



LÝ THUYẾT CẤU TRÚC TÀI CHÍNH



Nội dung nghiên cứu

- 1. Cấu trúc tài chính*
- 2. Lựa chọn cấu trúc tài chính*
- 3. Thông tin bất cân xứng và cấu trúc tài chính*



Cấu trúc tài chính

Xem xét bảng cân đối của một doanh nghiệp

Tài sản	Nợ và vốn
<ol style="list-style-type: none">1. Tài sản lưu động2. Tài sản cố định	<ol style="list-style-type: none">1. Nợ thường xuyên (ngắn hạn)2. Nợ dài hạn3. Vốn cổ phần (điều lệ)4. Lợi nhuận

■ Cần phân biệt:

- Cấu trúc tài chính là sự hỗn hợp giữa nợ và vốn
- Cấu trúc vốn là sự hỗn hợp giữa nợ dài hạn và vốn sở hữu chủ + lợi nhuận



Khái niệm cấu trúc vốn:

■ *Cơ cấu nợ dài hạn:*

1. Vay dài hạn từ các định chế tài chính
2. Phát hành trái phiếu (bonds) trên thị trường vốn

■ *Cơ cấu vốn sở hữu:*

1. Huy động vốn cổ phần thông qua bán cổ phiếu thông thường (common stock) - cổ phiếu ưu đãi (Preferred stock) trên thị trường chứng khoán
2. Tự tài trợ (Bổ sung lợi nhuận vào vốn)



Cấu trúc tài chính

Đặc điểm nợ và vốn trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp

■ Nợ

1. Phân phối cố định
2. Ưu tiên thanh toán cao nhất
3. Giảm trừ thuế
4. Kỳ hạn cố định
5. Không kiểm soát quản lý

■ Vốn cổ phần

1. Phân phối theo cổ tức
2. Ưu tiên thanh toán thấp nhất
3. Không giảm trừ thuế
4. Không xác định thời gian
5. Kiểm soát quản lý



Lựa chọn cấu trúc tài chính

- Một công ty có thể tài trợ cho một dự án mới theo các cách:
 1. *Vay nợ*
 2. *Huy động cổ phần và tự tài trợ*
- Tự tài trợ có ưu điểm không phân tán quyền kiểm soát công ty nhưng có giới hạn nhất định. Tuy nhiên, tài trợ cổ phần từ bên ngoài và bên trong có cùng chung chi phí.
- Sự tài trợ vốn của công ty cần kết hợp giữa nợ và vốn.
- Cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến giá trị công ty. Liệu có lựa chọn một cấu trúc vốn tối ưu cho một công ty hay không? Đây là chủ đề còn nhiều tranh luận từ những năm 50 cho đến nay.

Lựa chọn cấu trúc tài chính



- *Trong điều kiện thị trường hoàn hảo - Quan điểm của Modigliani-Miller :*
 1. Không có kinh tế quy mô. Không có cá nhân nào trên thị trường có thể chi phối đến giá cả.
 2. Trong điều kiện như nhau tất cả các đối tượng đều có điều kiện cho vay mượn vốn như nhau.
 3. Không có sự phân biệt về thuế.
 4. Tất cả các loại hình tài chính đều đồng nhất.
 5. Không có chi phí thông tin, chi phí giao dịch và chi phí vỡ nợ.
 6. Các đối tác thị trường đều có thông tin đầy đủ tất cả các yếu tố và sự kiện về giá trị tương lai của các công cụ tài chính được giao dịch

Lựa chọn cấu trúc tài chính



■ *Modigliani-Miller:*

- Trong môi trường thị trường hoàn hảo, cơ cấu vốn (nợ nhiều hay vốn nhiều) không có ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp.
- Khuynh hướng các DN lựa chọn nợ để tài trợ:
 1. *Chính sách điều tiết thuế thu nhập của chính phủ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty.*
 2. *Tỷ lệ vay nợ tăng tạo ra lá chắn thuế TN cho doanh nghiệp (Tax -shield).*

Lựa chọn cấu trúc tài chính



- *Theo lý thuyết huy động vốn theo trình tự:*
 1. Trước hết cần tạo vốn tự có
 2. Kế đến, vay nợ ngân hàng .
 3. Sau đó, phát hành trái phiếu, trái phiếu có khả năng chuyển đổi, và
 4. Cuối cùng phát hành cổ phiếu.

Lựa chọn cấu trúc tài chính



- *Dưới góc độ của công tác quản trị tài chính :*
 - Vay nợ khẳng định mức độ tín nhiệm/ giá trị doanh nghiệp.
 - Tuy vậy, doanh nghiệp càng vay nợ, thì rủi ro vỡ nợ (phá sản) càng cao. Các chi phí vỡ nợ:
 1. *Chi phí trực tiếp: chi phí quản lý và luật pháp*
 2. *Chi phí gián tiếp: uy tín, mất khác hàng...*
 - Cần có cơ cấu tối ưu giữa vốn và nợ?

Lựa chọn cấu trúc tài chính



- Trong quản trị tài chính : *Xác định cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure):*
- *Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà ở tại đó chi phí vốn trung bình theo trọng số ở mức tối thiểu, qua đó tối đa hóa giá trị công ty.*

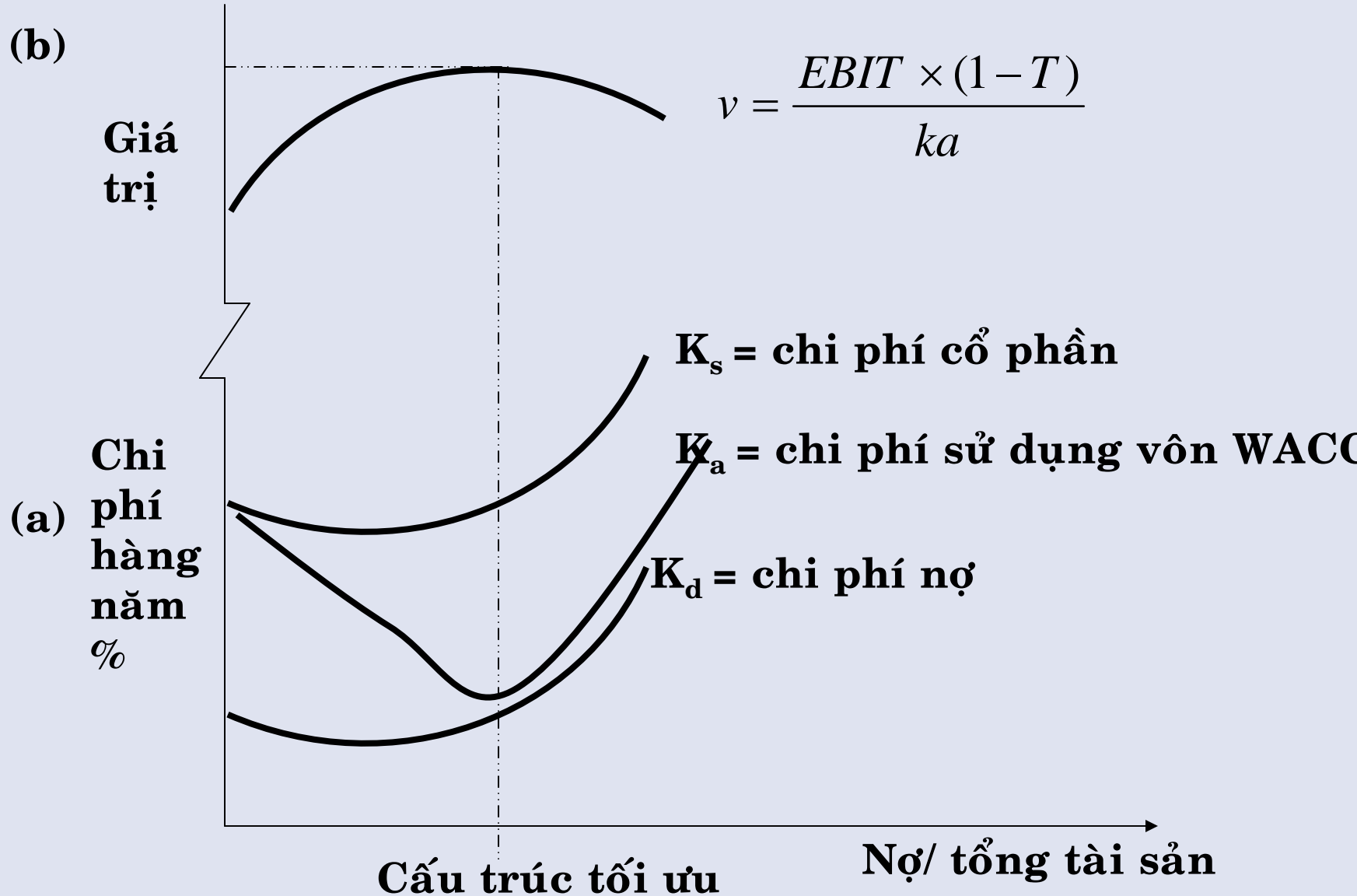
$$v = \frac{EBIT \times (1 - T)}{ka}$$

Lựa chọn cấu trúc tài chính



– *Trong đó:*

- EBIT (Earnings before interest and taxes)
- T : Taxes
- $EBIT \times (1 - T) =$ Lợi nhuận sau thuế đối với nợ và vốn cổ phần.
- k_a : Chi phí vốn trung bình theo trọng số
- Nếu EBIT là hằng số thì giá trị công ty phụ vào chi phí vốn. Tối đa hóa giá trị công ty thì phải tối thiểu hóa chi phí vốn.



Cơ chế tài trợ vốn



Tài chính gián tiếp

Người tiết kiệm

- Hộ gia đình
- Doanh nghiệp
- Chính phủ
- Nước ngoài



Người vay tiền

- Hộ gia đình
- Doanh nghiệp
- Chính phủ
- Nước ngoài



Tài chính trực tiếp

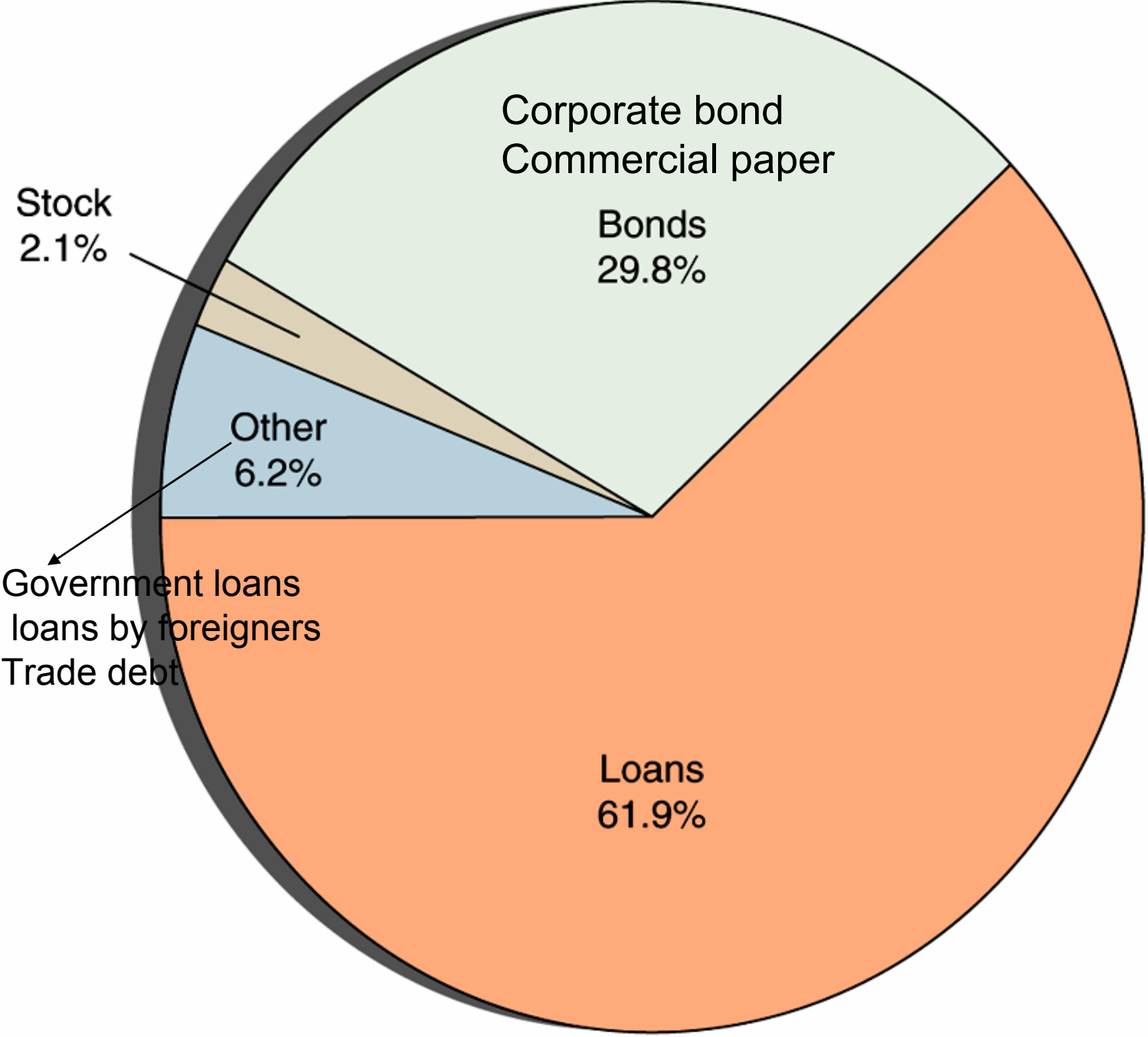
Cơ cấu kiểm soát các công ty niêm yết ở một số nước 1996

Tỷ lệ % tổng số DN	Sở hữu rộng rãi	Gia đình kiểm soát	Sở hữu nhà nước	Sở hữu bởi tổ chức tài chính	Sở hữu bởi doanh nghiệp khác
Hồng Kông	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
Indonesia	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
Nhật Bản	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
Hàn quốc	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
Malaysia	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
Philippines	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
Singapore	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
Đài Loan	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
Thái Lan	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3



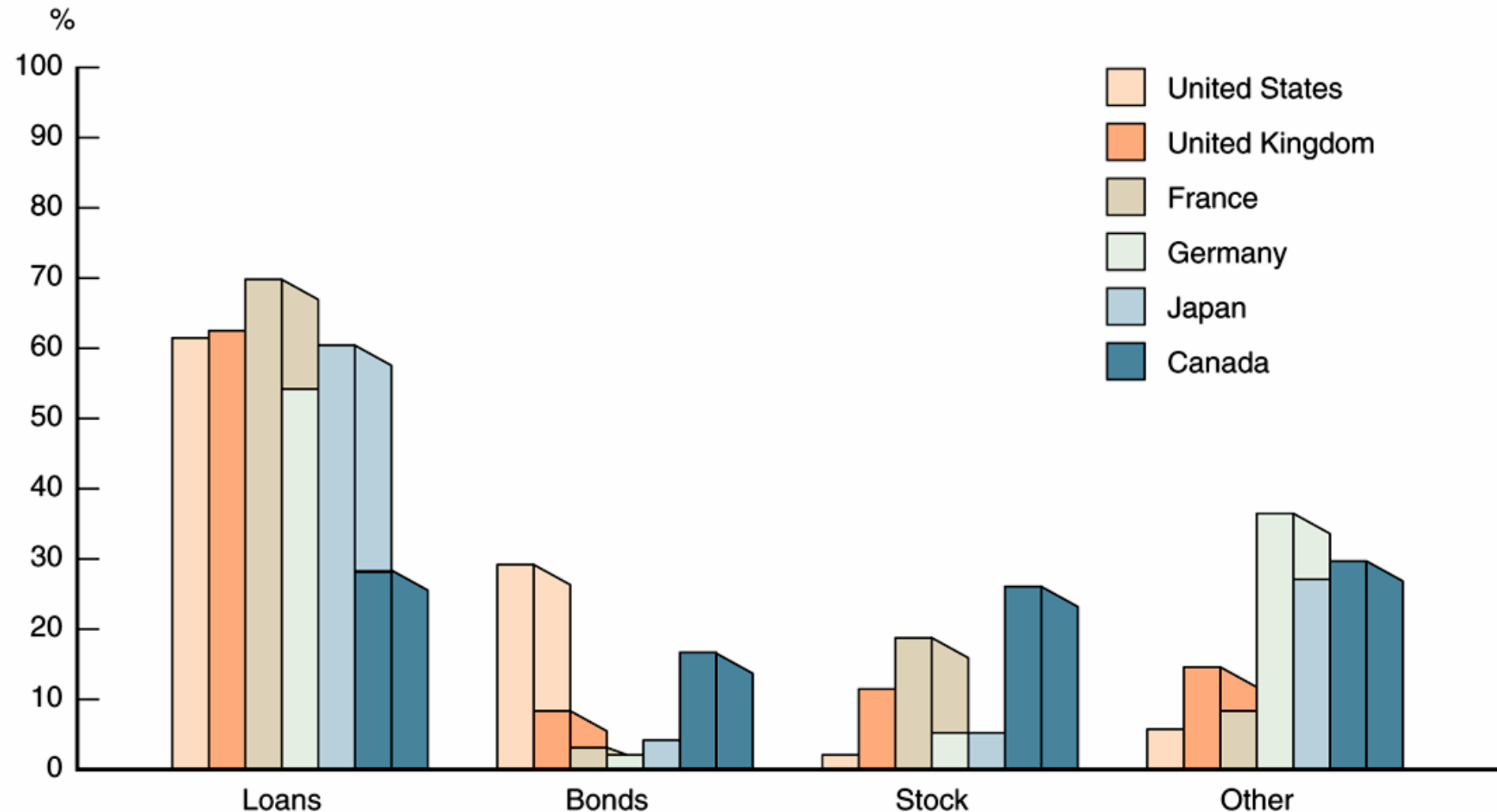
Nguồn tài trợ của Mỹ

1970-1985





Nguồn tài trợ ở các nước phát triển



Những vấn đề khó giải quyết đối với cấu trúc tài chính (PUZZLES)

1. Chứng khoán không phải là nguồn tài trợ quan trọng đối với doanh nghiệp.
2. Phát hành cổ phiếu và trái phiếu không phải là nguồn tài trợ cơ bản cho doanh nghiệp.
3. Tài trợ gián tiếp (trung gian tài chính) là quan trọng hơn tài trợ trực tiếp.
4. Ngân hàng là nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng .

Những vấn đề khó giải quyết đối với cấu trúc tài chính (PUZZLES)



5. Hệ thống tài chính là khu vực được giám sát/điều tiết nặng nề nhất của nền kinh tế .
6. Chỉ có những công ty lớn, được tạo lập tốt mới tiếp cận thị trường chứng khoán.
7. Đảm bảo cho vay là đặc điểm quan trọng của hợp đồng nợ.
8. Hợp đồng nợ là dữ liệu pháp lý phức tạp với những ràng buộc nhất định.



Chi phí giao dịch và cấu trúc tài chính

Chi phí giao dịch gây cản trở dòng vốn

Các trung gian tài chính giảm chi phí giao dịch như thế nào?

1. Tạo ra kinh tế quy mô (economies of scale)
2. Phát triển nghiệp vụ chuyên môn làm giảm chi phí giao dịch (Puzzle 3)



Lựa chọn nghịch & Rủi ro đạo đức: Định nghĩa

Lựa chọn nghịch (Adverse Selection):

1. Xảy ra trước khi giao dịch
2. Những người đi vay tiềm năng có nhiều rủi ro thường tích cực đi vay nợ (kết quả nghịch) => rủi ro tín dụng rất cao => những người cho vay phản ứng nghịch là không cho vay, kể cả những người có rủi ro thấp

Rủi ro đạo đức (Moral Hazard):

1. Xảy ra sau khi giao dịch
2. Người đi vay có động cơ/khuynh hướng tham gia vào những hoạt động (không có đạo đức), mà người cho vay không ưa thích, có thể gây ra tình trạng không trả được nợ.



Lựa chọn nghịch và cấu trúc tài chính

Hiện tượng trái chanh (Lemons Problem) trong thị trường chứng khoán

1. Nếu không thể phân biệt giữa chứng khoán tốt và xấu, thì người ta sẵn lòng mua chứng khoán có giá trị trung bình (giữa tốt và xấu)
2. Kết quả: Chứng khoán tốt đánh giá thấp hơn giá trị và công ty sẽ không phát hành chúng; chứng khoán xấu đánh giá quá cao và phát hành quá nhiều .
3. Các nhà đầu tư không muốn mua chứng khoán xấu, như vậy thị trường không vận hành tốt

Giải thích Puzzle 2 and Puzzle 1.

Cũng giải thích Puzzle 6: Càng ít thông tin bất cân xứng cho những công ty hoạt động tốt thì vấn đề hiện tượng trái chanh càng nhỏ hơn.



Lựa chọn nghịch và cấu trúc tài chính

Hiện tượng trái chanh (Lemons Problem) trong thị trường chứng khoán

1. Nếu không thể phân biệt giữa chứng khoán tốt và xấu, thì người ta sẵn lòng mua chứng khoán có giá trị trung bình (giữa tốt và xấu)
2. Kết quả: Chứng khoán tốt đánh giá thấp hơn giá trị và công ty sẽ không phát hành chúng; chứng khoán xấu đánh giá quá cao và phát hành quá nhiều .
3. Các nhà đầu tư không muốn mua chứng khoán xấu, như vậy thị trường không vận hành tốt

Giải thích Puzzle 2 and Puzzle 1.

Cũng giải thích Puzzle 6: Càng ít thông tin bất cân xứng cho những công ty hoạt động tốt thì vấn đề hiện tượng trái chanh càng ít đi.



Các công cụ giải quyết lựa chọn nghịch (vấn đề hiện tượng trái chanh)

1. Sản xuất và bán thông tin (công ty cung cấp thông tin...)
 - Giải quyết vấn đề “Free-rider problem”
2. Quy định của chính phủ gia tăng chất lượng thông tin
 - Giải thích Puzzle 5
3. Phát triển trung gian tài chính (Financial intermediation)
 - A. Giống như giải pháp đối với vấn đề hiện tượng trái chanh là phát triển hệ thống người môi giới xe hơi cũ.
 - B. Tránh được vấn đề “free-rider problem” từ việc cung cấp các khoản vay tư nhân (Các trung gian tài chính thực hiện quy trình xử lý thông tin kếp kín từ thu nhận các khoản tiền => chuyển sang những người cần vốn, không một nhà đầu tư nào có thể theo dõi được)
 - Giải thích Puzzles 3 and 4
4. Thế chấp vật có giá trị
 - Giải thích Puzzle 7



Rủ ro đạo đức: Debt .vs. Equity

Rủ ro đạo đức trong vấn đề cổ phần (Equity):

Vấn đề người chủ và người đại diện (Principal-Agent Problem)

1. Kết quả của sự tách biệt quyền sở hữu bởi người cổ đông - stockholders (*principals*) từ sự kiểm soát bởi người quản lý - managers (*agents*)
2. Những người quản lý hành động theo cách riêng của họ chứ không quan tâm đến lợi ích của cổ đông

Giải quyết Principal-Agent Problem

1. Giám sát: cung cấp thông tin
2. Quy định của chính phủ nhằm gia tăng thông tin
3. Phát triển trung gian tài chính
4. Hợp đồng nợ

Giải thích Puzzle 1: Tại sao nợ được sử dụng quan trọng hơn cổ phiếu



Rủi ro đạo đức và thị trường nợ

Rủi ro đạo đức: người đi vay muốn chấp nhận quá nhiều rủi ro – giả thiết thay thế tài sản

Giải pháp

1. Tài sản có giá trị thuần
2. Giám sát và tăng cường các quy định giới hạn
3. Trung gian tài chính
 - Ngân hàng và các trung gian khác có nhiều lợi thế đặc biệt trong giám sát

Giải thích Puzzles 1-4.



Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Sự kiểm chế tài chính dẫn đến tăng trưởng thấp: Tại sao?

1. Hệ thống luật phát nghèo nàn
2. Chuẩn mực kế toán yếu kém
3. Tín dụng trực tiếp của chính phủ
4. Những định chế tài chính được quốc hữu hóa
5. Quy định chính phủ không đầy đủ

Khủng hoảng tài chính



Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Những yếu tố dẫn đến khủng hoảng tài chính

1. Gia tăng lãi suất

2. Gia sự các yếu tố không chắc chắn

3. Thị trường tài sản ảnh hưởng đến bảng cân đối tài sản

— Sự tụt dốc thị trường chứng khoán ảnh hưởng đến giá trị thuần

— Lạm phát không tiên liệu được

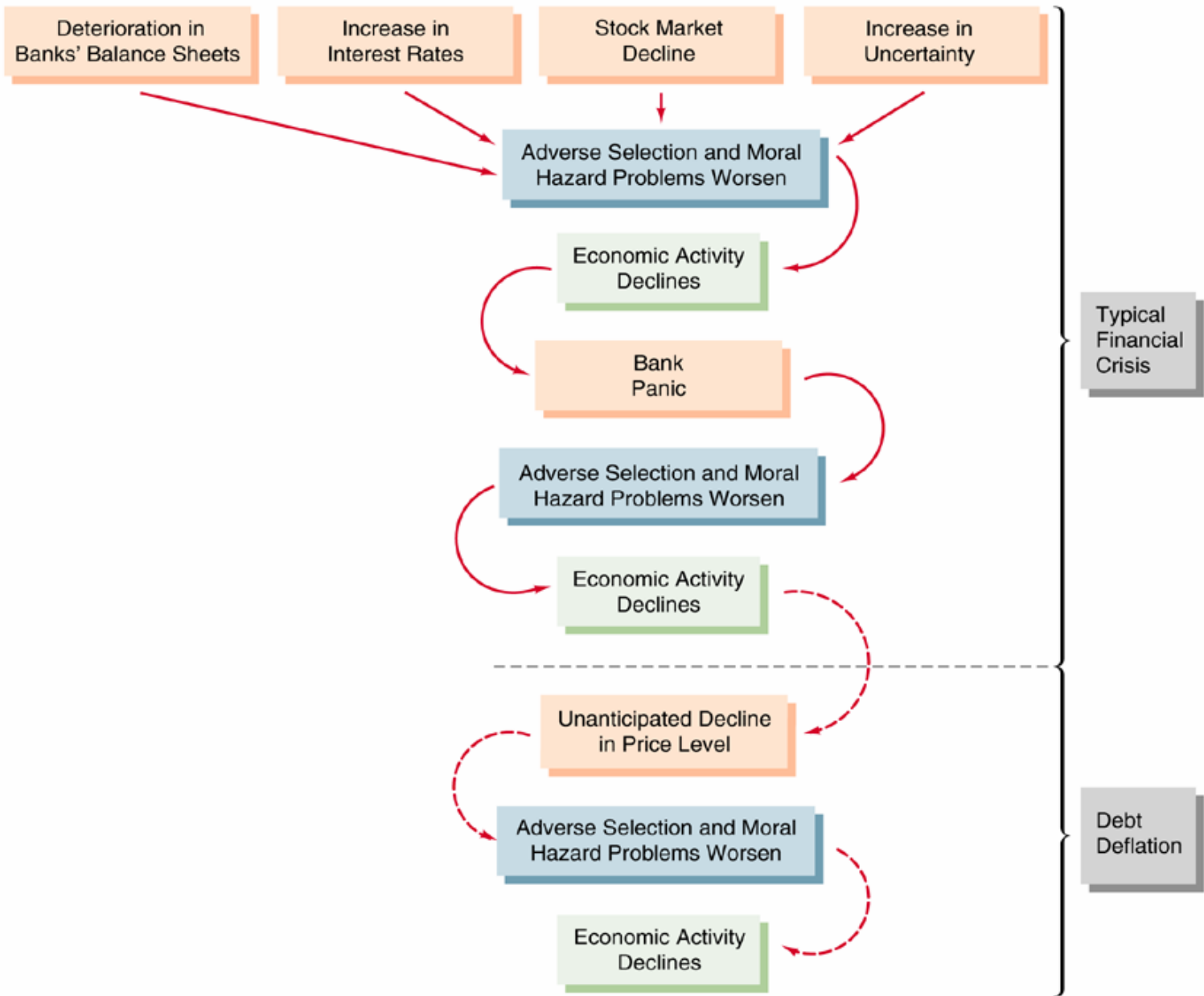
— Hiệu ứng tiền mặt



4. Khủng hoảng ngân hàng

— Đồng tiền nội tệ mất giá



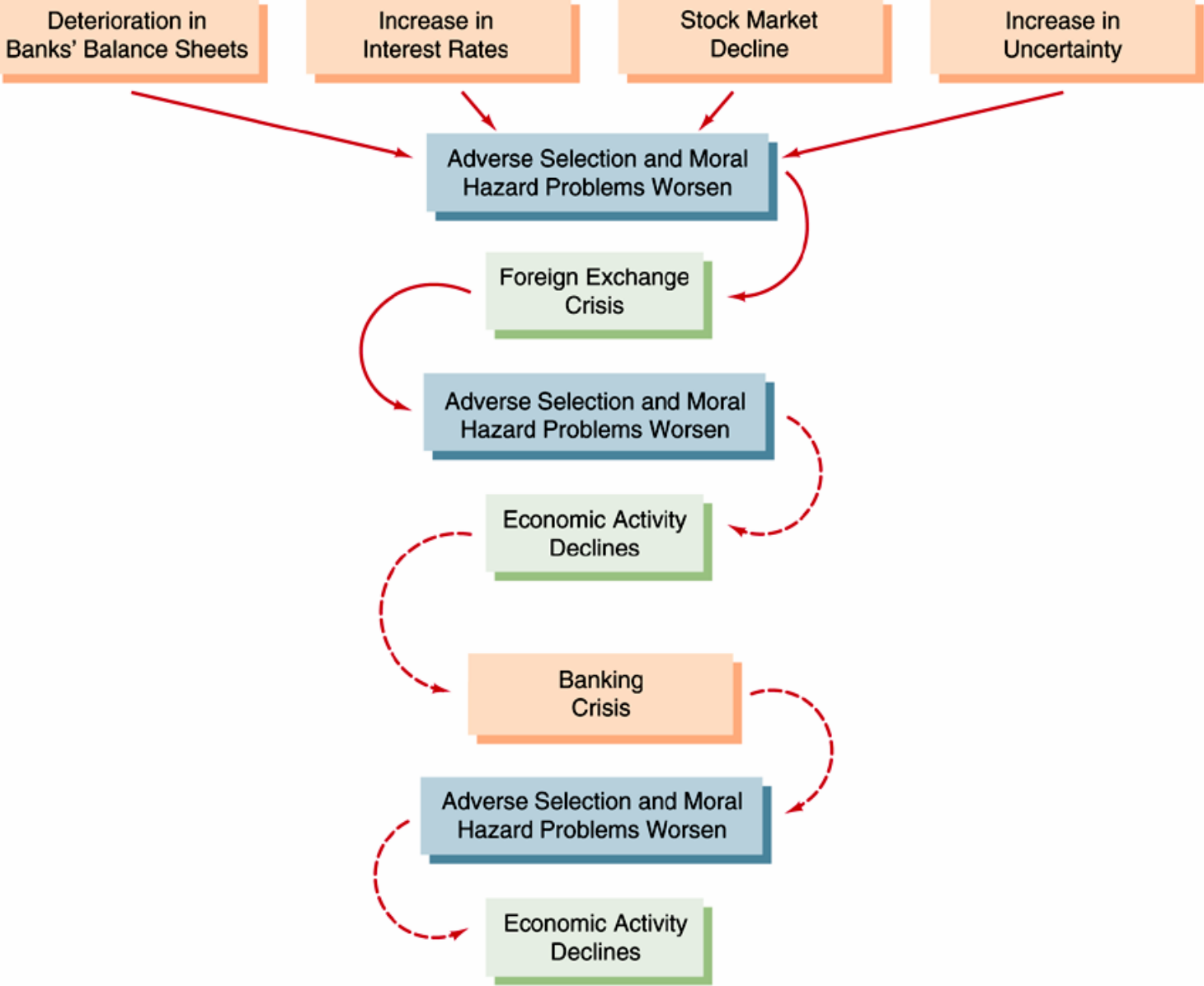
Những sự kiện xảy ra trong khủng hoảng tài chính ở Mỹ






 Factors Causing Financial Crises
 Consequences of Changes in Factors



Những sự kiện xảy ra trong khủng hoảng tài chính Mexico và Châu á



 Factors Causing Financial Crises
  Consequences of Changes in Factors