

CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

PGS.TS Sử Đình Thành

Nội dung nghiên cứu

- Cấu trúc tài chính
- Lựa chọn cấu trúc tài chính
- Các khuynh hướng tài trợ

Cấu trúc tài chính

Xem xét bảng cân đối của một doanh nghiệp

| Tài sản | Nợ và vốn |
|---|---|
| 1. Tài sản lưu động 2. Tài sản cố định | 1. Nợ thường xuyên (ngắn hạn) 2. Nợ dài hạn 3. 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

Cấu trúc tài chính

- *Nhận xét:*
 - Cấu trúc vốn và cấu trúc tài chính lệch nhau về nợ ngắn hạn.
 - Các khoản nợ ngắn hạn (Spontaneous liabilities) nảy sinh trong quá trình kinh doanh, gồm:
 - Các khoản Accruals (Lương, BHXH...)
 - Các khoản phải trả được hình thành trong chu kỳ hoán chuyển tiền
 - Cấu trúc vốn chỉ tính đến các loại vốn trung dài hạn – quyết định đến giá trị doanh nghiệp.

Cấu trúc tài chính

- **Cấu trúc vốn:**
- *Cơ cấu nợ dài hạn:*
 - Vay dài hạn từ các định chế tài chính
 - Phát hành trái phiếu (bonds) trên thị trường vốn
- *Cơ cấu vốn sở hữu:*
 - 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
 - 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:
 - *Vay nợ*
 - *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* :
 - Không có kinh tế quy mô. Không có cá nhân nào trên thị trường có thể chi phối đến giá cả.
 - Trong điều kiện như nhau tất cả các đối tượng đều có điều kiện cho vay mượn vốn như nhau.
 - Không có sự phân biệt về thuế.
 - Tất cả các loại hình tài chính đều đồng nhất.
 - Không có chi phí thông tin, chi phí giao dịch và chi phí vỡ nợ.
 - 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.
 - Khuyến khích các DN lựa chọn nợ để tài trợ:
 - *Chính sách điều tiết thuế thu nhập của chính phủ ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty.*
 - *Tỷ lệ vay nợ tăng tạo ra lá chắn thuế TN cho doanh nghiệp (Tax -shield).*

Lựa chọn cấu trúc tài chính

- *Modigliani-Miller Theorem cho rằng:*
 - Trong một nền kinh tế tự do cạnh tranh – thuế (*In a Competitive Tax-Free Economy*): Sự hỗn hợp tài trợ là không thích hợp (*the financing mix is irrelevant*)

Chứng minh:

- *Có thể xem xét 2 công ty: giống nhau về lưu chuyển tiền và mức sinh lợi. Giả sử:*
 - Công ty “u” là không có đòn cân nợ. Vì vậy, giá trị cổ phần của nó (E_u) bằng với tổng giá trị của công ty V_u .
 - Công ty “l” có đòn cân nợ, vì vậy $E_l = V_l - D_l$

Một nhà đầu tư với chính sách đầu tư như sau:

| DN (U) | Số tiền đầu tư | Tiền lời |
|-----------|----------------|--------------------------------|
| Nợ | / | |
| Cổ phần | $E(u)$ | $0.1^* \text{ Lợi nhuận } (u)$ |
| Tổng cộng | $E(u)$ | $0.1^* \text{ Lợi nhuận } (u)$ |

Một nhà đầu tư với chính sách đầu tư như sau

| DN (L) | Số tiền đầu tư | Tiền lời |
|-----------|-------------------|--|
| Nợ | $0.1 D(1)$ | $0.1 * \text{lãi suất} (1)$ |
| Cổ phần | $0.1 E(1)$ | $0.1 * (\text{lợi nhuận} (1) - \text{lãi suất} (1))$ |
| Tổng cộng | $0.1 (D_1 + E_1)$ | $0.1 * \text{Lợi nhuận}(1)$ |

Lựa chọn cấu trúc tài chính

- *Nhận xét:*
 - Nếu không có chênh lệch giá, thì giá trị 2 công ty phải là như nhau:
 - $0.1 * \text{Lợi nhuận}$

Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- Thị trường không có đủ thông tin để phân biệt DN tốt và xấu. Trong bối cảnh đó, DN tốt lại khó huy động vốn trên TTCK.
- Giả sử trên TTCK có 3 DN:
 - *DN A : Giá CK là 100 USD*
 - *DN B : Giá CK 80 USD*
 - *DN C : Giá CK 50 USD*
 - Doanh nghiệp nào tốt doanh nghiệp nào xấu ?

Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- Với tâm lý thích chọn giá rẻ hơn, nên thị trường có khuynh hướng ưu chuộng doanh nghiệp B và doanh nghiệp C hơn doanh nghiệp A. Cho nên doanh nghiệp B và C rất dễ huy động vốn.
- Thậm chí doanh nghiệp C có nâng giá lên 60 USD vẫn có thể bán được chứng khoán.
- Mặc dù doanh nghiệp A thực tế là tốt nhưng do thị trường không phân định được, và do vậy khó huy động được vốn.

Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- *Vay nợ phát ra tín hiệu về chất lượng kinh doanh của doanh nghiệp.*
- Vay nợ có lợi: (1) chi phí vay tính vào chi phí kinh doanh có sự chia sẻ kinh tế với nhà nước; (2) doanh nghiệp không bị chi phối quyền quản lý.
- Vay nợ đòi hỏi doanh nghiệp phải trả lãi định kỳ, tạo sức ép buộc doanh nghiệp hoạt động phải có hiệu quả để không bị phá sản. Vay nợ đóng vai trò kiểm soát tâm lý ỷ lại của giám đốc .

Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- DN “xấu” dễ tiếp thị trường vốn trong việc phát hành cổ phiếu huy động vốn.
- Phát hành cổ phiếu không gây ra áp lực trả cổ tức cho các cổ đông. Tuy vậy, điều này có thể làm nảy sinh “rủi ro đạo đức” từ phía người quản lý .
- Cần có cơ chế khắc phục vấn đề ?

Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

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

Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- *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:
 - Chi phí trực tiếp: chi phí quản lý và luật pháp
 - 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

(Thông tin bất cân xứng)

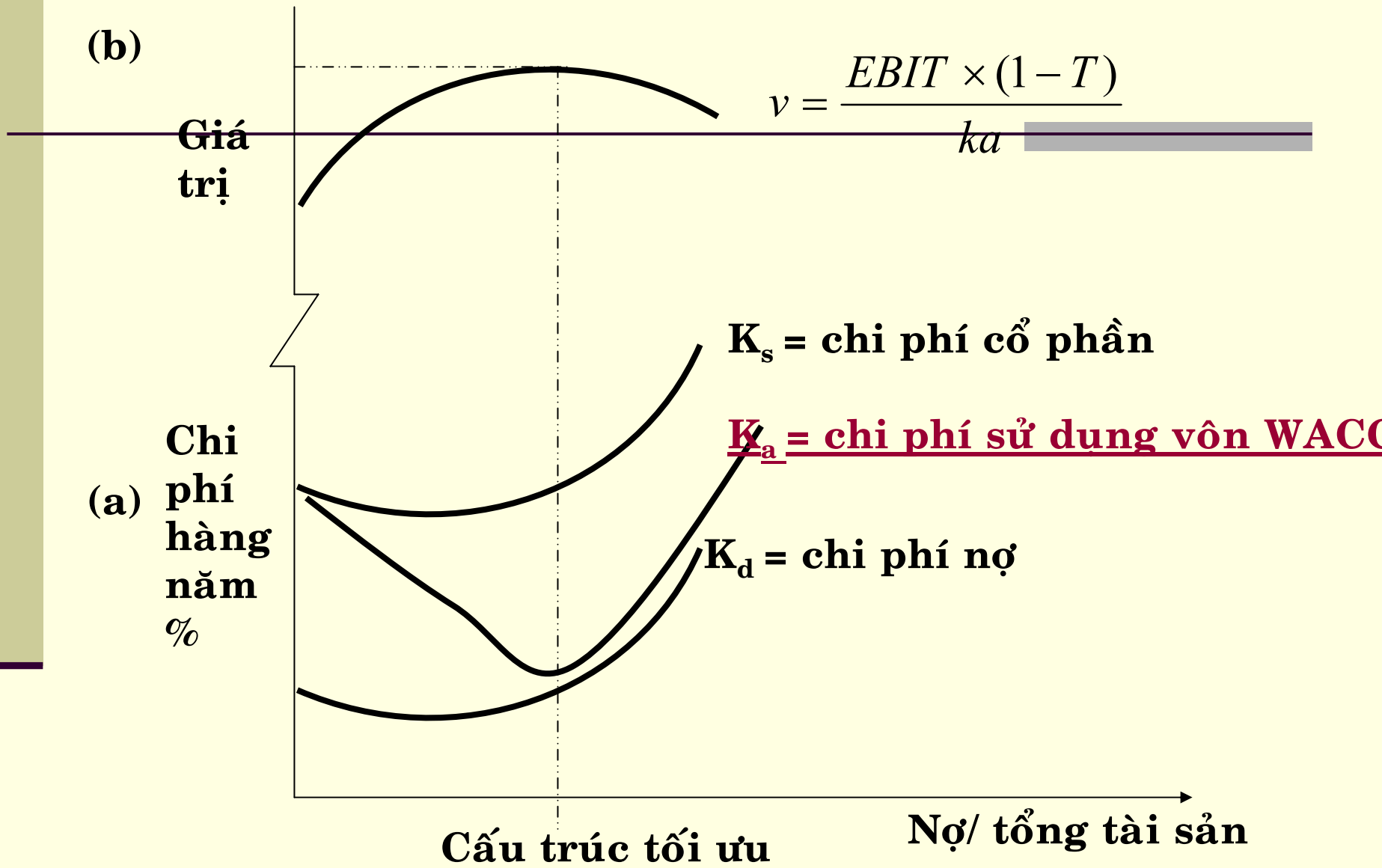
- Trong quản trị tài chính : *Xác định cơ cấu vốn tối ưu (Optimal capital structure):*
- *Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà ở tại đó chi phí vốn trung bình theo trọng số ở mức tối thiểu, qua đó tối đa hóa giá trị công ty.*

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

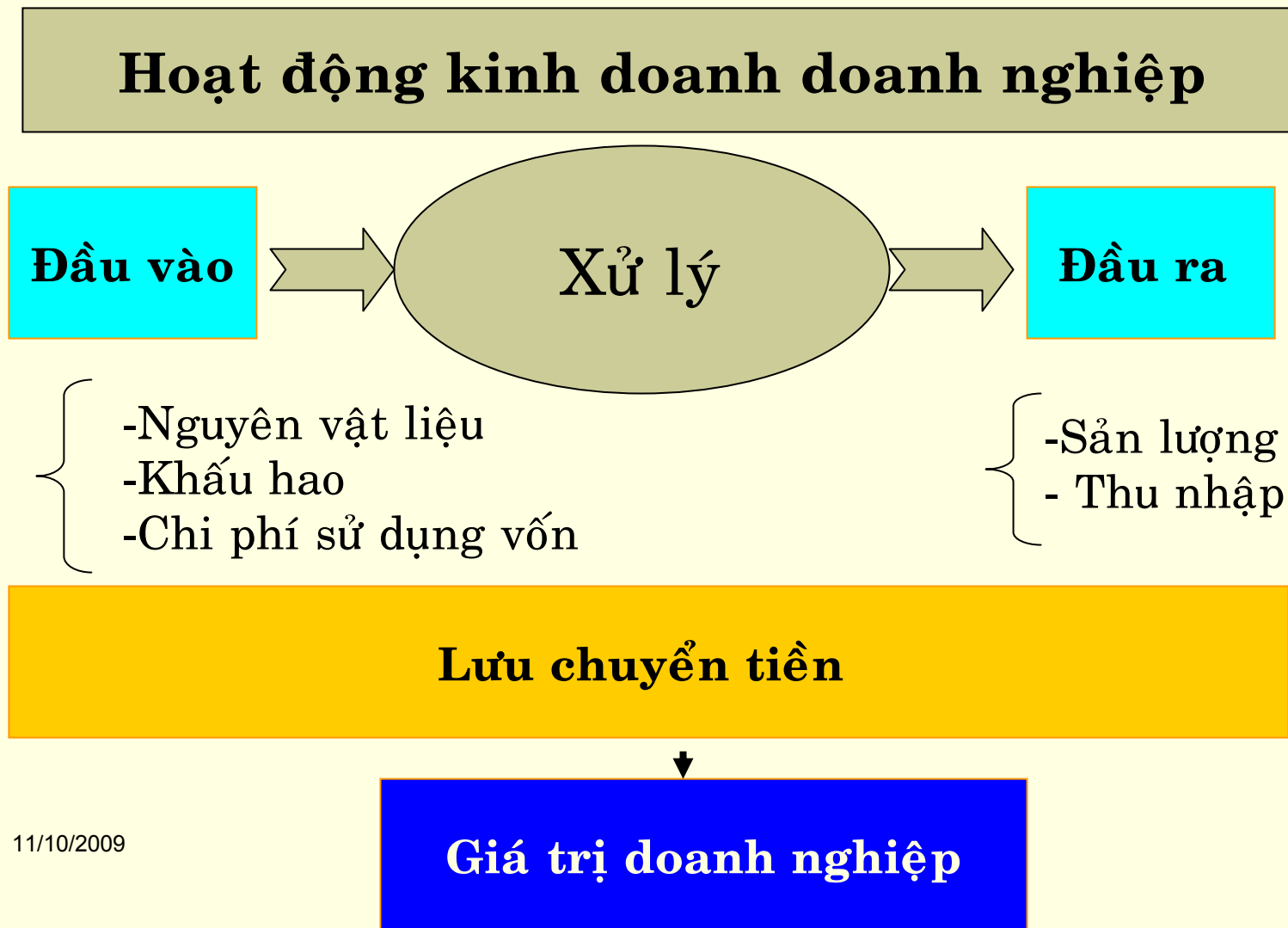
Lựa chọn cấu trúc tài chính

(Thông tin bất cân xứng)

- *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.



Môi trường bên ngoài ảnh hưởng đến cấu trúc vốn và giá trị công ty



Môi trường bên ngoài

- *Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế*: đánh giá qua % thay đổi GDP
- Khi dự đoán tỷ lệ tăng trưởng cao, người quản lý tài chính tăng cường huy động vốn để đầu tư mở rộng các dự án đầu tư và ngược lại.
- *Lãi suất*:
 - Lãi suất thay đổi có thể ảnh hưởng đến giá trị công ty.
 - Ảnh hưởng vay mượn vốn (chi phí vốn)
- Lạm phát
- Sự thay đổi của chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa

CƠ CHẾ TÀI TRỢ

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



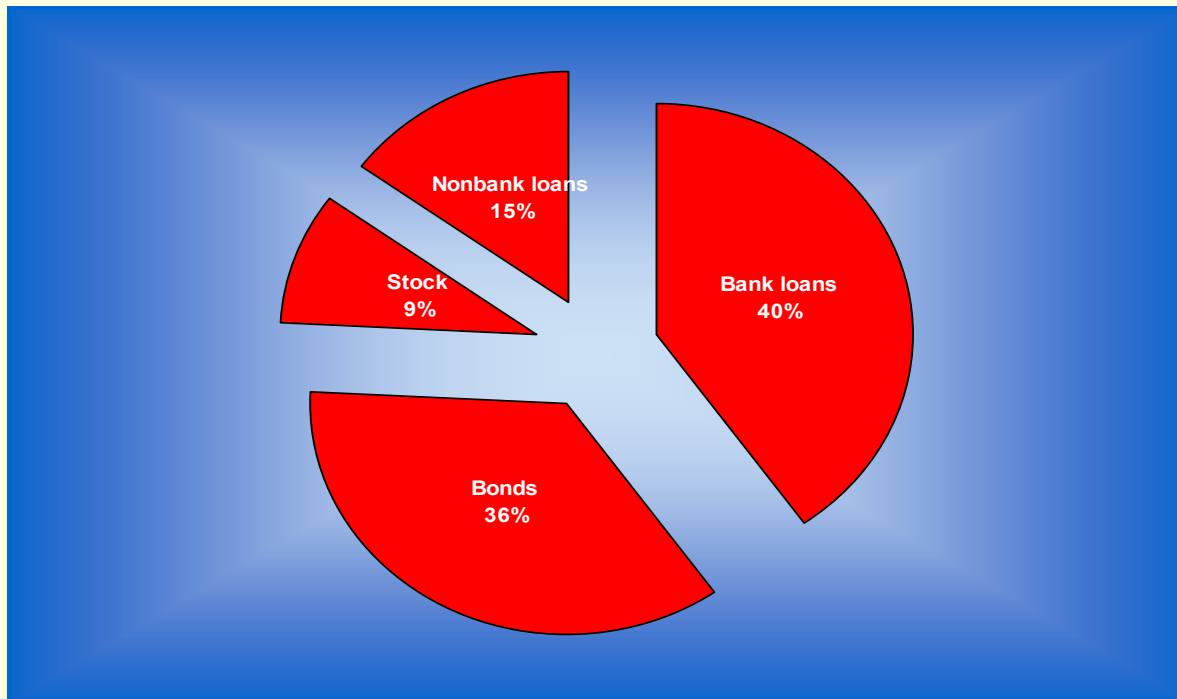
Tài chính trực tiếp

Đòn cân tài chính đối với một số công ty Mỹ 1993

| Company Name | Debt | Debt |
|------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Debt + Mkt Equity | Total Book Assets |
| AT&T | 20% | 29% |
| Boeing | 15 | 13 |
| Boston Edison | 49 | 42 |
| John Deere | 40 | 37 |
| Delta Air Lines | 53 | 32 |
| Disney | 9 | 20 |
| General Motors | 61 | 37 |
| Hewlett- | 13 | 17 |
| Packard | 15 | 31 |
| McDonalds | 6 | 12 |
| 3M | 27 | 35 |
| Philip Morris | 9 | 12 |
| Raytheon | 55 | 53 |
| Safeway Stores | 27 | 26 |
| Texaco | 14 | 36 |

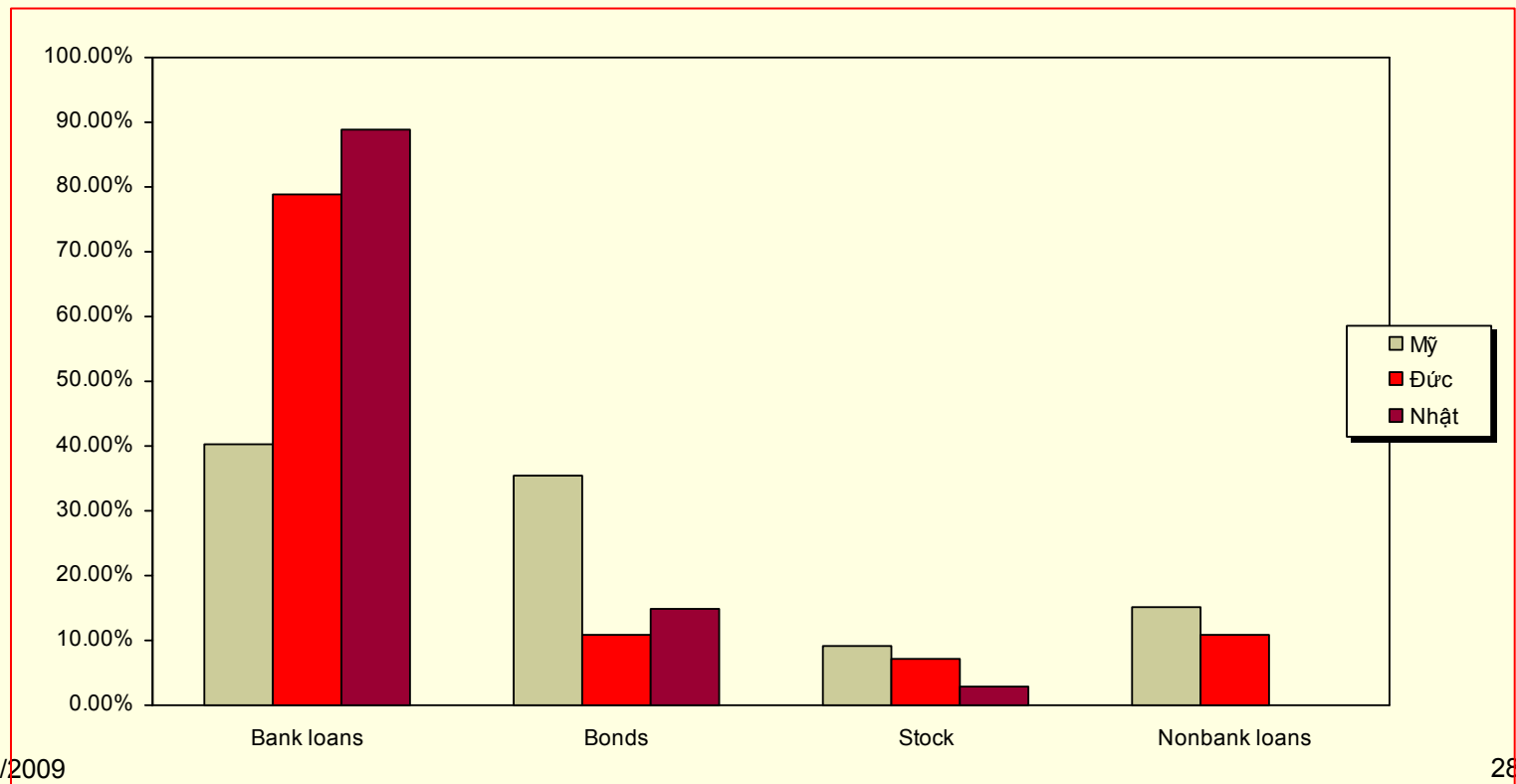
KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Theo Mishkin(2004), cấu trúc tài chính nền kinh tế Mỹ



KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Mishkin(2004): cấu trúc tài chính nền kinh tế Mỹ, Đức, Nhật (1976-1996)



KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Mishkin cho rằng:

- Cổ phiếu không phải là nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng cho các doanh nghiệp
- Phát hành các chứng khoán nợ và cổ phần không phải là cách cơ bản để các doanh nghiệp tài trợ vốn.
- Tài trợ gián tiếp liên quan đến hoạt động của các trung gian tài chính là quan trọng gấp nhiều lần so với tài trợ trực tiếp
- Ngân hàng nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng đối với doanh nghiệp
- Hệ thống tài chính là trong số khu vực tài chính được quy định chặt chẽ nhất trong nền kinh tế.

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Mishkin cho rằng:

- Chỉ có những công ty hoạt động tốt, lớn dễ dàng tiếp cận thị trường chứng khoán để tài trợ vốn.
- Ký quỹ/tài sản đảm bảo là một đặc điểm phổ biến của hợp đồng nợ đối với các hộ gia đình và doanh nghiệp.
- Hợp đồng nợ là một tài liệu pháp lý rất phức tạp, kiểm soát hành vi của người đi vay.

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Theo Mishkin:

- Chi phí giao dịch và thông tin ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính .
 - Chi phí giao dịch gồm: thời gian, tiền bạc ...
 - Những người tiết kiệm nhỏ rất khó tiếp cận đến thị trường chứng khoán để đầu tư.
 - Sự tồn tại các trung gian tài chính tạo ra kinh tế quy mô giúp giải thích tại sao trung gian tài chính phát triển và trở nên quan trọng đối với hệ thống tài chính.

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Theo Mishkin:

- Thông tin bất cân xứng ảnh hưởng cấu trúc tài chính (Nghiên cứu tình huống của công ty Enron và công ty kiểm toán Endersen)
- Thông tin bất cân xứng với 2 vấn đề cơ bản:
 - *Lựa chọn đối nghịch*: Những người có mức tín nhiệm xấu rất tích cực đi tìm kiếm các khoản nợ và đưa ra các đầu ra không thuyết phục. Bởi vì thông tin bất cân xứng nên người cho vay cũng không muốn cho vay, thậm chí thị trường có tín dụng tốt.
 - *Rủi ro đạo đức*: Quan điểm của người cho vay không muốn người đi vay sử dụng tiền vay vào những dự án có rủi ro cao, nhưng bởi vì rủi ro đạo đức nên người đi vay có thể không trả được nợ. Quyết định lựa chọn là người cho vay không cung cấp tín dụng.

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

- Rủi ro đạo đức và vấn đề lựa chọn vốn và vay
 - Vấn đề người *chủ sở hữu* – *người quản lý* (Principal –agent problem) trong hợp đồng vốn cổ phần.
 - Rủi ro đạo đức làm cho những cổ đông góp vốn ít không quan tâm đến kết quả hoạt động của công ty, hoặc có những hành động vị kỷ.
 - Vấn đề rủi ro đạo đức có thể không xảy ra nếu như người quản lý có đầy đủ thông tin để ngăn chặn những hành vi lừa dối....
 - Giải quyết vấn đề người quản lý – nhân viên bằng cơ chế thiết lập đồng nợ (Debt contract)³³

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Nhóm các nước đang chuyển đổi

- Doanh nghiệp huy động vốn chủ yếu dựa vào vay ngân hàng.
- Gần đây tầm quan trọng của thị trường chứng khoán có tăng lên ở các nước đang chuyển đổi.

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Nhận định chung

- Ngân hàng chiếm ưu thế trong hệ thống tài chính chính thức ở hầu hết các nước.
- Quy mô thị trường chứng khoán so với ngân hàng có xu hướng tăng lên theo trình độ phát triển kinh tế .

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Lập luận ủng hộ cơ chế tài trợ qua TTCK:

Nhấn mạnh thị trường cung cấp các dịch vụ tài chính chủ yếu, kích thích sự đổi mới và tăng trưởng dài hạn

- Cung cấp nhiều công cụ quản lý rủi ro (thông tin minh bạch, tiêu chuẩn giao dịch, niên yết chứng khoán).
- Không giới hạn quy mô tài trợ vốn cho các công ty .
- Liên kết và gia tăng tiềm lực đầu tư
- Cung cấp nguồn vốn dài hạn
- Yếu kém hệ thống ngân hàng

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Cấu trúc vốn khác nhau ở mỗi nền kinh tế:

- Khác nhau về chính sách thuế
- Khác nhau về chính sách bảo hộ đầu tư
- Khác nhau về tính lỏng của thị trường (độ sâu tài chính)
- Khác nhau về quy định của chính phủ

KHUYNH HƯỚNG TÀI TRỢ

Bên cạnh việc dựa vào vốn bên ngoài (từ ngân hàng và thị trường chứng khoán), doanh nghiệp còn dựa vào vốn tự có.

- Ở các nước đang phát triển, doanh nghiệp dựa nhiều vào vốn tự có và được kiểm soát, quản lý dưới dạng các tập đoàn gia đình.
- Ở các nền kinh tế Đông Á, tài sản được tập trung ở một số lượng nhỏ các gia đình.

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 |

DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

Sự hình thành DNNN:

- Bắt nguồn sự yếu kém của thị trường
- Làm nền tảng cho kinh tế xã hội chủ nghĩa

Trào lưu quốc hữu các doanh nghiệp tư thành DNNN:

- Nước Nga (1917-1920) và các Đông Âu cũ (1945-1949)
- Các nước thế giới thứ 3 giành độc lập xây dựng XHCN vào những năm 60, 70.
- Các nước TBCN: Ý (1903-1912), (1953-1960); Anh (1945-1951), (1971-1977)...

DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

Tỷ trọng DNNN trong GDP (Trước năm 1990)

| | |
|----------------------|-------|
| Liên bang xô viết củ | 96% |
| Trung quốc | 73,6% |
| Hungary | 65,2% |
| Pháp | 16,5% |
| Ý | 14% |
| Anh | 10,7% |
| Tây Ban Nha | 4,1% |
| Mỹ | 1,3% |
| Việt nam | 80% |

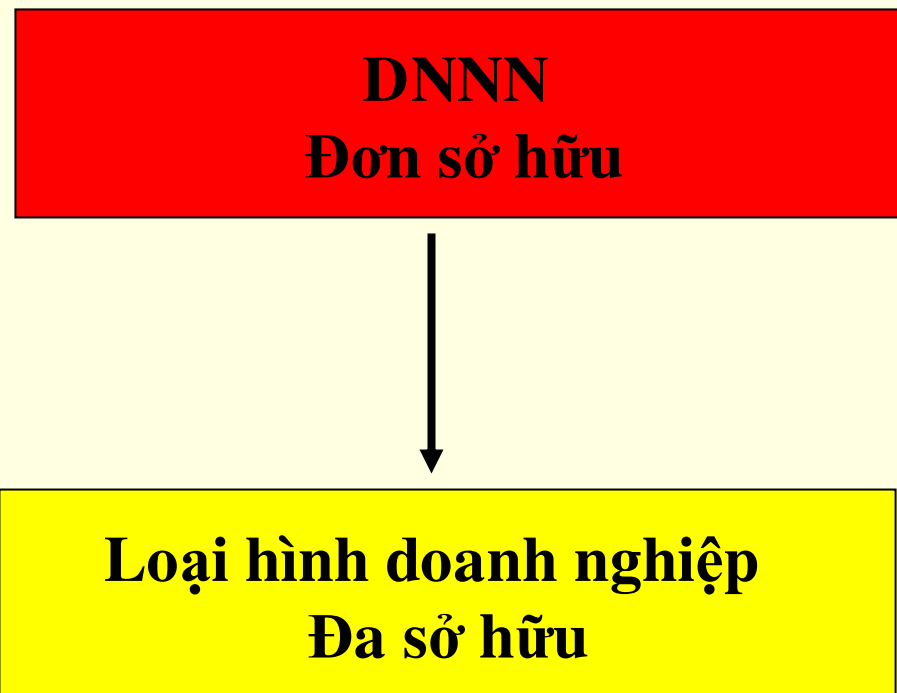
TỰ NHÂN HÓA DNNN

- Lý do về hệ thống:
 - Sự yếu kém của DNNN
 - Gia tăng tính cạnh tranh của thị trường
- Lý do chính trị:
 - Phát triển nền dân chủ
 - Ổn định xã hội và chính trị (khắc phục độc quyền và yếu kém)
- Hệ tư tưởng của các nhà cầm quyền
 - Thay đổi thể chế cũ bằng thể chế mới theo ý đồ của các nhà cầm quyền.

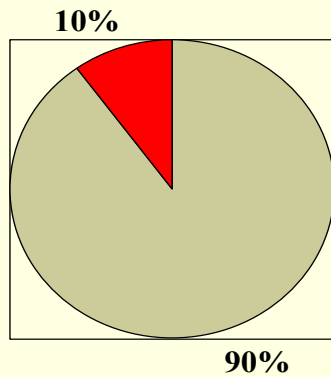
TƯ NHÂN HÓA DNNN

- Tư nhân hóa là việc chuyển nhượng lại tài sản trong các doanh nghiệp nhà nước cho khu vực tư dưới nhiều hình thức khác nhau
- Cổ phần hóa nằm trong tiến trình tư nhân hóa bằng cách chia vốn của doanh nghiệp nhà nước thành những bằng nhau và phát hành dưới dạng cổ phiếu.

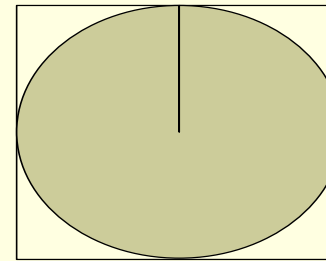
TỰ NHÂN HÓA DNNN



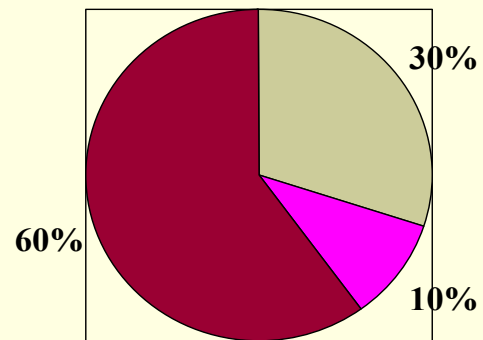
TỰ NHÂN HÓA DNNN



■ Vốn sở hữu chủ
■ Nợ



■ Sở hữu nhà nước



■ Cổ phần Nhà nước
■ Người lao động
■ Bên ngoài

CỔ PHẦN HÓA DNNN

- Thực trạng việt nam:
 - CPH khởi xướng từ những năm 90. Sau hơn 15 năm cổ hóa DNNN, đến nay cả nước sắp xếp, chuyển đổi được 4760 DN, trong đó 3365 DN được cổ phần. Theo đánh giá của Bộ Tài chính, tiến độ cổ phần hóa còn chậm, việc đa dạng hóa sở hữu trong công ty cổ phần còn hạn chế, nhiều vụ tranh chấp kéo dài, chưa giải quyết, bất cập trong cơ chế quản lý đất đai, cơ chế tài chính và cả vấn đề xác định giá trị DN khi cổ phần
 - Đánh giá tốc độ chậm