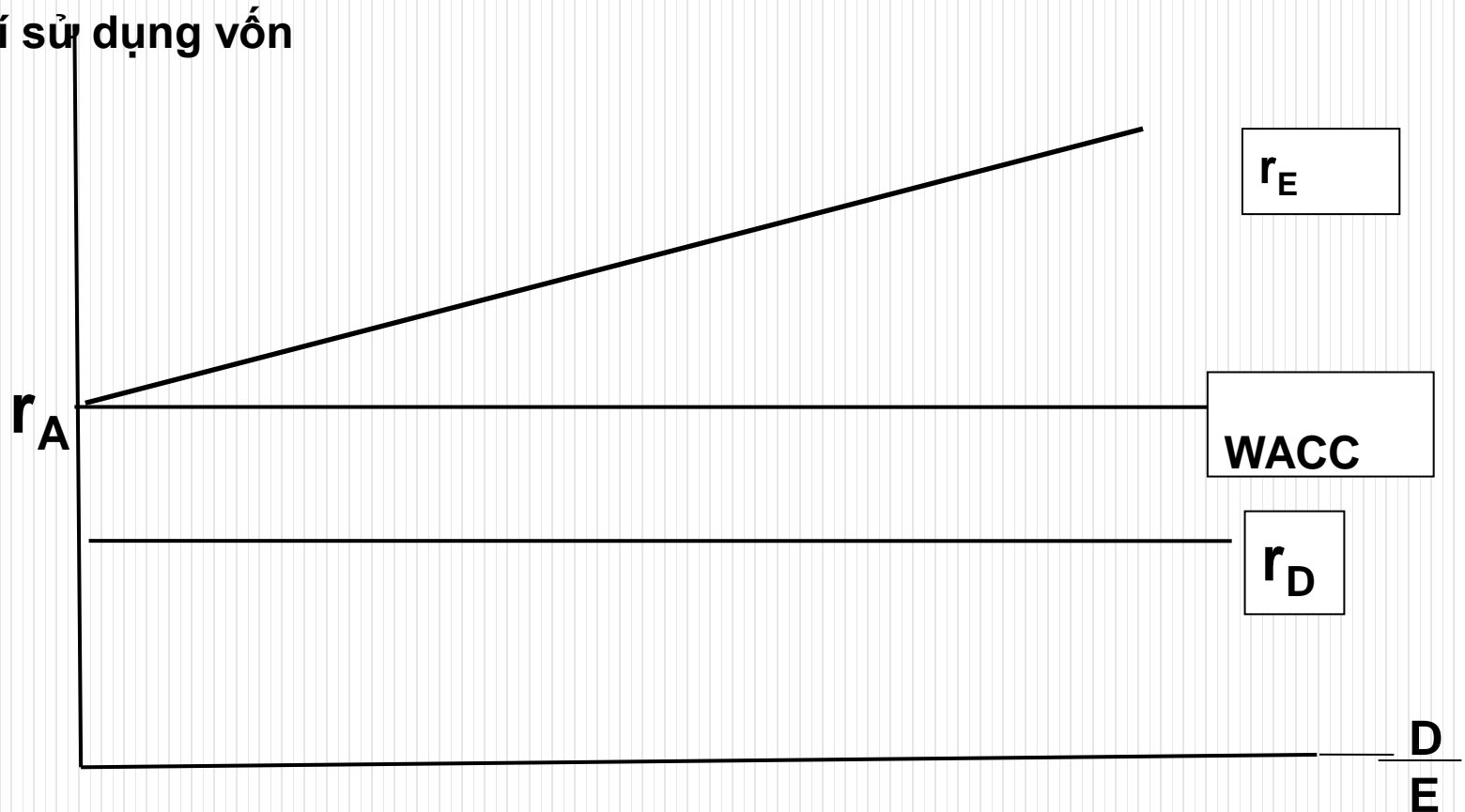
a. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

* Mệnh đề I – Giá trị công ty

- Nội dung: *Trong điều kiện không có thuế, giá trị công ty có vay nợ (V_L) bằng giá trị của công ty không có vay nợ (V_U), nghĩa là $V_L = V_U$.*
- Ý nghĩa của mệnh đề I:

a. Lý thuyết M&M trong trường hợp không có thuế

Chi phí sử dụng vốn



b. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế nhưng không có chi phí phá sản

- **Mệnh đề I- Giá trị công ty**

- Nội dung: *Trong điều kiện có thuế thu nhập, giá trị công ty trong trường hợp có vay nợ sẽ cao hơn giá trị công ty không sử dụng vay nợ. Vì lãi vay đưa lại khoản tiết kiệm thuế.*
- Ta có công thức xác định giá trị doanh nghiệp có vay nợ như sau: $V_L = V_U + T_C D$
- Ý nghĩa mệnh đề I:

b. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế nhưng không có chi phí phá sản

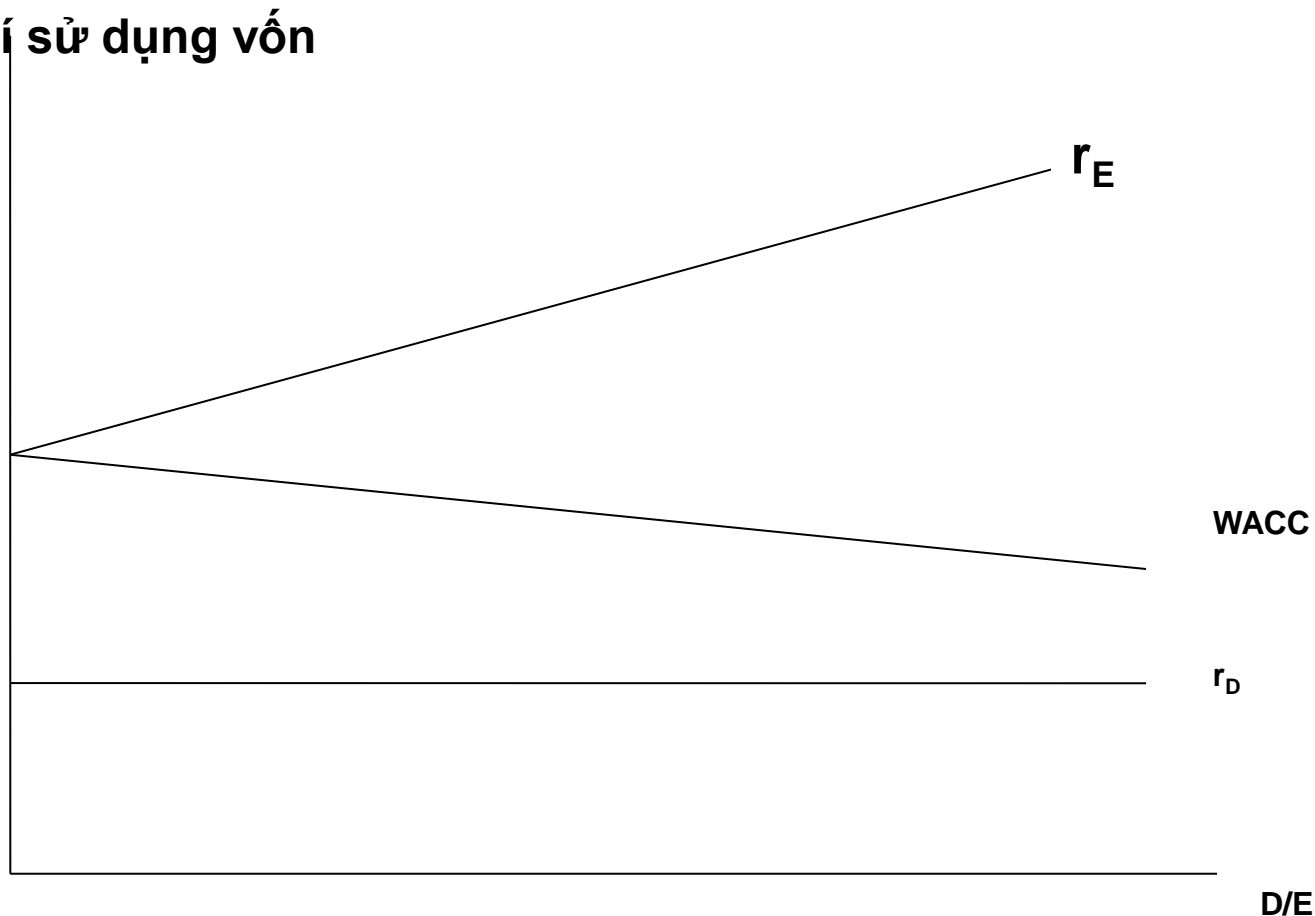
Mệnh đề II- Chi phí sử dụng vốn

- Nội dung: Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông có tăng lên bằng với lợi ích của việc sử dụng đòn bẩy, nhưng WACC giảm xuống vì có khoản tiết kiệm thuế.
- Tỷ suất sinh lời đòi hỏi của cổ đông trong trường hợp này được xác định như sau:

$$R_e = r_A + \frac{D}{E} (1 - t) (r_A - r_D)$$

b. Lý thuyết M&M trong trường hợp có thuế nhưng không có chi phí phá sản

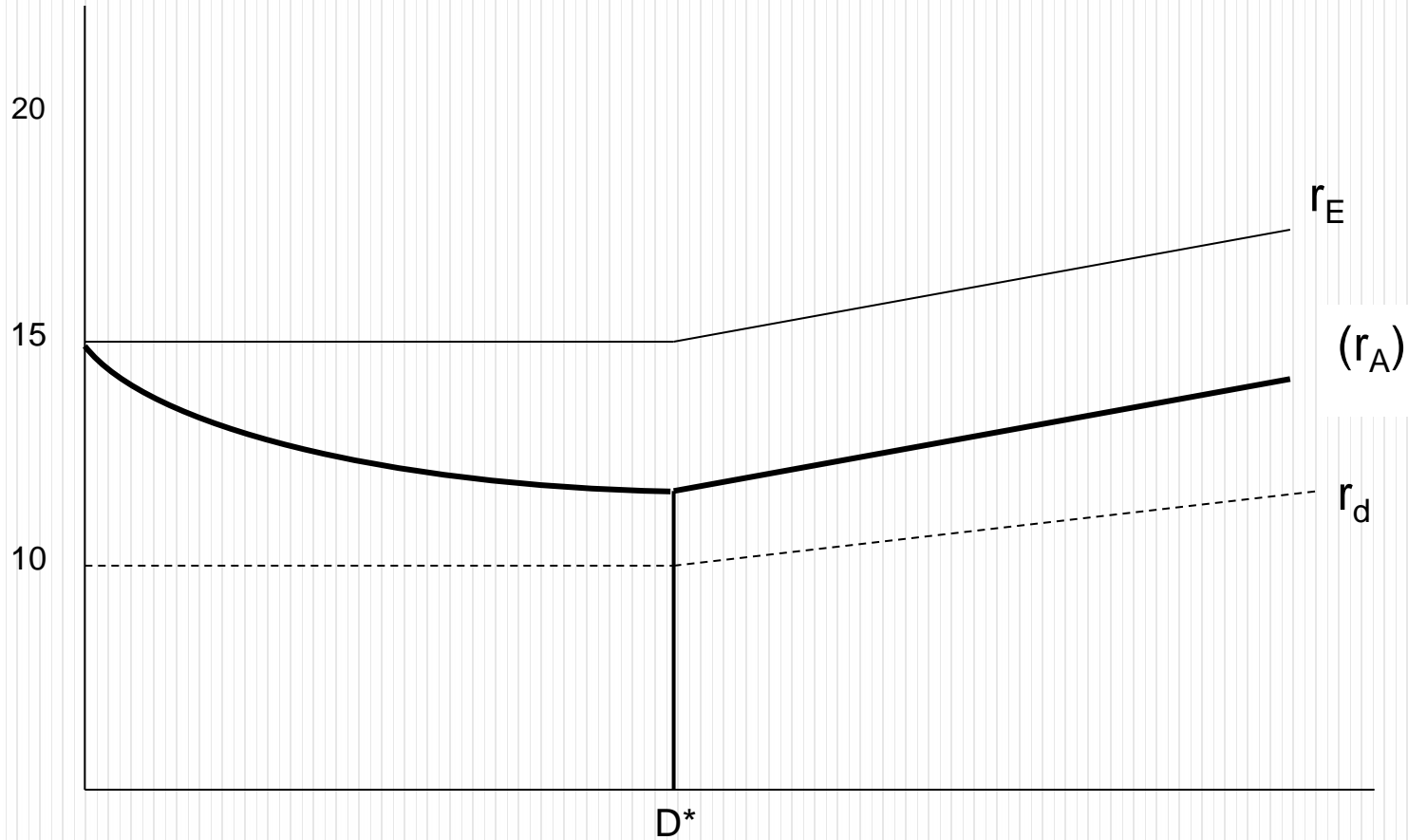
Chi phí sử dụng vốn



13.1.2.2. Lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn tối ưu (quan điểm truyền thống)

- Lý thuyết này cho rằng có một cơ cấu nguồn vốn tối ưu, ở đó có thể gia tăng giá trị Công ty bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy tài chính phù hợp.
- Công ty có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua tăng sử dụng nợ (do chi phí sử dụng vốn vay thấp và do tiết kiệm thuế nhập). Tuy nhiên, khi hệ số nợ tăng đến một ngưỡng nào đó thì rủi ro cũng tăng, do đó nhà đầu tư (cả chủ nợ và chủ sở hữu) cũng sẽ đòi hỏi tỷ suất sinh lời cao hơn \Rightarrow WACC tăng lên.

Đồ thị biểu diễn chi phí SDV và cách tiếp cận truyền thống



13.1.2.3. Lý thuyết lợi nhuận hoạt động ròng

- Lý thuyết này cho rằng không có cơ cấu nguồn vốn tối ưu và giá trị công ty, giá cổ phiếu công ty không bị phụ thuộc vào cơ cấu nguồn vốn.

13.1.2.4. Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory)

- Lý thuyết trật tự phân hạng hay còn gọi là lý thuyết thứ tự tăng vốn bắt đầu với thông tin bất cân xứng.
- Theo đó các dự án đầu tư được tài trợ trước hết bằng vốn nội bộ, chủ yếu là lợi nhuận để lại tái đầu tư → phát hành nợ mới → phát hành cổ phần mới

13.2. Đòn bẩy tài chính

13.2.1. Khái niệm đòn bẩy tài chính

- Rủi ro tài chính: Rủi ro nảy sinh khi sử dụng vốn vay hay các nguồn tài trợ khác có chi phí cố định tài chính
- Đòn bẩy tài chính???

13.2.1. Khái niệm đòn bẩy tài chính

- Tác động của đòn bẩy tài chính đến ROE và EPS
- Tác động tới ROE: Từ mục tiêu của sử dụng đòn bẩy tài chính là gia tăng ROE và EPS.

$$ROE = NI/E = ((EBIT - I) \times (1-t)) / E$$

Biến đổi ta được:

$$ROE = ((BEP + \frac{D}{E} (BEP - r)) \times (1-t))$$

Trong đó: +BEP: tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản

+i: Lãi suất vay vốn

+D/E: Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

13.2.1. Khái niệm đòn bẩy tài chính

- $ROE = ((BEP + \frac{D}{E} (BEP - r)) \times (1-t))$
- 3 T.H đáng chú ý:
 - TH1: $BEP > r$: $\frac{D}{E}$ càng lớn thì ROE tăng và RRTC tăng
 - TH2: $BEP < r$: $\frac{D}{E}$ càng lớn thì ROE giảm và RRTC tăng
 - TH3: $BEP = r$: ROE ko phụ thuộc vào CCNV và RRTC phụ thuộc vào D/E.

13.2.1. Khái niệm đòn bẩy tài chính

- Tác động tới thu nhập một cổ phần (EPS)
 - Khi thay đổi mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ dẫn đến sự thay đổi Thu nhập trên 1 cổ phần (EPS) của công ty → tương tự như tác động đến ROE
 - Đòn bẩy tài chính khuếch đại sự biến thiên của EPS và ROE

13.2.2. Điểm cân bằng EPS

- *Khái niệm*

- Cách xác định
$$\frac{(\text{EBIT}_1 - I_1)(1 - t)}{SH_1} = \frac{(\text{EBIT}_1 - I_2)(1 - t)}{SH_2}$$

Trong đó:

+ EBIT:

+ I1:

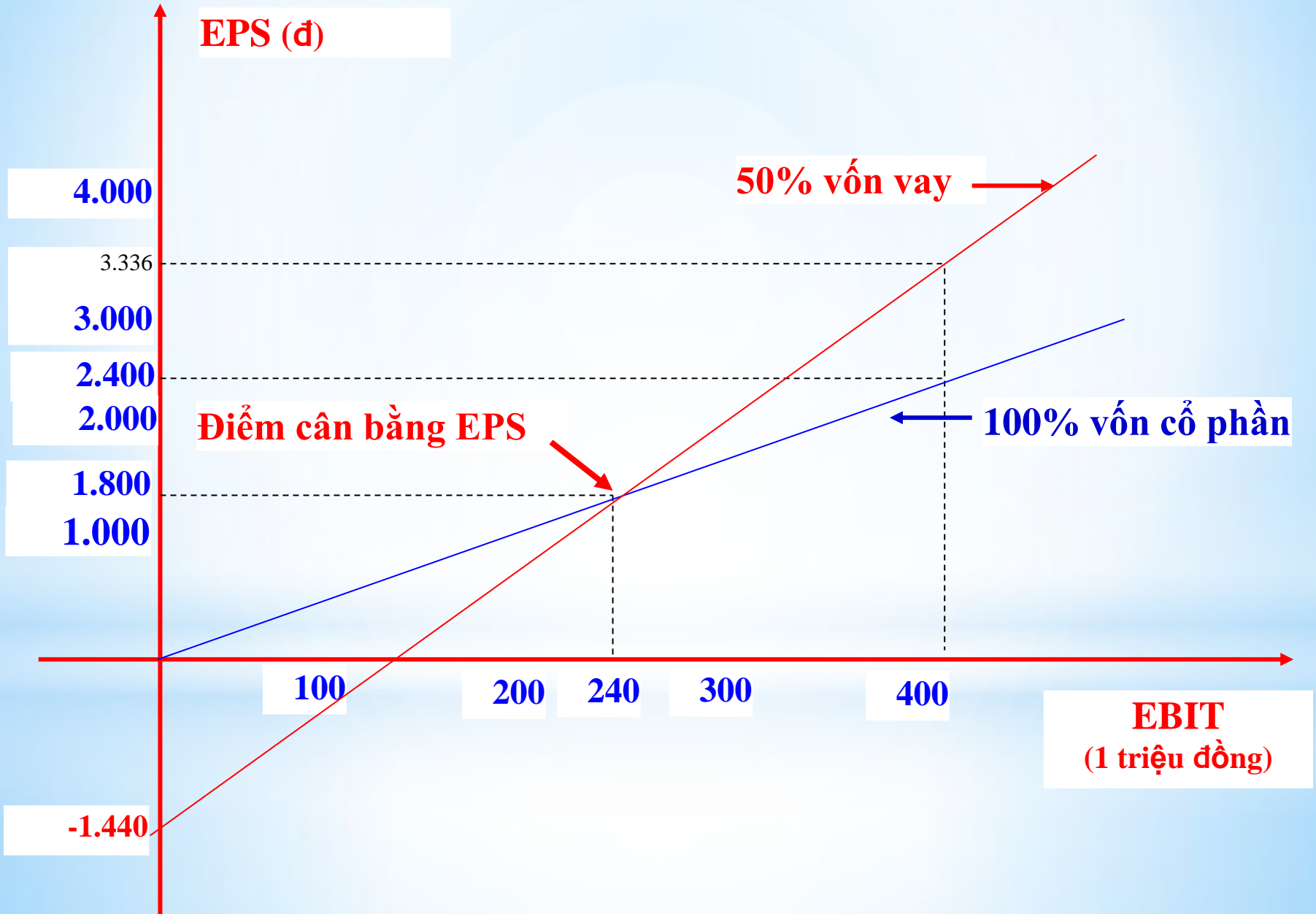
+ I2:

+ t:

+ SH1:

+ SH2:

Đồ thị: Điểm cân bằng EPS



12.2.3. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

Mức độ tác động của
đòn bẩy tài chính
(DFL)



Tỷ lệ thay đổi của tỷ suất lợi nhuận vốn CSH

Tỷ lệ thay đổi của lợi nhuận trước lãi
vay và thuế

$$DFL = \frac{Q(P-V)-F}{Q(P-V)-F-I}$$

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Ý nghĩa của DFL

12.2.3. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính và rủi ro tài chính

Ví dụ → Nhận xét:

13.2.4. Đòn bẩy tổng hợp

Khái niệm:

Đòn bẩy kinh doanh

Đòn bẩy tài chính

```
graph TD; A[Đòn bẩy kinh doanh] --> C[Đòn bẩy tổng hợp]; B[Đòn bẩy tài chính] --> C; C --> D[Gia tăng ROE]
```

Đòn bẩy tổng hợp

Gia tăng ROE

b-Mức độ tác động của đòn bẩy tổng hợp (DTL)

$$\text{DTL} = \text{DOL} \times \text{DFL}$$

$$\text{DTL} = \frac{\text{Tỷ lệ thay đổi lợi nhuận trước lãi vay và thuế}}{\text{Tỷ lệ thay đổi của doanh thu tiêu thụ hoặc sản lượng tiêu thụ}} \times \frac{\text{Tỷ lệ thay đổi của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hoặc EPS)}}{\text{Tỷ lệ thay đổi của lợi nhuận trước lãi vay và thuế.}}$$

$$\text{DTL} = \frac{\text{Tỷ lệ thay đổi của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hoặc EPS)}}{\text{Tỷ lệ thay đổi của doanh thu tiêu thụ hay sản lượng tiêu thụ.}}$$

$$\text{DTL} = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V) - F - I}$$

13.3. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu

13.3.1. Khái niệm về cơ cấu nguồn vốn tối ưu

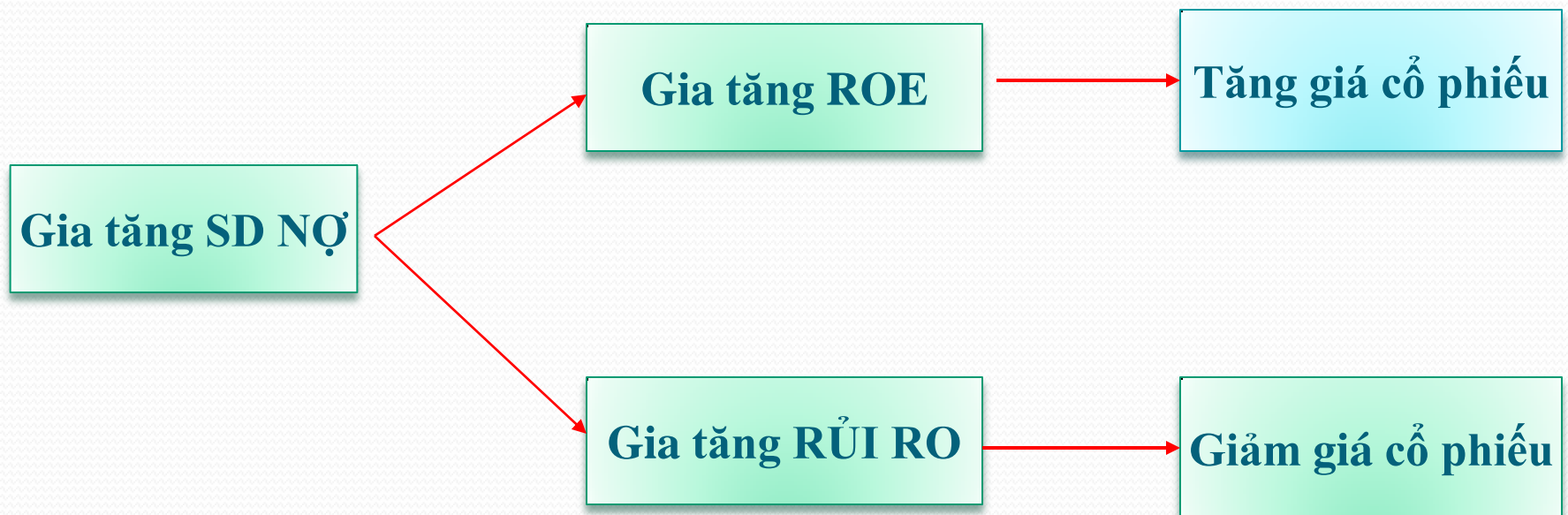
13.3.2. Cơ cấu nguồn vốn và thuế thu nhập DN

13.3.3. Cơ cấu nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn

13.3.4. Cơ cấu nguồn vốn và chi phí phá sản DN

13.3.1. Khái niệm về cơ cấu nguồn vốn tối ưu

- Cơ cấu nguồn vốn: Mối quan hệ giữa **NỢ** và **VỐN CHỦ SỞ HỮU**



- Cơ cấu nguồn vốn tối ưu: ?

13.3. Cơ cấu nguồn vốn tối ưu

Khái niệm:

- Cơ cấu nguồn vốn tối ưu là cơ cấu nguồn vốn làm cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận , qua đó tối đa hóa được giá trị công ty hay giá cả cổ phiếu công ty
- Cơ cấu nguồn vốn tối ưu cũng là cơ cấu nguồn vốn làm tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn bình quân của công ty đồng thời tối đa hoá giá trị của công ty.

13.3.2. Cơ cấu nguồn vốn và thuế TNDN

Thuế có tác động lớn tới CCNV và giá trị DN:

$$B_t = I \times t\%$$

$$\text{Lợi tức cổ phần} = \text{EBIT} (1-t\%) - I + B_t$$

$$\text{Lợi tức cổ phần} + I = \text{EBIT} (1-t\%) + B_t$$

$$\text{Giá trị của lá chắn thuế do lãi vay} = D \times t\%$$

=> Giá trị công ty của CSH = Giá trị công ty không sử dụng nợ vay + Giá trị của lá chắn thuế từ lãi vay

13.3.3. Cơ cấu nguồn vốn và chi phí sử dụng vốn

- Hệ số nợ ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn???
- Hệ số nợ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ???

13.3.4. Cơ cấu nguồn vốn và chi phí phá sản

Giá trị của DN được xác định như sau

$$VL = Vu + PV \text{ (tiết kiệm thuế từ lãi vay)} - PV \text{ (chi phí khánh kiệt tài chính)}$$

13.4. Các nhân tố ảnh hưởng tới hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

13.4.1. Các nhân tố bên trong

- Sự ổn định về doanh thu và lợi nhuận
- Đặc điểm sản xuất kinh doanh của DN
- Mối qh giữa tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên tổng tài sản (BEP) với lãi suất huy động
- Đòn bẩy kinh doanh
- Chu kỳ sống và giai đoạn phát triển của DN
- Quyền kiểm soát DN

.....VVV.....

13.4. Các nhân tố ảnh hưởng tới hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu

13.4.2. Các nhân tố bên ngoài DN

- Triển vọng phát triển của thị trường
- Chính sách kinh tế của nhà nước
 - + chính sách đầu tư
 - + chính sách tiền tệ
 - + chính sách thuế
- Thái độ của người cho vay

13.5. Các nguyên tắc cơ bản hoạch định cơ cấu nguồn vốn mục tiêu của DN

13.5.1. Nguyên tắc đảm bảo tính tương thích

13.5.2. Nguyên tắc cân bằng giữa lợi nhuận và rủi ro

13.5.3. Nguyên tắc đảm bảo quyền kiểm soát

13.5.4. Nguyên tắc tài trợ linh hoạt

13.5.5. Nguyên tắc tối thiểu hóa chi phí SDV

➤ Vận dụng các nguyên tắc hoạch định cơ cấu nguồn vốn trong thực tiễn??