

Chương 17

CHÍNH SÁCH NỢ CÓ PHẢI LÀ VẤN ĐỀ QUAN TRỌNG?

Nguồn tài nguyên cơ bản của một doanh nghiệp là luồng ngân lưu được tạo ra bởi tài sản của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp được tài trợ toàn bộ từ vốn cổ phần thường thì tất cả các ngân lưu đó thuộc về các cổ đông. Khi doanh nghiệp phát hành các chứng khoán nợ và vốn, doanh nghiệp thực hiện việc tách các ngân lưu thành hai luồng, một luồng tương đối an toàn về phía các chủ nợ và một luồng rủi ro hơn về phía các cổ đông.

Hỗn hợp các chứng khoán khác nhau của một doanh nghiệp được xem là **cấu trúc vốn** của một doanh nghiệp. Việc lựa chọn cấu trúc vốn có thể xem một cách căn bản là một vấn đề về tiếp thị. Doanh nghiệp có thể phát hành hàng tá các chứng khoán khác nhau với vô số những sự kết hợp, nhưng đang cố gắng tìm ra sự kết hợp đặc biệt nhằm cực đại hoá giá trị thị trường tổng thể của doanh nghiệp.

Những cố gắng này có đáng giá không? Chúng ta phải xem xét đến khả năng là *không* có sự kết hợp nào có sức lôi cuốn nhiều hơn bất kỳ sự kết hợp nào khác. Có lẽ những quyết định thật sự quan trọng là những quyết định liên quan đến các tài sản của doanh nghiệp, và các quyết định về cấu trúc vốn chỉ là những vấn đề nhỏ nhặt đi kèm theo, không đáng lo lắng.

Modigliani và Miller (MM) đã chứng minh rằng chính sách chia cổ tức không là vấn đề quan trọng trong thị trường vốn hoàn hảo, rằng các quyết định về tài trợ vốn cũng không có ý nghĩa trong các thị trường hoàn hảo.¹ “Đề nghị số I” nổi tiếng của họ tuyên bố rằng một doanh nghiệp không thể thay đổi *tổng* giá trị của các chứng khoán của doanh nghiệp chỉ bằng cách chia các ngân lưu của doanh nghiệp thành những luồng khác nhau: giá trị của doanh nghiệp được xác định bởi tài sản thật sự của doanh nghiệp chứ không phải bởi các chứng khoán do doanh nghiệp phát hành. Do đó, cấu trúc vốn không có liên quan đến việc thực hiện cũng như đưa ra các quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Đề nghị số I của MM cho phép tách riêng hoàn toàn quyết định về đầu tư và quyết định về tài trợ vốn. Nó ngụ ý rằng bất kỳ một doanh nghiệp nào cũng có thể sử dụng các thủ tục hoạch định ngân sách vốn được trình bày từ Chương 2 đến Chương 12 mà không phải lo lắng về việc dùng tiền ở đâu cho các chi tiêu về vốn. Trong những chương đó, chúng ta đã giả định việc tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông mà không thật sự nghĩ về nó. Nếu đề nghị số I có giá trị, thì đó thật sự là cách tiếp cận đúng.

Chúng ta tin rằng cấu trúc vốn trong thực tiễn *quả là* một vấn đề quan trọng, nhưng chúng ta dành tất cả vào chương này để tranh luận với MM. Nếu như bạn không hiểu một cách đầy đủ về các điều kiện để lý thuyết của MM có giá trị, bạn sẽ không hiểu hết là tại sao cấu trúc vốn này lại tốt hơn cấu trúc vốn khác. Nhà quản lý tài chính cần phải biết tìm kiếm loại không hoàn hảo nào của thị trường.

Trong Chương 18 chúng ta sẽ thực hiện một phân tích chi tiết về những sự không hoàn hảo mà những sự không hoàn hảo này hầu như sẽ tạo ra một sự khác biệt, bao gồm các khoản thuế, chi phí cho việc phá sản, và các chi phí cho việc soạn thảo và thực thi các hợp đồng nợ phức tạp. Chúng ta cũng sẽ tranh luận rằng thật là ngây thơ khi cho rằng các quyết định về đầu tư và tài trợ vốn có thể tách riêng hoàn toàn.

¹ Bài thuyết trình của MM [F. Modigliani và M. H. Miller, “The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, 48: 261-297 (06/1958) được xuất bản năm 1958, nhưng cuộc tranh luận cơ bản được J. B. Williams dự đoán trước năm 1938 và trong phạm vi bởi David Durand. Xem J. B. Williams, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1938; và D. Durand. “Cost of debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement,” trong *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of economic Research, New York, 1952.

Nhưng trong chương này, chúng ta tách riêng quyết định về cấu trúc vốn bằng cách giữ quyết định về đầu tư ở mức cố định. Chúng ta cũng giả định rằng chính sách chia cổ tức cũng không có liên quan.

17-1 ẢNH HƯỞNG CỦA ĐÒN BẨY TRONG NỀN KINH TẾ CẠNH TRANH KHÔNG CÓ THUẾ

Cần nhắc lại, việc lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp giống như một *vấn đề về tiếp thị*. Công việc của nhà quản lý tài chính là phải tìm ra sự kết hợp các chứng khoán sao cho có sức lôi cuốn lớn nhất đối với các nhà đầu tư - sự kết hợp nhằm cực đại hoá giá trị thị trường của doanh nghiệp. Trước khi giải quyết vấn đề này, chúng ta cần đảm bảo rằng một chính sách làm cực đại giá trị doanh nghiệp cũng làm cực đại tài sản của các cổ đông.

Cho D và E biểu thị giá trị thị trường của các chứng khoán nợ và vốn đang lưu hành của công ty Wapshot Mining. 1,000 cổ phiếu của Wapshot được bán với giá 50\$ một cổ phiếu. Vậy:

$$E = 1000 \times 50 = 50,000 \$$$

Wapshot cũng đã vay 25,000\$, và vì vậy V , giá trị thị trường tổng hợp của toàn bộ chứng khoán hiện đang lưu hành của Wapshot là:

$$V = D + E = 75,000\$$$

Cổ phiếu của Wapshot được biết là loại cổ phiếu của doanh nghiệp trong *vốn có nợ vay*. Các cổ đông của doanh nghiệp đang xem xét các lợi tức và chi phí của *đòn bẩy tài chính*, hoặc *của việc dịch chuyển*. Giả sử Wapshot “nâng mức nợ” bằng cách vay thêm \$10,000 và chỉ trả số tiền này cho các cổ đông như là một khoản cổ tức đặc biệt \$10 cho một cổ phiếu. Việc thay thế vốn cổ đông bằng nợ này không ảnh hưởng gì đến tài sản của Wapshot.

Vốn cổ đông của Wapshot đáng giá bao nhiêu sau khi chi trả cho khoản cổ tức đặc biệt trên? Ta có hai ẩn số E và V :

Nợ cũ	\$25,000	}	\$35,000 = D
Nợ mới	\$10,000		
Vốn cổ đông			? = E
Giá trị doanh nghiệp			? = V

Nếu V bằng \$75,000, thì E phải bằng $V - D = 75,000 - 35,000 = \$40,000$. Các cổ đông phải chịu mất một khoản vốn đúng với mức được bù vào là \$10,000 của khoản cổ tức đặc biệt. Nhưng nếu V tăng lên \$80,000 do kết quả của việc thay đổi cấu trúc vốn thì $E = \$45,000$ và các cổ đông được thêm \$5000. Nói chung, bất kỳ tăng hay giảm V do sự dịch chuyển cấu trúc vốn đều đổ dồn cho các cổ đông của doanh nghiệp. Ta có thể kết luận rằng một chính sách làm cực đại hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp cũng là chính sách tốt nhất cho các cổ đông của doanh nghiệp.

Kết luận này dựa trên hai giả thiết quan trọng: thứ nhất, Wapshot có thể bỏ qua chính sách chia cổ tức và thứ hai là sau khi có sự thay đổi cấu trúc vốn thì nợ cũ và nợ mới *đáng giá* \$35,000.

Chính sách chia cổ tức này có thể liên quan hoặc không liên quan nhưng không cần thiết phải lập lại phần đã thảo luận trong Chương 16. Ta chỉ cần ghi nhận rằng những dịch chuyển trong cấu trúc vốn đôi khi cũng tác động đến những quyết định quan trọng về chính sách chia cổ tức. Có lẽ việc chia cổ tức bằng tiền mặt của Wapshot sẽ có các chi phí hoặc các lợi ích mà chúng ta nên xem xét cùng với bất kỳ lợi ích nào đạt được do đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp gia tăng.

Giả thiết thứ hai của chúng ta cho rằng nợ cũ và nợ mới cuối cùng đáng giá \$35,000 dường như không có ý nghĩa. Nhưng điều này có thể sai. Có thể việc vay nợ mới làm gia tăng rủi ro cho các trái khoán cũ. Nếu những người giữ trái khoán cũ không thể đòi hỏi một lãi suất cao hơn để bù cho rủi ro bị gia tăng thì giá trị đầu tư của họ sẽ bị giảm. Trong trường hợp này các cổ đông của Wapshot thu lợi ở mức chi phí của những người giữ trái phiếu cũ cho dù giá trị tổng thể của nợ và vốn không thay đổi.

Nhưng vấn đề này sẽ được đề cập kỹ hơn ở Chương 18. Trong chương này, chúng ta sẽ giả định rằng bất kỳ việc phát hành nợ nào cũng không ảnh hưởng đến giá trị thị trường của nguồn nợ hiện có.²

Bàn về Modigliani và Miller

Ta phải thừa nhận rằng giám đốc tài chính muốn tìm kiếm một sự kết hợp của các chứng khoán nhằm cực đại giá trị doanh nghiệp. Điều này được thực hiện như thế nào? Câu trả lời của MM là nhà quản lý tài chính đừng nên lo lắng: trong thị trường hoàn hảo, bất kỳ một sự kết hợp nào của các chứng khoán đều tốt như các kết hợp khác. Giá trị của doanh nghiệp không bị ảnh hưởng bởi việc lựa chọn của doanh nghiệp về cấu trúc vốn.

Các bạn có thể thấy được điều này, bằng cách hình dung là có hai doanh nghiệp có cùng mức lợi tức hoạt động nhưng chỉ khác nhau về cấu trúc vốn. Doanh nghiệp U không vay nợ. Do đó tổng giá trị vốn cổ đông của doanh nghiệp E_U bằng với tổng giá trị doanh nghiệp V_U . Còn doanh nghiệp L có vay nợ. Do đó giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp này bằng với giá trị của doanh nghiệp trừ giá trị nợ: $E_L = V_L - D_L$.

Hãy suy nghĩ xem bạn thích đầu tư vào doanh nghiệp nào hơn. Nếu bạn không muốn gặp rủi ro thì bạn có thể mua cổ phiếu thường của doanh nghiệp U. Chẳng hạn, nếu bạn mua 1 phần trăm số cổ phiếu của doanh nghiệp U, mức đầu tư của bạn là $0.01 V_U$ và bạn được quyền hưởng 1 phần trăm lãi gộp:

Đầu tư (USD)	Thu lợi (USD)
$.01 V_U$	$.01 \text{ Lợi nhuận}$

Bây giờ hãy so sánh với một chiến lược khác. Đó là mua cùng tỷ lệ cả về nợ và vốn của doanh nghiệp L. Mức đầu tư và thu lợi sẽ như sau:

	Đầu tư (USD)	Thu lợi (USD)
Nợ	$.01 D_L$	$.01 \text{ Lãi}$
Vốn cổ đông	$.01 E_L$	$.01 (\text{Lợi nhuận} - \text{lãi})$
Tổng cộng	$.01 (D_L + E_L)$	$.01 \text{ Lợi nhuận}$
	$= .01 V_L$	

Cả hai chiến lược đều đưa ra cùng mức lợi nhuận: 1 phần trăm lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong những thị trường có cấu trúc chức năng tốt, hai phương án đầu tư có cùng mức lợi nhuận phải có cùng mức chi phí. Do đó, $0.01 V_U$ phải bằng $0.01 V_L$: giá trị của doanh nghiệp không vay nợ phải bằng với giá trị của doanh nghiệp có vay nợ.

² Xem E. F. Fama, "The Effects of a firm's Investment and Financing Decisions," *American Economic Review*, 68: 272-284 (06/1978), trong một phân tích chặt chẽ các điều kiện mà một chính sách về cực đại hoá giá trị doanh nghiệp cũng là chính sách tốt nhất cho các cổ đông.

Giả sử bạn muốn hoạt động ít rủi ro hơn. Bạn quyết định mua 1% cổ phiếu đang lưu hành trong doanh nghiệp *có vay nợ*. Mức đầu tư và thu lợi của bạn sẽ như sau:

Đầu tư (\$)	Thu lợi (\$)
$.01 E_L$	$.01 (\text{Lợi nhuận} - \text{lãi})$
$= .01 (V_L - D_L)$	

Nhưng có một chiến lược khác, đó là vay $0.01 D_L$ trong một tài khoản riêng và mua 1% cổ phiếu của doanh nghiệp *không có nợ vay*. Trong trường hợp này, việc vay nợ sẽ mang lại cho bạn ngay tức khắc dòng thu tiền mặt là $0.01 D_L$, nhưng bạn phải trả lãi cho món nợ vay bằng 1% của tiền lãi do doanh nghiệp L trả. Do đó, tổng đầu tư và thu lợi của bạn sẽ như sau:

	Đầu tư (USD)	Thu lợi (USD)
Nợ	$-.01 D_L$	$-.01 \text{ Lãi}$
Vốn cổ đông	$.01 V_U$	$.01 \text{ Lợi nhuận}$
Tổng cộng	$.01 (V_U - D_L)$	$.01 (\text{Lợi nhuận} - \text{lãi})$

Một lần nữa, cả hai chiến lược đều có cùng lợi nhuận: 1% lợi nhuận sau lãi. Do đó, cả hai chiến lược đầu tư phải có cùng chi phí. Số lượng $.01(V_U - D_L)$ phải bằng $.01(V_L - D_L)$ và V_U phải bằng V_L .

Điều này không quan trọng khi mà thế giới chỉ toàn những người hoặc không thích rủi ro hoặc ưa thích liều lĩnh. Tất cả đều thỏa thuận rằng giá trị của doanh nghiệp không có nợ vay U phải bằng giá trị của doanh nghiệp có nợ vay L. Miễn là các nhà đầu tư có thể vay hoặc cho vay tài khoản riêng của họ với cùng phương thức của doanh nghiệp, họ có thể “phá hủy” ảnh hưởng của bất kỳ những thay đổi nào trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Đây là cơ sở của đề nghị số I nổi tiếng của MM: “Giá trị thị trường của bất kỳ doanh nghiệp nào không phụ thuộc vào cấu trúc vốn của nó.”

Định Luật Bảo Toàn Giá Trị

Quan điểm của MM cho rằng chính sách nợ không có liên quan là một ứng dụng của một ý tưởng đơn giản đáng kinh ngạc. Nếu chúng ta có hai luồng ngân lưu A và B thì giá trị hiện tại của A+B bằng giá trị hiện tại của A cộng với giá trị hiện tại của B. Chúng ta đã gặp nguyên tắc *cộng thêm giá trị* này trong thảo luận về qui hoạch ngân sách vốn, chúng ta thấy rằng trong thị trường vốn hoàn hảo, giá trị hiện tại của hai tài sản được kết hợp bằng với tổng giá trị hiện tại của chúng khi xem xét riêng lẻ.

Ở đây, chúng ta không kết hợp các tài sản mà chia nhỏ chúng ra. Nhưng việc cộng thêm giá trị này thực hiện ngược lại. Chúng ta có thể chia một ngân lưu thành nhiều phần tùy ý, tổng giá trị của các phần sẽ luôn luôn bằng với tổng giá trị khi chưa chia. (Dĩ nhiên, chúng ta phải đảm bảo rằng không có phần nào bị mất khi chia. Chúng ta không thể nói: “Giá trị của một cái bánh không phụ thuộc vào cách chia nó như thế nào” nếu như người chia bánh cũng là người nhận phần chia.)

Đây thực sự là một *định luật bảo toàn giá trị*. Giá trị của một tài sản được bảo toàn không liên quan đến bản chất của các trái quyền đối lại với tài sản này. Do đó, theo đề nghị số I: Giá trị của doanh nghiệp được xác định bởi các tài sản thật trình bày ở *phía trái* của bảng cân đối tài sản – chứ không phải bởi tỉ lệ của các chứng khoán nợ và vốn cổ đông do doanh nghiệp phát hành.

Các ý tưởng càng đơn giản thì càng được ứng dụng rộng rãi. Chẳng hạn như chúng ta có thể ứng dụng định luật bảo toàn giá trị để lựa chọn giữa việc phát hành cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thường hoặc một vài kết hợp nào đó. Định luật này ngụ ý rằng việc lựa chọn là không thích hợp, giả sử như thị trường vốn hoàn hảo, và miễn là việc lựa chọn không ảnh hưởng đến các chính sách về hoạt động, vay nợ và đầu tư của doanh nghiệp. Nếu như tổng giá trị của “cái bánh” vốn (kết hợp cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường) là cố định, các chủ nhân của doanh nghiệp (các cổ đông) sẽ không quan tâm đến việc chia cái bánh này như thế nào.

Định luật này cũng áp dụng cho sự *kết hợp* của các chứng khoán nợ do doanh nghiệp phát hành. Các lựa chọn giữa các khoản nợ ngắn hạn hoặc dài hạn, có đảm bảo hoặc không đảm bảo, chính hoặc phụ, có thể chuyển đổi hoặc không thể chuyển đổi, tất cả đều không ảnh hưởng đến giá trị tổng thể của doanh nghiệp.

Việc kết hợp các tài sản và chia nhỏ chúng ra sẽ không ảnh hưởng đến các giá trị cũng như không ảnh hưởng đến việc lựa chọn của nhà đầu tư. Khi chúng ta muốn chứng tỏ cấu trúc vốn không ảnh hưởng gì đến việc lựa chọn, ta ngầm giả định rằng cả doanh nghiệp và cá nhân có thể vay hoặc cho vay với cùng lãi suất không rủi ro. Cũng như vậy, các cá nhân có thể “hủy bỏ” ảnh hưởng của bất kỳ những thay đổi nào trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Trong thực tế, nợ của doanh nghiệp không phải là không có rủi ro và các doanh nghiệp không thể thoát khỏi các lãi suất tương ứng với chứng khoán nhà nước. Phản ứng ban đầu của một số người là việc này chỉ làm mất hiệu lực đề nghị của MM. Đây là một sai lầm thuộc về bản chất, nhưng cấu trúc vốn có thể không có liên quan ngay cả khi khoản nợ này có rủi ro.

Nếu một doanh nghiệp vay tiền thì sẽ không có gì *đảm bảo* là doanh nghiệp này sẽ trả lại khoản tiền đó: Doanh nghiệp sẽ trả đầy đủ khoản nợ chỉ khi nào tài sản của doanh nghiệp đáng giá hơn là món nợ đi vay. Do đó, các cổ đông của doanh nghiệp có trách nhiệm hữu hạn đối với các khoản nợ.

Nhiều người thích đi vay với trách nhiệm hữu hạn. Do đó, họ có thể phải trả thêm một khoản tiền nhỏ đối với các cổ phiếu có nợ vay *nếu nguồn cung của cổ phiếu này chưa đáp ứng được nhu cầu của họ*.³ Nhưng thực tế doanh nghiệp có vay nợ đã phát hành hàng nghìn cổ phiếu thường. Do vậy, không có gì chắc chắn rằng việc phát hành chứng khoán nợ sẽ làm cho họ trả thêm một số tiền để mua các cổ phiếu *của bạn*.⁴

Ví Dụ Về Đề Nghị Số

Macbeth Spot Remover đang xem xét lại cấu trúc vốn của công ty. Bảng 17-1 thể hiện vị trí hiện tại của họ. Công ty không sử dụng đòn bẩy tài chính và toàn bộ lợi tức hoạt động được chi trả lãi hết cho các cổ đông giữ cổ phiếu thường (vẫn tiếp tục giả định là không có thuế). Thu lợi và mức cổ tức kỳ vọng cho một cổ phiếu là 1.5 USD, nhưng con số này tuyệt nhiên không chắc chắn – nó có thể lớn hơn hoặc nhỏ hơn 1.5 USD. Giá của mỗi cổ phiếu là 10 USD. Vì doanh nghiệp kỳ vọng sẽ tạo ra một dòng lợi tức liên tục, thu lợi kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu bằng với tỉ số thu lợi-giá, $1.50/10.00 = 0.15$ hoặc 15%.⁵

³ Dĩ nhiên các cá nhân có thể *tạo ra* một món nợ hữu hạn nếu như họ muốn. Nói cách khác, người cho vay có thể thỏa thuận rằng những người đi vay sẽ hoàn trả nợ đầy đủ cho họ chỉ khi nào tài sản của doanh nghiệp X đáng giá hơn một số tiền nào đó. Có lẽ những cá nhân không sắp xếp những món nợ như vậy bởi vì họ có thể vay những món nợ với trách nhiệm hữu hạn đơn giản hơn nhiều bằng cách đầu tư vào các cổ phiếu của các doanh nghiệp có nợ vay.

⁴ Cấu trúc vốn cũng không thích hợp nếu như mỗi nhà đầu tư giữ một tập dự án đầu tư được đa dạng hóa hoàn toàn. Trong trường hợp đó, người đầu tư sẽ giữ toàn bộ các chứng khoán đầy rủi ro của doanh nghiệp (cả nợ và vốn). Nhưng bất kỳ người nào khi giữ *toàn bộ* các chứng khoán rủi ro đều không quan tâm đến các ngân lưu được phân chia như thế nào giữa các chứng khoán khác nhau.

⁵ Xem Chương 4. Phần 4.

Giám đốc công ty, cô Macbeth đi đến kết luận rằng các cổ đông sẽ có lợi hơn nếu như các khoản vốn và nợ của công ty bằng nhau. Do đó, cô ta đề nghị phát hành 5000 USD chứng khoán nợ với lãi suất 10% và sử dụng số tiền kiếm được để mua lại 500 cổ phiếu. Để hỗ trợ cho đề nghị của mình, cô Macbeth đã phân tích các tình huống căn cứ vào các giả định khác nhau về lợi tức hoạt động. Các kết quả tính toán được trình bày trong Bảng 17-2.

BẢNG 17-1

Macbeth Spot Removers được tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông. Mặc dù doanh nghiệp kỳ vọng sẽ liên tục đạt được mức lợi tức 1,500 USD /năm, lợi tức này không chắc chắn. Bảng sau đây trình bày thu lợi của cổ đông trong những giả định khác nhau về lợi tức hoạt động. Giả sử là không có các khoản thuế.

là không có các khoản thuế.		Dữ liệu		
Số cổ phiếu		1,000		
Giá một cổ phiếu		\$10		
Giá trị thị trường của các cổ phiếu		\$10,000		
		Kết quả		
Lợi tức hoạt động, USD	500	1,000	1,500	2,000
Lợi tức trên một cổ phiếu, USD	.50	1.00	1.50	2.00
Thu lợi trên các cổ phiếu, (%)	5	10	15	20
Kết quả kỳ vọng				

Kết quả kỳ vọng

Để thấy rõ hơn tác dụng của đòn bẩy đã ảnh hưởng lên thu lợi của một cổ phiếu như thế nào, cô Macbeth cũng đã vẽ Hình 17-1. Đường liên tục thể hiện mức thu lợi trên một cổ phiếu khác nhau như thế nào đối với lợi tức hoạt động khi việc tài trợ vốn hiện tại của doanh nghiệp hoàn toàn là vốn cổ đông. Do đó, thật đơn giản vẽ các điểm theo các thông số có trong Bảng 17-1. Đường chấm chấm thể hiện thu lợi trên một cổ phiếu khác nhau như thế nào khi doanh nghiệp có tỉ lệ nợ và vốn bằng nhau cho sẵn. Do đó, vẽ các điểm của các thông số trên Bảng 17-2.

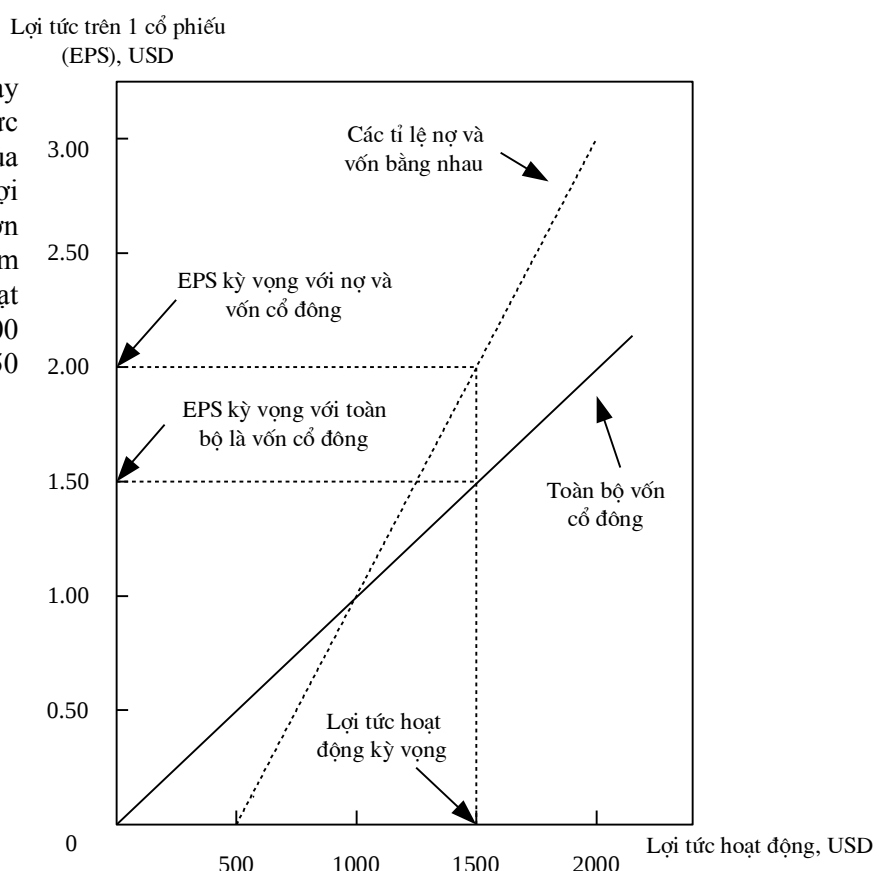
BẢNG 17-2

Macbeth Spot Removers đang tự hỏi có nên phát hành 5,000 USD chứng khoán nợ với lãi suất 10% và mua lại 500 cổ phiếu. Bảng này thể hiện thu lợi của cổ đông trong những giả định khác nhau về lợi tức hoạt động.

Dữ liệu				
Số cổ phiếu	500			
Giá một cổ phiếu	\$10			
Giá trị thị trường của các cổ phiếu	\$5,000			
Giá trị thị trường của chứng khoán nợ	\$5,000			
Lãi tức ở mức lãi suất 10%	\$500			
	Kết quả			
Lợi tức hoạt động, USD	500	1,000	1,500	2,000
Lãi tức, USD	500	500	500	500
Lợi tức trên vốn,USD	0	500	1,000	1,500
Lợi tức trên một cổ phiếu,USD	0	1	2	3
Thu lợi trên các cổ phiếu, (%)	0	10	20	30
	Kết quả kỳ vọng			

Kết quả kỳ vọng

Hình 17-1 Việc vay nợ làm gia tăng lợi tức trên một cổ phiếu của Macbeth (EPS) khi lợi tức hoạt động lớn hơn 1,000 USD và giảm EPS khi lợi tức hoạt động nhỏ hơn 1,000 USD. EPS tăng từ 1.50 USD lên 2 USD.



Các lý do của cô Macbeth như sau: “Thật rõ ràng tác dụng của đòn bẩy phụ thuộc vào lợi tức của doanh nghiệp. Nếu lợi tức lớn hơn 1,000 USD, thu lợi của cổ đông được *gia tăng* nhờ tác dụng của đòn bẩy. Nếu lợi tức thấp hơn 1,000 USD, thu lợi bị *giảm* do tác dụng của đòn bẩy. Thu lợi không bị ảnh hưởng khi nào lợi tức đạt được đúng 1,000 USD. Ở điểm này, thu lợi trên giá trị thị trường của tài sản là 10%, và bằng đúng với mức lãi suất của chứng khoán nợ. Do vậy, quyết định về cấu trúc vốn gút lại điều mà ta nghĩ về các triển vọng của lợi tức. Khi chúng ta kỳ vọng lợi tức hoạt động nằm trên điểm hòa vốn 1,000 USD, tôi tin rằng chúng ta có thể giúp cho các cổ đông một cách tốt nhất bằng cách phát hành 5,000 USD chứng khoán nợ.”

Cũng như nhà quản lý tài chính của Macbeth Spot Removers, bạn trả lời như sau: “Tôi đồng ý rằng các đòn bẩy tài chính sẽ giúp cho các cổ đông cũng như lợi tức của chúng ta lớn hơn 1,000 USD. Nhưng trong lý lẽ của bạn đã bỏ qua sự kiện là các cổ đông của Macbeth có phương án vay trên tài khoản riêng của họ. Chẳng hạn như nếu một nhà đầu tư vay 10 USD và sau đó đầu tư 20 USD để mua hai cổ phiếu không có nợ vay của Macbeth. Người này chỉ phải bỏ ra 10 USD tiền riêng của mình. Lợi nhuận trên đầu tư có khác với lợi tức hoạt động của Macbeth được trình bày trong Bảng 17-3. Một cách chính xác, lợi nhuận này giống như tập lợi nhuận mà các nhà đầu tư nhận được bằng cách mua một cổ phiếu của doanh nghiệp có vay nợ. (So sánh hai dòng cuối trên Bảng 17-2 và 17-3.) Do vậy, một cổ phiếu trong một doanh nghiệp có vay nợ cũng phải bán với giá 10 USD. Nếu Macbeth tiếp tục thực hiện kế hoạch và vay nợ, thì điều đó sẽ không cho phép các nhà đầu tư làm bất cứ điều gì mà họ chưa thể làm, và do vậy cũng sẽ không làm tăng giá trị.”

Lý lẽ mà bạn đang sử dụng chính xác giống như một lý lẽ mà MM đã sử dụng để chứng minh cho đề nghị số I.

BẢNG 17-3

Những nhà đầu tư riêng lẻ có thể bắt chước tác dụng đòn bẩy của Macbeth

	LỢI TỨC HOẠT ĐỘNG, USD			
	500	1,000	1,500	2,000
Lợi tức trên hai cổ phiếu, USD	1	2	3	4
Trừ lãi tức ở mức 10%, USD	1	1	1	1
Lợi tức ròng trên đầu tư, USD	0	1	2	3
Thu lợi trên 10 USD đầu tư, (%)	0	10	20	30
Kết quả kỳ vọng				

17-2 TÁC DỤNG CỦA ĐÒN BẰY TRÊN MỨC THU LỢI NHƯ THẾ NÀO

Các Hàm Ý Của Đề Nghị Số I

Bây giờ hãy xem xét các hàm ý của đề nghị số I đối với các thu lợi kỳ vọng trên cổ phiếu Macbeth.

	Cấu trúc hiện tại: Toàn bộ là vốn cổ đồng	Cấu trúc đề nghị: Tỷ lệ Nợ và Vốn bằng nhau
Lợi tức kỳ vọng trên một cổ phiếu, USD	1.50	2.00
Giá bán một cổ phiếu, USD	10	10
Thu lợi kỳ vọng trên một cổ phiếu, (%)	15	20

Tác dụng của đòn bẩy làm gia tăng dòng lợi tức kỳ vọng trên một cổ phiếu nhưng *không làm tăng* giá bán cổ phiếu. Nguyên nhân là do sự thay đổi dòng lợi tức kỳ vọng được bù đắp chính xác bởi sự thay đổi ở mức mà lợi tức được biến thành vốn. Thu lợi kỳ vọng trên cổ phiếu này (mức thu lợi liên tục và bằng với tỉ số lợi tức-giá) gia tăng từ 15% - 20%. Kết quả này được tính như sau:

Thu lợi kỳ vọng trên tài sản của Macbeth r_A bằng lợi tức hoạt động kỳ vọng chia cho tổng giá trị thị trường của các chứng khoán của Macbeth:

$$\text{Thu lợi kỳ vọng trên tài sản} = r_A = \frac{\text{lợi tức hoạt động kỳ vọng}}{\text{giá trị thị trường của toàn bộ chứng khoán}}$$

Chúng ta đã biết rằng trong thị trường hoàn hảo, quyết định vay nợ của doanh nghiệp không ảnh hưởng đến *cả* lợi tức hoạt động của doanh nghiệp *cũng như* tổng giá trị thị trường của các chứng khoán của doanh nghiệp. Do vậy, quyết định vay nợ cũng không ảnh hưởng đến thu lợi kỳ vọng trên tài sản r_A của doanh nghiệp.

Giả sử một người đầu tư toàn bộ vốn vào một doanh nghiệp bao gồm cả nợ và vốn cổ phần. Nhà đầu tư này sẽ có toàn quyền đối với lợi tức hoạt động của doanh nghiệp, do vậy, thu lợi kỳ vọng trên tập vốn đầu tư này sẽ bằng r_A .

Thu lợi kỳ vọng trên tập vốn đầu tư bằng với giá trị trung bình có trọng số của thu lợi kỳ vọng trên các cổ phần riêng lẻ. Do vậy, thu lợi kỳ vọng trên một tập vốn đầu tư bao gồm *toàn bộ* chứng khoán của doanh nghiệp là⁶

$$\begin{aligned} \text{Thu lợi kỳ vọng} \\ \text{trên toàn bộ} \\ \text{tài sản} &= \left(\text{tỷ lệ} \begin{array}{c} \text{nợ} \end{array} * \begin{array}{c} \text{thu lợi kỳ vọng} \\ \text{trên số nợ} \end{array} \right) + \left(\text{tỷ lệ} \begin{array}{c} \text{vốn} \end{array} * \begin{array}{c} \text{thu lợi kỳ vọng} \\ \text{trên vốn} \end{array} \right) \\ r_A &= \left(\frac{D}{D+E} * r_D \right) + \left(\frac{E}{D+E} * r_E \right) \end{aligned}$$

Chúng ta có thể sắp xếp lại phương trình này để tạo ra một biểu thức tính r_E , thu lợi kỳ vọng trên vốn cổ phần của một doanh nghiệp có nợ vay là:

$$\begin{aligned} \text{Thu lợi} \quad \quad \quad \text{thu lợi} \\ \text{kỳ vọng} \quad = \quad \text{kỳ vọng} \quad + \quad \text{tỷ lệ} \quad * \quad \left(\begin{array}{c} \text{thu lợi} \quad \quad \text{thu lợi} \\ \text{kỳ vọng} \quad \quad \text{kỳ vọng} \\ \text{trên tài sản} \quad \quad \text{trên nợ} \end{array} \right) \\ \text{trên vốn} \quad \quad \text{trên tài sản} \quad \quad \text{nợ - vốn} \\ r_E = r_A + \frac{D}{E} (r_Z - r_D) \end{aligned}$$

Đề nghị số II

Đây là đề nghị số II của MM: Suất thu lợi kỳ vọng trên vốn cổ phần thường của một doanh nghiệp có nợ vay làm gia tăng tỉ số nợ-vốn (D/E), đặc biệt là các giá trị thị trường; suất gia tăng phụ thuộc vào khoảng cách giữa suất thu lợi kỳ vọng trên tập dự án đầu tư của toàn bộ chứng khoán của doanh nghiệp r_A và thu lợi kỳ vọng trên nợ r_D . Cần ghi nhận rằng $r_E = r_A$ nếu như doanh nghiệp không có nợ vay.

Chúng ta có thể kiểm công thức này cho Macbeth Spot Removers trước khi ra quyết định vay nợ:

$$\begin{aligned} r_E = r_A &= \frac{\text{lợi nhuận hoạt động kỳ vọng}}{\text{giá thị trường của toàn bộ chứng khoán}} \\ &= \frac{1500}{10,000} = .15, \text{ hoặc } 15\% \end{aligned}$$

Nếu doanh nghiệp tiến hành kế hoạch vay, thu lợi kỳ vọng trên tài sản r_A vẫn là 15%. Thu lợi kỳ vọng trên vốn là:

$$\begin{aligned} r_E &= r_A + \frac{D}{E} (r_A - r_D) \\ &= 0.15 + \frac{5000}{5000} (.15 - .10) \\ &= .20, \text{ hoặc } 20\% \end{aligned}$$

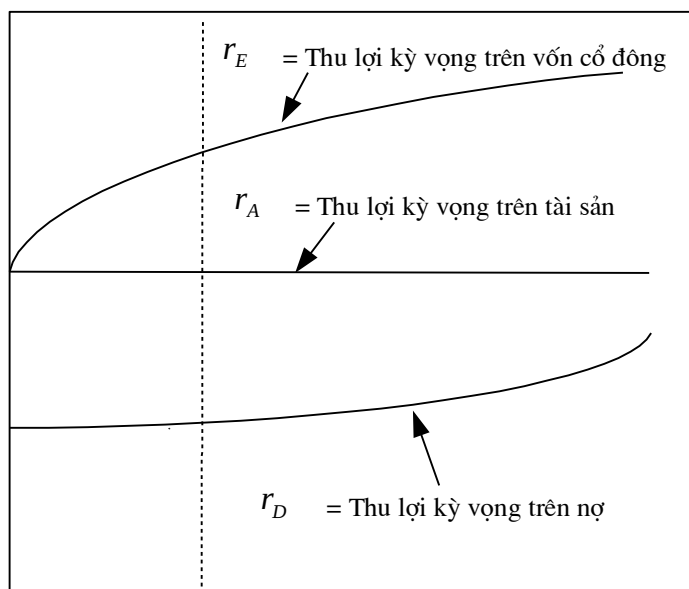
⁶ Phương trình này trông thật quen thuộc. Phương trình này đã được giới thiệu trong Chương 9 khi trình bày giá sử dụng vốn của doanh nghiệp là một giá trị trung bình có trọng số của thu lợi kỳ vọng trên nợ và vốn. (*Giá sử dụng vốn của doanh nghiệp* là một thuật ngữ khác đơn giản hơn của thu lợi kỳ vọng trên tài sản, r_A .) Chúng ta cũng đã bắt đầu Chương 9 rằng những thay đổi về cấu trúc vốn không làm thay đổi giá sử dụng vốn của doanh nghiệp. Nói cách khác, chúng ta đã giả định ngầm về đề nghị số I của MM.

Các hàm ý chung của đề nghị số II của MM được trình bày trên Hình 17-2. Hình vẽ giả định là các trái khoán của doanh nghiệp về bản chất không có rủi ro ở mức nợ thấp. Do đó, r_D độc lập với D/E và r_E gia tăng tuyến tính với gia tăng của D/E . Khi doanh nghiệp vay nợ nhiều hơn, rủi ro mất khả năng trả nợ gia tăng và doanh nghiệp được yêu cầu phải trả lãi suất cao hơn. Đề nghị số II dự đoán rằng khi điều trên xảy ra thì suất gia tăng của r_E giảm xuống, và cũng được thể hiện trong Hình 17-2. Doanh nghiệp càng có nhiều nợ, r_E càng ít nhạy đối với việc vay nợ sau đó.

Tại sao độ dốc của đường r_E trong Hình 17-2 giảm trong khi D/E tăng? Về cơ bản là bởi vì những người giữ các chứng khoán nợ rủi ro phải chịu đựng một số rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp vay nợ càng nhiều, thì rủi ro của các cổ đông cũng chuyển sang các chủ nợ càng nhiều.

Suất lợi nhuận

Hình 17-2 Đề nghị số II của MM. Thu lợi kỳ vọng trên vốn r_E gia tăng tuyến tính với tỉ số nợ-vốn với điều kiện là nợ không có rủi ro. Nhưng nếu tác dụng đòn bẩy làm gia tăng rủi ro của nợ, các chủ nợ sẽ đòi hỏi mức thu lợi từ nợ cao hơn. Chính điều này làm cho suất gia tăng của r_E giảm xuống.



Nợ không rủi ro ← → Nợ có rủi ro $\frac{D}{E} = \frac{\text{Nợ}}{\text{Vốn cổ đông}}$

Sự Đánh Đổi Giữa Rủi Ro Và Thu Lợi

Đề nghị số I cho rằng tác dụng của đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến của cải của cổ đông. Đề nghị số II cho rằng suất thu lợi mà các cổ đông có thể kỳ vọng nhận được trên cổ phiếu của họ sẽ gia tăng khi tỉ số nợ-vốn của doanh nghiệp gia tăng. Làm thế nào mà các cổ đông lại không quan tâm đến tác dụng đòn bẩy được gia tăng khi nó làm gia tăng thu lợi kỳ vọng? Câu trả lời là bất kỳ gia tăng nào trong mức thu lợi kỳ vọng cũng được bù đắp chính xác bằng sự gia tăng rủi ro và do đó cũng gia tăng suất thu lợi *yêu cầu* của các cổ đông.

Hãy xem rủi ro gì sẽ xảy ra đối với cổ phiếu Macbeth nếu như doanh nghiệp này dịch chuyển đến các tỉ lệ của vốn và nợ bằng nhau? Bảng 17-4 trình bày mức thâm hụt về lợi tức hoạt động ảnh hưởng đến lợi nhuận của các cổ đông như thế nào.

BẢNG 17-4

Đòn bẩy làm tăng rủi ro cổ phiếu của Macbeth

		Lợi tức hoạt động	
		\$500	\$1,500
Toàn bộ vốn:	Lợi tức trên một cổ phiếu (\$)	.50	1.50
	Thu lợi trên cổ phiếu (%)	5	15
50 phần trăm nợ:	Lợi tức trên một cổ phiếu (\$)	0	2
	Thu lợi trên cổ phiếu (%)	0	20

Tỉ lệ nợ-vốn không ảnh hưởng sự rủi ro của *đồng tiền* mà các cổ đông phải chịu. Giả sử lợi tức hoạt động giảm xuống từ 1,500 USD còn 500 USD. Trong doanh nghiệp có nguồn tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông, lợi tức trên vốn sẽ giảm xuống khoảng 1\$/một cổ phiếu. Có 1,000 cổ phiếu đang lưu hành, và do vậy *toàn bộ* lợi tức trên vốn sẽ giảm xuống khoảng 1 USD * 1,000 = 1,000 USD. Với nguồn vốn có 50% là nợ, cùng mức giảm lợi tức hoạt động như trên thì mức giảm lợi tức trên mỗi cổ phiếu sẽ là 2 USD. Nhưng chỉ có 500 cổ phiếu đang lưu hành nên tổng lợi tức trên vốn bị giảm một khoảng là 2 USD * 500 = 1,000 USD, giống như trong trường hợp tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông.

Tuy nhiên, sự lựa chọn giữa nợ – vốn sẽ mở rộng khoảng cách của *phần trăm* thu lợi. Nếu doanh nghiệp được tài trợ toàn bộ bằng vốn, việc giảm 1,000 USD trong lợi tức hoạt động sẽ làm giảm mức thu lợi trên cổ phiếu khoảng 10%. Nếu doanh nghiệp phát hành các phiếu nợ không rủi ro với mức trả lãi cố định là 500 USD/năm, thì việc giảm lợi tức hoạt động sẽ làm giảm mức thu lợi trên cổ phiếu khoảng 20%. Nói cách khác, ảnh hưởng của tác dụng đòn bẩy sẽ làm tăng gấp đôi độ lớn của các dao động trong các cổ phiếu của Macbeth. Bất kỳ hệ số beta nào của các cổ phiếu của doanh nghiệp trước khi tái tài trợ, sẽ tăng cao gấp hai lần sau đó.

Chỉ khi nào thu lợi kỳ vọng trên tài sản của doanh nghiệp là giá trị trung bình có trọng số của mức thu lợi kỳ vọng trên các chứng khoán riêng lẻ, thì beta của tài sản doanh nghiệp là giá trị trung bình có trọng số của các beta của các chứng khoán riêng lẻ:⁷

$$\text{Beta của tài sản} = \left(\text{tỷ lệ nợ} * \text{beta của nợ} \right) + \left(\text{tỷ lệ vốn} * \text{beta của vốn} \right)$$

$$\beta_A = \left(\frac{D}{D+E} * \beta_D \right) + \left(\frac{E}{D+E} * \beta_E \right)$$

Sắp xếp lại phương trình này cũng đưa ra một biểu thức tính β_E , beta vốn cổ phần của một doanh nghiệp có vay nợ:

$$\text{Beta vốn} = \text{beta của tài sản} + \frac{\text{tỷ lệ nợ}}{\text{nợ - vốn}} * \left(\text{beta của tài sản} - \text{beta của nợ} \right)$$

$$\beta_E = \beta_A + \frac{D}{E} (\beta_A - \beta_D)$$

Bây giờ bạn có thể thấy tại sao các nhà đầu tư đòi hỏi mức thu lợi cao hơn trên vốn có nợ vay. Mức thu lợi yêu cầu tăng lên đơn giản là để đáp ứng mức rủi ro gia tăng.

⁷ Phương trình này cũng trông rất cũ. Chúng ta đã sử dụng phương trình này trong Phần 9-2 khi chúng ta phát biểu rằng những thay đổi trong cấu trúc vốn làm thay đổi beta của cổ phiếu nhưng không làm thay đổi beta tài sản.

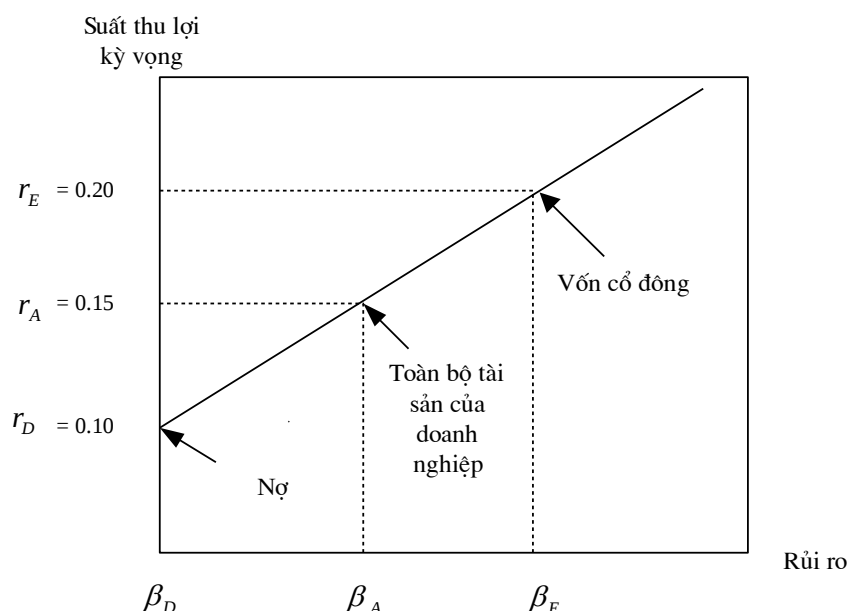
Trong Hình 17-3, chúng ta đã vẽ các điểm thu lợi kỳ vọng và rủi ro của các chứng khoán Macbeth, giả sử rằng lãi suất trên nợ không có rủi ro.⁸

17-3 QUAN ĐIỂM TRUYỀN THỐNG

Các chuyên gia về tài chính trước MM đã nghĩ gì về chính sách nợ? Có phải thật khó nói vì với sự nhận thức muộn màng, chúng ta thấy rằng họ đã không suy nghĩ rõ ràng.⁹ Tuy nhiên, một quan điểm “truyền thống” đã hiện ra câu trả lời cho MM. Để hiểu được điều này, chúng ta phải thảo luận về **giá sử dụng vốn trung bình có trọng số**.

Thu lợi kỳ vọng trên một tập dự án đầu tư của toàn bộ chứng khoán của doanh nghiệp thường có liên quan tới giá sử dụng vốn trung bình có trọng số.¹⁰

Hình 17-3 Nếu như Macbeth không vay nợ, thu lợi kỳ vọng trên vốn của doanh nghiệp bằng với



thu lợi kỳ vọng trên tài sản. Tác dụng của đòn bẩy làm gia tăng cả thu lợi kỳ vọng trên vốn (r_E) và rủi ro trên vốn (β_E).

$$\text{Giá sử dụng vốn trung bình có trọng số} = r_A = \left(\frac{D}{V} * r_D \right) + \left(\frac{E}{V} * r_E \right)$$

Giá sử dụng vốn trung bình có trọng số được sử dụng trong các quyết định về quy hoạch ngân sách vốn để tìm giá trị hiện tại ròng của các dự án không làm thay đổi rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp.

Giả sử như một doanh nghiệp có 2 triệu USD chứng khoán nợ đang lưu hành và 100,000 cổ phiếu bán với giá 30 USD/cổ phiếu. Lãi suất nợ vay hiện tại là 8%, và nhà quản lý tài chính nghĩ rằng cổ phiếu được định giá để đem lại mức thu lợi 15%. Do vậy, $r_D = .08$ và $r_E = .15$. (đi

⁸ Trong trường hợp $\beta_D = 0$ và $\beta_E = (D/E) \beta_A$.

⁹ Có lẽ trong 20 năm, các nhà kinh tế tài chính bình luận về các điểm không nhìn thấy được và lý lẽ vụng về của Brealey và Myers. Mặt khác, họ có lẽ không nhớ đến chúng ta chút nào cả.

¹⁰ Nên nhớ rằng trong chương này chúng ta bỏ qua thuế. Trong Chương 19, chúng ta sẽ xem công thức tính giá sử dụng vốn trung bình có trọng số cần được hiệu chỉnh cho tốt hơn khi mà lãi tức nợ có thể được khấu trừ từ lợi nhuận chịu thuế.

nhiên, phần khó khăn là ước tính được r_E). Tất cả các thông số cần có để tính giá sử dụng vốn trung bình có trọng số:

$$D = 2 \text{ triệu USD}$$

$$E = 100,000 \text{ cổ phiếu} * 30 \text{ USD/1 cổ phiếu} = 3 \text{ triệu USD}$$

$$V = D + E = 2 + 3 = 5 \text{ triệu USD}$$

$$\begin{aligned} \text{Giá sử dụng vốn trung bình có trọng số} &= \left(\frac{D}{V} * r_D \right) + \left(\frac{E}{V} * r_E \right) \\ &= \left(\frac{2}{5} * .08 \right) + \left(\frac{3}{5} * .15 \right) \\ &= .122, \text{ hoặc } 12.2\% \end{aligned}$$

Cần lưu ý rằng chúng ta vẫn giả định là đề nghị số I có giá trị. Nếu không, chúng ta không thể sử dụng giá trị trung bình có trọng số đơn giản này như là suất chiết khấu ngay cả cho những dự án không làm thay đổi “loại rủi ro” kinh doanh của doanh nghiệp. Trong Chương 19, chúng ta sẽ thấy giá sử dụng vốn trung bình có trọng số chỉ là điểm bắt đầu cho việc thiết lập suất chiết khấu.

Hai Điều Cảnh Báo

Đôi khi mục tiêu của các quyết định tài trợ được thiết lập không phải là “cực đại giá trị thị trường tổng thể” mà là “cực tiểu giá sử dụng vốn trung bình có trọng số.” Nếu đề nghị số I của MM *không* có giá trị, thì cấu trúc vốn nhằm cực đại giá trị của doanh nghiệp cũng làm cực tiểu giá sử dụng vốn trung bình có trọng số, miễn là lợi tức hoạt động không phụ thuộc vào cấu trúc vốn. Nên nhớ rằng giá sử dụng vốn trung bình có trọng số là suất thu lợi kỳ vọng trên giá trị thị trường của toàn bộ chứng khoán của doanh nghiệp. Bất kỳ điều gì làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp sẽ làm giảm giá sử dụng vốn trung bình có trọng số nếu như lợi tức hoạt động không đổi. Nhưng nếu như lợi tức hoạt động cũng thay đổi thì mọi dự đoán đều sai.

Trong Chương 18 chúng ta sẽ thể hiện tác dụng của đòn bẩy tài chính có thể ảnh hưởng đến lợi tức hoạt động theo nhiều cách. Do vậy, cực đại giá trị của doanh nghiệp *không phải* luôn luôn tương đương với việc cực tiểu hoá giá sử dụng vốn trung bình có trọng số.

CẢNH BÁO SỐ 1. Các cổ đông muốn ban quản lý làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp. Họ quan tâm nhiều đến việc làm cho doanh nghiệp trở nên giàu có hơn là sở hữu một doanh nghiệp có giá sử dụng vốn trung bình có trọng số thấp.

CẢNH BÁO SỐ 2. Việc cố gắng cực tiểu hoá giá sử dụng vốn trung bình có trọng số dường như để khuyến khích những đường vòng ngắn hợp lý như sau: Giả sử có người nào đó nói: “Các cổ đông đòi hỏi và xứng đáng để có suất thu lợi kỳ vọng cao hơn những người giữ các trái phiếu. Do vậy, nợ là một nguồn vốn có giá sử dụng rẻ hơn. Chúng ta có thể giảm giá sử dụng vốn trung bình có trọng số bằng cách vay nợ nhiều hơn.” Nhưng điều này không thể tuân theo nếu như phân vay thêm dẫn đến việc các cổ đông đòi hỏi suất thu lợi kỳ vọng càng cao hơn. Theo đề nghị số II của MM, “giá sử dụng vốn cổ phần” r_E gia tăng chỉ vừa đủ để giữ cho giá sử dụng vốn trung bình có trọng số không đổi.

Đây không chỉ là con đường ngắn hợp lý như bạn bắt gặp, chúng ta sẽ nêu ra hai con đường nữa trong câu hỏi số 5 ở cuối chương này.

Suất Thu Lợi Trên Vốn Có Nợ Vay-Quan Điểm Truyền Thống

Bạn có thể hỏi tại sao chúng ta lại đề cập đến mục đích của việc cực tiểu hoá giá sử dụng vốn trung bình có trọng số nếu như nó thường bị sai và nhầm lẫn. Chúng ta phải đề cập đến bởi vì những người theo chủ nghĩa truyền thống chấp nhận mục tiêu này và tranh luận trường hợp của họ ở khía cạnh này.

Con đường vòng ngắn hợp lý chúng ta vừa mô tả chỉ còn giả định rằng r_E , suất thu lợi kỳ vọng được các cổ đông đòi hỏi, không tăng khi doanh nghiệp vay tiền nhiều hơn. Giả sử điều này theo lý thuyết là đúng thì giá sử dụng vốn trung bình có trọng số r_A phải giảm khi tỷ số nợ - vốn tăng.

Thí dụ chọn Hình 17.4, hình này được vẽ dựa trên giả thiết là các cổ đông đòi hỏi suất thu lợi 12 phần trăm bất kể công ty có số nợ là bao nhiêu và những người giữ trái khoán luôn luôn muốn có suất thu lợi 8 phần trăm. Giá sử dụng vốn trung bình có trọng số bắt đầu ở mức 12 phần trăm và kết thúc tại điểm 8 phần trăm. Giả sử mức lợi tức hoạt động của doanh nghiệp là dòng liên tục trong khoảng \$100,000 một năm. Thì giá trị của doanh nghiệp bắt đầu tại:

$$V = \frac{100,000}{.12} = \$833,333$$

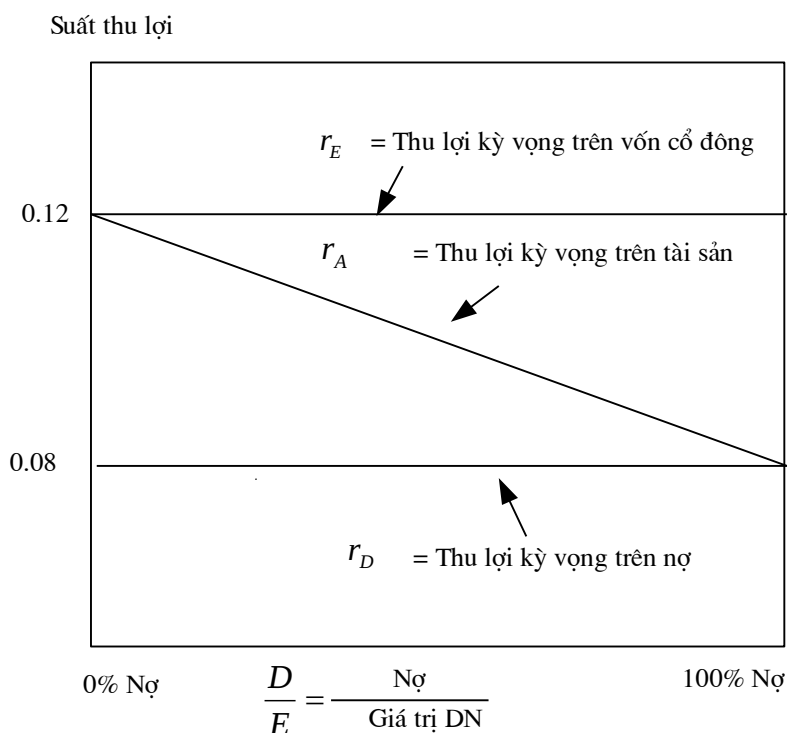
và kết thúc tại:

$$V = \frac{100,000}{.08} = \$1,250,000$$

Phần lời \$416.667 sẽ rơi vào túi của các cổ đông.¹¹

¹¹ Ghi nhận rằng Hình 17-4 liên quan đến r_E và đối với D/V , tỉ số nợ trên giá trị doanh nghiệp, hơn là tỉ số nợ-vốn D/E . Trong hình này chúng ta muốn trình bày điều gì xảy ra khi doanh nghiệp tài trợ 100% bằng nợ. Ở điểm E = 0 và D/E vô hạn.

Hình 17.4 Nếu suất thu lợi kỳ vọng được yêu cầu bởi các cổ đông r_E không bị ảnh hưởng bởi tác dụng của đòn bẩy tài chính, thì giá sử dụng vốn trung bình có trọng số r_A giảm khi doanh nghiệp vay nợ nhiều. Ở mức 100 phần trăm nợ r_A bằng với suất nợ vay r_D . Dĩ nhiên đây là một trường hợp hoàn toàn vô lý và không có thực.



Dĩ nhiên điều này hoàn toàn vô lý: Một doanh nghiệp tiến gần đến mức 100 phần trăm nợ *phải dẫn đến phá sản*. Nếu có bất kỳ cơ hội nào mà doanh nghiệp có thể duy trì khả năng trả nợ thì phần vốn sẽ có giá trị, và doanh nghiệp không thể tài trợ 100 phần trăm bằng nợ được. (Nên nhớ rằng chúng ta đang làm việc với các giá trị *thị trường* của nợ và vốn.)

Nhưng nếu doanh nghiệp phá sản và các cổ phiếu ban đầu chỉ còn là những mảnh giấy không có giá trị thì *những người chủ nợ trở thành những cổ đông mới của doanh nghiệp*. Doanh nghiệp trở lại hình thức tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông! Chúng ta giả sử rằng các cổ đông ban đầu đòi hỏi suất thu lợi 12% thì tại sao những cổ đông mới lại có yêu cầu thấp hơn? Khi họ phải chịu toàn bộ rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp.¹²

Tình huống mô tả trong Hình 17-4 không thể xảy ra.¹³ Tuy nhiên, người ta không thể góp vốn vào bất kỳ vị trí nào *giữa* Hình 17-3 và 17-4. Đó chính xác là điều mà những người theo chủ nghĩa truyền thống đã làm. Giả thuyết của họ được thể hiện trong Hình 17-5. Họ cho rằng tác dụng của đòn bẩy tài chính ở mức độ vừa phải có thể làm tăng thu lợi kỳ vọng trên vốn r_E mặc dù mức độ này không được dự đoán trong đề nghị số II của MM. Nhưng những doanh nghiệp vô trách nhiệm vay mượn *một cách quá đáng* nhận thấy r_E tăng nhanh hơn mức MM dự đoán. Vì vậy, giá sử dụng vốn trung bình có trọng số r_A đầu tiên giảm, rồi sau đó tăng lên. Điểm tối thiểu là điểm có cấu trúc vốn tối ưu. Nên nhớ rằng việc tối thiểu hóa r_A tương đương với việc cực đại hóa giá trị tổng thể của doanh nghiệp, như những người theo chủ nghĩa truyền thống đã giả định, việc vay nợ không ảnh hưởng đến lợi tức hoạt động.

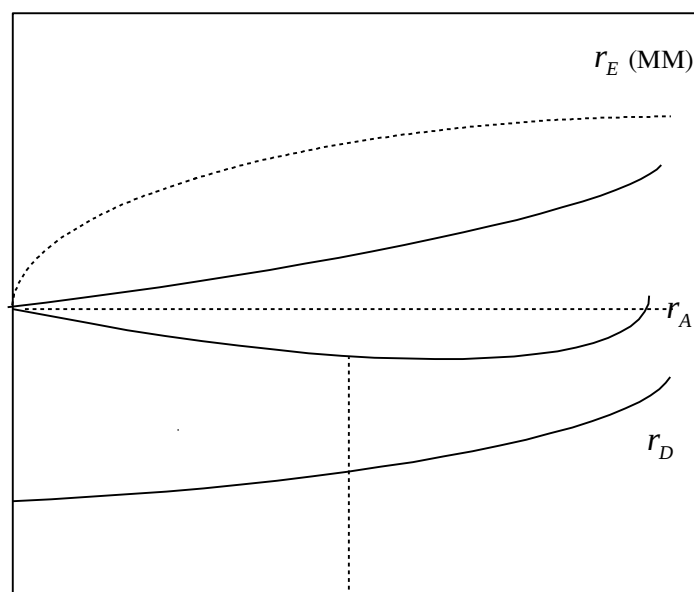
¹² Chúng ta bỏ qua các chi phí, sự trì hoãn và những phức tạp khác về phá sản sẽ được thảo luận trong Chương 18.

¹³ Trường hợp này thường được gọi là phương pháp tiếp cận với lợi tức ròng (NI) bởi vì các nhà đầu tư giả định rằng lợi tức sẽ được sử dụng làm vốn sau khi tiền lãi ở cùng lãi suất không liên quan đến tác dụng của đòn bẩy tài chính. Đối lại, phương pháp tiếp cận của MM là tiếp cận với lợi tức hoạt động ròng (NOI) bởi vì giá trị của doanh nghiệp một cách cơ bản được xác định bởi lợi tức hoạt động, toàn bộ thu lợi bằng tiền của cả những cổ đông và những người giữ chứng khoán nợ. Điều phân biệt này được Durand nhấn mạnh trong bài thuyết trình quan trọng của ông trước bài thuyết trình của MM.

Có hai quan điểm được đưa ra nhằm ủng hộ cho quan điểm truyền thống này. Thứ nhất, có thể nói rằng các nhà đầu tư không lưu ý hoặc đánh giá cao các rủi ro tài chính tạo ra bởi việc vay mượn “ở mức vừa phải”, mặc dù họ nhận thức được khi mức nợ “vượt quá”. Nếu như vậy, các nhà đầu tư trong các doanh nghiệp có nợ vay ở mức vừa phải có thể chấp nhận suất thu lợi thấp hơn mức họ nên nhận.

Hình 17-5 Những đường đứt khúc thể hiện quan điểm của MM về ảnh hưởng của tác dụng đòn bẩy trên thu lợi kỳ vọng trên vốn r_E và giá sử dụng vốn trung bình có trọng số r_A . (Xem hình 17-2). Những đường liên tục thể hiện quan điểm truyền thống. Những người theo quan điểm truyền thống cho rằng việc vay nợ trước hết làm gia tăng r_E chậm hơn dự đoán của MM nhưng r_E sẽ tăng vọt lên khi việc vay nợ vượt quá. Nếu như vậy, giá sử dụng vốn trung bình có trọng số có thể cực tiểu hóa nếu như bạn sử dụng vừa đúng mức nợ.

Suất thu lợi



Những người theo chủ nghĩa truyền thống tin rằng có tỉ số - vốn tối - u nhằm cực tiểu hoá r_A

$$\frac{D}{E} = \frac{\text{Nợ}}{\text{Vốn cổ đông}}$$

Quan điểm đó dường như quá ngây thơ.¹⁴ Quan điểm thứ hai thì tốt hơn. Nó chấp nhận việc lý giải của MM khi áp dụng trong thị trường vốn hoàn hảo nhưng nhận thấy được thị trường thực tế không hoàn hảo. Những sự không hoàn hảo có thể cho phép doanh nghiệp vay nợ để cung cấp một dịch vụ đáng giá cho các nhà đầu tư. Nếu điều đó xảy ra, các cổ phiếu có tác dụng đòn bẩy sẽ được bán với giá cao hơn so với giá trị lý thuyết trong thị trường hoàn hảo.

Giả sử các doanh nghiệp cổ phần có thể vay nợ với lãi suất thấp hơn là các cá nhân. Kể đến nó sẽ trả cho các nhà đầu tư nào muốn vay giống như vậy một cách gián tiếp bằng cách giữ lại các cổ phiếu của các doanh nghiệp có nợ vay. Họ sẵn sàng chịu mức thu lợi kỳ vọng không được bồi hoàn đầy đủ cho những rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính mà họ phải chịu.

Có phải thực sự các doanh nghiệp cổ phần vay nợ với mức lãi suất thấp hơn không? Rất khó nói. Lãi suất trên những đồ vật thế chấp gia đình không khác mấy với lãi suất từ những trái phiếu của công ty được cho điểm cao.¹⁵ Lãi suất trên mức nợ biên tế (vay mượn từ nhà môi giới chứng khoán bằng những cổ phiếu của các nhà đầu tư được bỏ thầu như những chứng khoán) không khác với lãi suất doanh nghiệp phải trả cho ngân hàng đối với những khoản vay ngắn hạn.

¹⁴ Quan điểm đầu tiên này có thể phản ánh một sự mơ hồ về rủi ro tài chính và rủi ro không trả được nợ. Không trả được nợ không phải là mối đe dọa nghiêm trọng khi việc vay nợ ở mức vừa phải; các cổ đông chỉ lo lắng khi nào doanh nghiệp đi “quá xa”. (Vay quá nhiều). Nhưng các cổ đông phải chịu rủi ro tài chính dưới dạng không ổn định về suất thu lợi bị gia tăng và beta cao hơn, ngay cả khi cơ hội không trả được nợ là không xảy ra. Chúng ta đã giải thích điều này trong Hình 17-3.

¹⁵ Một trong các tác giả một lần đã thế chấp chỗ ở với lãi suất ít hơn 1/2 phần trăm so với mức thu lợi kiếm được của các trái khoán dài hạn AT&T lúc bấy giờ.

Có một vài cá nhân phải đối phó khá thường xuyên với mức lãi suất cao, phần lớn là do các chi phí mà những người cho vay phải chịu trong việc tạo ra và cung cấp các món nợ vay nhỏ. Có qui mô kinh tế trong việc vay nợ. Một nhóm các nhà đầu tư nhỏ có thể thực hiện tốt hơn bằng cách vay mượn từ một doanh nghiệp cổ phần, làm cho các món nợ vay có hiệu quả và tiết kiệm chi phí giao dịch.¹⁶

Nhưng giả sử các nhà đầu tư loại này rất phổ biến, về cả số lượng và giá trị tổng thể họ mang lại cho thị trường vốn. Nhu cầu của các nhà đầu tư có được thỏa mãn đầy đủ bởi hàng nghìn các doanh nghiệp có nợ vay hiện hữu hay không? Thực sự có một loại khách hàng là những nhà đầu tư nhỏ không được thỏa mãn sẵn sàng đứng ra trả thêm một khoản tiền cho một doanh nghiệp nữa vay hay không?

Có lẽ thị trường cho doanh nghiệp cổ phần có vay nợ cũng giống như thị trường xe hơi. Người Mỹ cần hàng triệu xe hơi và họ sẵn sàng trả hàng nghìn đô la để sử dụng. Nhưng điều đó không có nghĩa là bạn có thể phát lên bằng cách kinh doanh xe hơi. Bạn đã trễ ít nhất là 50 năm rồi.

Những Vi Phạm Trong Các Đề Nghị Của MM

Các đề nghị của MM dựa vào thị trường vốn hoàn hảo. Ở đây chúng ta đang sử dụng cụm từ *thị trường vốn hoàn hảo* một cách hơi lỏng lẻo vì các nhà nghiên cứu đã tranh cãi về *mức độ* hoàn hảo cần thiết cho đề nghị số I. (Chúng ta nhớ rằng cách đây nhiều năm, Ezra Solomon đã đưa ra một lời bình luận thiếu suy nghĩ: "Một thị trường hoàn hảo phải được *xác định* rõ giống như là thị trường mà lý thuyết MM hình thành.")

Chúng ta tin rằng các thị trường vốn nhìn chung được thực hiện phân chức năng tốt, nhưng chúng không 100% hoàn hảo theo thời gian. Do đó, MM phải bị sai ở vài chỗ trong vài khoảng thời gian nào đó. Vấn đề của nhà quản lý tài chính là phải chỉ ra được khi nào và ở đâu.

Điều này không phải dễ. Chỉ tìm kiếm những sự không hoàn hảo của thị trường là không đầy đủ.

Xem xét tuyên bố của những người theo chủ nghĩa truyền thống rằng sự không hoàn hảo làm cho việc vay nợ tốn kém và bất tiện cho nhiều cá nhân. Điều đó tạo ra một loại khách hàng đi vay nợ cho doanh nghiệp thì tốt hơn là đi vay nợ cá nhân. Về nguyên tắc, khách hàng đó sẽ được yêu cầu trả thêm một khoản tiền cho các cổ phiếu của một doanh nghiệp có nợ vay.

Nhưng có thể người ta *không phải* trả thêm tiền. Có lẽ từ lâu, các nhà quản lý tài chính nhanh nhạy đã nhận ra loại khách hàng này và dịch chuyển cấu trúc vốn của doanh nghiệp họ nhằm đáp ứng nhu cầu đó. Việc thực hiện các dịch chuyển này không khó khăn và tốn kém. Nhưng nếu bây giờ khách hàng đã thỏa mãn, họ sẽ không còn mong muốn phải trả thêm tiền cho các cổ phiếu có tác dụng đòn bẩy. Chỉ có các nhà quản lý tài chính nhận thức *đầu tiên* được loại khách hàng này đã rút bớt đi một số lợi thế.

Các Khách Hàng Không Thỏa Mãn Ngày Nay Có Thể Quan Tâm Đến Các Chứng Khoán Đặc Biệt

Cho đến bây giờ, chúng ta đã tiến được một chút trong việc nhận dạng các trường hợp mà giá trị của doanh nghiệp có thể tùy thuộc một cách đáng tin cậy vào việc tài trợ. Nhưng các thí dụ của chúng ta đều minh họa những gì mà các nhà quản lý tài chính khôn khéo đang tìm kiếm. Họ tìm

¹⁶ Ngay cả ở đây, có nhiều phương án vay nợ trên tài khoản cá nhân. Các nhà đầu tư có thể rút tiền từ các trương mục tiết kiệm hoặc bán một phần đầu tư vào các trái khoán của họ. Ảnh hưởng của việc khấu trừ phần cho vay trên bảng cân đối tài sản của nhà đầu tư và vị trí của rủi ro cũng giống như khi gia tăng nợ vay.

kiếm một loại khách hàng *không thoả mãn*, các nhà đầu tư muốn có một loại công cụ tài chính đặc thù nhưng vì sự không hoàn hảo của thị trường mà họ không thể đạt được hoặc không thể đạt được với giá rẻ.

Đề nghị số I của MM bị vi phạm khi doanh nghiệp bằng thiết kế không tương về cấu trúc vốn, có thể đưa ra một vài *dịch vụ tài chính* nhằm đáp ứng nhu cầu của loại khách hàng này. Hoặc là dịch vụ phải mới và độc nhất hoặc là doanh nghiệp phải tìm cách để cung cấp một số dịch vụ cũ với chi phí rẻ hơn các doanh nghiệp hoặc các tổ chức trung gian tài chính khác.

Bây giờ có chẳng loại khách hàng không thỏa mãn cho nguồn chứng khoán nợ đa dạng hoặc các cổ phiếu có tác dụng đòn bẩy tài chính? Chúng ta nghi ngờ điều đó. Nhưng có lẽ bạn có thể phát minh ra một chứng khoán đặc biệt và không bao quát được nhu cầu tiềm ẩn này.

Cổ Phiếu Đặc Biệt USUs Của Pfizer

Khám phá ra các chứng khoán lạ thì dễ nhưng tìm kiếm được các nhà đầu tư muốn mua các chứng khoán này thì khó. Sau đây là một thí dụ gần nhất về sự cố gắng không thành công trong việc phát hành một chứng khoán mới: Năm 1988, Pfizer công bố rằng họ sẽ thay thế một phần các cổ phiếu thường của họ bằng một loại cổ phiếu đặc biệt, (*Unbundled Stock Units* - USUs).¹⁷ Pfizer lý luận rằng khi bạn mua một cổ phiếu, bạn đang mua một món bao gồm ba thành phần: (1) dòng lợi tức chia lãi hiện tại, (2) mức có thể *gia tăng* của dòng chia lãi, và (3) sự nâng giá vốn bất kỳ. Ý tưởng của USUs là cho phép bạn mua bất kỳ một sự kết hợp nào giữa ba thành phần này.

Kế hoạch được thực hiện như sau: mỗi cổ đông có thể trao đổi cổ phiếu của họ để lấy ba loại chứng khoán mới:

1. Một *trái khoán thu lợi trên cơ sở 30 năm*, trái khoán này sẽ trả cho các nhà đầu tư một giá trị tương đương mức chia lãi hiện tại của cổ phiếu.
2. Một *cổ phiếu ưu đãi có mức chia lãi gia tăng*, người giữ cổ phiếu sẽ có mức chia lãi gia tăng bất kỳ trong tương lai.

Sau 30 năm, hai loại chứng khoán đầu tiên sẽ được Pfizer trả lại 152.50\$/chứng khoán. Nếu như giá cổ phiếu của Pfizer cao hơn mức 152.50\$, phần thứ ba của USUs sẽ thêm vào:

3. Một *giấy chứng nhận nâng giá trị vốn* sẽ cho người giữ giấy chứng nhận cơ hội lựa chọn bất kỳ trong thời gian 30 năm để mua một cổ phiếu thường với mức giá cố định là 152.50\$. Do đó, giấy chứng nhận nâng cao giá trị vốn sẽ tạo ra lợi nhuận từ bất kỳ việc nâng giá nào làm cho giá cổ phiếu của Pfizer trên mức 152.50\$.¹⁸

USUs là đứa con tinh thần của ngân hàng đầu tư Shearson Lehman Hutton. Shearson hy vọng rằng các nhà đầu tư sẽ tìm thấy tổng các phần hấp dẫn hơn là một cổ phiếu. Như giám đốc điều hành của Shearson đã chỉ ra rằng: “Khi bạn muốn cắt ra một miếng, bạn có thể. Nếu như bạn quan tâm đến việc nâng giá trị vốn, bạn có thể làm được điều đó. Nếu bạn muốn thu mức lợi hiện tại sau này, bạn có thể đạt được điều đó.”¹⁹

¹⁷ Thông báo của các công ty khác về USUs trong cùng thời gian là Dow Chemical, American Express, và Sara Lee. Trong một phân tích của USUs, xem J. D. Finnerty và V. M. Borun, “An Analysis of Unbundled Stock Units,” *Global Finance Journal*, 1: 47-70 (Mùa thu 1989).

¹⁸ Giả sử bạn giữ toàn bộ khoản này trong 30 năm. Bạn nhận mức chia lãi trên cổ phiếu hiện thời cộng với bất kỳ sự gia tăng nào trong việc chia lãi. Vào cuối năm thứ 30, bạn có thể mua các cổ phiếu với giá 152.50 USD mà bạn nhận được từ số tiền trả lại của trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi. Nhưng bạn không bị *buộc phải* làm như thế, nếu như giá của cổ phiếu thấp hơn 152.50 USD, bạn có thể chỉ lấy tiền.

¹⁹ Trích dẫn trong “Eureka! A Capital Solution,” *Corporate Finance*, 50: 5-6 (01/1989).

USUs đã đưa ra một kiểm nghiệm thực tế về MM. Nếu các cổ đông vội vàng chuyển đổi cổ phiếu của họ thành USUs, chúng ta sẽ tìm được thí dụ cho đề nghị I của MM. Pfizer có thể tăng giá trị thị trường tổng thể của doanh nghiệp bằng cách phát hành một khoản bao gồm trái khoán, cổ phiếu ưu đãi và các cơ hội lựa chọn hơn là phát hành cổ phiếu thường đa dạng.

Nhưng không có điều gì xảy ra, các cổ đông không cảm thấy ấn tượng lắm. Hai tháng sau đó, với sự lúng túng và tổn kém trong việc đảo ngược lại vấn đề, Shearson đã tuyên bố rằng Pfizer đã quyết định không tiến hành kế hoạch nữa. Đề nghị I của MM đã tiếp tục tồn tại nguyên vẹn.²⁰

Percs Của General Motor

Sự thất bại của USUs không phải là dấu hiệu cuối cùng của việc tìm kiếm các cách thức mới để thu lợi từ vốn trọn gói. Năm 1991, Morgan Stanley tuyên bố rằng sẽ giúp cho General Motors gia tăng trên 600 triệu USD thông qua việc bán *percs* (cổ phiếu tích lũy được mua lại từ cổ phiếu ưu đãi). Nếu bạn mua một cổ phiếu *percs* của GM, bạn sẽ thu được mức chia lãi cố định là 8% trong 3 năm, cao hơn mức lãi của cổ phiếu thường là 4,9%. Cuối năm thứ ba cổ phiếu *percs* sẽ tự động chuyển thành cổ phiếu thường, nhưng có một sự giới hạn về giá trị trên những cổ phiếu được nhận. Bạn được tham gia toàn bộ trong việc nâng giá trị của cổ phiếu tới mức tối đa là 30%. Trên mức đó, giá cổ phiếu càng tăng thì lượng cổ phiếu bạn nhận được càng giảm.

Percs có nhiều đặc điểm của USUs nhưng thông dụng hơn. Chỉ trong vòng một năm, gần 5 tỷ USD đã được phát hành. Tuy nhiên, nhu cầu đã sớm được thỏa mãn và việc phát hành *percs* đã giảm xuống dần.

Sự Không Hoàn Hảo Và Các Cơ Hội

Những sự không hoàn hảo nghiêm trọng nhất của thị trường vốn thường do chính phủ tạo ra. Một sự không hoàn hảo, mà điều này cũng hỗ trợ sự vi phạm của đề nghị số I của MM, *cũng* tạo ra cơ hội để làm ra tiền. Các doanh nghiệp và các tổ chức trung gian tài chính sẽ tìm cách tiếp cận các khách hàng của các nhà đầu tư bị sự không hoàn hảo đó làm cho nản lòng.

Trong nhiều năm, chính phủ Mỹ đã đặt ra một giới hạn đối với lãi suất được trả trong các trương mục tiết kiệm. Người ta làm như vậy là để bảo vệ những tổ chức tiết kiệm bằng việc hạn chế sự cạnh tranh thu hút tiền từ những người gửi tiết kiệm của các tổ chức này. Điều lo ngại của chính phủ là những người gửi tiền tiết kiệm sẽ tìm kiếm mức thu lợi cao hơn để đầu tư, làm cho tiền mặt của các tổ chức tiết kiệm bị rút bớt đi. Điều này sẽ làm giảm nguồn cung cấp quỹ từ các tổ chức tiết kiệm làm cho các thể chấp bắt động sản mới và thị trường nhà ở bị lâm vào hoàn cảnh bế tắc. Các tổ chức tiết kiệm sẽ không đủ khả năng để đưa ra mức lãi suất ký gửi cao hơn, ngay cả khi chính phủ cho phép họ - bởi vì hầu hết các khoản ký gửi trong quá khứ của họ là vốn chết trong những khoản thể chấp với lãi suất cố định đã được phát hành khi lãi suất thấp hơn nhiều.

Những quy định này tạo ra một cơ hội cho các doanh nghiệp và các tổ chức tài chính thiết kế các kế hoạch tiết kiệm mới mà không phải đưa ra các giá trị trần về lãi suất. Một phát minh lúc bấy giờ là phiếu nợ với *lãi suất thả nổi* (floating – rate note), do Citicorp phát hành lần đầu vào tháng 7/1974, thực hiện trên một phạm vi rộng lớn và với các phương thức được thiết kế sao cho lôi cuốn từng nhà đầu tư. Các phiếu nợ với lãi suất thả nổi là những chứng khoán nợ trung

²⁰ Có một số vấn đề thực tiễn mà Shearson đã không giải quyết. Chẳng hạn như Ủy ban trao đổi chứng khoán chống lại việc bị mất các quyền bầu cử. Cũng có một lời khuyên về thuế, các cổ đông muốn trao đổi cổ phiếu của họ để lấy USUs sẽ cân nhắc việc phải bán cổ phiếu và do đó sẽ bị tính thuế trên bất kỳ phần thu lợi kiếm được.

hạn mà việc trả lãi “thả nổi” theo các lãi suất ngắn hạn. Chẳng hạn như trong trường hợp của Citicorp, lãi suất của chứng khoán thường được tính cho mỗi kỳ chi trả lãi nửa năm, và được thiết lập ở mức cao hơn 1% so với mức thu lợi của các hối phiếu kho bạc cùng thời gian đó. Do đó, người giữ phiếu nợ của Citicorp được bảo vệ trước những dao động về lãi suất bởi vì Citicorp trả tiền nhiều hơn khi lãi suất tăng, và dĩ nhiên là khi lãi suất giảm thì số tiền chi trả sẽ ít hơn.

Rõ ràng là Citicorp đã tìm thấy các nhà đầu tư là những khách hàng chưa được khai thác trước đó, và doanh nghiệp này đã tăng được vốn 650 triệu USD ngay lần đầu tiên phát hành. Sự thành công của việc phát hành phiếu nợ hàm ý là Citicorp có thể tăng thêm giá trị bằng cách thay đổi cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các doanh nghiệp khác đã nhanh chóng nhảy vào chỗ lợi thế này của Citicorp, và trong vòng 5 tháng, các doanh nghiệp khác đã phát hành thêm các phiếu nợ với lãi suất thả nổi trị giá 650 triệu USD. Giữa những năm 1980, lượng phiếu nợ có lãi suất thả nổi đang lưu hành chiếm khoảng 43 tỉ USD, mặc dù lúc bấy giờ trần lãi suất không còn là động cơ kích thích đầu tư nữa.²¹

Quy định về lãi suất cũng đã cung cấp cho các tổ chức tài chính một cơ hội để tạo ra giá trị bằng cách đưa ra các quỹ thị trường tiền tệ. Các quỹ này là các quỹ tương hỗ được đầu tư trong các hối phiếu kho bạc, hối phiếu thương mại, và các công cụ nợ ngắn hạn được đánh giá cao khác.

Với vài nghìn USD đầu tư, bất kỳ người gửi tiết kiệm nào cũng có thể tiếp cận các công cụ này thông qua quỹ thị trường tiền tệ và có thể ký ngân phiếu để rút tiền ra bất kỳ lúc nào. Do đó, quỹ này giống như là một tài khoản séc hoặc một tài khoản tiết kiệm có mức lãi suất gần với lãi suất thị trường.²² Các quỹ thị trường tiền tệ này đã trở nên rất phổ biến. Khoảng năm 1994, tài sản của các quỹ này tăng lên 450 tỉ USD.

Khi các phiếu nợ có lãi suất thả nổi, các quỹ thị trường tiền tệ, và các công cụ khác có thể có được dễ dàng hơn, thì các ràng buộc của chính phủ đưa ra nhằm bảo vệ các mức lãi suất tiết kiệm trở nên ngày càng ít hữu ích hơn. Cuối cùng các ràng buộc này đã được bỏ đi, và các tổ chức tiết kiệm phải đối đầu với các đối thủ cạnh tranh của họ.

Một thời gian dài trước khi trần lãi suất bị loại bỏ, hầu hết các thu lợi không còn là do việc phát hành các chứng khoán mới có mức thu lợi cao cho từng nhà đầu tư riêng lẻ. Một khi khách hàng cuối cùng đã thỏa mãn, đề nghị số I của MM được khôi phục lại (cho đến khi nào chính phủ tạo ra một sự không hoàn hảo mới). Đạo lý ở đây là: Nếu bạn đã từng tìm thấy một khách hàng không thỏa mãn, hãy làm một cái gì ngay tức khắc, hoặc là các thị trường vốn sẽ mở ra và cướp nó từ tay bạn.

17-4 KẾT LUẬN

Khi bắt đầu chương này, chúng ta đã mô tả đặc điểm của quyết định tài chính của doanh nghiệp như là một vấn đề tiếp thị. Suy nghĩ của các nhà quản lý tài chính khi lấy toàn bộ tài sản thực của doanh nghiệp và đem bán cho các nhà đầu tư như là một khoản gồm các chứng khoán. Một vài nhà quản lý tài chính chọn cách đơn giản nhất: tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông. Một vài giám đốc tài chính cuối cùng đi đến quyết định phát hành hàng tá các chứng khoán nợ và vốn. Vấn đề là phải tìm kiếm sự kết hợp sao cho cực đại giá trị thị trường của doanh nghiệp.

²¹ Một sự xem xét đáng tin cậy của R. S. Wilson về sự phát triển đưa vào thị trường các phiếu nợ có lãi suất thả nổi, “Domestic Floating-Rate and Adjustable Rate Debt Securities,” trong F. J. Fabozzi và T. D. Fabozzi (eds.), *Handbook of fixed Income Securities*, 4th ed., Dow-Jones Irwin, Homewood, Ill., 1995.

²² Quỹ thị trường tiền tệ đưa các lãi suất hơi thấp hơn các lãi suất của những chứng khoán mà nó đầu tư vào. Điều này mở rộng việc bao quát về lợi nhuận và chi phí hoạt động của quỹ.

Đề nghị số I nổi tiếng của Modigliani và Miller cho rằng không có sự kết hợp nào tốt hơn sự kết hợp nào, do đó giá trị thị trường toàn bộ của doanh nghiệp (giá trị của toàn bộ chứng khoán của doanh nghiệp) độc lập đối với cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có vay nợ sẽ cung cấp cho các nhà đầu tư một thực đơn về các chứng khoán phức tạp hơn, nhưng các nhà đầu tư lười trả lời, thực đơn bị thừa thãi. Bất kỳ sự dịch chuyển nào của cấu trúc vốn cũng có thể được nhân đôi hoặc “bỏ dỡ” bởi các nhà đầu tư. Tại sao họ trả thêm tiền cho việc vay nợ gián tiếp (bằng cách giữ các cổ phiếu của doanh nghiệp có nợ vay) khi mà họ có thể vay dễ dàng và rẻ từ các tài khoản riêng của họ?

MM đồng ý rằng việc vay nợ làm gia tăng suất thu lợi kỳ vọng trên mức đầu tư của các cổ đông. Nhưng nó cũng làm gia tăng rủi ro cổ phiếu của doanh nghiệp. MM cho rằng việc gia tăng rủi ro bù đắp đúng mức gia tăng của suất thu lợi, làm cho thu lợi của cổ đông không tốt hơn cũng không xấu hơn.

Đề nghị số I là một kết quả cực kỳ tổng quát. Nó áp dụng không chỉ đúng với việc đánh đổi giữa vốn và nợ mà còn cho *bất kỳ* lựa chọn nào về các công cụ tài trợ. Chẳng hạn như MM có thể nói rằng lựa chọn giữa nợ ngắn hạn và nợ dài hạn không ảnh hưởng gì đến giá trị doanh nghiệp.

Chứng minh chính thức của đề nghị số I dựa toàn bộ vào giả thiết thị trường vốn hoàn hảo.²³ Các đối thủ của MM, “những người theo chủ nghĩa truyền thống” tranh cãi rằng sự không hoàn hảo của thị trường làm cho việc vay nợ cá nhân vượt quá chi phí, rủi ro, và không tiện lợi cho một số nhà đầu tư. Điều này tạo ra một loại khách hàng tự nhiên mong muốn trả vượt thêm tiền để mua cổ phiếu của các doanh nghiệp có nợ vay. Những người theo chủ nghĩa truyền thống nói rằng các doanh nghiệp nên đi vay để nhận được khoản tiền vượt thêm.

Nhưng tranh cãi này chưa chấm dứt. Có thể có một loại khách hàng cho vốn vay, nhưng điều đó không đủ, khách hàng *không được thỏa mãn*. Đã có sẵn hàng nghìn doanh nghiệp có vốn vay để đầu tư. Có còn loại khách hàng chưa thỏa mãn cho các loại chứng khoán vốn và nợ khác nhau không? Chúng ta nghi ngờ điều đó.

Đề nghị số I bị vi phạm khi các giám đốc tài chính tìm thấy một nhu cầu chưa khai thác và thỏa mãn nhu cầu đó bằng cách phát hành vài loại chứng khoán mới và khác biệt. Cuộc tranh luận giữa MM và những người theo chủ nghĩa truyền thống cuối cùng được gút lại dù điều này khó khăn hay dễ dàng. Chúng ta thiên về quan điểm của MM: Tìm kiếm các khách hàng chưa thỏa mãn và thiết kế các chứng khoán đặc biệt để đáp ứng nhu cầu của họ là một trò chơi dễ tham gia nhưng khó chiến thắng.

PHỤ LỤC: MM VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN

Như đã trình bày trong phần 17-2, khi một doanh nghiệp gia tăng đòn bẩy tài chính, thu lợi vốn kỳ vọng tăng lên sát với hệ số beta của vốn. Không có gì đáng ngạc nhiên để nhận ra rằng chúng ta có thể sử dụng mô hình định giá tài sản vốn bắt nguồn từ đề nghị số I của MM. Hướng dẫn sau đây sẽ được làm đơn giản bởi việc giả định rằng doanh nghiệp có thể phát hành các chứng khoán nợ không rủi ro.

Lúc đầu doanh nghiệp được tài trợ toàn bộ bằng vốn. Doanh nghiệp kỳ vọng giá trị vào cuối thời đoạn là V_1 , giá trị này bao gồm cả lợi tức hoạt động trong thời kỳ đầu. Bây giờ chúng ta vẽ một dạng tương đương với mô hình định giá tài sản vốn mà chúng ta đã lấy được trong phụ lục của Chương 9. Người ta cho rằng giá trị hiện tại của doanh nghiệp là:

²³ Đề nghị số I có thể được chứng minh bằng vô số cách khác nhau. Phần tham khảo ở cuối chương này bao gồm nhiều phần kiểm chứng tổng quát và cô đọng hơn. Các kiểm chứng chính thức đã giới hạn quan điểm của MM và (trong phụ lục của chương này) một kiểm chứng dựa trên mô hình định giá tài sản vốn.

$$V = E = \frac{V_1 - \lambda \text{Cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f}$$

trong đó λ là giá thị trường của rủi ro $(r_m - r_f) / \sigma_m^2$.

Bây giờ, giả sử doanh nghiệp vay D với lãi suất không rủi ro và phân phối phần kiếm được cho các cổ đông. Bây giờ, họ nhận được D USD nhưng trong năm tới họ phải trả lại nợ và lãi. Do đó thay vì nhận V_1 vào cuối năm, họ chỉ có thể kỳ vọng nhận được $V_1 - (1 + r_f)D$. Giá trị hiện tại của vốn vay là:

$$E = \frac{V_1 - (1 + r_f)D - \lambda \text{Cov}[\tilde{V}_1 - (1 + r_f)D, \tilde{r}_m]}{1 + r_f}$$

Nhưng vì $(1 + r_f)D$ được biết, không ảnh hưởng gì đến hiệp phương sai. Khi nợ không có rủi ro, các cổ đông phải chịu toàn bộ rủi ro có liên quan với V_1 . Do đó, thay thế $\text{Cov}[\tilde{V}_1 - (1 + r_f)D, \tilde{r}_m]$ bằng $\text{Cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)$. Ta được

$$\begin{aligned} E &= \frac{V_1 - (1 + r_f)D - \lambda \text{Cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f} \\ &= \frac{V_1 - \lambda \text{Cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f} - D \end{aligned}$$

Để tính được giá trị của *doanh nghiệp*, ta cộng thêm giá trị của khoản nợ D . Cho ta

$$V = \frac{V_1 - \lambda \text{Cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f}$$

Giá trị của doanh nghiệp nợ đồng nhất với giá trị của doanh nghiệp không vay nợ.

Phân Đọc Thêm

Những người tiên phong về lý thuyết cấu trúc vốn là:

F. Modigliani và M. H. Miler: “Giá sử dụng vốn, tài chính doanh nghiệp và Lý thuyết về đầu tư,” American Economic Review, **48**:261-297 (06/1958).

Tuy nhiên, Durand thật đáng tin cậy trong việc đưa ra các vấn đề mà MM phải giải quyết sau đó:

D. Durand: “Giá sử dụng quỹ nợ và vốn trong doanh nghiệp: Các xu hướng và các vấn đề cần giải quyết trong đo lường,” trong Hội nghị nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp, Phòng nghiên cứu kinh tế quốc gia, Nữu ước, 1952, trang 215-247.

MM đã đưa ra một chứng cứ ngắn gọn và rõ ràng hơn về sự không thích hợp của cấu trúc vốn trong:

F. Modigliani và M. H. Miler: “Trả lời Heins và Sprenkle,” American Economic Review, **59**: 592-595 (09/1969).

Một bài báo tương đối khó nhằm phân tích cấu trúc vốn trong phạm vi lý thuyết định giá tài sản vốn là:

R. S. Hamada: “Phân tích tập đầu tư, Sự thăng bằng của thị trường và Tài chính doanh nghiệp,” *Journal of Finance*, **24**: 13-31 (03/1969).

Các nghiên cứu mang tính chất lý thuyết tổng quát và trùu tượng hơn có thể tìm thấy trong:

J. E. Stiglitz: “Sự không thích hợp của chính sách tài chính doanh nghiệp,” *American Economic Review*, **64**: 851-866 (12/1974).

E. F. Fama: “Ảnh hưởng của các quyết định tài trợ vốn và đầu tư,” *American Economic Review*, **68**: 272-284 (06/1978).

Số báo vào mùa thu năm 1988 của tờ Journal of Economic Perspectives có một bộ sưu tập các bài báo anniversary, bao gồm một bài viết của Modigliani và Miler, nhằm xem xét lại và đánh giá các đề nghị của MM. Số báo mùa thu 1989 của Financial Management có trên ba bài báo dưới đầu đề “Suy nghĩ về các đề nghị của MM 30 năm sau.”

Câu Hỏi Vấn Đáp

- Giả sử một thị trường cạnh tranh hoàn hảo không có cả thuế doanh nghiệp và thuế cá nhân. Công ty A và B đều có mức lãi gộp là P và chỉ khác nhau về cấu trúc vốn – công ty A tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ đông và B có lượng chứng khoán nợ đang lưu hành với mức trả lãi là 100 USD/năm. Nhà đầu tư X mua 10% cổ phiếu của công ty A.
 - Lợi nhuận nhà đầu tư X thu được là bao nhiêu?
 - Có chiến lược đầu tư nào khác cho cùng kết quả như trên?
 - Giả sử nhà đầu tư Y mua 10% cổ phiếu của công ty B. Lợi nhuận nhà đầu tư Y thu được là bao nhiêu?
 - Có chiến lược đầu tư nào khác cho cùng kết quả như trên?
- Cô Kraft sở hữu 50,000 cổ phiếu thường của công ty Copperhead với giá thị trường của một cổ phiếu là 2USD, hoặc tổng cộng là 100,000 USD. Công ty hiện đang tài trợ vốn như sau:

3.

	Giá trị bút toán
Cổ phần thường (8 triệu cổ phiếu)	2,000,000 USD
Nợ ngắn hạn	2,000,000 USD

Bây giờ Copperhead tuyên bố rằng họ sẽ thay thế 1 triệu USD chứng khoán nợ ngắn hạn bằng cách phát hành cổ phiếu thường. Hành động nào có thể làm cho Kraft đảm bảo rằng cô ấy có thể thu được cùng mức lợi nhuận như trước đó? (Bỏ qua thuế.)

- Trị giá vốn cổ phần thường và nợ của Northern Sludge lần lượt là 50 triệu USD và 30 triệu USD. Hiện các nhà đầu tư đang yêu cầu mức thu lợi 16% từ vốn cổ phần và 8% từ nợ. Nếu như Northern Sludge phát hành thêm 10 triệu USD vốn cổ phần và sử dụng tiền này để giảm nợ, điều gì sẽ xảy ra đối với thu lợi kỳ vọng của cổ phiếu? Giả sử những thay đổi trong cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến rủi ro của nợ và không có thuế. Nếu như rủi ro của nợ thay đổi, câu trả lời của bạn có mức thu lợi kỳ vọng của cổ phiếu cao hơn hoặc thấp hơn?
- Công ty C được tài trợ toàn bộ bằng vốn cổ phần thường và có hệ số β là 1.0. Cổ phiếu có tỷ số giá trên lợi nhuận là 10 và được định giá để có thu lợi kỳ vọng 10%. Công ty quyết định

mua lại phân nửa cổ phiếu thường và thay thế một giá trị tương ứng bằng nợ. Giả sử thu lợi từ nợ là 5%, không rủi ro.

(a) Cho biết:

- (i) Giá trị beta của cổ phiếu thường sau khi tái tài trợ.
- (ii) Giá trị beta của nợ.
- (iii) Giá trị beta của công ty (kết hợp cả vốn cổ phần và nợ)

(b) Cho biết:

- (i) Thu lợi yêu cầu của cổ phiếu thường trước khi tái tài trợ.
- (ii) Thu lợi yêu cầu của cổ phiếu thường sau khi tái tài trợ
- (iii) Thu lợi yêu cầu của nợ.
- (iv) Thu lợi yêu cầu của công ty sau khi tái tài trợ

(c) Giả sử lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp C được kỳ vọng là không đổi. Cho biết:

- (i) Mức % gia tăng thu lợi trên một cổ phiếu?
- (ii) Bội số của giá-thu lợi mới?

6. Giả sử rằng Macbeth Spot Removers phát hành 2,500 USD chứng khoán nợ và sử dụng lượng tiền thu được mua lại 250 cổ phiếu.

(a) Lập lại bảng 17-2 để trình bày mức thu lợi trên một cổ phiếu và thu lợi từ vốn cổ phần bây giờ khác với lợi tức hoạt động như thế nào?

(b) Nếu như hệ số beta tài sản của Macbeth là .8 và nợ của doanh nghiệp không có rủi ro, Beta của vốn sẽ là bao nhiêu sau khi nợ vay gia tăng?

7. Các câu sau đúng hay sai? Giải thích ngắn gọn.

(a) Các cổ đông luôn luôn có lợi từ việc gia tăng giá trị của công ty.

(b) Đề nghị số I của MM giả định rằng các hành động làm cực đại giá trị doanh nghiệp cũng làm cực đại tài sản của cổ đông.

(c) Nguyên nhân vay nợ làm gia tăng rủi ro của vốn là vì nó làm gia tăng xác suất phá sản của doanh nghiệp.

(d) Nếu như doanh nghiệp không giới hạn mức nợ, rủi ro về tài sản sẽ bị gia tăng.

(e) Nếu như doanh nghiệp không giới hạn mức nợ, rủi ro về vốn sẽ bị gia tăng.

(f) Vay nợ không ảnh hưởng đến thu lợi trên vốn nếu như thu lợi từ tài sản của doanh nghiệp bằng với lãi suất.

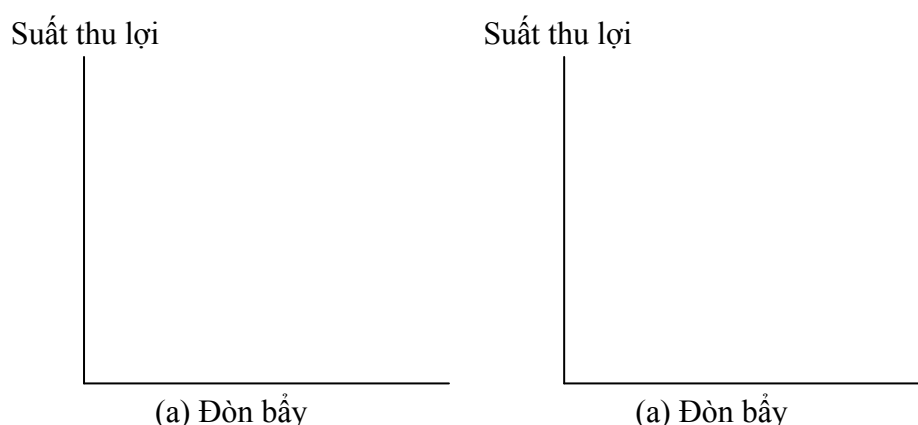
(g) Miễn là doanh nghiệp chắc chắn rằng mức thu lợi từ tài sản cao hơn lãi suất thì việc phát hành chứng khoán nợ sẽ làm cho các cổ đông được tốt hơn.

(h) Đề nghị số I của MM ngụ ý rằng việc phát hành chứng khoán nợ làm gia tăng thu lợi kỳ vọng trên một cổ phiếu và dẫn tới việc bù đắp việc giảm tỉ số giá-thu lợi.

(i) Đề nghị số II của MM giả định rằng việc tăng nợ không ảnh hưởng đến lãi suất nợ của doanh nghiệp.

(j) Vay nợ làm gia tăng giá trị doanh nghiệp nếu có loại khách hàng là những nhà đầu tư thích cho vay.

8. Chú thích vào hai đồ thị còn để trống trong hình 17-6. Trên đồ thị (a), giả sử MM đúng, vẽ các điểm có liên quan giữa các đòn bẩy tài chính và (i) suất thu lợi trên nợ và trên vốn và (ii) giá sử dụng vốn trung bình có trọng số. Sau đó điền vào hình (b), giả sử là những người theo chủ nghĩa truyền thống đúng.

**Hình 17 - 6** Xem câu hỏi vấn đáp số 7

9. Xem lại phần 17-1. Giả sử các chủ ngân hàng đầu tư của cô Macbeth đã thông báo với cô rằng vì việc phát hành nợ mới có rủi ro, nên những người giữ chứng khoán nợ sẽ yêu cầu suất thu lợi 12.5%, suất thu lợi này cao hơn lãi suất rủi ro 2.5%.
- (a) r_A và r_E bằng bao nhiêu?
- (b) Giả sử beta của cổ phiếu vốn không có nợ vay là .6. Hỏi β_A , β_E , và β_D sau khi thay đổi cấu trúc vốn là bao nhiêu?
- (c) Giả sử mô hình định giá tài sản vốn đúng, suất thu lợi kỳ vọng của thị trường là bao nhiêu?
10. Capitale Netto được tài trợ vốn chỉ bằng vốn cổ phần, và vốn này có suất thu lợi kỳ vọng là 13%. Bây giờ giả sử công ty phát hành chứng khoán nợ và mua lại các cổ phiếu sao cho tỉ số nợ của doanh nghiệp là .4. Các nhà đầu tư ghi nhận rằng rủi ro tăng thêm và tăng suất thu lợi yêu cầu của cổ phiếu thành 15%.
- (a) Lãi suất của nợ là bao nhiêu?
- (b) Nếu như nợ không có rủi ro và hệ số beta của vốn sau khi tái tài trợ là 1.5, suất thu lợi kỳ vọng của thị trường là bao nhiêu?
11. Executive Chalk được tài trợ vốn bằng vốn cổ phần và hiện đang lưu hành 25 triệu cổ phiếu với giá thị trường là 10USD một cổ phiếu. Hiện doanh nghiệp tuyên bố là họ dự định phát hành 160 triệu USD chứng khoán nợ và sẽ sử dụng tiền kiếm được để mua lại các cổ phiếu thường.
- (a) Tuyên bố trên sẽ ảnh hưởng đến giá thị trường của cổ phiếu như thế nào?
- (b) Công ty có thể mua lại bao nhiêu cổ phiếu bằng 160 triệu USD thu được từ việc phát hành chứng khoán nợ?
- (c) Giá trị thị trường của doanh nghiệp (vốn cộng nợ) sau khi thay đổi cấu trúc vốn?
- (d) Tỉ số nợ sau khi thay đổi cấu trúc vốn?
- (e) Ai (bất kỳ người nào) được lãi hoặc lỗ?
- Bây giờ hãy thử những câu hỏi kế tiếp.
12. Executive Cheese vừa phát hành nợ với giá trị thị trường là 100 triệu USD và hiện có 15 triệu cổ phiếu đang lưu hành với giá thị trường 10 USD một cổ phiếu. Hiện doanh nghiệp tuyên bố là họ sẽ phát hành thêm 60 triệu USD chứng khoán nợ và sẽ sử dụng tiền kiếm được để mua lại các cổ phiếu thường. Những người giữ chứng khoán nợ nhận thấy rủi ro tăng thêm đã giảm giá những chứng khoán nợ hiện có xuống còn 701 triệu USD.
- (a) Tuyên bố trên ảnh hưởng đến giá thị trường của cổ phiếu như thế nào?

- (b) Công ty có thể mua lại bao nhiêu cổ phiếu từ số tiền 50 triệu USD kiếm được do phát hành nợ?
- (c) Giá trị thị trường của doanh nghiệp (nợ cộng vốn) sau khi thay đổi cấu trúc vốn?
- (d) Tỷ số nợ sau khi thay đổi cấu trúc vốn?
- (e) Ai (bất kỳ người nào) được lãi hoặc lỗ?

Câu Hỏi Và Bài Tập

1. Hai công ty A và B chỉ khác nhau về cấu trúc vốn, Công ty A có 30% là nợ và 70% là vốn; công ty B có 10% nợ và 90% vốn. Nợ của cả hai công ty đều không rủi ro.
 - (a) Ông X sở hữu 1% cổ phần của công ty A. Lượng đầu tư nào sẽ tạo ra các dòng tiền tệ đồng nhất cho ông X?
 - (b) Bà Y sở hữu 2% cổ phần của công ty B. Lượng đầu tư nào sẽ tạo ra các dòng tiền tệ đồng nhất cho bà Y?
 - (c) Chứng minh rằng hoặc ông X hoặc bà Y sẽ không đầu tư cổ phần thường của công ty B nếu như *tổng* giá trị của công ty A thấp hơn công ty B.
2. Doanh nghiệp thức ăn cho thú nuôi cung Hubbard được tài trợ 80% vốn từ cổ phiếu thường và 20% từ nợ trái khoán. Thu lợi kỳ vọng của cổ phiếu thường là 12% và lãi suất trái khoán là 6%. Giả sử các trái khoán không có rủi ro vỡ nợ, hãy vẽ đồ thị thể hiện thu lợi kỳ vọng từ cổ phiếu thường r_E của Hubbard và thu lợi kỳ vọng trên lượng cổ phiếu thường và trái khoán r_A cho các tỷ số nợ-vốn khác nhau.
3. Sau đây là một bài thơ hài hước gồm năm câu:
 Có một người đàn ông tên là Carruthers,
 Ông ta có những con bò cái với các bầu sữa diệu kỳ.
 “Điều này thật tinh xảo phải không? Ông ta nói,
 Những con bò này cho sữa từ một đầu vú,
 Và gạn váng sữa từ những đầu vú khác.”
 Điều gì giống nhau giữa các con bò của ông Carruthers và quyết định tài trợ vốn của các doanh nghiệp?
4. “MM hoàn toàn bỏ qua sự kiện là khi bạn vay nhiều hơn, bạn phải trả lãi suất cao hơn”. Giải thích rõ điều này có phải là điều chắc chắn bị phản đối không?
5. Chỉ ra điều sai trong các lý lẽ sau:
 - (a) “Khi doanh nghiệp vay nhiều nợ và trở nên rủi ro hơn, cả người giữ cổ phiếu và trái phiếu đều đòi hỏi suất thu lợi cao hơn. Do đó, bằng cách *giảm* tỷ số nợ, chúng ta có thể giảm cả chi phí của nợ và chi phí của vốn, làm cho mọi người cảm thấy khá hơn”.
 - (b) Vay nợ ở mức vừa phải không ảnh hưởng đáng kể đến khả năng bị túng quẫn về tài chính hoặc phá sản. Do vậy, vay nợ ở mức vừa phải sẽ không gia tăng suất thu lợi kỳ vọng của cổ đông”
6. Mỗi phát biểu sau đều bị sai hoặc ít nhất là nhầm lẫn. Giải thích tại sao trong từng trường hợp.
 - (a) “Một cơ hội đầu tư vốn tạo ra suất thu lợi DCF 10% là một dự án hấp dẫn nếu nó được tài trợ 100% vốn từ nợ với lãi suất 8%”.
 - (b) “Doanh nghiệp càng đi vay nhiều nợ, lãi suất phải trả càng cao. Đó là một lý do quan trọng giải thích tại sao các doanh nghiệp nên vận hành ở các mức nợ bảo toàn”

7. Bạn có thể tìm ra một vài loại nợ mới để có thể hấp dẫn các nhà đầu tư không? Tại sao bạn nghĩ là các loại nợ này không thể phát hành?
8. Người ta cho rằng một bất lợi trong việc tài trợ vốn bằng cổ phần thường là giá cổ phiếu có xu hướng giảm trong giai đoạn kinh tế suy thoái, do đó làm gia tăng giá sử dụng vốn và cản trở đầu tư. Hãy thảo luận quan điểm này, đây có phải là một tranh cãi nhằm sử dụng nguồn tài trợ nợ nhiều hơn?
9. Người ta thường đưa các ý tưởng ẩn sau đề nghị I của MM bởi những sự tương tự nhau của các siêu thị khác nhau, chẳng hạn như: “Giá trị của một cái bánh không nên phụ thuộc vào việc nó được cắt như thế nào”, hoặc “Giá mua một con gà phải bằng với tổng giá mua khi mua riêng hai chân, hai cánh, hai miếng lườn, ...”
- Thực sự người đưa ra đề nghị số I đã không làm việc trong siêu thị. Bạn sẽ trả ít tiền hơn khi mua một cái bánh còn nguyên, và trả nhiều tiền hơn khi mua một cái bánh gồm nhiều miếng cắt rời. Các con gà sau khi pha cắt từng miếng luôn được siêu thị tính tiền nhiều hơn.
- Tại sao? Các chi phí hoặc sự không hoàn hảo gì làm cho đề nghị số I thất bại trong siêu thị? Các chi phí hoặc sự không hoàn hảo này có quan trọng giống như việc các doanh nghiệp phát hành chứng khoán ở thị trường vốn của Mỹ và thế giới? Giải thích.
10. Hình 17-5 cho thấy r_D gia tăng khi tỉ số nợ-vốn gia tăng. Trong thế giới của MM, r_E cũng gia tăng nhưng ở tỉ lệ dốc xuống.
- (a) Giải thích tại sao.
- (b) Về lại Hình 17-5, hãy thể hiện r_D và r_E thay đổi như thế nào khi các tỉ số nợ-vốn tăng cao. Có bao giờ r_D cao hơn r_A không? r_E có thể giảm ở mức trên của một tỉ số nợ-vốn nào đó không?
11. Cho rằng một doanh nghiệp sẽ tạo ra một dòng lợi nhuận từ hoạt động. Khi tác dụng của đòn bẩy gia tăng, điều gì sẽ xảy ra đối với:
- (a) Tỉ số giá trị thị trường của vốn với lợi tức sau khi trả lãi.
- (b) Tỉ số của giá trị thị trường của *doanh nghiệp* với lợi tức trước khi trả lãi nếu (i) MM đúng và (ii) những người theo chủ nghĩa truyền thống đúng?
12. Số đơn vị cổ phiếu đặc biệt (USUs) được American Express đề nghị sẽ cho phép các cổ đông trao đổi 25% cổ phiếu của họ để lấy USUs. Mỗi cổ phiếu được trao đổi sẽ tạo cho cổ đông một khoản gồm ba loại chứng khoán:

- **Phần 1:** Một trái khoán trên cơ sở thu lợi 30 năm với giá trị bề mặt là 75\$. Giá cổ phiếu của American Express khoảng 28\$. Trái khoán trên cơ sở thu lợi 30 năm sẽ nhận được mức chia lãi 0,84\$/năm.
- **Phần 2:** Một cổ phiếu ưu đãi có mức chia lãi gia tăng sẽ nhận được bất kỳ mức chia lãi gia tăng nào trên .84 USD.
- **Phần 3:** Một chứng nhận nâng giá vốn sẽ cho phép người giữ chúng mua một cổ phiếu của American Express với giá 75\$, giá trị bề mặt của trái khoán trên cơ sở thu lợi. Đây là một cơ hội, không phải là một ràng buộc. Một cổ phiếu ưu đãi (phần 2 của khoản USUs) phải được trả lại để mua cổ phiếu thường.

USUs không cho quyền bầu cử. Tuy nhiên, chúng có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường trong trường hợp American Express bị tiếp quản bởi công ty khác.

Dĩ nhiên là USUs đã không được phát hành. Nhưng giả sử chúng đã được phát hành:

- (a) Một USU sẽ có giá trị lớn hơn hoặc nhỏ hơn một cổ phiếu?
 (b) Bạn có chấp nhận đề nghị trao đổi này không?
 (c) Tại sao USUs bị thất bại trong việc kích thích sự quan tâm của các nhà đầu tư?

13. Vốn của Archimedes Lever được tài trợ từ một nguồn hỗn hợp gồm nợ và vốn. Sau đây là các thông tin về giá sử dụng vốn của doanh nghiệp:

$$\begin{array}{lll} r_E = \underline{\hspace{2cm}} & r_D = 12\% & r_A = \underline{\hspace{2cm}} \\ \beta_E = 1.5 & \beta_D = \underline{\hspace{2cm}} & \beta_A = \underline{\hspace{2cm}} \\ r_f = 10\% & r_m = 18\% & D/V = .5 \end{array}$$

Hãy điền vào các chỗ trống ở trên.

14. Xem lại câu 13, giả sử Archimedes mua lại chứng khoán nợ và phát hành chứng khoán vốn sao cho $D/V = .3$. Việc giảm nợ làm cho r_D giảm xuống 11%. Có những biến nào khác thay đổi nữa?
15. Schuldenfrei không phải nộp thuế và được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ đông. Cổ phiếu có hệ số beta bằng .8 và tỉ số thu lợi-giá là 12.5 và được xác định giá nhằm đưa ra mức thu lợi kỳ vọng 8%. Bây giờ, Schuldenfrei quyết định mua lại phân nửa số cổ phiếu thường và thay thế giá trị mua lại này bằng nợ. Nếu thu lợi của nợ là 5% *không rủi ro*, hãy tính:
- (a) Hệ số beta của cổ phiếu thường sau khi tái tài trợ vốn.
 (b) Phí bảo hiểm rủi ro và thu lợi yêu cầu của cổ phiếu trước khi tái tài trợ.
 (c) Phí bảo hiểm rủi ro và thu lợi yêu cầu của cổ phiếu sau khi tái tài trợ.
 (d) Thu lợi yêu cầu từ nợ.
 (e) Thu lợi yêu cầu của doanh nghiệp (kết hợp cả nợ và vốn) sau khi tái tài trợ.
 Giả sử người ta kỳ vọng lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp được giữ không đổi liên tục. Hãy tính:
- (f) Phần trăm gia tăng của mức thu lợi trên một cổ phiếu.
 (g) Bội số giá-thu lợi mới?
16. Hiện Gamma Airlines có nguồn tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ đông, các cổ phiếu của doanh nghiệp có mức thu lợi kỳ vọng 18%. Lãi suất không rủi ro là 10%. Hãy vẽ đồ thị với trục tung là mức thu lợi và trục hoành là tỉ số nợ – vốn (D/E), vẽ các điểm thể hiện các mức độ tác dụng đòn bẩy khác nhau của thu lợi kỳ vọng trên tài sản (r_A), thu lợi kỳ vọng trên vốn (r_E) và thu lợi trên nợ (r_D). Giả sử nguồn nợ không có rủi ro. Hãy vẽ một đồ thị giống như trên với trục hoành là tỉ số nợ (D/V).
17. Hãy xem xét 3 phiếu sau: phiếu A trả 10\$ nếu _____ được chọn là chủ tịch, phiếu B trả 10\$ nếu _____ được chọn, và phiếu C trả 10\$ nếu người khác được chọn. (Hãy tự điền vào các chỗ trống) Ba phiếu trên có thể bán thấp hơn giá trị hiện tại 10\$ hay không? Chúng có thể được bán với giá cao hơn không? Hãy thực hiện bán đấu giá các phiếu trên. Những ngụ ý trong đề nghị I của MM là gì?
18. Biết các số liệu sau về hai doanh nghiệp U và L, ngoại trừ cấu trúc vốn của chúng. Cả hai doanh nghiệp đều kiếm được 150\$ trong thời kỳ tăng giá và 50\$ trong thời kỳ ế ẩm. Cơ hội xảy ra của mỗi sự kiện trên là 50%. Doanh nghiệp U tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ đông, và do đó, cổ đông nhận toàn bộ lợi tức của doanh nghiệp. Các cổ phiếu của doanh nghiệp có giá trị là 500\$. Doanh nghiệp L đã phát hành các chứng khoán nợ không rủi ro trị giá 400\$ với

lãi suất 10%, và do đó phải trích 40\$ lợi tức của doanh nghiệp để trả lãi. Thị trường hoàn hảo và không có thuế. Các nhà đầu tư có thể vay hoặc cho vay theo lãi suất không có rủi ro.

- (a)** Giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp L?
- (b)** Giả sử bạn đầu tư 20\$ vào mua cổ phiếu của doanh nghiệp U, có một phương án đầu tư nào khác vào doanh nghiệp L sao cho có lợi nhuận giống nhau cả trong thời kỳ tăng giá và giảm giá? Lợi nhuận kỳ vọng từ phương án này là bao nhiêu?
- (c)** Giả sử bạn đầu tư 20\$ mua cổ phiếu của L, thiết kế một phương án đầu tư khác để có lợi nhuận giống nhau.
- (d)** Hãy thể hiện đề nghị số II của MM .

Chương 18

MỘT CÔNG TY NÊN VAY MƯỢN BAO NHIÊU?

Trong chương 17, chúng ta đã biết rằng chính sách nợ hiếm khi có tầm quan trọng trên các thị trường vốn hoạt động tốt. Không có mấy giám đốc tài chính chấp nhận kết luận đó như một lời hướng dẫn trên thực tiễn. Nếu chính sách nợ không quan trọng thì họ không phải quan tâm đến nó – các quyết định về huy động vốn nên được ủy nhiệm cho cấp dưới. Thế nhưng các giám đốc tài chính thực sự lo lắng đến chính sách nợ. Chương này sẽ giải thích tại sao.

Nếu chính sách nợ *hoàn toàn* không quan trọng, thì các tỉ số nợ trên thực tế sẽ thay đổi một cách ngẫu nhiên giữa công ty này với công ty khác và giữa ngành này với ngành khác. Thế nhưng tất cả các công ty hàng không, các công ty cung cấp tiện ích công cộng, các ngân hàng và các công ty phát triển bất động sản đều dựa nhiều vào nợ. Nhiều công ty trong các ngành công nghiệp thâm dụng vốn như thép, nhôm, hóa chất, xăng dầu và khai khoáng cũng thế. Mặt khác, hiếm khi phát hiện được một công ty được phẩm hay quảng cáo không huy động phần lớn vốn sở hữu chủ (vốn cổ đông). Các công ty “tăng trưởng” hấp dẫn như Genentech, Hewlett–Packard và Merck hiếm khi sử dụng nhiều nợ bất kể việc mở rộng nhanh chóng của chúng đòi hỏi rất nhiều vốn.

Cách giải thích các mô thức này nằm một phần ở những yếu tố chúng ta đã không đưa vào chương trước. Chúng ta đã bỏ qua các khoản thuế. Chúng ta đã giả định việc phá sản là ít tốn kém, nhanh chóng và không gây đau đớn. Sự thật không phải thế, và có những chi phí gắn với tình trạng khốn đốn tài chính cho dù cuối cùng đã tránh được sự phá sản theo luật định. Chúng ta đã bỏ qua những mâu thuẫn quyền lợi tiềm tàng giữa những người nắm giữ chứng khoán của công ty. Ví dụ, chúng ta đã không xem xét điều gì xảy ra đối với các chủ nợ “cũ” khi nợ mới được phát hành hay khi một sự thay đổi trong chiến lược đầu tư đưa công ty vào những hoạt động kinh doanh rủi ro hơn. Chúng ta đã bỏ qua các vấn đề về thông tin vốn tạo thuận lợi cho nợ so với vốn sở hữu chủ khi người ta phải huy động tiền mặt từ những đợt phát hành chứng khoán mới. Chúng ta cũng phớt lờ các ảnh hưởng khuyến khích của đòn bẩy tài chính đối với các quyết định đầu tư và chia lãi.

Bây giờ chúng ta sẽ đưa tất cả yếu tố này vào trở lại: trước tiên là thuế, kế đó là các chi phí của việc phá sản và tình trạng khốn đốn tài chính. Điều này sẽ dẫn chúng ta đến vấn đề về mâu thuẫn quyền lợi, vấn đề thông tin và động cơ khuyến khích. Cuối cùng, chúng ta sẽ phải thừa nhận chính sách nợ *thực sự có* tầm quan trọng.

Tuy nhiên, chúng ta sẽ *không* vứt bỏ lý thuyết MM mà chúng ta đã xây dựng hết sức cẩn thận trong Chương 17. Chúng ta đang tìm kiếm một lý thuyết kết hợp những hiểu biết sâu sắc của MM *cộng với* những ảnh hưởng của thuế, chi phí của việc phá sản, tình trạng khốn đốn tài chính và các yếu tố phức tạp khác. Chúng ta không đi trở lại quan điểm truyền thống dựa trên những khiếm khuyết trên thị trường vốn. Thay vào đó, chúng ta muốn biết các thị trường vốn hoạt động tốt *đáp ứng* như thế nào khi có thuế và những yếu tố khác được đề cập trong chương này.

Bảng 18–1

.....
Khả năng khấu trừ thuế của tiền lãi làm tăng tổng thu nhập có thể phân chia cho những người nắm giữ trái phiếu và cổ đông.

	Báo cáo thu nhập của Công ty U	Báo cáo thu nhập của Công ty L
Thu nhập trước lãi và thuế	1.000 USD	1.000 USD
Tiền lãi trả cho người nắm giữ trái phiếu	<u>0</u>	<u>80</u>
Thu nhập trước thuế	1.000	920
Thuế ở mức 35%	<u>350</u>	<u>322</u>
Thu nhập ròng của cổ đông	650	598
Tổng thu nhập của cả những người nắm giữ trái phiếu lẫn cổ công	0+650 = 650	80+598 = 678
Lá chắn thuế từ tiền lãi (0,35 x tiền lãi)	0USD	28USD

18–1 THUẾ CÔNG TY

Việc tài trợ bằng nợ (huy động vốn bằng cách vay nợ) có một lợi điểm quan trọng trong hệ thống thuế thu nhập công ty ở Hoa Kỳ. Tiền lãi mà công ty trả là một khoản chi được khấu trừ khỏi chịu thuế. Cổ tức và thu nhập giữ lại thì không được khấu trừ. Như thế lợi nhuận của những người nắm giữ trái phiếu thoát khỏi thuế ở cấp công ty.

Bảng 18–1 cho thấy các báo cáo thu nhập đơn giản cho công ty U, không vay nợ, và công ty L có vay nợ 1000USD với lãi suất 8 phần trăm. L đóng thuế ít hơn U 28USD. Đây là *lá chắn thuế* do số nợ của L tạo ra. Thực chất là chính phủ trả 35 phần trăm chi phí lãi của L. Tổng thu nhập mà L có thể phân chia cho những người nắm giữ trái phiếu và cổ đông tăng lên 28USD.

Các lá chắn thuế có thể là tài sản có giá trị. Giả sử khoản nợ của L là cố định và vĩnh viễn. (Đó là do công ty cam kết tái tài trợ cho các nghĩa vụ nợ hiện tại khi chúng đến hạn và điều này được thực hiện mãi mãi). Công ty dự kiến nhận được một dòng ngân lưu thường xuyên là 28USD mỗi năm. Rủi ro của các ngân lưu này rất có thể là thấp hơn rủi ro của tài sản hoạt động của L. Các lá chắn thuế chỉ phụ thuộc vào thuế suất của thuế công ty²⁴ và vào khả năng L kiếm đủ tiền để trang trải các khoản thanh toán tiền lãi. Thuế suất của thuế công ty tương đối ổn định. (Nó đã giảm từ 46% xuống 34% sau Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986; nhưng đó là lần thay đổi quan trọng đầu tiên kể từ thập niên 1950). Và khả năng L kiếm đủ các khoản thanh toán lãi phải là điều tương đối chắc chắn – nếu không L đã không thể vay với lãi suất 8%²⁵. Vì thế, chúng ta nên chiết khấu cho các lá chắn thuế với suất chiết khấu tương đối thấp.

²⁴ Luôn luôn sử dụng thuế suất cận biên của thuế thu nhập công ty, chứ không phải thuế suất trung bình. Đối với các công ty lớn, thuế suất cận biên là 35 phần trăm vào thời điểm viết chương này (1995). Các thuế suất trung bình thường thấp hơn nhiều bởi vì phương pháp khấu hao nhanh và nhiều cách điều chỉnh khác.

²⁵ Nếu thu nhập của L ít hơn tiền lãi trong một năm nào đó trong tương lai, lá chắn thuế không nhất thiết bị mất. L có thể “chuyển lùi” khoản lỗ này và nhận một khoản hoàn thuế bằng với số tiền thuế đã đóng trong 3 năm trước đó. Nếu L có các

Nhưng với suất chiết khấu là bao nhiêu? Giả định phổ biến nhất là rủi ro của các lá chắn thuế giống như rủi ro của các khoản thanh toán lãi đã tạo nên chúng. Như thế, chúng ta chiết khấu với tỷ lệ 8 phần trăm, đó là suất sinh lợi mà các trái chủ đòi hỏi:

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

(PV: giá trị hiện tại)

Thực chất là bản thân chính phủ chịu 35% của 1000USD nghĩa vụ nợ của L.

Theo các giả định này, giá trị hiện tại của lá chắn thuế độc lập với suất sinh lợi trên nợ r_D . Nó bằng thuế suất của thuế thu nhập công ty T_c nhân với số tiền đã vay D :

Khoản thanh toán lãi = Suất sinh lợi trên nợ x Số tiền đã vay

$$= r_D \times D$$

PV (lá chắn thuế) = Thuế suất của thuế thu nhập công ty x Khoản thanh toán lãi kỳ vọng

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

Dĩ nhiên, PV (lá chắn thuế) sẽ ít hơn nếu công ty không có kế hoạch vay thường xuyên hay nếu công ty không thể sử dụng các lá chắn thuế trong tương lai.

Các lá chắn thuế từ lãi vay đóng góp vào giá trị vốn cổ đông như thế nào?

Định đề I của lý thuyết MM rất cuộc là tương đương với phát biểu “Giá trị của chiếc bánh không phụ thuộc vào cách ta cắt chiếc bánh đó”. Chiếc bánh là tài sản của công ty, và các miếng bánh là giá trị nợ và vốn cổ đông (vốn chủ sở hữu). Nếu chúng ta giữ chiếc bánh không đổi thì giá trị nợ tăng thêm 1USD có nghĩa là giá trị vốn cổ đông giảm xuống 1USD.

Nhưng thật sự là có một miếng bánh thứ ba, đó là miếng bánh của chính phủ. Hãy xem Bảng 18–2. Bảng này cho thấy một bảng tổng kết tài sản *mở rộng* với giá trị tài sản *trước thuế* ở bên trái và giá trị của khoản thuế phải trả cho chính phủ, được công nhận như một khoản nợ ở bên phải. MM vẫn phát biểu rằng giá trị của chiếc bánh – trong trường hợp này là giá trị tài sản *trước thuế* – không thay đổi dù ta cắt chiếc bánh theo cách nào. Nhưng bất cứ điều gì công ty có thể làm để làm giảm kích cỡ của miếng bánh của chính phủ rõ ràng là sẽ làm cho các cổ đông khâm khâm hơn. Công ty có thể làm một việc, đó là vay tiền, việc này làm giảm số tiền thuế của công ty và, như chúng ta đã thấy trong Bảng 18–1, làm tăng các ngân lưu cho các nhà đầu tư vốn cổ đông và cho vay nợ. Giá trị *sau thuế* của công ty (tổng giá trị nợ và vốn cổ đông như bảng

khoản lỗ liên tiếp, và như thế không có khoản tiền đóng thuế nào trước đó để có thể hoàn lại, thì các khoản lỗ có thể “chuyển tới” và được sử dụng làm lá chắn cho thu nhập trong những năm sau.

tổng kết tài sản theo giá trị thị trường bình thường cho thấy) tăng lên một lượng PV (lá chắn thuế).

Thể hiện lại cơ cấu vốn của Merck

Merck & Co., là một công ty lớn, thành công, hầu như không sử dụng vốn vay dài hạn. Bảng 18–3a cho thấy các bảng tổng kết tài sản theo giá trị sổ sách và giá trị thị trường được đơn giản hóa của Merck vào cuối năm 1994.

Giả sử bạn là giám đốc tài chính của Merck trong năm 1994, chịu trách nhiệm hoàn toàn về cơ cấu vốn của công ty này. Bạn quyết định vay 1 tỷ USD trên cơ sở thường xuyên (vĩnh viễn) và sử dụng số tiền thu được để mua lại các cổ phần.

Bảng 18–3a cho thấy các bảng tổng kết tài sản mới. Bảng tổng kết tài sản theo giá trị sổ sách có thêm 1000 triệu nợ dài hạn và bớt 1000 triệu vốn cổ đông. Nhưng chúng ta biết rằng các tài sản của Merck chắc hẳn đáng giá nhiều hơn, bởi vì số thuế của Merck đã giảm một khoản bằng với 35 phần trăm của tiền lãi từ khoản nợ mới. Nói cách khác, Merck có một khoản gia tăng trong PV (lá chắn thuế), với giá trị là $T_c D = 0,35 \times 1000 = 350$ triệu USD. Nếu lý thuyết MM đúng *không kể thuế*, giá trị công ty phải tăng 350 triệu USD để lên đến 53.035 triệu USD. Vốn cổ đông của Merck cuối cùng còn 46.766 triệu USD.

Bảng 18–2

.....
Các bảng tổng kết tài sản mở rộng và bình thường, tính theo giá trị thị trường. Trong bảng tổng kết tài sản bình thường, các tài sản được định giá trị sau thuế. Trong bảng tổng kết tài sản mở rộng, các tài sản được định giá trị trước thuế, và giá trị của khoản thuế phải trả cho chính phủ được ghi ở bên phải. Các lá chắn thuế có giá trị bởi vì chúng làm giảm khoản thuế phải trả cho chính phủ.

Bảng tổng kết tài sản bình thường (theo giá trị thị trường)	
Giá trị tài sản (giá trị hiện tại của <u>các ngân</u> <u>lưu sau thuế</u>)	Nợ
Tổng tài sản	<u>Vốn cổ đông</u>
	Tổng nợ + vốn cổ đông
Bảng tổng kết tài sản mở rộng (theo giá trị thị trường)	
Giá trị tài sản trước thuế (giá trị hiện tại của các ngân lưu <i>trước thuế</i>)	Nợ
	Khoản thuế phải trả cho chính phủ (giá trị hiện tại của các khoản thuế tương lai)
	<u>Vốn cổ đông</u>
	Tổng nợ + vốn cổ đông

Tổng tài sản trước thuế	
Bây giờ bạn đã mua lại 1000 triệu USD giá trị vốn cổ đông, nhưng giá trị vốn cổ đông của Merck chỉ giảm 650 triệu USD. Vì thế các cổ đông của Merck phải được lợi 350 triệu USD. Kết quả của một ngày làm việc thật không tồi ²⁶ .	

MM và Thuế

Chúng ta vừa xây dựng một phiên bản của Định đề I của MM, được “điều chỉnh” để thể hiện các khoản thuế thu nhập công ty²⁷. Định đề mới là

$$\text{Giá trị của công ty} = \frac{\text{giá trị công ty nếu công ty}}{\text{huy động vốn cổ đông hoàn toàn}} + \text{PV (lá chắn thuế)}$$

Trong trường hợp đặc biệt của nợ thường xuyên

$$\text{Giá trị của công ty} = \frac{\text{giá trị công ty nếu công ty}}{\text{huy động vốn cổ đông hoàn toàn}} + T_c D$$

Phân tích tài chính tưởng tượng của chúng ta về Merck minh họa hoàn hảo những vấn đề khó khăn vốn có trong lý thuyết “được điều chỉnh” này. Số tiền 350 triệu USD trên trời rơi xuống quá dễ dàng; dường như nó vi phạm qui luật “không hề có máy làm ra tiền trên đời này”. Và nếu các cổ đông của Merck sẽ giàu hơn với số nợ công ty 2.146 triệu USD, thì tại sao không chọn 3.146 triệu USD hay 12.285 triệu USD?²⁸ Công thức của chúng ta có nghĩa là giá trị công ty và của cải của cổ đông tiếp tục tăng lên khi D gia tăng. Chính sách nợ tối ưu được hàm ý ở đây là một thái cực gây bối rối: Tất cả công ty nên huy động vốn 100 phần trăm bằng cách vay nợ (được tài trợ 100 phần trăm bằng nợ).

MM không có tính cực đoan đến thế về chính sách nợ này. Chẳng có ai trông đợi công thức này được áp dụng với các tỉ số nợ ở mức cực đoan. Nhưng điều đó không giải thích được tại sao những công ty như Merck không những tồn tại mà còn phát đạt mà không hề vay nợ. Khó có thể tin rằng ban quản lý của Merck chỉ đơn giản là đã chậm chạp để lỡ cơ hội.

Vì thế, chúng ta đã bị dòn vào chân tường. Chỉ có hai cách để thoát ra:

1. Có lẽ một sự xem xét đầy đủ hơn về hệ thống thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân của Hoa Kỳ sẽ khám phá ra một điểm bất lợi về thuế khi công ty vay nợ, bù trừ giá trị hiện tại của lá chắn thuế công ty.

²⁶ Lưu ý rằng nếu các trái phiếu được bán với giá hợp lý, tất cả lợi ích từ lá chắn thuế sẽ đến tay các cổ đông.

²⁷ Bài viết nguyên thủy của MM (F. Modigliani và M. H. Miller, “Chi phí của Vốn, Tài chính Công ty và Lý thuyết về Đầu tư” *American Economic Review*, 48: 261–297 (tháng 6 năm 1958) đã thừa nhận các lá chắn thuế đối với lãi suất nhưng không định giá trị chúng một cách thích hợp. Họ đã sửa sai trong bài viết năm 1963 “Thuế thu nhập công ty và Chi phí của Vốn: Một sự điều chỉnh” *American Economic Review*, 53: 433–443 (6/1963).

²⁸ Con số cuối cùng sẽ tương ứng với tỉ số nợ trên sổ sách là 100%. Nhưng giá trị thị trường của Merck sẽ là 56.583 triệu USD theo công thức của chúng ta đối với giá trị công ty. Các cổ phiếu thường của Merck sẽ có tổng giá trị là 40,176 triệu USD.

2. Có lẽ các công ty vay nợ phải chịu những chi phí khác – ví dụ chi phí về phá sản – bù trừ giá trị hiện tại của lá chắn thuế.

Bây giờ, chúng ta hãy tìm hiểu hai con đường thoát này.

18–2 THUẾ THU NHẬP CÔNG TY VÀ THUẾ THU NHẬP CÁ NHÂN

Khi thuế thu nhập cá nhân được đưa vào, mục tiêu của công ty không còn là giảm đến mức thấp nhất số tiền thuế thu nhập *công ty* trong giấy báo thuế, mà công ty sẽ cố gắng giảm đến mức thấp nhất giá trị hiện tại của tất cả các khoản thuế phải trả trên thu nhập công ty. “Tất cả các khoản thuế” bao gồm cả thuế thu nhập *cá nhân* mà những người nắm giữ trái phiếu và cổ đông phải trả.

Bảng 18–3a

.....
Các bảng tổng kết tài sản được đơn giản hóa của Merck & Co., ngày 31 tháng 12 năm 1994 (tính theo triệu USD).

Giá trị sổ sách			
Vốn lưu động ròng	1.473	1.146	Nợ dài hạn
Tài sản dài hạn	14.935	4.123	Các nợ dài hạn khác
		<u>11.139</u>	Vốn cổ đông
Tổng tài sản	16.408	16.408	Tổng nợ + vốn cổ đông
Giá trị thị trường			
Vốn lưu động ròng	1.473	1.146	Nợ dài hạn
Giá trị thị trường của			
Tài sản dài hạn	51.212	4.123	Các nợ dài hạn khác
		<u>47.416</u>	Vốn cổ đông
Tổng tài sản	52.685	52.685	Tổng nợ + vốn cổ đông

Ghi chú:

- Giá trị thị trường được giả định bằng giá trị sổ sách đối với vốn lưu động ròng, nợ dài hạn và các tài sản nợ dài hạn khác. Vốn cổ đông được ghi giá trị thị trường thực tế: số cổ phiếu nhân với giá đóng cửa vào ngày 31 tháng 12, 1994. Chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của tài sản dài hạn bằng với chênh lệch giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của vốn cổ đông.
- Giá trị thị trường của tài sản dài hạn bao gồm lá chắn thuế từ nợ hiện hữu. Lá chắn thuế này có giá trị là $0,35 \times 1.146 = 401$ triệu USD.

Bảng 18–3b

.....
Các bảng tổng kết tài sản của Merck & Co., với khoản nợ dài hạn tăng thêm 1 tỷ USD thay thế cho vốn cổ đông (tính theo triệu USD).

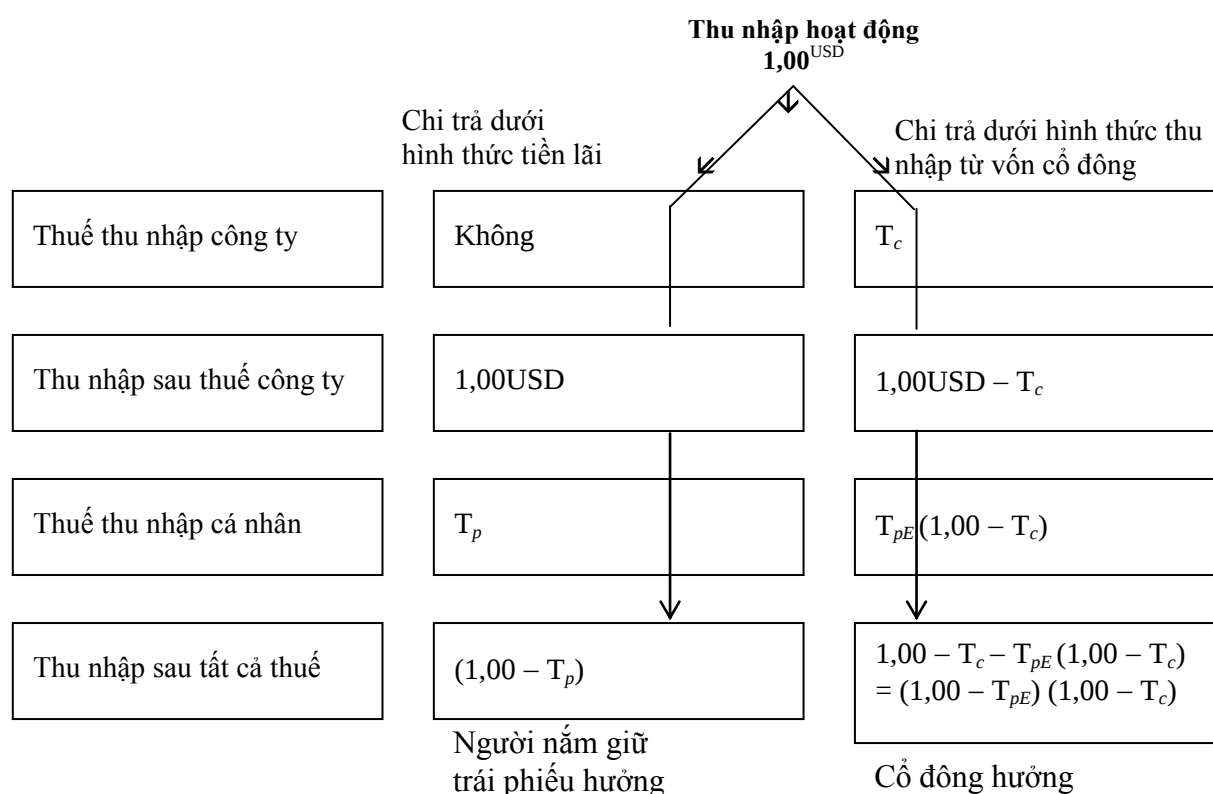
Giá trị sổ sách			
Vốn lưu động ròng	1.473	2.146	Nợ dài hạn
Tài sản dài hạn	14.935	4.123	Các nợ dài hạn khác
		<u>11.139</u>	Vốn cổ đông
Tổng tài sản	16.408	16.408	Tổng nợ + vốn cổ đông

Giá trị thị trường			
Vốn lưu động ròng	1.473	2.146	Nợ dài hạn
Giá trị thị trường của			
Tài sản dài hạn	51.212	4.123	Các nợ dài hạn khác
Giá trị hiện tại của lá			
chấn thuế tăng thêm	<u>350</u>	<u>46.766</u>	Vốn cổ đông
Tổng tài sản	53.035	53.035	Tổng nợ + vốn cổ đông

Ghi chú:

1. Các con số trong Bảng 18–3b đối với vốn lưu động ròng, tài sản có dài hạn, và các tài sản nợ dài hạn khác giống hệt với các con số trong bảng 18–3a.
2. Giá trị hiện tại của lá chấn thuế được giả định bằng thuế suất của thuế công ty (35%) nhân với số nợ tăng thêm.

Hình 18–1 minh họa thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân chịu ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính như thế nào. Phụ thuộc vào cơ cấu vốn của công ty, một đô la từ thu nhập hoạt động sẽ được tích lũy cho nhà đầu tư hoặc là dưới hình thức lãi vay hoặc là dưới hình thức thu nhập của vốn cổ đông (lãi vốn (capital gains) hay cổ tức). Nghĩa là đô la này có thể đi xuống theo nhánh này hoặc nhánh kia của Hình 18–1.



Hình 18–1 Cơ cấu vốn của công ty xác định liệu thu nhập hoạt động sẽ được phân chia dưới hình thức tiền lãi hay thu nhập từ vốn cổ đông. Tiền lãi chỉ bị đánh thuế ở cấp cá nhân. Thu nhập từ vốn cổ đông bị đánh thuế ở cả cấp công ty lẫn cấp cá nhân. Tuy nhiên, T_{pE} , thuế suất thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ vốn cổ đông, có thể ít hơn T_p , thuế suất thuế thu nhập cá nhân đối với lãi vay được nhận.

Chú ý rằng Hình 18–1 phân biệt giữa T_p , thuế suất của thuế thu nhập cá nhân đối với tiền lãi, và T_{pE} , thuế suất thực tế (effective) của thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ vốn cổ đông. Hai thuế suất này bằng nhau nếu thu nhập từ vốn cổ đông hoàn toàn là dưới hình thức cổ tức. Nhưng T_{pE} có thể ít hơn T_p nếu thu nhập từ vốn cổ đông có hình thức lãi vốn. Đến năm 1995, thuế suất cao nhất đối với thu nhập bình thường, bao gồm tiền lãi và cổ tức, là 39,6 phần trăm. Thuế suất đối với lãi vốn *thực có (realized)* là 28 phần trăm²⁹. Tuy nhiên, thuế lãi vốn có thể được trì hoãn đến thời điểm bán các cổ phần, nên thuế suất lãi vốn *thực tế (effective)* có thể ít hơn 28 phần trăm.

Mục tiêu của công ty phải là thu xếp cơ cấu vốn thế nào để tối đa hóa thu nhập sau thuế. Từ Hình 18–1, bạn có thể thấy rằng việc công ty vay nợ là tốt hơn nếu $1 - T_p$ lớn hơn $(1 - T_{pE}) \times (1 - T_c)$; trong trường hợp ngược lại thì sẽ xấu hơn.

²⁹ Xem Chương 16, Phần 16–5, để biết chi tiết. Lưu ý rằng chúng ta đang đơn giản hóa bằng cách bỏ qua các nhà đầu tư là công ty, thí dụ các ngân hàng, họ trả các thuế suất cao nhất là 35%. Dĩ nhiên, các ngân hàng che chắn thu nhập lãi của mình khỏi thuế bằng cách trả tiền lãi cho các bên cho vay và những người gởi tiền.

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

Điều này gợi ý hai trường hợp đặc biệt. Thứ nhất, giả sử tất cả thu nhập từ vốn cổ đông đều dưới hình thức cổ tức. Khi đó thu nhập từ nợ và từ vốn cổ đông đều phải đóng thuế với thuế suất thực tế của thuế thu nhập cá nhân. Nhưng với $T_{pE} = T_p$, lợi thế tương đối chỉ phụ thuộc vào thuế thu nhập công ty:

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

Trong trường hợp này, chúng ta có thể quên thuế thu nhập cá nhân đi. Lợi thế về thuế của việc công ty vay nợ chính xác như MM đã tính³⁰. Họ không phải giả định là không có thuế thu nhập. Lý thuyết của họ về nợ và thuế chỉ đòi hỏi nợ và vốn cổ đông phải chịu cùng một thuế suất.

Trường hợp đặc biệt thứ hai xảy ra khi thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân khủ nhau, làm cho chính sách nợ trở nên không quan trọng. Điều này đòi hỏi

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

Trường hợp này chỉ xảy ra nếu T_c , thuế suất thuế thu nhập công ty, thấp hơn thuế suất thuế thu nhập cá nhân T_p và nếu T_{pE} , thuế suất thực tế đối với thu nhập từ vốn cổ đông, là thấp.

Trong bất kỳ trường hợp nào, chúng ta dường như đều có một quy tắc quyết định đơn giản có tính thực tiễn. Thu xếp cơ cấu vốn của công ty nhằm chuyển thu nhập hoạt động vào nhánh nào (trong Hình 18-1) mà ở đó thuế ít nhất. Bây giờ chúng ta làm thử một vài tính toán sơ bộ để xem quy tắc đó có thể có ý nghĩa gì.

Chính sách nợ trước và sau cuộc cải cách thuế

Trước khi ban hành Đạo luật Cải cách Thuế 1986 ở Hoa Kỳ, theo luật lệ, thuế thu nhập công ty là 46 phần trăm, tiền lãi và cổ tức chịu thuế suất lên đến 50%. Thuế suất của lãi vốn cao nhất là 20%. Lãi suất *thực tế (effective)* thấp hơn 20% bởi vì các khoản thuế lãi vốn có thể được hoãn cho đến thời điểm bán các cổ phần.

Bạn có thể thấy hai tác động về thuế trái ngược nhau. Luật lệ về thuế thu nhập công ty đã trợ cấp cho nợ – thực tế là chính phủ trả 46 xu cho mỗi đô la tiền lãi. Nhưng luật lệ về thuế thu

³⁰ Dĩ nhiên các khoản thuế thu nhập cá nhân làm giảm số tiền tính bằng đô la của các lá chắn thuế đối với tiền lãi của công ty, nhưng suất chiết khấu thích hợp cho các ngân lưu sau thuế thu nhập cá nhân cũng thấp hơn. Nếu các nhà đầu tư sẵn lòng cho vay với suất sinh lợi tiềm năng trước thuế thu nhập cá nhân r_D , thì họ cũng phải sẵn lòng chấp nhận suất sinh lợi sau thuế thu nhập cá nhân $r_D(1 - T_p)$, trong đó T_p là thuế suất cận biên của thuế thu nhập cá nhân. Như thế, chúng ta có thể tính giá trị sau thuế thu nhập cá nhân của lá chắn thuế đối với nợ thường xuyên:

$$PV(\text{lá chắn thuế}) = \frac{T_c \times (r_D - D) \times (1 - T_p)}{r_D \times (1 - T_p)} = T_c D$$

Công thức này đưa chúng ta trở về công thức trước đây để tính giá trị công ty:
Giá trị công ty = giá trị công ty nếu huy động vốn cổ đông hoàn toàn + $T_c D$.

nhập cá nhân tạo thuận lợi cho vốn cổ đông, bởi vì thuế suất đối với lãi vốn thấp. Đối với những công ty có tỷ lệ chia cổ tức thấp, hai tác động này gần như triệt tiêu lẫn nhau.

Hãy xét một công ty không chia cổ tức, và giả sử việc trì hoãn lãi vốn làm cho thuế suất thực tế của thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ vốn cổ đông giảm xuống bằng một nửa thuế suất của lãi vốn theo luật định, đó là $T_{pE} = 0,10$. Nếu thuế suất đối với tiền lãi T_p là 0,50, thì:

	Tiền lãi	Thu nhập từ vốn cổ đông
Thu nhập trước thuế	1,00USD	1,00USD
Trừ thuế thu nhập công ty với $T_c = 0,46$	<u>0</u>	<u>0,46</u>
Thu nhập sau thuế thu nhập công ty	1,00	0,54
Thuế thu nhập cá nhân với $T_p = 0,5$ và $T_{pE} = 0,10$	<u>0,50</u>	<u>0,054</u>
Thu nhập sau tất cả thuế	<u>0,50USD</u>	<u>0,496USD</u>
	Lợi thế của nợ = 0,004USD	

Đối với bất kỳ mục đích thực tế nào, đây là một cuộc đua mà cả hai tay đua cùng về đích một lần. Thật đáng trả 46% thuế thu nhập công ty đối với thu nhập từ vốn cổ đông để tránh 50% thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập lãi.

Đạo luật Cải cách Thuế năm 1986 đã giảm thuế suất của thuế thu nhập công ty xuống còn 34%, giảm thuế suất cao nhất của thuế thu nhập cá nhân đối với tiền lãi và cổ tức xuống còn 28%, và đã tăng thuế đối với lãi vốn thực có lên đến 28%. Đến năm 1995, thuế suất của thuế thu nhập công ty đã nhích lên 35% và thuế suất cao nhất của thuế thu nhập cá nhân đối với tiền lãi và cổ tức đã nhảy lên 39,6%. Thuế suất lãi vốn vẫn ở mức 28%.

Sau đây là một ví dụ bằng số thứ hai, sử dụng các thuế suất năm 1995, và một lần nữa giả định không chia cổ tức và thuế suất lãi vốn thực tế bằng một phần hai thuế suất luật định đối với lãi vốn thực có, đó là $28/2 = 14\%$:

	Tiền lãi	Thu nhập từ vốn cổ đông
Thu nhập trước thuế	1,00USD	1,00USD
Trừ thuế thu nhập công ty với $T_c = 0,35$	<u>0</u>	<u>0,35</u>
Thu nhập sau thuế thu nhập công ty	1,00	0,65
Thuế thu nhập cá nhân với $T_p = 0,396$ và $T_{pE} = 0,14$	<u>0,396</u>	<u>0,091</u>
Thu nhập sau tất cả thuế	<u>0,604USD</u>	<u>0,559USD</u>
	Lợi thế của nợ = 0,045USD	

Ở đây, nợ là tay đua dẫn đầu. Hơn nữa, khi các công ty có chia cổ tức, lợi thế của nợ càng lớn hơn. Giả sử một nửa thu nhập từ vốn cổ đông có hình thức cổ tức và một nửa là lãi vốn. Lãi vốn được trì hoãn để thuế suất thực tế bằng một nửa thuế suất luật định, nghĩa là một nửa của 28, hay

14%. Như thế, thuế suất thực tế đối với thu nhập từ vốn cổ đông là trị số trung bình của thuế suất cổ tức và thuế suất lãi vốn, hay $(0,396 + 0,14)/2 = 0,268$.

	Tiền lãi	Thu nhập từ vốn cổ đông
Thu nhập trước thuế	1,00USD	1,00USD
Trừ thuế thu nhập công ty với $T_c = 0,35$	<u>0</u>	<u>0,35</u>
Thu nhập sau thuế thu nhập công ty	1,00	0,65
Trừ thuế thu nhập cá nhân với $T_p = 0,396$ và $T_{pE} = 0,268$	<u>0,396</u>	<u>0,174</u>
Thu nhập sau tất cả thuế	<u>0,604USD</u>	<u>0,476USD</u>
	Lợi thế của nợ = 0,128USD	

Lợi thế của việc tài trợ bằng nợ (huy động vốn vay) là vào khoảng 13 xu trên một đô la.

Như những tính toán sơ bộ này cho thấy hệ thống thuế hiện hành (1995) của Hoa Kỳ rõ ràng tạo thuận lợi cho việc tài trợ bằng nợ so với tài trợ bằng vốn cổ đông. Nhưng độ lớn của lợi thế về thuế của nợ không thật rõ ràng như thế. Nên sử dụng thuế suất nào của các nhà đầu tư? Ví dụ T_{pE} là bao nhiêu? Danh sách cổ đông của một công ty lớn có thể bao gồm những nhà đầu tư được miễn thuế (như quỹ hưu trí hay những khoản tiền trợ giúp đại học) cũng như các nhà triệu phú. Tất cả các bậc thuế (tax brackets) sẽ được trộn lẫn với nhau. Và đối với thuế suất thuế thu nhập cá nhân T_p cũng thế, người nắm giữ trái phiếu “tiêu biểu” của công ty lớn có thể là quỹ hưu trí được miễn thuế, nhưng nhiều nhà đầu tư phải đóng thuế cũng nắm giữ nợ công ty.

Mô hình “Nợ và Thuế” của Merton Miller

Cơ cấu vốn ảnh hưởng đến giá trị của công ty như thế nào khi các nhà đầu tư có các thuế suất khác nhau? Có một mô hình có thể giúp chúng ta suy nghĩ để trả lời câu hỏi đó. Mô hình này được đưa ra trong bài phát biểu 1976 của Merton Miller trước Hiệp hội Tài chính Hoa Kỳ nhan đề “Nợ và Thuế”.³¹

Miller đã xem xét chính sách nợ trước khi có Đạo luật Cải cách Thuế. Ông ta bắt đầu bằng cách giả định tất cả thu nhập từ vốn cổ đông đều dưới hình thức lãi vốn chưa thực có (unrealized capital gains) và không ai đóng thuế đối với thu nhập từ vốn cổ đông; T_{pE} bằng 0 cho tất cả nhà đầu tư. Nhưng thuế suất đối với tiền lãi phụ thuộc vào bậc thuế (tax bracket) của nhà đầu tư. Các tổ chức được miễn thuế không đóng khoản thuế nào đối với tiền lãi. Ở thái cực kia, các triệu phú đóng thuế với thuế suất 50% đối với tiền lãi của trái phiếu; đối với họ T_p là 0,50. Hầu hết các nhà đầu tư nằm đâu đó giữa hai thái cực này.

Hãy xét một thế giới giản đơn với các thuế suất này. Giả sử các công ty ban đầu được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ đông. Nếu các giám đốc tài chính có tinh thần cảnh giác thì sẽ thấy điều này không thể nào thể hiện một tình hình ổn định. Hãy suy nghĩ về tình hình này theo Hình 18–1. Nếu mọi đô la đều đi xuống nhánh vốn cổ đông thì không có khoản thuế nào được đóng ở cấp cá nhân (hãy nhớ là $T_{pE} = 0$). Như thế, giám đốc tài chính chỉ cần xem xét các thuế thu nhập

³¹ M. H. Miller, “Nợ và Thuế” *Tạp chí Tài chính* 32: 261–276 (5/1977).

công ty, mà như chúng ta biết, thuế thu nhập công ty tạo động cơ khuyến khích mạnh việc công ty vay nợ.

Khi các công ty bắt đầu vay nợ, một số nhà đầu tư phải được thuyết phục nắm giữ nợ công ty hơn là cổ phiếu thường. Việc thuyết phục các nhà đầu tư được miễn thuế nắm giữ nợ sẽ không khó khăn. Họ không đóng bất kỳ thuế thu nhập cá nhân nào đối với trái phiếu hay cổ phiếu. Như thế, tác động ban đầu của việc vay nợ là tiết kiệm được thuế thu nhập công ty trong khi thuế thu nhập cá nhân không đổi.

Nhưng khi các công ty vay nợ nhiều hơn, họ cần phải thuyết phục các nhà đầu tư có đóng thuế chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu. Vì thế, họ phải “hồi lộ” dưới hình thức lãi suất cao hơn đối với trái phiếu. Các công ty có thể có khả năng “hồi lộ” các nhà đầu tư để họ chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu nếu khoản tiết kiệm thuế thu nhập công ty lớn hơn khoản thiệt hại về thuế thu nhập cá nhân. Nhưng các công ty không có cách nào để thuyết phục các nhà triệu phú nắm giữ trái phiếu của họ. Khoản tiết kiệm thuế thu nhập công ty không thể bù đắp cho thuế thu nhập cá nhân tăng thêm mà các nhà triệu phú đó cần phải trả. Như thế việc chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu sẽ chấm dứt khi khoản tiết kiệm thuế thu nhập công ty *bằng* với khoản thiệt hại thuế thu nhập cá nhân. Điểm này xảy ra khi T_p , thuế suất của thuế thu nhập cá nhân của nhà đầu tư chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu, bằng với thuế suất của thuế thu nhập công ty T_c .

Chúng ta hãy thay một ít con số vào xem sao. Thuế suất thuế thu nhập công ty T_c là 46%. Chúng ta tiếp tục giả định rằng T_{pE} , thuế suất thực tế của thuế đối với thu nhập từ vốn cổ đông, là zero đối với tất cả các nhà đầu tư. Trong trường hợp này, các công ty sẽ “hồi lộ” các nhà đầu tư có thuế suất dưới 46% để họ nắm giữ trái phiếu. Nhưng sẽ không được (hay mất) gì khi thuyết phục các nhà đầu tư có thuế suất *bằng* 46 phần trăm nắm giữ trái phiếu. Trong trường hợp các nhà đầu tư này, 1 đô la thu nhập hoạt động sẽ tạo ra thu nhập sau tất cả thuế là 0,54 đô la, bất kể đô la đó là tiền lãi hay thu nhập từ vốn cổ đông.

Thu nhập còn lại sau tất cả thuế

Thu nhập được phân chia như tiền lãi	$1 - T_p = 1 - 0,46 = 0,54\text{USD}$
Thu nhập được phân chia như thu nhập từ vốn cổ đông	$1(T_{pE})(1 - T_c) = (1 - 0)(1 - 0,46) = 0,54\text{USD}$

Trong điều kiện cân bằng này, các khoản thuế xác định tổng số nợ công ty nhưng không xác định được số nợ của bất kỳ công ty cụ thể nào. Tỷ số nợ trên vốn cổ đông đối với toàn bộ các công ty phụ thuộc vào thuế suất thuế thu nhập công ty và các khoản tiền có sẵn cho các nhà đầu tư riêng lẻ có các bậc thuế (tax brackets) khác nhau. Nếu thuế suất thuế thu nhập công ty được tăng lên, việc chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu bắt đầu trở lại, dẫn đến tỷ số nợ trên vốn cổ đông cao hơn đối với toàn bộ các công ty. Nếu các thuế suất thuế thu nhập cá nhân tăng lên, việc chuyển dịch sẽ đi theo chiều ngược lại, dẫn đến tỷ số nợ trên vốn cổ đông thấp hơn đối với toàn bộ các công ty. Nếu *cả* thuế suất thuế thu nhập cá nhân lẫn thuế suất thuế thu nhập công ty đều được tăng lên một số lượng như nhau – ví dụ 10 điểm phần trăm – thì sẽ không có sự chuyển dịch và thay đổi nào. Điều đó có thể giải thích tại sao tỷ số nợ trên vốn cổ đông đã không gia tăng đáng kể khi thuế thu nhập công ty tăng mạnh vào lúc bắt đầu Thế chiến thứ II. Các thuế suất của thuế thu nhập cá nhân cũng tăng đồng thời một lượng như thế.

Trong ví dụ của chúng ta, các công ty đầu tiên bán trái phiếu cho những nhà đầu tư được miễn thuế có lẽ đã có được một lợi thế. Nhưng một khi các nhà đầu tư “phải trả thuế thấp” đã mua trái phiếu và việc chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu đã chấm dứt, thì không một công ty đơn lẻ nào có thể hưởng được lợi thế bằng cách vay nợ thêm hay chịu thiệt hại do vay nợ ít đi. Vì thế, không có một tỉ số nào là tỉ số nợ trên vốn cổ đông tối ưu cho *bất kỳ công ty đơn lẻ nào*. Thị trường chỉ quan tâm đến *tổng số nợ*. Không một công ty nào có thể ảnh hưởng đến tổng số đó.

Một điểm cuối cùng về tình trạng cân bằng thuế của Miller: Do ông giả định lợi nhuận từ vốn cổ đông không chịu thuế thu nhập cá nhân ($T_{PE} = 0$), các nhà đầu tư sẵn lòng chấp nhận các suất sinh lợi thấp hơn, từ các cổ phiếu có rủi ro thấp, so với các suất sinh lợi từ nợ. Hãy xét một cổ phiếu an toàn (zero-beta). Mô hình định giá tài sản vốn tiêu chuẩn sẽ cho suất lợi nhuận kỳ vọng $r = r_f$, lãi suất không rủi ro (xem Chương 7, Phần 7-4). Nhưng nhà đầu tư chuyển từ vốn cổ đông sang nợ từ bỏ r và nhận được $r_f(1 - T_p)$, lãi suất *sau thuế*. Ở tình trạng cân bằng, nhà đầu tư chuyển dịch giữa nợ và vốn cổ đông bằng lòng với nợ hoặc vốn cổ đông, do đó, $r = r_f(1 - T_p)$. Hơn nữa, T_p của nhà đầu tư đó bằng thuế suất thuế công ty T_c . Vì thế, $r = r_f(1 - T_c)$. Nếu chúng ta chấp nhận toàn bộ lập luận của Miller, thì đường thị trường chứng khoán phải vượt qua lãi suất không rủi ro sau thuế.

Điều cốt yếu về Nợ và Thuế

Mô hình của Miller không phải nhằm mô tả chi tiết hệ thống thuế của Hoa Kỳ mà là một phương cách để minh họa thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân có thể triệt tiêu lẫn nhau và làm cho giá trị công ty không phụ thuộc vào cơ cấu vốn như thế nào. Dẫu sao, những tiên đoán của mô hình này chỉ hợp lý nếu thuế suất thực tế đối với thu nhập từ vốn cổ đông thấp hơn đáng kể so với thuế suất đối với tiền lãi, thấp hơn đủ để bù trừ lá chắn thuế từ tiền lãi của công ty. Trong hệ thống thuế hiện nay, thật khó thấy được làm sao mô hình Miller có thể hoạt động như ông đã dự định ban đầu. Cho dù không có lợi thế về thuế của việc vay nợ trước khi có những thay đổi của luật thuế 1986, thì bây giờ cũng phải có một lợi thế.

Phần lớn giám đốc tài chính và các nhà kinh tế tin rằng hệ thống thuế của Hoa Kỳ tạo thuận lợi cho việc vay nợ của công ty. Nhưng việc đánh giá quá cao lợi thế này cũng dễ xảy ra. Những phân tích như các Bảng 18-2a và 18-2b, dùng để tính giá trị hiện tại của một dòng vĩnh viễn và an toàn các lá chắn thuế từ tiền lãi của công ty, chắc hẳn ước tính quá cao giá trị gia tăng ròng của nợ. Như bài viết của Miller cho thấy, các tổng cung của nợ và vốn cổ đông của công ty phải điều chỉnh để giảm đến mức thấp nhất tổng số thuế thu nhập công ty và thuế thu nhập cá nhân; tại điểm cân bằng được tạo ra, thuế suất thuế thu nhập cá nhân cao hơn đối với thu nhập từ lãi phải bù trừ một phần khả năng khấu trừ thuế thu nhập công ty của lãi vay.

Chúng ta cũng cần xem xét lại giả định rằng lá chắn thuế công ty có được từ nợ là 35% không đổi, bất kể số tiền được vay. Trên thực tế, chẳng có công ty nào có thể *chắc chắn* là họ sẽ luôn có lợi nhuận chịu thuế trong tương lai. Nếu một công ty có một khoản lỗ và công ty này không thể mang khoản lỗ ngược thời gian để giảm bớt thuế trong quá khứ thì lá chắn thuế từ tiền lãi phải được chuyển tới với hy vọng sử dụng nó trong tương lai sau này. Công ty mất đi giá trị thời gian của đồng tiền trong khi chờ đợi. Nếu những khó khăn của công ty kéo dài, sự chờ đợi có thể là mãi mãi và công ty vĩnh viễn mất lá chắn thuế.

Cũng nên lưu ý việc vay nợ không phải là cách duy nhất để che chắn thu nhập khỏi phải chịu thuế. Các công ty đã tăng tốc việc xóa sổ nhà máy và thiết bị. Đầu tư vào nhiều loại tài sản vô hình có thể được tính thành chi phí ngay. Những khoản đóng góp vào quỹ hưu trí của công ty cũng thế. Các công ty che chắn thu nhập để khỏi chịu thuế bằng những cách khác càng nhiều thì lá chắn thuế kỳ vọng từ việc vay nợ càng thấp.³²

Như thế, các lá chắn thuế công ty có giá trị đối với công ty này hơn đối với công ty khác. Các công ty với nhiều lá chắn thuế không phải từ tiền lãi và có triển vọng tương lai không chắc chắn thì nên vay nợ ít hơn các công ty làm ăn có lãi và có nhiều khoản lợi nhuận chịu thuế để che chắn. Các công ty có nhiều khoản khai báo lỗ tích lũy được chuyển tới trước để giảm thuế thì không nên vay nợ một tý nào. Tại sao một công ty như thế lại phải “hồi lộ” các nhà đầu tư thuộc diện đóng thuế để họ nắm giữ nợ của công ty, trong khi công ty lại không thể sử dụng các lá chắn thuế từ tiền lãi?

Chúng ta tin rằng có một lợi thế về thuế vừa phải đối với việc công ty vay nợ, ít nhất cũng đối với các công ty khá chắc chắn rằng mình có thể sử dụng các lá chắn thuế công ty. Đối với các công ty không trông đợi có khả năng sử dụng các lá chắn thuế công ty, chúng ta tin rằng có một bất lợi thế về thuế vừa phải trong việc vay nợ.

18-3 CÁC CHI PHÍ CỦA TÌNH TRẠNG KHỐN ĐÓN TÀI CHÍNH

Tình trạng khốn đốn (hay sa sút) tài chính (financial distress) xảy ra khi công ty không giữ được lời hứa với các chủ nợ hay giữ được một cách khó khăn. Đôi khi tình trạng khốn đốn tài chính dẫn đến phá sản. Đôi khi nó chỉ có nghĩa là một tình trạng khó khăn gây phiền toái cho công ty.

Như chúng ta sẽ thấy, tình trạng khốn đốn tài chính gây tổn kém. Các nhà đầu tư biết rằng các công ty có đòn bẩy tài chính có thể rơi vào tình trạng khốn đốn tài chính, và họ lo lắng về vấn đề đó. Mối lo lắng đó được phản ánh trong giá trị thị trường hiện hành của các chứng khoán của công ty có đòn bẩy tài chính. Như thế, giá trị của công ty này có thể được phân ra thành ba phần:

$$\begin{array}{lcl} \text{Giá trị của} & = & \text{giá trị của công ty} \quad + \quad \text{PV (lá chắn thuế)} \quad - \quad \text{PV (các chi phí} \\ \text{công ty} & & \text{nếu như công ty} \quad \quad \quad \text{của tình trạng} \\ & & \text{huy động vốn} \quad \quad \quad \text{khốn đốn tài chính)} \\ & & \text{cổ đông hoàn toàn} \end{array}$$

Các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính phụ thuộc vào khả năng xảy ra tình trạng khốn đốn và độ lớn của các chi phí phát sinh khi tình trạng khốn đốn xảy ra.

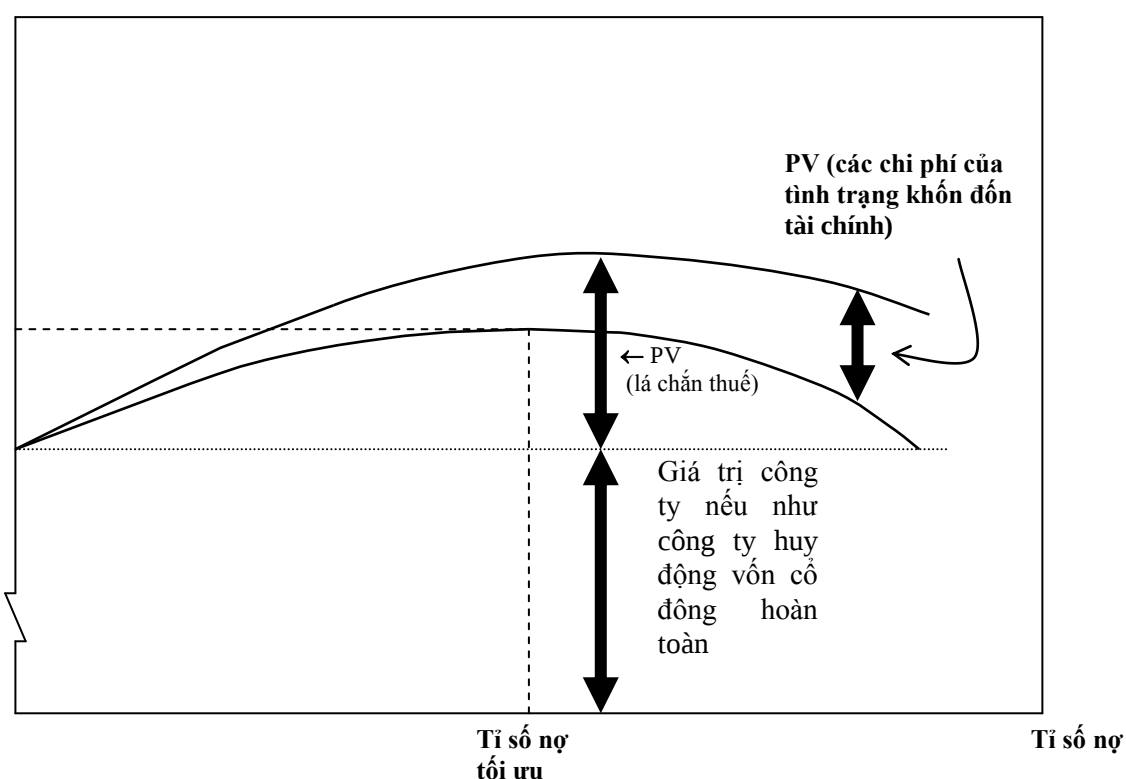
Hình 18-2 cho thấy sự đánh đổi giữa các lợi ích về thuế và các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính xác định cơ cấu vốn tối ưu như thế nào. PV (lá chắn thuế) ban đầu tăng lên khi công ty vay nợ nhiều hơn. Ở các mức nợ vừa phải, khả năng xảy ra tình trạng khốn đốn tài chính là không đáng kể, do đó PV (chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính) là nhỏ và các lợi thế về thuế giữ vai trò chi phối. Nhưng ở một điểm nào đó, khả năng xảy ra tình trạng khốn đốn tài

³² Về phần thảo luận về tác động của những lá chắn thuế khác đối với việc công ty vay nợ, Xem H. De Angelo và R. Masulis, “Cơ cấu vốn tối ưu trong hệ thống thuế công ty và cá nhân” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 8:5–29 (3/98). Về một số bằng chứng về thuế suất biên tế trung bình của các công ty Mỹ, Xem J.J. Cordes và S. M. Sheffrin, “Thuế và phân bổ Vốn theo ngành ở Mỹ” *Tạp chí Thuế Quốc gia*, 34: 419–432 (1981).

chính tăng lên nhanh chóng theo mức nợ vay thêm; các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính làm mất đi một phần quan trọng trong giá trị của công ty. Ngoài ra, nếu công ty không thể chắc chắn hưởng được lá chắn thuế, thì lợi thế về thuế của nợ rất có thể thu nhỏ lại và cuối cùng biến mất. Người ta đạt được điều kiện tối ưu trên lý thuyết khi giá trị hiện tại của các khoản tiết kiệm thuế do việc vay nợ thêm được bù trừ vừa đúng bởi những khoản gia tăng trong giá trị hiện tại của chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính.

Các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính bao gồm một số hạng mục cụ thể. Bây giờ chúng ta xác định những chi phí này và cố gắng tìm hiểu các nguyên nhân gây nên chúng.

Giá trị thị trường



Hình 18–2: Giá trị của công ty bằng với giá trị của công ty nếu như công ty được tài trợ hoàn toàn bằng vốn cổ đông cộng với PV (lá chắn thuế) trừ đi PV (các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính). Giám đốc tài chính phải chọn tỷ số nợ trên vốn cổ đông nào tối đa hóa được giá trị công ty.

Các chi phí của việc phá sản

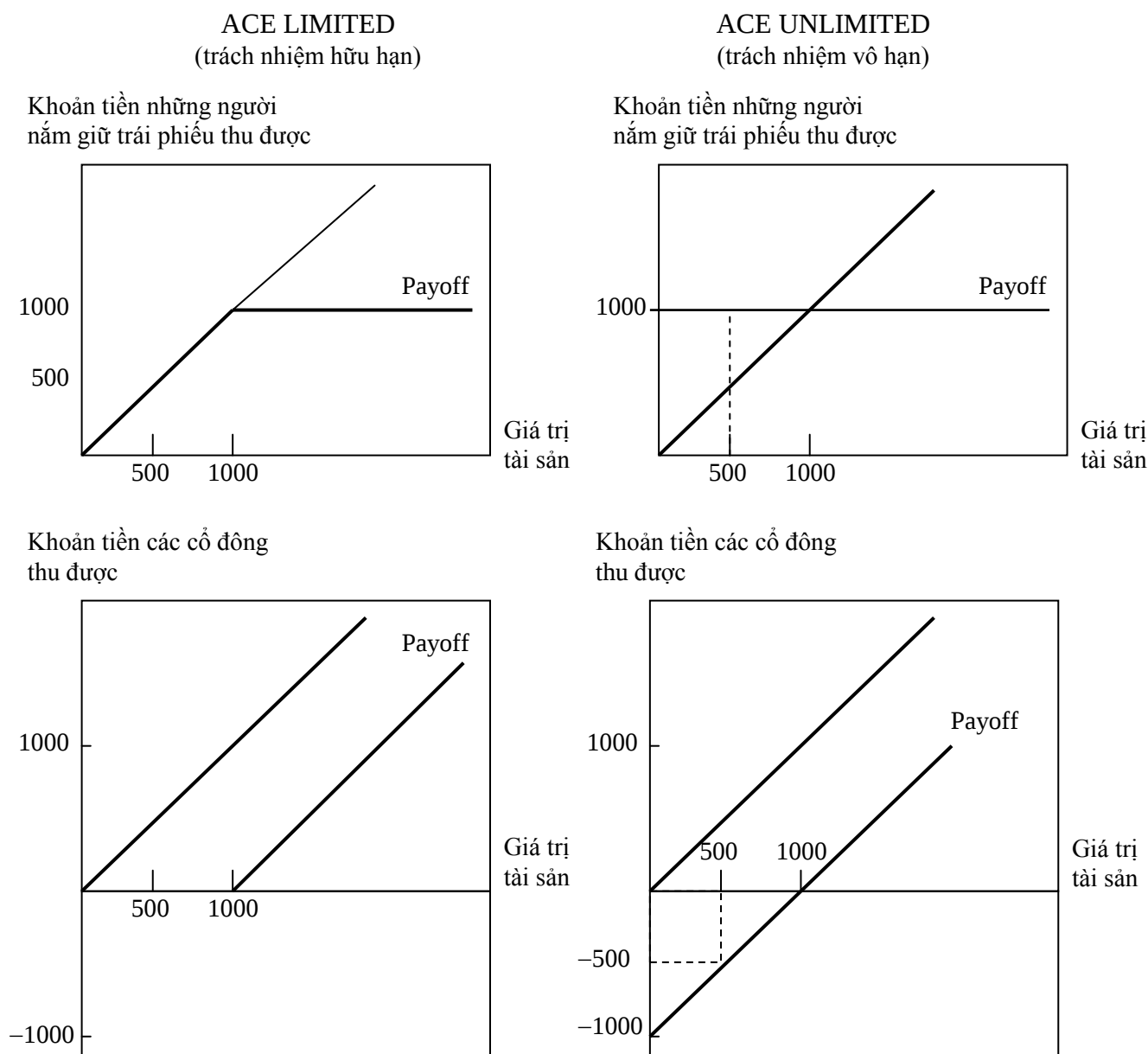
Bạn hiếm khi nghe ai đó nói điều gì tốt đẹp về việc phá sản công ty. Nhưng trong hầu hết mọi việc thì luôn có một điều gì đó tốt đẹp. Việc phá sản công ty xảy ra khi các cổ đông hành xử *quyền không thực hiện nghĩa vụ nợ* (*quyền được phá sản, quyền được vỡ nợ*) của mình. Quyền này rất có giá trị; khi một công ty gặp rắc rối, trách nhiệm hữu hạn cho phép các cổ đông đơn giản là rời bỏ công ty, để tất cả rắc rối của công ty lại cho các chủ nợ của nó. Những chủ nợ trước đây trở thành những cổ đông mới, và các cổ đông cũ không còn gì cả.

Trong hệ thống pháp luật của Hoa Kỳ, tất cả cổ đông trong các công ty tự động được hưởng quy chế trách nhiệm hữu hạn. Nhưng giả sử điều này không xảy ra. Giả sử có hai công ty với tài sản và các hoạt động y hệt nhau. Mỗi công ty đều vay nợ và hứa sẽ hoàn trả 1000USD (vốn gốc và lãi) vào năm tới. Nhưng chỉ có một trong hai công ty này, Công ty trách nhiệm hữu hạn Ace, được hưởng quy chế trách nhiệm hữu hạn. Công ty kia, Công ty trách nhiệm vô hạn Ace, thì không; các cổ đông của nó chịu trách nhiệm cá nhân đối với nợ của nó.

Hình 18–3 so sánh các khoản tiền thu được (payoffs) khả dĩ của các chủ nợ và các cổ đông của hai công ty này. Những khác biệt duy nhất xảy ra khi giá trị tài sản của năm tới trên thực tế là ít hơn 1000USD. Giả sử năm tới, tài sản của mỗi công ty chỉ có 500USD. Trong trường hợp này, Công ty trách nhiệm hữu hạn Ace sẽ không thực hiện nghĩa vụ nợ của mình. Các cổ đông này rời bỏ công ty; khoản tiền thu được của họ là zero. Những người nắm giữ trái phiếu nhận tài sản trị giá 500USD. Nhưng các cổ đông của Công ty trách nhiệm vô hạn Ace không thể rời bỏ. Họ phải bỏ ra 500USD, đó là chênh lệch giữa giá trị tài sản và khoản tiền nợ mà những người nắm giữ trái phiếu đòi. Bất luận điều gì xảy ra, nợ cũng phải được trả.

Giả sử Công ty trách nhiệm hữu hạn Ace thực sự phá sản. Dĩ nhiên các cổ đông của nó thất vọng vì công ty của họ đáng giá quá ít như thế, nhưng điều đó là một vấn đề khó khăn trong hoạt động kinh doanh của công ty, không liên quan gì đến việc huy động vốn. Trong điều kiện thành quả hoạt động yếu kém, quyền được phá sản – quyền không thực hiện nghĩa vụ nợ – là một đặc quyền. Như Hình 18–3 cho thấy, các cổ đông của công ty trách nhiệm hữu hạn Ace ở trong tình trạng tốt hơn các cổ đông công ty trách nhiệm vô hạn Ace.

Ví dụ này làm sáng tỏ một sai lầm mà người ta thường mắc phải khi suy nghĩ về chi phí của việc phá sản. Người ta thường nghĩ về việc phá sản như là đám tang công ty. Những người đưa tang (các chủ nợ và đặc biệt là các cổ đông) nhìn vào tình hình hiện tại đáng buồn của công ty họ. Họ nghĩ về việc trước kia các chứng khoán của họ đáng giá biết bao mà nay chỉ còn lại ít như thế. Hơn nữa, họ nghĩ giá trị đã mất là chi phí của việc phá sản. Điều đó là sai lầm. Sự sụt giảm trong giá trị của tài sản là những gì thật sự được đưa tang. Điều đó không nhất thiết liên quan đến việc huy động vốn. Phá sản chỉ đơn thuần là một cơ chế pháp lý để cho phép các chủ nợ tiếp quản tài sản khi sự sụt giảm trong giá trị tài sản châm ngòi cho việc không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ). Phá sản không phải là *nguyên nhân* mà là hậu quả của sự sụt giảm giá trị tài sản.



Hình 18–3 So sánh trách nhiệm hữu hạn và trách nhiệm vô hạn của hai công ty giống hệt nhau (ngoại trừ sự khác biệt về trách nhiệm). Nếu giá trị tài sản của hai công ty này ít hơn 1000USD, các cổ đông của công ty trách nhiệm hữu hạn Ace không thực hiện nghĩa vụ và những người nắm giữ trái phiếu tiếp quản tài sản. Các cổ đông của công ty trách nhiệm vô hạn Ace vẫn giữ tài sản nhưng họ phải lấy tiền túi ra để trả cho những người nắm giữ trái phiếu. Tổng số khoản tiền mà cả cổ đông lẫn những người nắm giữ trái phiếu thu được là như nhau đối với hai công ty này.

Hãy cẩn thận đừng đảo ngược nguyên nhân và kết quả. Khi một người qua đời, chúng ta không nói là việc thực hiện di chúc của người ấy là nguyên nhân gây nên sự qua đời đó.

Chúng ta đã nói rằng phá sản là một cơ chế pháp lý cho phép các chủ nợ tiếp quản công ty khi công ty không thực hiện nghĩa vụ nợ. Các chi phí của việc phá sản là các chi phí của việc sử

dụng cơ chế này. Hình 18–3 không cho thấy chi phí phá sản nào. Lưu ý là chỉ có công ty trách nhiệm hữu hạn Ace có thể không thực hiện nghĩa vụ nợ và phá sản. Nhưng bất kể điều gì xảy ra đối với giá trị tài sản, khoản tiền *kết hợp* mà những người nắm giữ trái phiếu và các cổ đông của công ty trách nhiệm hữu hạn Ace thu được luôn luôn bằng với khoản tiền *kết hợp* mà những người nắm giữ trái phiếu và các cổ đông của công ty trách nhiệm vô hạn Ace thu được. Như thế, giá trị thị trường toàn bộ của hai công ty này hiện nay (năm nay) phải bằng nhau. Dĩ nhiên, cổ phiếu của công ty trách nhiệm hữu hạn Ace đáng giá nhiều hơn cổ phiếu của công ty trách nhiệm vô hạn Ace bởi vì công ty trách nhiệm hữu hạn Ace có quyền không thực hiện nghĩa vụ nợ. Nợ của công ty trách nhiệm hữu hạn Ace lại đáng giá kém hơn một cách tương ứng.

Ví dụ của chúng ta không nhằm thể hiện hoàn toàn thực tế. Bất kỳ điều gì đòi hỏi đến các tòa án và luật sư đều không thể miễn phí. Giả sử chi phí pháp lý và tòa án là 200USD nếu công ty trách nhiệm hữu hạn Ace không thực hiện nghĩa vụ. Các chi phí này được lấy từ giá trị còn lại của tài sản của Ace. Như thế, nếu giá trị tài sản trên thực tế chỉ là 500USD, thì các chủ nợ cuối cùng chỉ nhận được 300USD. Hình 18–4 cho thấy *tổng* khoản tiền thu được (total payoff) của những người nắm giữ trái phiếu và các cổ đông sau khi trừ chi phí phá sản này. Công ty trách nhiệm hữu hạn Ace, bằng cách phát hành nợ có rủi ro, đã cho các luật sư và hệ thống tòa án quyền đòi một số tiền đối với công ty nếu công ty không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ). Giá trị thị trường của công ty bị giảm đi một khoản bằng giá trị hiện tại của số tiền đó.

Thật dễ thấy tại sao đòn bẩy tài chính gia tăng lại có ảnh hưởng đến giá trị hiện tại của các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính. Nếu Công ty trách nhiệm hữu hạn Ace vay nợ nhiều hơn, công ty này phải hứa trả nhiều hơn cho những người nắm giữ trái phiếu. Điều này làm tăng khả năng xảy ra việc không thực hiện nghĩa vụ nợ và làm tăng giá trị của khoản tiền đòi hỏi bởi các luật sư. Nó làm tăng PV (chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính) và làm giảm giá trị thị trường hiện tại của Ace.

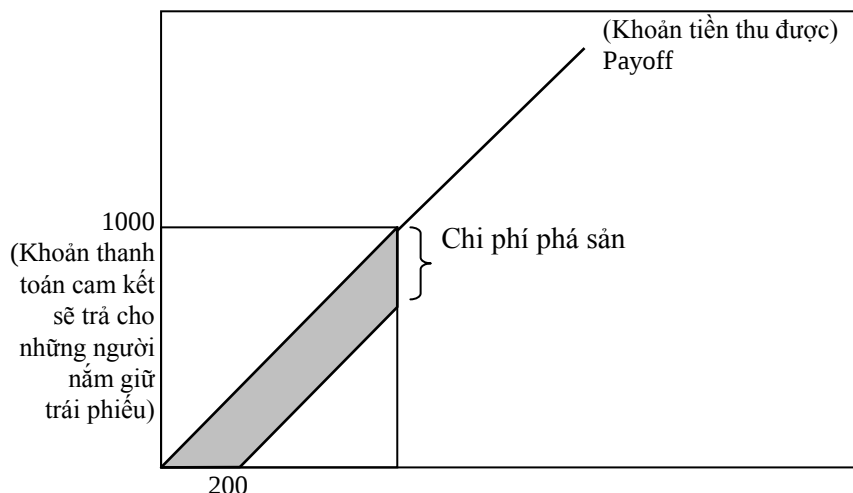
Các chi phí của việc phá sản lấy từ túi của các cổ đông. Các chủ nợ dự kiến trước các chi phí này và dự kiến rằng họ sẽ trả chúng nếu việc không thực hiện nghĩa vụ nợ xảy ra. Vì thế, họ đòi hỏi được bù đắp trước dưới hình thức các khoản tiền thu được (payoffs) khi công ty *không* vỡ nợ. Nghĩa là, họ đòi hỏi lãi suất được hứa trả cao hơn. Điều này làm giảm các khoản tiền thu được khả dĩ của các cổ đông và làm giảm giá trị thị trường hiện tại của các cổ phiếu của họ.

Bằng chứng về các chi phí của việc phá sản

Các chi phí của việc phá sản có thể tăng lên nhanh. *Aviation Week and Space Technology* (Tuần hàng không và Công nghệ không gian) đã báo cáo trong năm 1984 rằng các chi phí pháp lý và chuyên môn của vụ phá sản Công ty Quốc tế Braniff là 12 triệu USD; các chi phí pháp lý trong vụ phá sản Continental Airlines là 2 triệu USD mỗi tháng³³. Tuy những con số này dường như làm người ta nản lòng, nhưng chúng không phải là một tỷ lệ lớn trong giá trị *tài sản* của hãng hàng không này. Ví dụ, năm 1984, cần có khoảng 95 triệu USD để mua *một* máy bay Boeing 747.

³³ *Aviation Week and Space Technology* (Tuần san Hàng không và Công nghệ không gian), 23 tháng 4, 1984, trang 35.

Khoản tiền kết hợp mà những người nắm giữ trái phiếu và các cổ đông thu được



Hình 18-4

Tổng số khoản tiền thu được (payoff) của những người nắm giữ chứng khoán của công ty trách nhiệm hữu hạn Ace. Trong trường hợp công ty không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ), có một khoản chi phí phá sản là 200USD (diện tích hình thang tô đậm).

Đối với Eastern Airlines, các chi phí phá sản nghiêm trọng hơn nhiều. Khi hãng hàng không này yêu cầu sự “bảo vệ” của tòa án phá sản năm 1989, nó vẫn còn một số đường bay đang làm ra lợi nhuận và có các tài sản có thể bán được như máy bay và các cơ sở ở nhà ga. Nếu thanh lý nhanh chóng thì có lẽ sẽ tạo ra đủ tiền mặt để thanh toán tất cả nợ và thanh toán cho những người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi. Thay vì thế, tòa án đã cho phép công ty hoạt động thêm hai năm nữa. Khi Eastern cuối cùng đóng cửa, nó đã mất khả năng thanh toán *xét về mặt quản lý hành chính*: hầu như không còn gì cho các chủ nợ, và công ty không còn tiền mặt để trả chi phí pháp lý.

Dĩ nhiên đây là một ví dụ cực đoan. Nói chung, chúng ta biết được những gì về các chi phí của việc phá sản? Laurence Weiss, người đã nghiên cứu 31 công ty phá sản từ năm 1980 đến năm 1986, đã xác định là chi phí trung bình vào khoảng 3% tổng giá trị tài sản trên sổ sách và 20% giá trị thị trường của vốn cổ đông vào năm trước khi phá sản xảy ra. Một công trình nghiên cứu của Edward Altman đã phát hiện các chi phí tương tự như thế đối với các công ty bán lẻ, nhưng cao hơn đối với các công ty công nghiệp. Ngoài ra, việc phá sản tiêu tốn một tỷ lệ giá trị tài sản lớn hơn đối với các công ty nhỏ so với các công ty lớn. Có hiệu quả kinh tế nhờ quy mô đáng kể trong việc phá sản.³⁴

³⁴ Công trình nghiên cứu tiên phong về các chi phí phá sản là J. B. Warner, “Chi phí Phá sản. Một số bằng chứng” *Tạp chí Tài chính*, 26: 337–348 (tháng 5, 1977). Các bài viết của Weiss và Altman là L. A. Weiss, “Quyết định phá sản: Các chi phí trực tiếp và sự vi phạm thứ tự ưu tiên của các trái quyền” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính* 27: 285–314 (10/1990); và E. I. Altman “Điều tra sâu thêm về Vấn đề Chi phí Phá sản” *Tạp chí Tài chính*, 39: 1067–1089 (9/1984).

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

Cho đến giờ chúng ta đã thảo luận về các chi phí *trực tiếp* (đó là về pháp lý và tài chính) của việc phá sản. Ngoài ra còn có các chi phí gián tiếp mà gần như không thể đo lường được. Nhưng chúng ta có bằng chứng gián tiếp cho thấy tầm quan trọng của chúng.

Các chi phí gián tiếp thể hiện những khó khăn của việc vận hành một công ty hỏa xa – hay bất kỳ công ty nào – trong khi nó đang trong quá trình phá sản. Các nỗ lực của ban quản lý nhằm ngăn chặn sự xấu đi thêm nữa trong hoạt động kinh doanh của công ty thường bị phá hoại ngầm bởi những sự chậm trễ và những rắc rối về pháp lý đi kèm việc phá sản.

Công ty Hỏa xa Penn Central vỡ nợ vào tháng 6 năm 1970. Bốn năm sau đó, với thủ tục phá sản chưa hoàn tất một tý nào, tờ *Business Week* (Tuần Kinh doanh) công bố một bài viết nhan đề “Tại sao Penn Central đang tan rã” Sau đây là một số đoạn trích dẫn.

Vì các chủ nợ sẵn lòng – một số chủ nợ muốn đóng cửa công ty này để lấy lại tiền – công ty hỏa xa này phải tiếp tục hoạt động vào thời điểm mà nó hầu như không thể hoạt động nếu không đổ thêm vào những khoản tiền khổng lồ để xây dựng lại các phương tiện. Tuy nhiên, những khoản tiền đó sẽ không có sẵn cho đến khi công ty hỏa xa này cho thấy nó có thể được tái tổ chức.

Penn Central lẽ ra có thể huy động tiền bằng cách bán đi một số tài sản có của mình, nhưng các chủ nợ chống đối điều này:

Rất nhiều các khó khăn khác nảy sinh do việc thiếu tiền. Thật khổ sở cho mọi người liên quan đến Penn Central, có một nguồn vốn khổng lồ mà không được đụng đến. Ví dụ, hầu như tất cả các mỏ bị bỏ hoang ở Allegheny Mountains đều chất đầy các toa xe của Penn Central dự định dùng làm phế liệu. Với giá phế liệu ngày nay, chúng là một mỏ vàng tiềm tàng. Nhưng các chủ nợ sẽ không cho phép tài sản này được chuyển thành tiền mặt mà tiền mặt đó sẽ được tái đầu tư vào tài sản vì tài sản đó đang xuống cấp từng ngày.

Mối quan tâm của các chủ nợ cũng cản trở việc bảo trì hợp lý.

Và các vấn đề của các chủ nợ không ngừng lại ở đó. Giữa Indianapolis và Terre Haute, các công ty hỏa xa Pennsylvania và New York Central trước đó đã có các tuyến đường chính tốc độ cao với đường ray kép, hiếm khi cách xa nhau hơn ba dặm. Sau cuộc sát nhập, hầu hết lưu thông đã đi theo tuyến đường New York Central cũ và đường ray thứ hai của tuyến Pennsy đã được cải thiện. Tuy nhiên, vẫn còn 11 dặm đường ray kép trên tuyến Pennsy cũ, và đường ray 132 pound Anh đang trong tình trạng hoàn hảo. Nó hết sức cần cho tuyến New York Central cũ, ở đây lưu thông hai chiều và việc bảo trì bị trì hoãn đã làm cho phần lớn tuyến đường này bị hạn chế ở tốc độ 10 dặm/giờ.

Điều rõ ràng là phải sử dụng đường ray tốt trên tuyến Penn Central. Nhưng đáng tiếc là:

... đường ray này thuộc về công ty con Pennsy, bản thân nó đang được tái tổ chức, và các chủ nợ sẽ không cho phép tài sản này được chuyển đến một công ty con của New York Central ngoại trừ “trả ngay bằng tiền mặt”, mà dĩ nhiên điều này là không thể được.³⁵

Chúng ta không biết được tổng số các chi phí trực tiếp và gián tiếp của việc phá sản lên đến bao nhiêu. Chúng ta ngờ rằng đó là một con số rất đáng kể, đặc biệt đối với các công ty lớn, mà đối với chúng thủ tục phá sản sẽ kéo dài và phức tạp. Có lẽ bằng chứng tốt nhất là sự miễn cưỡng của các chủ nợ trong việc thúc ép phá sản. Về nguyên tắc, họ sẽ khâm khá hơn khi chấm dứt nỗi đau và nắm giữ các tài sản càng sớm càng tốt. Thay vì thế, các chủ nợ thường bỏ qua việc công ty không thực hiện nghĩa vụ nợ với hy vọng nuôi dưỡng công ty qua thời kỳ khó khăn. Họ làm thế một phần là để tránh các chi phí của việc phá sản.³⁶ Có một châm ngôn về tài chính rất xưa, “Vay 1000USD, bạn có được một nhà ngân hàng. Vay 10.000.000USD thì bạn có được một đối tác”.

Bảng 18–4

.....
Giá cổ phiếu của Texaco giảm 3,375USD khi đơn xin phá sản của nó được công bố. Pennzoil là chủ nợ lớn nhất của Texaco; giá cổ phiếu của Pennzoil cũng giảm 15,125USD. Giá trị thị trường kết hợp của tổng số cổ phiếu của hai công ty này giảm 1.445 triệu USD.

	GIÁ CỔ PHIẾU			Số cổ phiếu, triệu	Thay đổi Giá trị, triệu
	Thứ 6 10/4/87	Thứ 2 13/4/87	Thay đổi		
Texaco	31,875USD	28,50USD	–3,375USD	242	–817USD
Pennzoil	92,125	77,00	–15,125	41,5	–628
Tổng cộng					–1.445USD

Đây là một bằng chứng khác về các chi chí trực tiếp và gián tiếp của việc phá sản: vào ngày 10 tháng 4 năm 1987, Texaco nộp hồ sơ xin phá sản, gây ngạc nhiên cho hầu hết các nhà đầu tư và các nhà phân tích tài chính. Chủ nợ lớn nhất của Texaco là Pennzoil, Texaco nợ của Pennzoil 10,5 tỷ USD về khoản bồi thường xuất phát từ việc Texaco mua lại Getty Oil năm 1984.³⁷ Texaco đã thương lượng với Pennzoil, cố gắng đạt một thỏa thuận trong đó Pennzoil sẽ từ bỏ khiếu nại – mà Texaco đang phản đối – để đổi lấy sự giải quyết bằng tiền mặt ngay tức thì. Khi những thương lượng này đổ vỡ, Texaco đã quay sang tòa án phá sản.

³⁵ Được in lại từ số ra ngày 12/10/1974 của Tuần Kinh doanh do được phép đặc biệt, © 1974 bởi Mc Graw Hill, Inc, New York, NY 10020.

³⁶ Có một lý do thứ hai. Người ta không luôn luôn ban cho các chủ nợ quyền ưu tiên tuyệt đối trong khi phá sản. Quyền ưu tiên tuyệt đối có nghĩa là các chủ nợ phải được trả hết trước khi các cổ đông nhận được một xu nào. Đôi khi, các vụ tái tổ chức được thương lượng sao cho “mọi người đều được một ít”, cho dù các chủ nợ không được trả hết. Như thế, các chủ nợ không bao giờ có thể chắc chắn họ sẽ được hưởng gì trong một vụ phá sản.

³⁷ Pennzoil nghĩ nó đã đạt được thỏa thuận mua Getty vào thời điểm Texaco đưa ra giá cao hơn. Texaco cuối cùng thắng, nhưng Pennzoil khởi kiện, lập luận rằng Texaco trước đó đã phá vỡ một hợp đồng có giá trị pháp lý giữa Pennzoil và Getty. Tòa án đồng ý và ra lệnh cho Texaco trả trên 1,1 tỷ USD. Số tiền này được giảm xuống do bị chống án, nhưng với tiền lãi những thiệt hại vẫn lên đến 10,5 tỷ USD vào tháng 4 năm 1987.

Bảng 18–4 cho thấy giá cổ phiếu của Texaco giảm từ 31,875 USD xuống còn 28,50USD sau khi công bố về việc phá sản, tức là giảm 817 triệu USD trong giá trị vốn cổ đông của Texaco. Đồng thời, giá trị vốn cổ đông của Pennzoil cũng giảm 628 triệu USD. Chúng ta không biết các chủ nợ khác của Texaco đã nhận được gì, nhưng giá trị trái quyền của họ không thể gia tăng. Vì thế cho nên, việc phá sản đã làm giảm giá trị thị trường của (các trái quyền đối với) các tài sản của Texaco ít nhất là 817 triệu USD cộng với 628 triệu USD, hay 1.445 triệu USD, gần bằng 1,5 tỷ USD. Chúng ta có thể xem khoản mất mát này là ước tính của thị trường chứng khoán về giá trị hiện tại của các chi phí gián tiếp và trực tiếp của việc phá sản Texaco.

Nhưng làm thế nào việc phá sản có thể tổn kém đến 1,5 tỷ USD? Các hoạt động kinh doanh của Texaco lành mạnh và sinh lợi, và như thế không có khả năng gặp phải loại vấn đề khó khăn mà Penn Central đã đối mặt. Chúng ta thật bối rối trong việc giải thích làm sao thị trường chứng khoán có thể dự báo một cách hợp lý chi phí phá sản lớn đến mức như được thể hiện trong Bảng 18–4.³⁸

Trong tất cả nội dung thảo luận về các chi phí của việc phá sản này chúng ta chưa nói gì về các *thủ tục* phá sản. Những thủ tục này được mô tả trong phụ đính ở cuối chương này.

Tình trạng khốn đốn tài chính nhưng không bị phá sản

Không phải mọi công ty gặp rắc rối về tài chính đều phá sản. Chừng nào công ty còn có thể góp nhặt đủ tiền mặt để trả lãi cho nợ của mình thì công ty này có thể trì hoãn việc phá sản trong nhiều năm. Cuối cùng, công ty này có thể phục hồi, thanh toán được nợ và hoàn toàn tránh được việc phá sản.

Khi một công ty gặp rắc rối, cả những người nắm giữ trái phiếu lẫn các cổ đông đều muốn công ty phục hồi, nhưng trong những khía cạnh khác, quyền lợi của họ có thể mâu thuẫn. Trong những lúc khốn đốn tài chính, những người nắm giữ chứng khoán giống như nhiều đảng chính trị – thống nhất về những điều chung chung nhưng có nguy cơ cãi nhau về bất cứ vấn đề cụ thể nào.

Tình trạng khốn đốn tài chính sẽ tổn kém khi những mâu thuẫn quyền lợi này cản trở các quyết định thích đáng về hoạt động sản xuất kinh doanh, đầu tư và huy động vốn. Các cổ đông bị cám dỗ từ bỏ mục tiêu thông thường là tối đa hóa toàn bộ giá trị thị trường của công ty và thay vào đó, theo đuổi lợi ích riêng hẹp hơn. Họ bị cám dỗ chơi những trò chơi với tổn phí các chủ nợ phải gánh chịu. Bây giờ chúng ta sẽ minh họa các trò chơi như thế có thể tạo ra chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính như thế nào.

³⁸ Vụ phá sản Texaco được thảo luận bởi L. Summers và D. M. Cutler, “Các chi phí của mâu thuẫn và tình trạng khốn đốn tài chính: Bằng chứng từ vụ kiện Texaco – Pennzoil” *Tạp chí Kinh tế học RAND*, 19: 157–172 (Mùa hè 1988).

Đây là bảng tổng kết tài sản theo giá trị sổ sách của công ty Circular File.

Công ty Circular File (Giá trị sổ sách)

Vốn lưu động ròng	20USD	50USD	Trái phiếu đang lưu hành
Tài sản cố định	<u>80</u>	<u>50</u>	Cổ phiếu thường
Tổng tài sản	100USD	100USD	Tổng nợ + vốn cổ đông

Chúng ta giả định chỉ có một cổ phiếu và một trái phiếu đang lưu hành. Cổ đông cũng là giám đốc. Người nắm giữ trái phiếu là một người khác.

Đây là bảng tổng kết tài sản theo giá trị thị trường – một trường hợp rõ ràng về tình trạng khốn đốn tài chính, bởi vì mệnh giá của nợ của Circular (50USD) vượt quá tổng giá trị thị trường của công ty (30USD).

Công ty Circular File (Giá trị thị trường)

Vốn lưu động ròng	20USD	50USD	Trái phiếu đang lưu hành
Tài sản cố định	<u>10</u>	<u>5</u>	Cổ phiếu thường
Tổng tài sản	30USD	30USD	Tổng nợ + vốn cổ đông

Nếu nợ đến hạn ngày hôm nay, sở hữu chủ của Circular sẽ không thực hiện được nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) và để lại công ty phá sản. Nhưng giả sử trái phiếu này thật sự đến hạn một năm sau, và có đủ tiền mặt để Circular hoạt động 1 năm trong một năm, và người nắm giữ trái phiếu không thể “nghỉ ngơi” và ép buộc phá sản trước thời hạn đó.

Thời gian ân hạn 1 năm giải thích tại sao cổ phiếu của Circular vẫn còn giá trị. Sở hữu chủ của Circular đang đánh cược vào một sự may mắn vốn sẽ cứu vớt công ty, cho phép công ty trả được nợ và còn dư lại một ít. Cuộc đánh cược này là một cố gắng không chắc thành công – sở hữu chủ chỉ thắng nếu giá trị công ty tăng từ 30USD lên hơn 50USD.³⁹ Nhưng sở hữu chủ có một vũ khí bí mật: ông ta điều khiển chiến lược đầu tư và hoạt động sản xuất kinh doanh.

³⁹ Ở đây chúng ta không quan tâm đến việc làm sao tính được liệu 5USD có phải là giá hợp lý để các cổ đông trả cho cuộc cá cược hay không. Chúng ta sẽ bàn đến nó trong Chương 20 khi thảo luận về sự định giá các quyền chọn.

Chuyển dịch rủi ro: Trò chơi thứ nhất

Giả sử Circular có 10USD tiền mặt. Cơ hội đầu tư sau đây xuất hiện:

Bây giờ	Khoản tiền thu được khả dĩ vào năm tới
Đầu tư 10USD	120USD (xác suất 10%)
	0USD (xác suất 90%)

Đây là một cuộc đánh cược ngông cuồng và có lẽ là một dự án chẳng ra gì. Nhưng bạn có thể thấy tại sao sở hữu chủ sẽ bị cám dỗ thực hiện nó. Tại sao lại không quyết chí mạo hiểm? Đầu sao Circular có lẽ sẽ vỡ nợ, và như thế sở hữu chủ công ty này thực chất là đang đánh cược với tiền của người nắm giữ trái phiếu. Nhưng sở hữu chủ sẽ nhận được hầu hết khoản lợi thu được nếu dự án thành công.

Giả sử NPV của dự án là -2USD, nhưng dù sao dự án cũng được thực hiện, như vậy làm giảm giá trị công ty 2USD. Bảng tổng kết tài sản mới của Circular có thể trông giống như thế này:

Công ty Circular File (Giá trị thị trường)

Vốn lưu động ròng	10USD	20USD	Trái phiếu đang lưu hành
Tài sản cố định	<u>18</u>	<u>8</u>	Cổ phiếu thường
Tổng tài sản	28USD	28USD	Tổng nợ + vốn cổ đông

Giá trị công ty giảm 2USD, nhưng sở hữu chủ lợi được 3USD bởi vì giá trị trái phiếu giảm 5USD.⁴⁰ Tiền mặt 10USD đã từng đứng đằng sau trái phiếu được thay thế bằng một tài sản rất rủi ro chỉ đáng giá 8USD.

Như thế trò chơi đã được chơi với phí tổn do người nắm giữ trái phiếu của Circular gánh chịu. Trò chơi này minh họa một luận điểm tổng quát sau đây: Các cổ đông của các công ty có đòn bẩy tài chính thu được lợi khi rủi ro kinh doanh tăng lên. Các giám đốc tài chính nào hành động hoàn toàn vì lợi ích của các cổ đông của mình (và *chống lại* lợi ích của các chủ nợ) sẽ ưu tiên cho các dự án rủi ro so với các dự án an toàn. Thậm chí họ có thể thực hiện các dự án rủi ro cao với NPV âm.

Chiến lược méo mó này đối với việc dự toán vốn đầu tư (kế hoạch phân bổ vốn) rõ ràng gây tổn kém cho công ty lẫn cho nền kinh tế nói chung. Tại sao chúng ta gắn kết các chi phí này với tình trạng khôn đồn tài chính? Bởi vì sức cám dỗ chơi trò chơi này mạnh nhất khi khả năng không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) cao. Exxon sẽ chẳng bao giờ đầu tư vào canh bạc có NPV âm của chúng ta. Các chủ nợ của Exxon không có nguy cơ bị tổn thương bởi loại trò chơi này.

⁴⁰ Chúng ta không tính khoản sụt giảm 5USD này. Chúng ta chỉ đơn giản sử dụng nó như một sự giả định hợp lý. Các công cụ cần thiết để tính được nêu trong Chương 20.

Việc từ chối đóng góp vốn cổ đông: Trò chơi thứ hai

Chúng ta đã thấy các cổ đông, hành động vì lợi ích riêng hẹp hòi và trực tiếp, có thể thực hiện các dự án làm giảm giá trị thị trường toàn bộ của công ty như thế nào. Đây là những lỗi thực hiện. Mâu thuẫn quyền lợi cũng có thể dẫn đến lỗi bỏ sót.

Giả định Circular không thể góp nhặt lượng tiền mặt nào cả, và vì thế không thể chấp nhận canh bạc nông cuồng. Thay vào đó, một cơ hội *tốt* xuất hiện: một tài sản tương đối an toàn, tổn chi phí 10USD, với giá trị hiện tại là 15USD và NPV = +5USD.

Bản thân dự án này không thể cứu vớt được Circular, nhưng nó là một bước đi đúng hướng. Vì thế, chúng ta có thể kỳ vọng Circular phát hành 10USD cổ phiếu mới và tiến hành cuộc đầu tư này. Giả sử hai cổ phiếu mới được phát hành đến sở hữu chủ nguyên thủy để thu 10USD tiền mặt. Dự án được thực hiện. Bảng tổng kết tài sản mới có thể trông như sau:

Công ty Circular File (Giá trị thị trường)

Vốn lưu động ròng	20USD	33USD	Trái phiếu đang lưu hành
Tài sản cố định	<u>25</u>	<u>12</u>	Cổ phiếu thường
Tổng tài sản	45USD	45USD	Tổng nợ + vốn cổ đông

Tổng giá trị của công ty tăng 15USD (10USD vốn mới và 5USD NPV). Chú ý rằng trái phiếu của Circular bây giờ không còn đáng giá 25USD mà là 33USD. Người nắm giữ trái phiếu thu được khoản lợi vốn là 8USD bởi vì tài sản có của công ty bao gồm một tài sản an toàn mới đáng giá 15USD. Khả năng xảy ra việc không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) thấp hơn, và người nắm giữ trái phiếu thu được số tiền lớn hơn nếu việc không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) xảy ra.

Cổ đông mất những gì người nắm giữ trái phiếu được. Giá trị vốn cổ đông tăng lên, không phải tăng 15USD mà chỉ tăng 15USD – 8USD = 7USD. Sở hữu chủ đưa vào 10USD vốn cổ đông mới nhưng chỉ thu được 7USD giá trị thị trường. Việc tiến hành dự án đang xét là vì lợi ích của công ty chứ không phải của sở hữu chủ.

Một lần nữa, ví dụ của chúng ta minh họa một luận điểm tổng quát. Nếu chúng ta giữ rủi ro kinh doanh không đổi, gia tăng trong giá trị công ty được chia xẻ giữa những người nắm giữ trái phiếu và các cổ đông. Giá trị của cơ hội đầu tư mà *các cổ đông của công ty được hưởng* bị giảm xuống bởi vì các lợi ích của dự án phải được chia xẻ với những người nắm giữ trái phiếu. Như thế, vì lợi ích riêng, các cổ đông có thể không đóng góp vốn cổ đông mới cho dù điều đó có nghĩa là từ bỏ các cơ hội đầu tư có NPV dương.

Về mặt lý thuyết, vấn đề khó khăn này ảnh hưởng đến tất cả công ty có đòn bẩy tài chính, nhưng nó nghiêm trọng nhất khi các công ty ở vào tình trạng khốn đốn tài chính. Khả năng xảy ra việc không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) càng lớn, thì những người nắm giữ trái phiếu phải thu lợi càng nhiều từ các cuộc đầu tư làm tăng giá trị công ty.

Và ba trò chơi nữa, được trình bày ngắn gọn

Như với các trò chơi khác, sức cám dỗ để chơi ba trò chơi kế tiếp đặc biệt mạnh trong tình trạng khốn đốn tài chính.

1. Cash In and Run (Lấy tiền mặt ra và chạy). Các cổ đông có thể miễn cưỡng đưa thêm tiền vào công ty trong tình trạng khốn đốn tài chính, nhưng họ sung sướng với việc lấy tiền ra – ví dụ dưới hình thức cổ tức bằng tiền mặt. Giá trị thị trường của cổ phiếu của công ty giảm sút một lượng ít hơn số lượng cổ tức đã trả, bởi vì sự sụt giảm trong giá trị công ty được chia xẻ với các chủ nợ. Trò chơi này chỉ là nghịch đảo của trò chơi “từ chối đóng góp vốn cổ đông”.

2. Playing for time (Trì hoãn thời gian). Khi công ty ở trong tình trạng khốn đốn tài chính, các chủ nợ muốn cứu vớt những gì có thể và ép buộc công ty giải quyết. Lẽ tự nhiên là các cổ đông muốn trì hoãn điều đó càng lâu càng tốt. Có nhiều cách quanh co để làm việc đó, ví dụ như thông qua những thay đổi về kế toán nhằm che dấu mức độ khó khăn thực sự, bằng cách khích lệ những hy vọng sai lầm về một sự phục hồi tự phát, hay bằng cách bỏ qua các quy định về bảo trì, nghiên cứu phát triển v.v để làm cho thành tích hoạt động của năm hiện hành tốt đẹp hơn.

3. Bait and Switch (Nhử mồi rồi tráo trở). Người ta không luôn luôn chơi trò chơi này trong tình trạng khốn đốn tài chính, mà nó là một cách nhanh chóng để *lâm* vào tình trạng khốn đốn. Bạn bắt đầu với một chính sách bảo thủ, phát hành một số lượng hạn chế nợ tương đối an toàn. Kế đó bạn đột ngột thay đổi và phát hành nhiều nợ hơn. Điều đó làm cho tất cả nợ của bạn trở nên rủi ro, áp đặt một khoản lỗ vốn lên những người nắm giữ trái phiếu “cũ”. Khoản lỗ vốn của họ là khoản lợi của các cổ đông.

Ví dụ gây ấn tượng nhất về trò chơi bait and switch (nhử mồi rồi tráo trở) xảy ra vào tháng 10 năm 1988, khi ban quản lý của công ty RJR Nabisco công bố ý định mua lại công ty này trong một vụ thôn tóm bằng cách vay nợ (leveraged buyout (LBO)). Điều này đặt công ty “vào một trò đùa” về một cuộc giao dịch mà trong đó các cổ đông hiện hữu sẽ được trả tiền để bán lại cổ phần của họ và công ty được “tư nhân hóa”. Chi phí của việc mua lại sẽ hầu như hoàn toàn được trang trải bằng việc huy động vốn vay (được tài trợ bằng nợ). Công ty tư nhân mới sẽ bắt đầu hoạt động với tỉ số nợ cực kỳ cao.

RJR Nabisco trước đó đã có nợ đang lưu hành và giá trị thị trường của công ty vào khoảng 2,4 tỷ USD. Việc công bố LBO sắp được thực hiện đã làm giảm giá trị công ty một lượng là 298 triệu UDD.⁴¹

Chi phí của các trò chơi này là bao nhiêu?

Tại sao có người phản đối các trò chơi này khi mà chúng được chơi một cách tự nguyện bởi những người đã trưởng thành? Bởi vì chơi những trò chơi này có nghĩa là đưa ra các quyết định yếu kém về đầu tư và hoạt động sản xuất kinh doanh. Các quyết định yếu kém này là chi phí *chủ ủy thác/người đại diện* (agency costs) của việc vay nợ.

⁴¹ Chúng tôi được Paul Asquith cung cấp các con số này. RJR Nabisco cuối cùng được tư nhân hóa không phải do ban quản lý của nó mà bởi một hợp danh LBO khác.

Công ty vay nợ càng nhiều, thì sức cám dỗ chơi các trò chơi này càng lớn (giả định giám đốc tài chính hành động vì lợi ích của các cổ đông). Khả năng đưa ra các quyết định yếu kém gia tăng trong tương lai thúc đẩy các nhà đầu tư giảm giá trị thị trường hiện tại của công ty. Sự sụt giảm giá trị này rút từ túi tiền của cổ đông. Những nhà cho vay tiềm năng, nhận thức được việc người ta có thể chơi các trò chơi này với phí tổn mình phải gánh chịu, sẽ tự bảo vệ mình bằng các đòi hỏi những điều khoản tốt hơn.

Vì thế cho nên cuối cùng thì việc tránh sức cám dỗ nói trên là vì lợi ích của các cổ đông. Cách dễ nhất để làm điều này là hạn chế mức vay nợ sao cho nợ của công ty được an toàn hay gần như thế.

Nhưng giả sử các lợi thế về thuế của nợ thúc đẩy công ty chấp nhận tỉ số nợ cao và một xác suất đáng kể xảy ra việc không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) hay khốn đốn tài chính. Có cách nào để thuyết phục những nhà cho vay tiềm năng rằng người ta sẽ không chơi các trò chơi đó? Câu trả lời hiển nhiên là để cho các nhà cho vay quyền phủ quyết đối với các quyết định nguy hiểm tiềm tàng.

Ở đó chúng ta có lý lẽ kinh tế tối thượng biện minh cho tất cả những điều khoản hạn chế được in chữ nhỏ (fine print) hỗ trợ cho nợ công ty. Các hợp đồng vay nợ hầu như luôn luôn hạn chế mức cổ tức hay những khoản chuyển giao của cải tương đương cho các cổ đông; ví dụ công ty có thể không được phép chi trả nhiều hơn mức nó kiếm được. Việc vay nợ bổ sung hầu như luôn luôn bị hạn chế. Ví dụ: các hợp đồng vay nợ hiện hữu hạn chế nhiều công ty phát hành thêm nợ dài hạn, trừ khi tỉ số thu nhập trên lãi vay của công ty vượt quá 2,0.⁴²

Các công ty đôi khi bị hạn chế bán các tài sản hay thực hiện các khoản chi đầu tư lớn nếu không có sự đồng ý của các bên cho vay. Các rủi ro của việc “chơi trò trì hoãn thời gian” được giảm thiểu bằng cách qui định các thủ tục kế toán và bằng cách để cho các bên cho vay tiếp cận các sổ sách và các dự báo về tài chính của công ty.

Dĩ nhiên, các điều khoản hạn chế được in chữ nhỏ (fine print) không thể là giải pháp hoàn chỉnh đối với các công ty nhấn mạnh đến việc phát hành nợ rủi ro. Các điều khoản hạn chế được in chữ nhỏ này có chi phí riêng của nó; bạn phải chi tiền mới tiết kiệm được tiền. Rõ ràng là một hợp đồng nợ phức tạp tốn chi phí thương lượng nhiều hơn một hợp đồng đơn giản. Về sau, bên cho vay phải tốn chi phí nhiều hơn để giám sát thành tích hoạt động của công ty. Các bên cho vay dự đoán các chi phí giám sát và đòi hỏi đền bù dưới hình thức các lãi suất cao hơn; như thế các chi phí giám sát – một chi phí chủ ủy thác/người đại diện khác của việc vay nợ – cuối cùng sẽ do các cổ đông trả.

Có lẽ các chi phí nghiêm trọng nhất của các điều khoản hạn chế được in chữ nhỏ (fine print) xuất phát từ các hạn chế áp đặt lên các quyết định về hoạt động và đầu tư. Ví dụ, cố gắng nhằm ngăn ngừa trò chơi “chuyển dịch rủi ro” cũng có thể ngăn chặn công ty theo đuổi các cơ hội đầu tư tốt. Tối thiểu thì cũng có những chậm trễ trong việc các bên cho vay thông qua các dự án đầu tư quan trọng. Trong một số trường hợp, các bên cho vay có thể phủ quyết các dự án đầu tư rủi ro cao cho dù giá trị hiện tại ròng là dương. Các bên cho vay có thể bị mất mát do việc

⁴² Những người nắm giữ trái phiếu của RJR Nabisco lẽ ra có thể làm tốt hơn nếu họ có các điều khoản giao ước hiệu quả để bảo vệ mình khỏi chịu những thay đổi nghiêm trọng trong đòn bẩy tài chính. Chúng tôi thảo luận về các điều khoản giao ước và phần còn lại của các điều khoản hạn chế được in bằng chữ nhỏ (fine print) trong các hợp đồng nợ ở Phần 24–5.

chuyển dịch rủi ro ngay cả khi giá trị thị trường toàn bộ của công ty tăng lên. Trên thực tế, các bên cho vay có thể cố gắng chơi trò chơi của riêng mình, ép buộc công ty giữ tiền mặt hay các tài sản ít rủi ro cho dù phải bỏ qua các dự án tốt.

Như thế, các hợp đồng nợ không thể bao trùm mọi biểu hiện khả dĩ của các trò chơi chúng ta vừa thảo luận. Bất kỳ nỗ lực nào nhằm làm việc đó sẽ tốn kém một cách vô vọng và sẽ thất bại trong mọi trường hợp. Sức tưởng tượng của con người không đủ để dự kiến tất cả mọi sự việc khả dĩ có thể sai lầm. Chúng ta sẽ luôn luôn phát hiện ra những điều bất ngờ mà chúng ta không bao giờ nghĩ là mình có thể hình dung ra.

Chúng ta hy vọng không để lại ấn tượng là các giám đốc và các cổ đông luôn luôn không kháng cự lại sự cám dỗ trừ khi bị hạn chế. Thật ra, họ thường tự nguyện kiềm chế, không những vì ý thức chơi công bằng mà còn vì những lý do thực dụng: Một công ty hay một cá nhân ngày hôm nay có được thành công lớn về tài chính bằng việc hy sinh lợi ích của chủ nợ thì trong tương lai khi cần vay nợ một lần nữa sẽ được đón tiếp một cách lạnh lùng. Việc chơi những trò chơi nói trên một cách năng nổ chỉ được thực hiện bởi những tên lừa đảo hết cỡ và bởi các công ty trong tình trạng khốn đốn tài chính cực kỳ. Các công ty hạn chế mức vay mượn chính xác là vì họ không muốn lâm vào tình trạng khốn đốn tài chính và không muốn bị cám dỗ vào việc chơi những trò chơi nói trên.

Các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính thay đổi theo loại tài sản

Giả sử tài sản duy nhất của công ty bạn là một khách sạn lớn ở trung tâm thành phố, đã được cầm cố hoàn toàn để vay nợ khi cuộc suy thoái xảy ra, tỷ lệ sử dụng phòng sụt giảm, và công ty bạn không thể đáp ứng những khoản thanh toán định kỳ tiền gốc và lãi của nợ có cầm cố. Bên cho vay tiếp quản và bán khách sạn cho một sở hữu chủ mới đồng thời là nhà điều hành. Bạn sử dụng các cổ phiếu của công ty làm giấy dán tường.

Chi phí của việc phá sản là bao nhiêu? Trong ví dụ này, có lẽ là rất ít. Dĩ nhiên giá trị của khách sạn ít hơn rất nhiều so với mức bạn đã hy vọng, nhưng đó là do thiếu khách thuê phòng chứ không phải do việc phá sản. Việc phá sản không làm thiệt hại đến bản thân khách sạn. Các chi phí trực tiếp của việc phá sản được hạn chế trong những món như phí pháp lý và tòa án, các khoản tiền hoa hồng về bất động sản và thời gian bên cho vay mất đi trong việc tìm giải pháp.⁴³

Giả sử chúng ta lập lại câu chuyện về khách sạn Heartbreak cho Công ty Điện tử Fledgling Electronics. Tất cả mọi thứ đều y như nhau, ngoại trừ tài sản thực cơ bản – không phải là bất động sản mà là một doanh nghiệp kỹ thuật cao đang hoạt động liên tục, một công ty đang tăng trưởng mà tài sản có giá trị nhất là công nghệ, các cơ hội đầu tư, và vốn nhân lực của cán bộ nhân viên.

⁴³ Vào năm 1989, gia đình Rockefeller bán 80% Trung tâm Rockefeller – vài mẫu Anh bất động sản cực kỳ giá trị ở Manhattan – cho Công ty Bất Động Sản Mitsubishi với giá 1,4 tỷ USD. Một quỹ đầu tư vào bất động sản (Rockefeller Center Properties) nắm giữ một khoản vay có thể chấp 1,3 tỷ USD (tài sản duy nhất của quỹ) được bảo đảm bằng bất động sản này. Nhưng tiền thuê và tỷ lệ sử dụng đã không đạt mức dự báo; và đến 1995, Mitsubishi đã chịu lỗ khoảng 600 triệu USD. Rồi Mitsubishi bỏ chạy, và Trung tâm Rockefeller bị phá sản. Điều đó đã khởi đầu một loạt phức tạp những cách vận dụng và thương lượng, vẫn chưa kết thúc khi chúng tôi hoàn tất chương này vào tháng 8 năm 1995. Những điều này có gây thiệt hại cho giá trị của các tài sản của Trung tâm Rockefeller hay không? Radio City Music Hall, một trong những tài sản đó, có kém giá trị đi chút nào do vụ phá sản này không? Chúng ta hoài nghi điều này.

Nếu Fledgling gặp rắc rối, các cổ đông có thể miễn cưỡng đóng góp tiền vào để tận dụng các cơ hội tăng trưởng của nó để kiếm tiền. Đối với Fledgling việc không đầu tư có khả năng nghiêm trọng hơn nhiều so với một công ty như khách sạn Heartbreak.

Nếu cuối cùng Fledgling không thực hiện nghĩa vụ nợ của mình, bên cho vay sẽ thấy khó khăn hơn nhiều trong việc bán các tài sản để lấy tiền mặt. Nhiều trong các tài sản này là tài sản vô hình vốn chỉ có giá trị như một phần của doanh nghiệp hoạt động liên tục.

Có thể giữ Fledgling như một doanh nghiệp hoạt động liên tục qua một vụ vỡ nợ và tái tổ chức hay không? Điều đó có thể không hoàn toàn vô vọng (như bắt một chiếc bánh cưới chịu một trận rửa xe hơi) nhưng có một số khó khăn nghiêm trọng. Thứ nhất, khả năng xảy ra việc những nhân sự chủ chốt rời bỏ công ty cao hơn so với khi công ty chưa bao giờ gặp rắc rối tài chính. Người ta có thể phải đưa ra những bảo đảm đặc biệt đối với những khách hàng nghi ngờ về việc liệu công ty có còn tồn tại để cung cấp dịch vụ đối với các sản phẩm của công ty không: Đầu tư năng nổ vào các sản phẩm và công nghệ mới sẽ khó khăn; người ta sẽ phải thuyết phục mỗi loại chủ nợ rằng việc công ty đầu tư những số tiền mới vào các hoạt động kinh doanh rủi ro là vì lợi ích của họ.

Một số tài sản, như bất động sản thương mại tốt, có thể hầu như còn nguyên qua một vụ phá sản hay tái tổ chức; nhưng các giá trị của các tài sản khác rất có thể sẽ giảm sút đáng kể. Những mất mát là lớn nhất đối với các tài sản vô hình vốn gắn kết với sự lành mạnh của công ty trong tình trạng hoạt động liên tục – ví dụ, công nghệ, vốn nhân lực hay hình ảnh nhãn hiệu. Đó có thể là lý do tại sao các tỉ số nợ là thấp trong ngành dược phẩm dược liệu, nơi mà giá trị phụ thuộc vào sự thành công liên tục trong nghiên cứu và phát triển, và trong nhiều ngành dịch vụ mà trong đó giá trị phụ thuộc vào vốn nhân lực. Chúng ta cũng có thể hiểu tại sao các công ty tăng trưởng sinh lợi cao, như Microsoft và Hewlett Packard sử dụng hầu như vốn sở hữu chủ hoàn toàn.⁴⁴

Bài học rút ra từ các ví dụ này là: *Không chỉ nghĩ đến khả năng việc vay nợ sẽ mang lại rắc rối. Mà còn phải nghĩ đến giá trị có thể bị mất đi nếu rắc rối xảy ra.*

⁴⁴ Nghiên cứu thực nghiệm xác định rằng các công ty nắm giữ phần lớn tài sản là tài sản vô hình vay nợ ít hơn. Xem M. Long và I. Malitz, “Mối liên kết Đầu tư – Tài trợ: Một số bằng chứng thực nghiệm” *Tạp chí Tài chính Công ty Midland* 3: 53–59 (Thu 1985).

Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn

Các giám đốc tài chính thường nghĩ đến quyết định về nợ – vốn cổ đông của công ty như sự đánh đổi giữa các lá chắn thuế từ tiền lãi và các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính.

Dĩ nhiên có sự tranh cãi về việc các lá chắn thuế từ tiền lãi có giá trị như thế nào và các loại rắc rối tài chính nào mang lại nguy cơ nhiều nhất, nhưng những bất đồng này chỉ là những sự biến thiên về chủ đề nói trên. Theo đó, Hình 18–2 minh họa sự đánh đổi nợ – vốn cổ đông.

Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn này thừa nhận rằng các tỉ số nợ mục tiêu có thể thay đổi từ công ty này sang công ty khác. Các công ty với các tài sản hữu hình an toàn và có nhiều thu nhập chịu thuế để che chắn khỏi thuế nên có tỉ số nợ mục tiêu cao. Các công ty không sinh lợi với các tài sản vô hình nhiều rủi ro phải dựa chủ yếu vào việc huy động vốn cổ đông (tài trợ bằng vốn cổ đông).

Nếu như không có chi phí điều chỉnh cơ cấu vốn, thì mỗi công ty sẽ luôn luôn duy trì được tỉ số nợ mục tiêu. Tuy nhiên, có các chi phí, và vì thế có chệch trễ, trong việc điều chỉnh đến điều kiện tối ưu. Các công ty không thể bù trừ ngay tức thì các biến cố ngẫu nhiên đẩy công ty xa rời khỏi các mục tiêu về cơ cấu vốn của mình, vì thế chúng ta sẽ thấy những khác biệt ngẫu nhiên trong các tỉ số nợ thực sự của các công ty có cùng tỉ số nợ mục tiêu như nhau.

Nói chung, lý thuyết đánh đổi về chọn lựa cơ cấu vốn trình bày một câu chuyện làm yên lòng chúng ta. Không như lý thuyết MM, mà MM dường như cho rằng các công ty cần phải vay nợ càng nhiều càng tốt, lý thuyết đánh đổi tránh đưa ra các tiên đoán cực đoan và nó lý giải cho các tỉ số nợ vừa phải.

Nhưng sự thật ra sao? Lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn có thể giải thích các công ty thật sự ứng xử như thế nào hay không?

Câu trả lời là “có và không”. Về phía “có”, lý thuyết đánh đổi giải thích một cách thành công nhiều khác biệt trong cơ cấu vốn giữa các ngành. Ví dụ, các công ty tăng trưởng kỹ thuật cao, vốn có tài sản rủi ro và hầu hết là vô hình, thường sử dụng tương đối ít nợ. Các hãng hàng không có thể và thật sự vay nợ nhiều bởi vì tài sản của họ là hữu hình và tương đối an toàn.⁴⁵

Lý thuyết đánh đổi cũng giúp giải thích các loại công ty nào được “tư nhân hóa” trong các vụ thu tóm bằng vốn vay (leveraged buyouts LBOs). LBOs là những vụ mua lại các công ty đại chúng bởi các nhà đầu tư tư nhân mà những nhà đầu tư này chủ yếu huy động vốn vay để trả cho giá mua. Các công ty mục tiêu cho việc mua lại bằng LBO thường là các doanh nghiệp “bò sữa” (“cash cow”) chín muồi có thị trường ổn định lâu dài cho các sản phẩm của chúng nhưng không có mấy cơ hội tăng trưởng với NPV cao. Điều đó hợp lý xét theo lý thuyết đánh đổi, bởi vì chúng đúng là loại công ty *phải* có các tỉ số nợ cao.

⁴⁵ Chúng tôi không cho rằng tất cả công ty hàng không đều an toàn; nhiều công ty không an toàn. Nhưng máy bay có thể hỗ trợ cho nợ trong khi các công ty hàng không thì không. Nếu Công ty Hàng không Fly-by-Night thất bại, các máy bay của công ty này vẫn giữ lại giá trị của mình trong hoạt động của một công ty hàng không khác. Có một thị trường thứ cấp tốt đối với máy bay đã qua sử dụng, vì thế một khoản vay có bảo đảm bằng máy bay có thể được bảo vệ tốt ngay cả khi cấp cho một hãng hàng không bay trên một đường bay dễ gây rắc rối (và trong bóng đêm).

Lý thuyết đánh đổi cũng nói rằng các công ty với gánh nặng nợ quá nhiều – quá nhiều đến nỗi không thể thanh toán hết bằng tiền mặt tạo ra từ nội bộ công ty trong vài năm – nên phát hành cổ phiếu, hạn chế cổ tức, hay bán tài sản có để thu tiền mặt nhằm cân bằng lại cơ cấu vốn. Ở đây một lần nữa, chúng ta có thể tìm thấy nhiều ví dụ xác nhận điều đó. Khi Texaco mua Getty Petroleum vào tháng 1 năm 1984, Texaco đã vay 8 tỷ USD từ một tập đoàn ngân hàng để tài trợ cho việc mua Getty Petroleum. (Khoản vay đã được thu xếp và chuyển tiền cho Texaco trong vòng hai tuần!). Đến cuối năm 1984, Texaco đã huy động được vào khoảng 1,8 tỷ USD để trả bớt khoản nợ này, phần lớn là bằng cách bán tài sản và bỏ các khoản gia tăng cổ tức. Khi ra khỏi tình trạng gần như phá sản vào năm 1983, Chrysler đã bán 432 triệu USD cổ phiếu thường để giúp đạt lại được cơ cấu vốn thận trọng (bảo thủ).⁴⁶ Vào năm 1991, sau lần chạm trán thứ hai với việc phá sản, Chrysler lại bán cổ phần để bổ sung vốn cổ đông, lần này bán 350 triệu USD.⁴⁷

Về phía “không”, có một vài trường hợp mà lý thuyết đánh đổi không thể giải thích được. Nó không thể giải thích tại sao một số công ty thành công nhất làm ăn phát đạt mà không vay nợ, do đó từ bỏ các lá chắn thuế từ tiền lãi có giá trị. Hãy suy nghĩ về công ty Merck, như cho thấy trong Bảng 18–3a, cơ bản là huy động vốn cổ đông hoàn toàn. Cứ cho là tài sản có giá trị nhất của Merck là tài sản vô hình, kết quả của hoạt động nghiên cứu và phát triển được phẩm của nó. Chúng ta biết rằng các tài sản vô hình và các cơ cấu vốn thận trọng có khuynh hướng đi đôi với nhau. Nhưng Merck cũng phải đóng số thuế thu nhập công ty rất lớn (1,4 tỷ USD trong năm 1994) và được xếp hạng tín nhiệm ở mức cao nhất có thể có. Nó có thể vay nợ đủ để tiết kiệm hàng chục triệu đô la thuế mà không hề làm cho người ta quan ngại một tý nào đến tình trạng khốn đốn có thể xảy ra.⁴⁸

Merck minh họa một sự thật lạ lùng về cơ cấu vốn trong đời thực: trong phạm vi một ngành, các công ty sinh lời nhiều nhất thường vay nợ ít.⁴⁹ Ở đây lý thuyết đánh đổi không đúng, bởi vì nó tiên đoán điều ngược lại hoàn toàn: theo lý thuyết đánh đổi, lợi nhuận cao có nghĩa là khả năng thanh toán tiền gốc và lãi của nợ cao hơn và thu nhập chịu thuế cần được che chắn khỏi chịu thuế nhiều hơn và dẫn đến tỉ số nợ mục tiêu *cao hơn*.⁵⁰

Một điểm cuối cùng về phía “không” đối với lý thuyết đánh đổi: các tỉ số nợ trong những năm đầu thập niên 1990, khi mà thuế suất của thuế thu nhập là thấp (hay bằng zero), cũng chỉ cao bằng các tỉ số trong thập niên 1990. Các tỉ số nợ tại các nước công nghiệp hóa khác cũng cao

⁴⁶ Lưu ý rằng Chrysler đã phát hành cổ phiếu sau khi nó ra khỏi tình trạng khốn đốn tài chính. Chrysler đã không ngăn chặn tình trạng khốn đốn tài chính bằng cách huy động vốn cổ đông khi rắc rối có nguy cơ xảy ra. Tại sao không? Hãy trở lại mục “Từ chối đóng góp vốn cổ đông: Trò chơi thứ hai” hay xem Phần 18–4 về phân tích thông tin bất đối xứng.

⁴⁷ Chrysler đồng thời đã đóng góp 300 triệu USD cổ phiếu được phát hành mới vào các kế hoạch lương hưu được cấp tiền chưa đủ.

⁴⁸ Nghiên cứu của Graham và Mackie–Mason đã phát hiện khuynh hướng thích huy động vốn vay của các công ty phải đóng thuế. Xem J. R. Graham, “Nợ và Thuế suất biên tế” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, sắp xuất bản và J. Mackie–Mason, “Thuế có ảnh hưởng đến các quyết định huy động vốn của công ty không?” *Tạp chí Tài chính* 45: 1471–1493 (tháng 12 năm 1990). Tuy nhiên, dường như rõ ràng là các công ty công hiếm khi thực hiện thay đổi quan trọng trong các tỉ số nợ chỉ vì thuế.

⁴⁹ Thí dụ, Carl Kester, trong một công trình nghiên cứu về các chính sách huy động vốn của các công ty ở Hoa Kỳ và ở Nhật Bản, đã tìm thấy rằng tại mỗi quốc gia, khả năng sinh lợi tính theo giá trị sổ sách cao là biến số đáng kể nhất về mặt thống kê phân biệt giữa các công ty có nợ thấp và các công ty có nợ cao. Xem “Cơ cấu vốn và quyền sở hữu: so sánh giữa các công ty chế tạo công nghiệp của Hoa Kỳ và Nhật Bản” *Quản lý Tài chính*, 15: 5–16 (Xuân 1986).

⁵⁰ Ở đây chúng ta muốn nói nợ là một phần của giá trị sổ sách hay thay thế của tài sản công ty. Các công ty sinh lãi có thể không vay một tỷ lệ lớn hơn của giá trị thị trường của chúng. Lợi nhuận cao hơn hàm ý giá trị thị trường cao hơn cũng như các động cơ khuyến khích vay nợ mạnh hơn.

bằng hoặc cao hơn các tỉ số đó ở Hoa Kỳ. Nhiều trong số các quốc gia này sử dụng các hệ thống thuế quy tính (imputation tax systems) để loại bỏ giá trị của các lá chắn thuế đối với lãi suất.⁵¹

Không một điều nào nói trên bác bỏ được lý thuyết đánh đổi. Như George Stigler nhấn mạnh, bằng chứng suy diễn gián tiếp không bác bỏ được các lý thuyết; cần có một lý thuyết để đánh bại một lý thuyết. Vì thế, bây giờ chúng ta quay sang một lý thuyết về huy động vốn (hay tài trợ) hoàn toàn khác.

18-4 THỨ BẬC PHÂN HẠNG CỦA CÁC CHỌN LỰA VỀ HUY ĐỘNG VỐN

Lý thuyết thứ bậc phân hạng (pecking-order) bắt đầu với *thông tin bất đối xứng* – một thuật ngữ cho thấy rằng các giám đốc biết nhiều hơn về các triển vọng, rủi ro và giá trị của công ty họ so với các nhà đầu tư bên ngoài.

Các giám đốc hiển nhiên là biết nhiều hơn các nhà đầu tư. Chúng ta có thể chứng minh điều đó bằng cách quan sát những thay đổi giá cổ phiếu do những công bố của các giám đốc gây ra. Khi một công ty công bố gia tăng cổ tức thường xuyên, giá cổ phiếu thường tăng lên, bởi vì các nhà đầu tư giải thích sự gia tăng này là một dấu hiệu cho thấy sự tin tưởng của ban quản lý (ban giám đốc) đối với thu nhập trong tương lai. Nói cách khác, sự gia tăng cổ tức chuyển thông tin từ các giám đốc sang các nhà đầu tư. Điều này chỉ có thể xảy ra nếu ngay từ đầu các giám đốc biết thông tin nhiều hơn các nhà đầu tư.

Thông tin bất đối xứng ảnh hưởng đến chọn lựa giữa việc huy động vốn bên trong và bên ngoài và giữa việc phát hành chứng khoán nợ và chứng khoán vốn mới. Điều này dẫn đến một *thứ bậc phân hạng (pecking order)*, trong đó đầu tư được tài trợ trước tiên bởi các nguồn tiền bên trong, chủ yếu là thu nhập giữ lại; kế đó bởi những đợt phát hành chứng khoán nợ mới; và cuối cùng với những đợt phát hành chứng khoán vốn mới. Những đợt phát hành chứng khoán vốn là phương kế cuối cùng khi công ty hết khả năng vay nợ, đó là khi mối đe dọa về các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính làm cho các chủ nợ hiện hữu và giám đốc tài chính thường xuyên mất ăn mất ngủ.

Chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn về thứ bậc phân hạng trong chốc lát. Trước tiên, bạn phải hiểu về việc làm thế nào thông tin bất đối xứng có thể buộc giám đốc tài chính phát hành nợ chứ không phát hành cổ phiếu thường.

Phát hành nợ và vốn cổ đông với thông tin bất đối xứng

Đối với thế giới bên ngoài, Smith & Company và Jones, Inc., hai công ty trong ví dụ của chúng ta, là y hệt nhau. Mỗi công ty đều có hoạt động kinh doanh thành công với các cơ hội tăng trưởng tốt đẹp. Tuy nhiên, hai hoạt động kinh doanh này đều rủi ro và các nhà đầu tư đã học được từ kinh nghiệm rằng những kỳ vọng hiện tại thường tốt hơn hay xấu hơn những gì sẽ xảy ra. Những

⁵¹ Chúng ta đã mô tả hệ thống thuế quy tính (imputation) của Úc trong Phần 16-6. Hãy xem lại Bảng 16-4, giả sử một công ty Úc trả 10 đô la Úc tiền lãi. Điều này làm giảm thuế thu nhập công ty 3,30 đô la Úc; nó cũng làm giảm khoản khấu trừ thuế mà các cổ đông được hưởng 3,30 đô la Úc. Thuế cuối cùng không phụ thuộc vào việc công ty hay cổ đông vay tiền. Bạn có thể kiểm tra điều này bằng cách vẽ lại Hình 18-1 đối với hệ thống của Úc. Thuế suất thuế thu nhập công ty Tc sẽ triệt tiêu. Bởi vì thu nhập sau tất cả thuế chỉ phụ thuộc vào thuế suất của các nhà đầu tư, nên không có lợi thế đặc biệt đối với việc vay nợ.

kỳ vọng hiện tại dẫn đến giá của cổ phiếu mỗi công ty là 100USD mỗi cổ phiếu, nhưng các giá trị thực sự có thể cao hơn hay thấp hơn:

	Smith & Co.	Jones, Inc.
Giá trị thực sự có thể cao hơn, ví dụ	120USD	120USD
Ước tính tốt nhất hiện nay	100	100
Giá trị thực sự có thể thấp hơn, ví dụ	80	80

Bây giờ, giả sử cả hai công ty đều cần huy động những số tiền mới từ các nhà đầu tư để cấp vốn đầu tư cơ bản. Họ có thể làm điều này hoặc bằng cách phát hành trái phiếu hoặc bằng cách phát hành cổ phiếu thường mới. Việc chọn lựa sẽ được thực hiện ra sao? Một giám đốc tài chính – chúng tôi sẽ không nói cho bạn biết là giám đốc của công ty nào – có thể lý giải như sau:

Bán cổ phiếu với giá 100USD mỗi cổ phiếu? Thật là khờ khạo! Nó đáng giá ít nhất cũng 120USD. Phát hành cổ phiếu bây giờ sẽ như là biểu không một món quà cho các nhà đầu tư mới. Tôi chỉ mong sao các cổ đông có phần hoài nghi và ngốc nghếch sẽ hiểu được giá trị thực sự của công ty này. Các nhà máy mới sẽ làm cho chúng ta trở thành nhà sản xuất có chi phí thấp nhất thế giới. Chúng tôi đã vẽ ra một bức tranh màu hồng cho báo chí và các nhà phân tích chứng khoán, nhưng dường như nó không có tác dụng. Thế thì quyết định thật hiển nhiên: chúng ta sẽ phát hành nợ, chứ không phát hành vốn cổ đông với giá thấp. Phát hành nợ cũng sẽ tiết kiệm được phí bảo lãnh nữa.

Người giám đốc tài chính kia ở trong trạng thái khác

Các sản phẩm thịt băm Beefalo đã thành công trong một thời gian, nhưng trông có vẻ sự ưa thích nhất thời này đang giảm dần. Bộ phận thức ăn nhanh cần phải tìm ra một số sản phẩm tốt mới hay sẽ chịu sự giảm kể từ đây. Các thị trường xuất khẩu hiện nay thì cũng ổn, nhưng chúng ta sẽ cạnh tranh với các nông trại mới ở Siberi như thế nào? May mắn là giá cổ phiếu vẫn giữ được ở mức cao khá tốt – chúng ta đã có một số thông tin ngắn hạn tốt cho báo chí và các nhà phân tích chứng khoán. Bây giờ là thời điểm để phát hành cổ phiếu. Chúng ta đang thực hiện những cuộc đầu tư quan trọng, và tôi đã có nhiều điều phải lo nghĩ, tại sao lại phải lo thêm việc thanh toán nợ gia tăng nữa chứ?

Dĩ nhiên, những nhà đầu tư bên ngoài không thể đọc được ý nghĩ của các giám đốc tài chính này. Giá mà họ có thể đọc được, thì cổ phiếu này có thể bán được 120USD và cổ phiếu kia chỉ được 80USD.

Tại sao vị giám đốc tài chính lạc quan không giảng giải cho các nhà đầu tư hiểu? Khi đó, công ty có thể bán cổ phiếu với giá hợp lý, và sẽ không có lý do gì để ưu tiên cho nợ so với vốn cổ đông, và ngược lại.

Điều này không dễ dàng như thế. (Lưu ý cả hai công ty đang công bố bản tin báo chí lạc quan). Người ta không thể nói các nhà đầu tư phải suy nghĩ như thế nào; các nhà đầu tư phải được thuyết phục. Điều đó đòi hỏi phải trình bày chi tiết về các kế hoạch và triển vọng của công ty, bao gồm tin tức cốt lõi bên trong công ty về công nghệ mới, thiết kế sản phẩm, các kế hoạch tiếp thị v.v. Đưa những thông tin này ra sẽ làm cho công ty tốn kém và các đối thủ cạnh tranh có

được thông tin giá trị. Tại sao lại làm chuyên rắc rối làm gì? Các nhà đầu tư sẽ sớm biết đầy đủ khi các mức doanh thu và lợi nhuận phát triển. Trong lúc chờ đợi, giám đốc tài chính lạc quan có thể cung cấp tiền để công ty tăng trưởng bằng cách phát hành nợ:

Bây giờ, giả sử có hai bản tin báo chí:

Jones Inc., sẽ phát hành 120 triệu USD kỳ phiếu (notes) cao cấp (được ưu tiên thanh toán trước) với thời hạn 5 năm.

Smith & Co. ngày hôm nay đã công bố kế hoạch phát hành 1,2 triệu cổ phiếu thường mới. Công ty dự đoán sẽ huy động 120 triệu USD.

Là một nhà đầu tư suy nghĩ hợp lý, bạn sẽ biết ngay được hai điều. Thứ nhất, giám đốc tài chính của Công ty Jones lạc quan và giám đốc tài chính của công ty Smith bi quan. Thứ hai, giám đốc tài chính của công ty Smith cũng ngốc khi nghĩ rằng các nhà đầu tư sẽ trả 100USD mỗi cổ phiếu. *Nỗ lực* bán cổ phiếu cho thấy rằng nó chắc hẳn đáng giá ít hơn. Smith có thể bán cổ phiếu với giá 80USD mỗi cổ phiếu, nhưng chắc chắn không phải với giá 100USD.⁵²

Các giám đốc tài chính thông minh suy nghĩ trước mọi điều như thế. Kết quả cuối cùng? Cả công ty Smith lẫn công ty Jones đều phát hành nợ. Công ty Jones phát hành nợ bởi vì giám đốc tài chính của công ty này lạc quan và không muốn phát hành vốn cổ đông được định giá chưa đủ. Giám đốc tài chính thông minh nhưng bi quan của công ty Smith phát hành nợ bởi vì nếu cố gắng phát hành vốn cổ đông thì sẽ ép giá cổ phiếu xuống và làm mất đi lợi điểm của việc phát hành vốn cổ đông. (Việc phát hành vốn cổ đông cũng bộc lộ tính bi quan của vị giám đốc này ngay tức thì. Nhiều giám đốc thích chờ đợi hơn. Việc phát hành nợ cho phép các tin tức xấu lộ ra sau này thông qua các kênh khác).

Câu chuyện của công ty Smith và công ty Jones minh họa thông tin bất đối xứng tạo thuận lợi cho việc phát hành nợ so với phát hành vốn cổ đông như thế nào. Nếu các giám đốc có cơ sở thông tin tốt hơn các nhà đầu tư và cả hai nhóm đều suy nghĩ hợp lý, thì công ty nào có thể vay nợ sẽ phát hành nợ chứ không phát hành vốn cổ đông mới. Nói cách khác, việc phát hành nợ sẽ đứng cao hơn trong thứ bậc phân hạng (pecking order).

Việc hiểu theo nghĩa đen cách lý giải này dường như loại trừ bất kỳ việc phát hành vốn cổ đông nào. Điều đó không đúng, bởi vì thông tin bất đối xứng không luôn luôn quan trọng và có những lực khác có tác dụng nữa. Ví dụ, nếu công ty Smith trước đó đã vay nợ nhiều rồi, và có nguy cơ xảy ra tình trạng khốn đốn tài chính nếu vay nợ thêm, thì công ty Smith có lý do chính đáng để phát hành cổ phiếu thường. Trong trường hợp này, việc công bố phát hành cổ phiếu sẽ không hoàn toàn là tin tức xấu. Việc công bố này vẫn sẽ ép giá cổ phiếu – nó sẽ nêu bật mối quan tâm về tình trạng khốn đốn tài chính của các giám đốc – nhưng sự sụt giá này sẽ không nhất thiết làm cho việc phát hành trở nên không khôn ngoan hay không khả thi.

Các công ty kỹ thuật cao, tăng trưởng cao cũng có thể là những công ty phát hành cổ phiếu thường đáng tin cậy. Tài sản có của các công ty này hầu hết là tài sản vô hình, và việc phá

⁵² Việc phát hành cổ phiếu của Smith có thể không thành công ngay cả với giá 80USD. Tiếp tục cố gắng bán với giá 80USD có thể làm cho các nhà đầu tư tin rằng cổ phiếu này đáng giá còn ít hơn.

sản hay tình trạng khốn đốn tài chính sẽ đặc biệt tốn chi phí. Điều này đòi hỏi việc huy động vốn thận trọng. Cách duy nhất để tăng trưởng nhanh và giữ được một tỉ số nợ thận trọng (bảo thủ) là phát hành vốn cổ đông. Nếu các nhà đầu tư thấy được việc phát hành vốn cổ đông là vì những lý do này thì loại vấn đề khó khăn mà giám đốc tài chính của công ty Jones gặp trở nên ít nghiêm trọng hơn nhiều. Với những ngoại lệ như thế, thông tin bất đối xứng có thể giải thích sự chi phối của việc huy động vốn vay so với việc phát hành vốn cổ đông mới trên thực tiễn. Các đợt phát hành nợ xảy ra thường xuyên; các đợt phát hành vốn cổ đông thật hiếm. Đa số việc huy động vốn bên ngoài là huy động vốn vay, ngay cả ở Hoa Kỳ, nơi mà các thị trường vốn cổ đông rất hiệu quả về mặt thông tin. Việc phát hành vốn cổ đông thậm chí còn khó khăn hơn tại các quốc gia với các thị trường chứng khoán kém phát triển.

Không một điều nào ở trên nói rằng các công ty phải cố gắng đạt các tỉ số nợ cao – chúng chỉ nói rằng tốt hơn là nên nâng cao vốn cổ đông bằng cách tái đầu tư thu nhập hơn là phát hành cổ phiếu. Trên thực tế, một công ty có nhiều nguồn tiền được tạo ra từ bên trong không phải bán bất kỳ loại chứng khoán nào và như thế tránh được các chi phí phát hành và các vấn đề khó khăn về thông tin một cách hoàn toàn.⁵³

Những ý nghĩa của Thứ bậc Phân hạng (pecking order)

Lý thuyết thứ bậc phân hạng về huy động vốn cho công ty như sau:³¹

1. Các công ty thích huy động vốn từ bên trong hơn.
2. Các công ty điều chỉnh các tỉ số trả cổ tức mục tiêu theo các cơ hội đầu tư của họ, trong khi cố gắng tránh những thay đổi đột ngột trong mức cổ tức.
3. Các chính sách cổ tức không linh hoạt, cộng với những biến động không thể tiên đoán trong khả năng sinh lời và các cơ hội đầu tư, có nghĩa là ngân lưu được tạo ra từ bên trong đôi khi nhiều hơn mức chi tiêu vốn và đôi khi ít hơn. Nếu nhiều hơn, công ty sẽ trả hết nợ và đầu tư vào các chứng khoán dễ chuyển thành tiền mặt (marketable securities). Nếu ít hơn, trước tiên công ty sẽ rút số dư tiền mặt xuống hay bán các chứng khoán dễ chuyển thành tiền mặt.
4. Nếu cần phải huy động vốn bên ngoài, các công ty phát hành chứng khoán an toàn nhất trước tiên. Nghĩa là họ bắt đầu với nợ, kế đó có lẽ là các chứng khoán lai ghép như các trái phiếu có thể chuyển đổi, kế đến có lẽ vốn cổ đông như là phương kế cuối cùng.

Trong lý thuyết này, không có một kết hợp nợ – vốn cổ đông mục tiêu được xác định tốt, bởi vì có hai loại vốn cổ đông, bên trong và bên ngoài, loại bên trong được xếp cao nhất trong thứ bậc phân hạng và loại bên ngoài ở dưới cùng. Tỉ số nợ quan sát được của mỗi công ty phản ánh yêu cầu tích lũy đối với vốn được huy động bên ngoài.

⁵³ Ngay cả việc phát hành nợ cũng có thể tạo ra các vấn đề khó khăn về thông tin nếu khả năng xảy ra việc không thực hiện nghĩa vụ nợ (vỡ nợ) là đáng kể. Giám đốc bị quan có thể cố gắng phát hành nợ một cách nhanh chóng, trước khi các tin tức xấu lộ ra ngoài. Giám đốc lạc quan sẽ kéo dài việc chờ đợi tin tức tốt, có lẽ thu xếp một khoản vay ngân hàng ngắn hạn trong giai đoạn này. Các nhà đầu tư suy nghĩ hợp lý sẽ tính đến hành vi này trong việc định giá nợ rủi ro được phát hành.

³¹ Mô tả này được diễn giải từ S. C. Myers, “Bài toán đổ về cơ cấu vốn” *Tạp chí Tài chính*, 39: 581–582 (tháng 7/1984). Hầu hết phần này đi theo các lập luận của Myers.

Thứ bậc phân hạng giải thích tại sao hầu hết các công ty sinh lời nhất thường vay nợ ít – không phải vì họ có các tỉ số nợ mục tiêu thấp mà bởi vì họ không cần tiền từ bên ngoài. Các công ty ít sinh lời phát hành nợ bởi vì họ không có đủ tiền từ bên trong cho chương trình đầu tư cơ bản của họ và bởi vì việc huy động vốn vay (nợ) đứng cao nhất trong thứ bậc phân hạng của việc huy động vốn *bên ngoài*.

Trong lý thuyết, thứ bậc phân hạng, sự hấp dẫn của các lá chắn thuế từ tiền lãi được giả định là có tác động bậc hai. Các tỉ số nợ thay đổi khi có mất cân bằng giữa ngân lưu bên trong, sau khi trừ cổ tức, với các cơ hội đầu tư thực sự. Các công ty sinh lời cao với ít cơ hội đầu tư sẽ sụt giảm nợ để có một tỉ số nợ thấp. Các công ty có các cơ hội đầu tư vượt quá nguồn tiền được tạo ra từ bên trong được thúc đẩy vay nợ ngày càng nhiều.

Lý thuyết này giải thích mối quan hệ nội ngành nghịch biến giữa khả năng sinh lời và đòn bẩy tài chính. Giả sử các công ty thường đầu tư để theo kịp mức tăng trưởng của ngành. Thế thì các tỷ lệ đầu tư sẽ tương tự trong phạm vi một ngành. Cho trước tỷ lệ trả cổ tức không linh hoạt, các công ty có lợi nhuận ít nhất sẽ có các nguồn tiền bên trong ít và cuối cùng sẽ vay nợ nhiều.

Thứ bậc phân hạng dường như tiên đoán chính xác những thay đổi trong tỉ số nợ của các công ty trưởng thành. Tỉ số nợ của các công ty này gia tăng khi chúng có thâm hụt tài chính và sụt giảm khi chúng có thặng dư. Nếu thông tin bất đối xứng làm cho các đợt phát hành hay thu hồi³² vốn cổ đông trở nên hiếm hoi, thì hành vi nói trên hầu như không thể tránh được.

Thứ bậc phân hạng ít thành công trong việc giải thích những khác biệt trong các tỉ số nợ *giữa* các ngành. Ví dụ, các tỉ số nợ có khuynh hướng thấp trong các ngành kỹ thuật cao, tăng trưởng cao, ngay cả khi yêu cầu đối với vốn bên ngoài lớn. Cũng có những ngành ổn định, trưởng thành – ví dụ các công ty cung cấp điện – trong đó người ta *không* sử dụng ngân lưu dồi dào để trả bớt nợ. Thay vào đó, các tỷ lệ trả cổ tức cao mang ngân lưu trở về các nhà đầu tư.

Sự dư thừa về mặt tài chính

Khi tất cả các yếu tố khác không đổi, đứng cao nhất trên thứ bậc phân hạng thì tốt hơn đứng thấp nhất. Các công ty sụt xuống trên thứ bậc phân hạng và cần vốn cổ đông bên ngoài có thể cuối cùng sẽ có mức nợ quá cao hay bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt bởi vì không thể bán được các cổ phiếu với giá mà các giám đốc cho là giá công bằng.

Nói cách khác, *sự dư thừa về mặt tài chính* là quý giá. Có được sự dư thừa về mặt tài chính có nghĩa là có tiền mặt, các chứng khoán dễ chuyển thành tiền mặt, các tài sản thực có thể bán dễ dàng, và khả năng tiếp cận dễ dàng các thị trường nợ hay việc tài trợ của ngân hàng. Khả năng tiếp cận dễ dàng đòi hỏi việc huy động vốn thận trọng (bảo thủ) sao cho các nhà cho vay tiềm năng thấy cho công ty vay nợ là một cuộc đầu tư an toàn.

Trong dài hạn, giá trị của công ty dựa nhiều vào đầu tư cơ bản của nó và các quyết định về hoạt động sản xuất kinh doanh hơn là vào việc huy động vốn. Vì thế cho nên bạn muốn chắc chắn công ty bạn có đủ sự dư thừa về mặt tài chính, sao cho có sẵn vốn để cung cấp nhanh chóng

³² Các công ty có tỉ số nợ thấp và tiền mặt thặng dư thường mua lại cổ phiếu, nhưng những đợt mua lại bình thường hiếm khi gia tăng đáng kể tỉ số nợ.

cho các cuộc đầu tư tốt. Sự dư thừa về mặt tài chính có giá trị tốt nhất đối với các công ty có nhiều cơ hội tăng trưởng có NPV dương. Đó là một lý do khác giải thích tại sao các công ty đang tăng trưởng thường thiết tha muốn có các cơ cấu vốn thận trọng.

Ngân lưu tự do và mặt trái của sự dư thừa về mặt tài chính³³

Sự dư thừa về mặt tài chính cũng có mặt trái. Quá nhiều sự dư thừa về mặt tài chính có thể khuyến khích các giám đốc làm việc theo kiểu từ từ, thoải mái, gia tăng thù lao cho họ, hay mưu đồ quyền lực với tiền mặt mà lẽ ra phải trả lại cho các cổ đông.

Michael Jensen đã nhấn mạnh đến khuynh hướng của các giám đốc với ngân lưu tự do dư thừa (hay sự dư thừa về mặt tài chính quá mức cần thiết) đầu tư quá nhiều tiền mặt vào các lĩnh vực kinh doanh đã bão hòa hay vào các vụ mua sắm không thận trọng. Jensen nói “Vấn đề khó khăn là làm thế nào để thúc đẩy các giám đốc trả lại tiền mặt chứ không đầu tư tiền mặt ở mức thấp hơn chi phí của vốn hay phí phạm nó trong những việc không hiệu quả về mặt tổ chức”.³⁴

Nếu đó là vấn đề khó khăn thì có thể nợ là một giải pháp. Các khoản thanh toán lãi và tiền gốc đúng theo lịch biểu là các nghĩa vụ theo hợp đồng của công ty. Nợ buộc công ty phải trả tiền mặt ra. Có lẽ mức nợ tốt nhất sẽ chỉ để lại vừa đủ tiền mặt trong ngân hàng, sau khi thanh toán nợ, để cấp vốn cho tất cả dự án có NPV dương, sau đó sẽ không còn xu nào.

Chúng tôi không khuyến nghị mức độ tinh chỉnh này, nhưng ý tưởng này có giá trị và có tầm quan trọng. Nợ có thể làm cho các giám đốc vốn bị cám dỗ đầu tư quá nhiều trở nên có kỷ cương. Nó cũng có thể tạo áp lực để thúc đẩy những cải thiện trong hiệu quả hoạt động. Sau đây là một ví dụ rất thành công.

TÁI CƠ CẤU VỐN VỚI ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH (LEVERAGED RECAPITALIZATION) CỦA CÔNG TY SEALED AIR.³⁵

Năm 1989, công ty Sealed Air thực hiện *tái cơ cấu vốn với đòn bẩy tài chính*. Công ty đã vay tiền để trả 328 triệu USD cổ tức tiền mặt đặc biệt. Bằng một hành động duy nhất này, nợ của công ty đã tăng 10 lần. Vốn cổ đông trong sổ sách (giá trị ròng kế toán) giảm từ 162 triệu USD xuống còn âm 161 triệu USD. Nợ tăng từ 13 phần trăm tổng tài sản trong sổ sách lên 136 phần trăm.

Sealed Air là một công ty hoạt động có lợi nhuận. Vấn đề là lợi nhuận của công ty này được tạo ra quá dễ dàng, bởi vì các sản phẩm chính của nó được bảo hộ bởi các bằng sáng chế. Khi các bằng sáng chế hết hạn, cạnh tranh mãnh liệt là điều không thể tránh được, và công ty chưa sẵn sàng cho sự cạnh tranh đó. Trong lúc chờ đợi đến thời điểm đó, có quá nhiều sự dư thừa về mặt tài chính.

³³ Một số điều sau đây được rút ra từ S. C. Myers, “Tiếp tục tìm kiếm cơ cấu vốn tối ưu” *Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng*, 6: 4–14 (Xuân 1993)

³⁴ M. C. Jensen, “Các chi phí chủ ủy thác/người đại diện của Ngân lưu tự do, Tài chính Công ty và các Vụ Mua lại Công ty” *American Economic Review* 26: 323 (5/1986)

³⁵ Xem K. H. Wruck, “Chính sách Tài chính như chất xúc tác cho Thay đổi Tổ chức: Cổ tức đặc biệt với đòn bẩy tài chính của Sealed Air” *Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng*, 7: 20–37 (Đông 1995).

..... chúng tôi đã không cần phải sản xuất một cách hiệu quả; chúng tôi đã không cần lo lắng đến tiền mặt. Ở Sealed Air người ta đã có khuynh hướng xem vốn có ít giá trị – tiền mặt đã được xem như là miễn phí và dồi dào.³⁶

Vì thế việc tái cơ cấu vốn với đòn bẩy tài chính đã được áp dụng để “phá vỡ tình trạng hiện tại, thúc đẩy thay đổi bên trong”, và mô phỏng “các áp lực của tương lai có tính cạnh tranh hơn cho Sealed Air”.³⁷ Sự cải tổ cơ bản này được tăng cường bằng các biện pháp đo lường và khuyến khích thành quả hoạt động mới, bao gồm việc cho cán bộ công nhân viên được sở hữu cổ phần nhiều hơn.

Việc làm trên đã có hiệu quả. Doanh số bán và lợi nhuận từ hoạt động đã tăng lên đều đặn mặc dù không có các khoản đầu tư cơ bản mới, và vốn lưu động ròng *đã giảm* một nửa, giải phóng tiền mặt để giúp thanh toán nợ (tiền lãi và vốn gốc) của công ty. Giá cổ phiếu của công ty tăng gấp bốn lần trong thời gian 5 năm sau việc tái cơ cấu vốn đó.

Việc tái cơ cấu vốn của Sealed Air không phải là trường hợp tiêu biểu. Đây là một trường hợp gương mẫu được chọn khi bình tâm suy nghĩ về sự việc đã xảy ra. Nó cũng đã được thực hiện bởi một công ty thành công, không do áp lực bên ngoài nào. Như chúng ta sẽ thấy trong Chương 33, hầu hết trường hợp tái cơ cấu vốn với đòn bẩy tài chính là phản ứng trước mối đe dọa mua lại công ty hoặc diễn ra dưới hình thức thu tóm bằng nợ vay (LBOs), trong đó ban quản lý và/hoặc các nhà đầu tư tư nhân vay nợ để mua đứt công ty. Nhưng trong những trường hợp này, phần lớn giá trị gia tăng đều xuất phát từ cùng một nguồn như của Sealed Air. Đây là những *doanh vụ thực hiện chế độ ăn kiêng (diet deals)* được thiết kế nhằm bắt buộc các tổ chức tuy thành công nhưng quá nặng ký giảm bớt “mỡ” tài chính, đó là trả bớt tiền mặt, giảm chi phí hoạt động, và sử dụng tài sản một cách hiệu quả hơn. Các doanh vụ này bắt đầu với các gánh nặng nợ ở mức được cho là không thận trọng đối với các công ty bình thường. Nhưng nợ này được dùng để đảm bảo công ty thực hiện chế độ ăn kiêng.

18-5 TÓM TẮT

Công việc của chúng ta trong chương này là cho thấy tại sao cơ cấu vốn có tầm quan trọng. Chúng ta đã không vứt bỏ Định đề I của MM, cho rằng cơ cấu vốn là không quan trọng; chúng ta chỉ bổ sung thêm cho nó. Tuy nhiên, chúng ta đã không đạt được một lý thuyết thỏa đáng, đơn giản nào về cơ cấu vốn tối ưu.

Lý thuyết đánh đổi truyền thống nhấn mạnh đến các khoản thuế và tình trạng khốn đốn tài chính. Giá trị của công ty được tách ra như sau:

Giá trị công ty nếu huy động vốn cổ đông hoàn toàn	+	PV (lãi chắn thuế)	+	PV (các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính)
---	---	--------------------	---	--

Theo lý thuyết này, công ty nên gia tăng nợ cho đến khi giá trị từ PV (lãi chắn thuế) chỉ vừa được bù trừ, ở cận biên, bởi gia tăng trong PV (các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính).

³⁶ Ibid, trang 21.

³⁷ Ibid

Chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính có thể được tách ra như sau:

1. Các chi phí của việc phá sản
 - (a) Các chi phí trực tiếp như phí tòa án
 - (b) Các chi phí gián tiếp phản ánh sự khó khăn của việc quản lý một công ty đang được tái tổ chức.
2. Các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính chưa kể việc phá sản.
 - (a) Các mâu thuẫn quyền lợi giữa những người nắm giữ trái phiếu và các cổ đông của các công ty trong tình trạng khốn đốn tài chính có thể dẫn đến các quyết định yếu kém về hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư.
Các cổ đông hành động vì lợi ích riêng hẹp hòi của mình có thể thu lợi, với phí tổn do các chủ nợ gánh chịu, bằng cách chơi “nhưng trò chơi” làm giảm giá trị toàn bộ của công ty.
 - (b) Phần gồm những điều khoản hạn chế được in chữ nhỏ (fine print) trong các hợp đồng nợ được thiết kế nhằm ngăn chặn những trò chơi này. Nhưng phần in chữ nhỏ này (fine print) làm tăng các chi phí của việc soạn thảo, giám sát và cưỡng chế thực thi hợp đồng nợ.

Giá trị của lá chắn thuế gây tranh cãi nhiều hơn. Việc tính toán sẽ dễ dàng nếu chúng ta chỉ có các khoản thuế thu nhập công ty để mà quan tâm. Trong trường hợp đó, khoản tiết kiệm thuế ròng từ việc vay nợ sẽ chỉ là thuế suất cận biên của thuế thu nhập công ty T_c nhân với $R_D D$, khoản thanh toán lãi. Lá chắn thuế này thường được định giá bằng cách chiết khấu với lãi suất vay nợ r_D . Trong trường hợp đặc biệt đó, nợ là thường xuyên và cố định:

$$\text{PV (lá chắn thuế)} = \frac{T_c (r_D D)}{r_D} = T_c D$$

Hầu hết các nhà kinh tế có thói quen chỉ nghĩ đến các lợi thế về thuế thu nhập công ty của nợ. Nhưng nhiều công ty dường như làm ăn phát đạt mà hoàn toàn không vay nợ bất kể sự khuyến khích vay nợ khi xét đến thuế.

Miller đã trình bày một lý thuyết thay thế có thể giải thích cho điều này. Ông cho rằng khoản tiết kiệm thuế ròng từ việc công ty vay nợ có thể là zero khi xem xét cả thuế thu nhập cá nhân lẫn thuế thu nhập công ty. Thu nhập lãi không bị đánh thuế ở cấp công ty nhưng bị đánh thuế ở cấp cá nhân. Thu nhập từ vốn cổ đông bị đánh thuế ở cấp công ty nhưng có thể hầu như thoát được thuế thu nhập cá nhân nếu nó có hình thức lãi vốn. Như thế, T_{pE} , thuế suất thực tế của thuế thu nhập cá nhân đối với thu nhập từ vốn cổ đông, thường nhỏ hơn T_p , thuế suất bình thường của thuế thu nhập cá nhân áp dụng cho thu nhập lãi. Điều này làm giảm các lợi thế về thuế của nợ:

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

Lưu ý lợi thế tương đối là $1/(1-T_c)$ nếu thu nhập lãi và thu nhập từ vốn cổ đông được đánh thuế thu nhập cá nhân với lãi suất như nhau.

Trong lý thuyết của Miller, mức cung nợ công ty gia tăng trong chừng mực thuế suất của thuế thu nhập công ty cao hơn thuế suất thuế thu nhập cá nhân của các nhà đầu tư thu nhận nguồn cung gia tăng này. Mức cung mà tại đó hai thuế suất này cân bằng sẽ giúp xác lập một tỷ số nợ tối ưu cho các công ty gộp chung. Nhưng, nếu tổng cung của nợ đáp ứng nhu cầu của các nhà đầu tư thì một công ty đơn lẻ có đóng thuế chắc hẳn nhận thấy chính sách nợ không quan trọng.

Đạo luật Cải cách Thuế (của Hoa Kỳ) năm 1986 phá ngầm lập luận của Miller bằng cách cắt giảm các khoản vượt trội của thuế thu nhập cá nhân phải đóng đối với thu nhập lãi so với thuế phải đóng đối với thu nhập từ vốn cổ đông (cổ tức và lãi vốn). Nhưng có lẽ còn có một bất lợi thể về thuế thu nhập cá nhân của nợ mà trong mức độ nào đó nó sẽ bù trừ lợi thế về thuế thu nhập công ty của nợ.

Chúng ta cho rằng việc vay nợ là khôn ngoan đối với một số công ty nhưng là không khôn ngoan đối với các công ty khác. Nếu một công ty có thể khá chắc chắn sẽ kiếm được lợi nhuận thì có khả năng việc vay nợ sẽ mang lại một khoản tiết kiệm ròng. Tuy nhiên, đối với các công ty rất có thể không kiếm được đủ lợi nhuận để mà hưởng lợi ích của lá chắn thuế thu nhập công ty, thì chẳng có bao nhiêu, nếu như có, lợi thế về thuế ròng của việc vay nợ. Đối với các công ty này, khoản tiết kiệm thuế ròng thậm chí có thể âm.

Lý thuyết đánh đổi cân bằng các lợi thế về thuế của việc vay nợ với các chi phí của tình trạng khốn đốn tài chính. Các công ty được cho là sẽ chọn một cơ cấu vốn mục tiêu tối đa hóa giá trị công ty. Các công ty với tài sản hữu hình và an toàn cùng với nhiều thu nhập chịu thuế cần được che chắn khỏi thuế thì phải có các tỉ số nợ mục tiêu cao. Các công ty không có khả năng sinh lời và có tài sản vô hình nhiều rủi ro thì phải dựa chủ yếu vào việc huy động vốn cổ đông (tài trợ bằng vốn cổ đông).

Lý thuyết về cơ cấu vốn này giải thích một cách thành công nhiều khác biệt về cơ cấu vốn giữa các ngành khác nhau, nhưng nó không giải thích được vì sao các công ty sinh lời nhiều nhất *trong phạm vi* một ngành thường có các cơ cấu vốn thận trọng (bảo thủ) nhất (theo lý thuyết đánh đổi, khả năng sinh lời cao có nghĩa là khả năng vay nợ cao và động cơ khuyến khích mạnh trong việc vay nợ để chắn bớt thuế công ty).

Có một lý thuyết khác đó là lý thuyết thứ bậc phân hạng (pecking-order). Lý thuyết này phát biểu rằng các doanh nghiệp huy động vốn bên trong khi có sẵn và ưu tiên chọn nợ so với vốn cổ đông khi cần huy động vốn bên ngoài.

Điều này giải thích tại sao các công ty ít sinh lời hơn trong một ngành vay nợ nhiều hơn – không phải vì các công ty này có các tỉ số nợ mục tiêu cao hơn mà bởi vì chúng cần huy động vốn bên ngoài nhiều hơn và bởi vì trên thứ bậc phân hạng nợ đứng kế tiếp khi các nguồn tiền bên trong cạn kiệt.

Thứ bậc phân hạng này là kết quả của thông tin bất đối xứng. Các giám đốc biết nhiều hơn về công ty của mình so với các nhà đầu tư bên ngoài, và họ sẽ miễn cưỡng không muốn phát hành cổ phiếu khi họ tin rằng giá quá thấp. Họ cố gắng ấn định thời gian phát hành khi các cổ

phiếu được định giá hợp lý hay được định giá cao. Các nhà đầu tư hiểu điều này, và giải thích quyết định phát hành cổ phiếu như là tin tức xấu. Điều đó giải thích tại sao giá cổ phiếu thường sụt giảm khi người ta công bố một đợt phát hành cổ phiếu.

Nợ tốt hơn vốn cổ đông khi các vấn đề về thông tin có tầm quan trọng. Các giám đốc lạc quan sẽ thích nợ hơn vốn cổ đông bị định giá thấp, và các giám đốc bi quan sẽ bị ép phải thích nợ như thế. Lý thuyết thứ bậc phân hạng nói rằng người ta chỉ phát hành vốn cổ đông khi không còn khả năng vay nợ và khi tình trạng khốn đốn tài chính đang đe dọa.

Lý thuyết thứ bậc phân hạng rõ ràng là không đúng 100 phần trăm. Có nhiều ví dụ về việc vốn cổ đông đã được phát hành bởi các công ty mà thật ra có thể vay nợ dễ dàng. Nhưng lý thuyết này thực sự giải thích được vì sao hầu hết việc huy động vốn bên ngoài đều dưới hình thức vay nợ, và nó giải thích vì sao những thay đổi trong các tỉ số nợ có khuynh hướng phụ thuộc vào các yêu cầu huy động vốn bên ngoài.

Lý thuyết thứ bậc phân hạng nhấn mạnh đến sự dư thừa về mặt tài chính. Không có đủ sự dư thừa về mặt tài chính, công ty có thể bị mắc kẹt ở dưới cùng của thứ bậc phân hạng và bị buộc phải chọn giữa việc phát hành các cổ phiếu bị định giá thấp, việc vay nợ và có nguy cơ gặp tình trạng khốn đốn tài chính hay việc bỏ qua các cơ hội đầu tư với NPV dương.

Tuy nhiên, sự dư thừa về mặt tài chính cũng có mặt trái. Tiền mặt hay tín dụng thặng dư cám dỗ các giám đốc đầu tư quá mức hay cho phép một phong cách hoạt động dễ dãi và đầy quyền rũ trong công ty. Khi sức cám dỗ thắng, hay đe dọa sẽ thắng, thì có thể cần đến việc tái cơ cấu vốn với đòn bẩy tài chính. Việc tái cơ cấu vốn làm tăng mạnh khoản thanh toán vốn gốc và lãi của nợ vay, buộc công ty phải trả tiền mặt ra và thúc đẩy các giám đốc và các tổ chức cố gắng nhiều hơn để trở nên hiệu quả hơn.

PHỤ ĐÍNH: THỦ TỤC PHÁ SẢN

Mỗi năm gần 100.000 doanh nghiệp nộp hồ sơ xin phá sản. Hầu hết là các công ty tư nhân nhỏ, nhưng cũng có vào khoảng 1% các công ty niêm yết cũng vỡ nợ mỗi năm.

Thình thoảng thủ tục phá sản được khởi đầu bởi các chủ nợ, nhưng thường chính bản thân công ty quyết định nộp hồ sơ xin phá sản. Công ty có thể chọn một trong hai thủ tục, được nêu ra trong các Chương 7 và 11 của Đạo luật Cải cách về phá sản năm 1978. Mục đích của Chương 7 là giám sát sự qua đời và giải tán công ty, trong khi Chương 11 tìm cách nuôi dưỡng công ty bình phục trở lại.

Hầu hết các công ty nhỏ sử dụng Chương 7. Trong trường hợp này, quan tòa của tòa án phá sản chỉ định một người được ủy thác, người này đóng cửa công ty và tổ chức bán đấu giá tài sản. Tiền thu được từ việc bán đấu giá được sử dụng để trả nợ cho các chủ nợ. Có một thứ bậc phân hạng đối với những chủ nợ không có bảo đảm. Kho bạc của Hoa Kỳ, các viên chức tòa án, và người được ủy thác được ưu tiên cao nhất. Kế đến là tiền lương, tiếp theo là thuế và các khoản nợ vay của một số tổ chức nhà nước như Công ty Bảo đảm Trợ cấp Hưu bổng. Người được ủy thác sẽ thường xuyên phải ngăn chặn một số chủ nợ khởi tranh thủ xuất phát sớm và thu các khoản nợ của họ, và đôi khi người được ủy thác sẽ lấy lại tài sản mà chủ nợ đã tịch thu trước đó.

Thay vì đồng ý thanh lý công ty, các công ty công lớn thường cố gắng phục hồi doanh nghiệp. Điều này là vì lợi ích của các cổ đông – họ chẳng mất gì nếu sự việc xấu thêm nữa mà lại được mọi thứ nếu công ty phục hồi.

Các thủ tục để phục hồi được nêu trong Chương 11 của đạo luật 1978. Mục đích của chúng là giữ cho công ty sống và hoạt động được và bảo vệ giá trị của các tài sản của công ty³⁸ trong khi tính toán một kế hoạch tái tổ chức. Trong suốt giai đoạn này, các thủ tục khác chống lại công ty được tạm thời ngưng lại, và công ty thường tiếp tục được điều hành bởi ban quản lý hiện hữu của nó³⁹. Trách nhiệm xây dựng kế hoạch tái tổ chức là do công ty mắc nợ đảm nhiệm. Nếu công ty này không thể nghĩ ra được một kế hoạch có thể chấp nhận thì tòa án có thể mời bất cứ ai làm việc này – ví dụ, một ủy ban gồm các chủ nợ.

Kế hoạch có hiệu lực nếu nó được các chủ nợ chấp nhận và được tòa án xác nhận. Sự chấp nhận đòi hỏi việc chấp thuận của ít nhất là một nửa số phiếu bầu của các chủ nợ, và “số phiếu thuận” của các chủ nợ phải đại diện cho hai phần ba giá trị của tổng số trái quyền của các chủ nợ đối với công ty. Kế hoạch này cũng cần được hai phần ba cổ đông thông qua. Một khi các chủ nợ và các cổ đông đã chấp nhận kế hoạch, tòa án thường phê duyệt nó, với điều kiện là *mỗi nhóm* chủ nợ đều có lợi và các chủ nợ sẽ không tồi tệ hơn theo kế hoạch này so với tình trạng của họ nếu như các tài sản của công ty được thanh lý và phân chia. Trong một số điều kiện nhất định, tòa án có thể xác nhận kế hoạch cho dù một hay nhiều hơn một nhóm chủ nợ bỏ phiếu chống lại kế hoạch này,⁴⁰ nhưng những quy tắc cho việc “áp đặt xuống” như thế thật phức tạp, và chúng ta sẽ không có gắng bàn đến chúng ở đây.

Kế hoạch tái tổ chức là một lời phát biểu ai nhận được gì; mỗi nhóm chủ nợ từ bỏ trái quyền của mình để đổi lấy các chứng khoán mới hay một hỗn hợp gồm chứng khoán và tiền mặt. Vấn đề ở đây là thiết kế một cơ cấu vốn mới cho công ty, cơ cấu này sẽ (1) thỏa mãn các chủ nợ và (2) cho phép công ty giải quyết những vấn đề khó khăn về *kinh doanh* vốn đã dẫn công ty đến chỗ rắc rối ngay từ đầu.⁴¹ Đôi khi việc đáp ứng hai yêu cầu này đòi hỏi một kế hoạch phức tạp quá mức (kiểu Baroque). Khi công ty Penn Central cuối cùng được tái tổ chức vào năm 1978 (7 năm sau vụ phá sản công ty hỏa xa lớn nhất từ trước đến nay), hơn một tá (12) các loại chứng khoán mới đã được tạo ra và chia ra cho 15 nhóm chủ nợ.

Ủy ban Chứng khoán và Sở Giao dịch Chứng khoán (SEC) của Hoa Kỳ có vai trò trong nhiều vụ tái tổ chức, đặc biệt đối với các công ty lớn. Mỗi quan tâm của Ủy ban này là đảm bảo rằng tất cả thông tin quan trọng và liên quan được tiết lộ cho các chủ nợ biết trước khi họ bỏ phiếu về kế hoạch tái tổ chức được đề xuất. Ví dụ SEC có thể tham dự buổi xem xét của tòa trước khi tòa chấp thuận kế hoạch tái tổ chức.

³⁸ Để giữ công ty tồn tại, có thể cần tiếp tục sử dụng tài sản đã được đưa ra làm vật thế chấp, nhưng điều này làm cho các chủ nợ được bảo đảm không thể nhận được tài sản thế chấp của họ. Để giải quyết vấn đề khó khăn này, Đạo luật Cải cách về Phá sản cho phép các công ty hoạt động theo thủ tục trong Chương 11 có thể giữ các tài sản như thế trong chừng mực các chủ nợ có trái quyền đối với các tài sản đó được bồi thường đối với bất kỳ sụt giảm nào trong giá trị của chúng. Như thế, công ty có thể thanh toán tiền mặt cho các chủ nợ được bảo đảm để bù đắp khấu hao kinh tế của tài sản đó.

³⁹ Thỉnh thoảng, tòa án sẽ chỉ định một người được ủy thác quản lý công ty.

⁴⁰ Nhưng ít nhất cũng phải có một nhóm chủ nợ bỏ phiếu ủng hộ kế hoạch đó – nếu không, tòa án không thể chấp nhận nó.

⁴¹ Mặc dù thủ tục trong Chương 11 được thiết kế nhằm giữ cho công ty hoạt động nhưng kế hoạch tái tổ chức thường bao gồm việc bán hay đóng cửa các phần lớn của hoạt động kinh doanh.

Thủ tục trình bày trong Chương 11 thường thành công, và bệnh nhân xuất hiện trong tình trạng phù hợp và lành mạnh. Nhưng trong những trường hợp khác, việc phục hồi chứng tỏ là không thể được, và tài sản được thanh lý. Đôi khi công ty có thể nổi lên trong một giai đoạn ngắn sau khi tiến hành thủ tục trong Chương 11, rồi sau đó lại bị nhận chìm một lần nữa bởi tai họa và rồi trở lại trước tòa phá sản. Ví dụ, TWA đã xuất hiện trở lại từ thủ tục trong Chương 11 vào cuối năm 1993 và trở lại một lần nữa chưa đầy hai năm sau đó, gọi ra những chuyện cười về “Chương 22”⁴².

Thủ tục trong Chương 11 có hiệu quả không?

Đây là một quan điểm đơn giản về quyết định phá sản: Bất cứ khi nào một khoản thanh toán đến hạn phải trả cho các chủ nợ, ban quản lý kiểm tra lại giá trị của vốn cổ đông. Nếu giá trị này dương, công ty chỉ trả cho các chủ nợ (nếu cần thiết thì huy động tiền mặt bằng cách phát hành cổ phiếu). Nếu vốn cổ đông không có giá trị, công ty không thực hiện nghĩa vụ nợ và nộp đơn xin phá sản. Nếu các tài sản của công ty phá sản có thể đưa vào sử dụng tốt hơn ở nơi khác, công ty được thanh lý và người ta sử dụng số tiền thu được để trả nợ cho các chủ nợ. Nếu không như thế, các chủ nợ đơn giản là trở thành các sở hữu chủ mới và công ty tiếp tục hoạt động.⁴³

Trên thực tế, các vấn đề hiếm khi đơn giản như thế. Ví dụ, chúng ta quan sát được rằng các công ty thường nộp đơn xin phá sản ngay cả khi vốn cổ đông có giá trị dương. Và các công ty thường được tái tổ chức ngay cả khi tài sản của công ty có thể được sử dụng hiệu quả hơn ở nơi khác. Các vấn đề khó khăn trong Chương 11 thường nảy sinh bởi vì mục đích thanh toán cho các chủ nợ thường mâu thuẫn với mục đích duy trì doanh nghiệp hoạt động liên tục. Hãy xét trường hợp Hãng Hàng không Eastern. Khi nộp đơn xin phá sản, Eastern đã nói rằng mình có đủ tiền (3,7 tỷ USD) để hoàn trả đầy đủ các khoản nợ (3,4 tỷ USD). Một năm sau, Eastern đã đề nghị hoàn trả cho các chủ nợ 1,6 tỷ USD. Cuối cùng khi mọi việc đã rõ là hãng hàng không này là một trường hợp không thể cứu chữa được nữa, nó đã được thanh lý và các chủ nợ chỉ nhận được khoảng 300 triệu USD. Rõ ràng là các chủ nợ đáng lẽ đã thích Eastern được thanh lý ngay tức thì; nỗ lực hồi phục không thành công làm cho các chủ nợ mất trên 3 tỷ USD.

Sau đây là một số lý do làm cho thủ tục trong Chương 11 không luôn luôn đạt được một giải pháp hiệu quả:

1. Mặc dù công ty đã được tái tổ chức là một đơn vị mới về mặt pháp lý, nhưng công ty này có quyền hưởng khoản khai báo lỗ để giảm thuế (tax-loss) được chuyển tới từ công ty cũ. Nếu công ty được thanh lý chứ không tái tổ chức, các khoản khai báo lỗ để giảm thuế (tax-loss) được chuyển tới này biến mất. Như thế, có động cơ khuyến khích về thuế để công ty tiếp tục hoạt động ngay cả khi tài sản của nó có thể bán được và đưa vào sử dụng tốt hơn ở nơi khác.
2. Nếu tài sản của công ty được bán đứt, thì thật dễ xác định có bao nhiêu tiền để trả cho các chủ nợ. Tuy nhiên khi công ty được tái tổ chức, nó cần phải giữ tiền mặt. Do đó, những người đòi

⁴² Một công trình nghiên cứu đã tìm thấy rằng sau khi ra khỏi thủ tục trong Chương 11, vào khoảng một phần ba công ty phải phá sản trở lại hoặc tái cơ cấu nợ của họ theo một cách riêng. Xem E. S. Hotchkiss, “Cải cách hậu phá sản và thay thế ban quản lý” *Tạp chí Tài chính*, 50: 3–21 (3/1995)

⁴³ Nếu có nhiều nhóm chủ nợ, các chủ nợ thứ cấp ban đầu trở thành chủ sở hữu của công ty và có trách nhiệm thanh toán nợ cao cấp. Bây giờ họ đối mặt với quyết định giống y hệt như các sở hữu chủ ban đầu. Nếu vốn cổ đông của họ không có giá trị, họ cũng sẽ không thực hiện nghĩa vụ nợ và chuyển quyền sở hữu công ty cho nhóm chủ nợ tiếp theo.

tiền thường được trả một hỗn hợp tiền mặt và chứng khoán. Điều này làm cho người ta khó đánh giá liệu họ nhận được một mức hợp lý không. Ví dụ, mỗi người nắm giữ trái phiếu có thể được trả 300USD tiền mặt và 700USD trái phiếu mới, mà trái phiếu mới này sẽ không trả tiền lãi trong hai năm đầu và trả lãi suất thấp sau đó. Loại trái phiếu này trong một công ty đang đấu tranh để sống còn có thể không đáng giá nhiều, nhưng tòa án phá sản thường nhìn vào mệnh giá của các trái phiếu mới và vì thế có thể xem là những người nắm giữ trái phiếu đã được trả hết.

Các chủ nợ cao cấp (được ưu tiên thanh toán trước) nếu biết họ có khả năng được đối xử không công bằng trong việc tái tổ chức thì rất có thể tạo áp lực thanh lý công ty. Các cổ đông và các chủ nợ thứ cấp (được thanh toán sau) thích việc tái tổ chức hơn. Họ hy vọng tòa án sẽ không diễn dịch thứ bậc phân hạng quá chặt chẽ và họ sẽ nhận được một phần nhỏ khi người ta chia giá trị còn lại của công ty. Trong đa số trường hợp hy vọng của họ biến thành hiện thực; thường họ nhận được một tỷ lệ đáng kể vốn cổ đông của công ty được tái tổ chức cho dù các chủ nợ không được bảo đảm nhận được ít hơn số tiền công ty nợ của họ.⁴⁴

3. Mặc dù các cổ đông và các chủ nợ thứ cấp nằm dưới cùng của thứ bậc phân hạng, nhưng họ có một vũ khí bí mật – họ có thể chơi trò trì hoãn thời gian. Tính trung bình, phải mất 2 đến 3 năm trước khi kế hoạch được trình lên tòa án và được mỗi nhóm chủ nợ đồng ý (Thủ tục phá sản của công ty Hòa xa Missouri Pacific đã mất tổng cộng là 22 năm). Khi họ sử dụng chiến thuật trì hoãn, những người có trái quyền thứ cấp đánh cược vào một sự may mắn xảy ra vốn sẽ cứu giúp cuộc đầu tư của họ. Mặt khác, những người có trái quyền cao cấp biết rằng thời gian trì hoãn gây thiệt hại cho họ, vì thế họ có thể sẵn sàng nhận khoản thanh toán ít hơn như một phần của cái giá phải trả để làm cho kế hoạch được chấp thuận. Ngoài ra, những vụ kiện phá sản thật tốn kém (thủ tục phá sản của công ty Wickes đã đòi hỏi chi phí pháp lý và hành chính khoảng 250 triệu USD). Những người có trái quyền cao cấp có thể thấy tiền của họ chảy dần vào túi luật sư và vì thế họ quyết định giải quyết nhanh chóng.

4. Trong khi người ta đang soạn thảo kế hoạch tái tổ chức, công ty rất có thể cần thêm vốn lưu động. Vì thế, công ty được phép mua chịu hàng hóa và vay tiền. Các chủ nợ mới được ưu tiên hơn các chủ nợ cũ, và nợ của họ thậm chí có thể được bảo đảm bằng những tài sản đã được thế chấp cho các chủ nợ hiện hữu. Điều này cũng làm cho các chủ nợ cũ có động cơ khuyến khích giải quyết nhanh chóng, trước khi các trái quyền của họ bị hòa loãng bởi nợ mới.

5. Trong khi công ty đang tiến hành thủ tục của Chương 11, nợ được bảo đảm nhận được tiền lãi còn nợ không bảo đảm thì không. Đối với các chủ nợ không được bảo đảm, đó là một lý do khác để ủng hộ việc giải quyết nhanh chóng.

6. Đôi khi các công ty hoạt động có lợi nhuận đã nộp đơn xin phá sản theo thủ tục trong Chương 11 để bảo vệ mình tránh các vụ kiện “nặng nề phiền toái”.⁴⁵ Ví dụ, Hãng Hàng không Continental đã bị điều đứng bởi một hợp đồng lao động tốn kém, đã nộp đơn xin phá sản theo

⁴⁴ Franks và Torous tìm thấy rằng các cổ đông nhận được một khoản thanh toán nào đó – thường là chứng khoán – trong hai phần ba trường hợp tái tổ chức theo Chương 11. Xem J. R. Franks và W. N. Torous “Một cuộc điều tra thực nghiệm về các công ty Mỹ được tái tổ chức” *Tạp chí Tài chính* 44: 747–770 (tháng 7/1989). Một nghiên cứu tương tự kết luận trong một phần ba trường hợp, các cổ đông nhận được hơn 25 phần trăm vốn cổ đông trong công ty mới. Xem L. A. Weiss, “Quyết định phá sản: Chi phí trực tiếp và việc vi phạm tính ưu tiên của các trái quyền” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 27: 285–314 (tháng 10 năm 1990).

⁴⁵ Thí dụ Xem A. Cifelli “Quản lý bởi việc phá sản” *Fortune*, 10/1983, trang 67–73.

thủ tục trong Chương 11 vào năm 1982 và ngay tức thì cắt giảm tiền lương lên đến 50%.⁴⁶ Vào năm 1995, Công ty Dow Corning đã bị đe dọa bởi việc kiện tụng tốn kém về tổn hại được cáo buộc là gây nên bởi việc ghép ngực bằng silicone. Dow đã nộp đơn xin phá sản theo thủ tục trong Chương 11, và quan tòa tại tòa án phá sản đồng ý ngừng vụ kiện về thiệt hại. Không cần phải nói các luật sư và các nhà làm luật lo lắng rằng những hành động này đã đi ngược lại ý định ban đầu của các đạo luật về phá sản.

Tự tìm ra giải pháp

Nếu những việc tái tổ chức nêu trong Chương 11 là không hiệu quả, tại sao các công ty không bỏ qua các tòa án phá sản và hợp lại với các chủ nợ để tự tìm ra một giải pháp?

Nhiều công ty ở trong tình trạng khốn đốn tài chính *thực sự* tìm một cách giải quyết qua thương lượng trước tiên. Ví dụ, họ có thể cố gắng trì hoãn việc hoàn trả nợ hay thương lượng tạm ngưng tính lãi. Tuy nhiên, các cổ đông và các chủ nợ thứ cấp biết rằng các chủ nợ cao cấp nóng lòng muốn tránh thủ tục phá sản chính thức. Vì thế họ rất có thể là những nhà thương lượng gắt gao, và các chủ nợ cao cấp thường cần phải có những nhượng bộ để đạt thỏa thuận.⁴⁷ Công ty càng lớn và cơ cấu vốn của công ty càng phức tạp thì càng ít có khả năng mọi người sẽ đồng ý với nhau về một đề xuất nào. Ví dụ, Công ty Wickes đã cố gắng – và đã thất bại – đạt được một cách giải quyết qua thương lượng với 250.000 chủ nợ của nó.

Đôi khi công ty thực sự đồng ý về một giải pháp với các chủ nợ của nó và sau đó nộp hồ sơ theo thủ tục trong Chương 11 để xin tòa án phá sản chấp thuận.⁴⁸ Các *giải pháp phá sản đóng gói sẵn* như thế làm giảm khả năng xảy ra kiện tụng sau đó và cho phép công ty nhận được các lợi thế đặc biệt về thuế nêu trong Chương 11.

Các thủ tục phá sản khác

Hệ thống phá sản của Hoa Kỳ thường được mô tả là hệ thống hướng về con nợ: trọng tâm chính của nó là cứu giúp các công ty đang trong tình trạng khốn đốn tài chính. Nhưng điều này tạo ra chi phí, bởi vì có nhiều trường hợp trong đó các tài sản của công ty đang xét sẽ được triển khai lại tốt hơn trong các mục đích sử dụng khác. Một nhà phê phán thủ tục trong Chương 11, Michael Jensen, đã lập luận rằng “Hệ thống phá sản của Hoa Kỳ về cơ bản là đầy sai lầm. Hệ thống này tốn kém, làm trầm trọng thêm các mâu thuẫn quyền lợi giữa các nhóm chủ nợ khác nhau, và thường mất hàng năm để giải quyết từng trường hợp riêng lẻ”.⁴⁹ Giải pháp được đề xuất bởi Jensen là yêu cầu bất kỳ công ty phá sản nào cũng đều được đưa ra bán đấu giá ngay và tiền thu được sẽ được phân phối cho những người có trái quyền phù hợp với thứ tự ưu tiên của họ.⁵⁰

⁴⁶ Việc cắt giảm tiền lương đã làm cho Continental giảm được giá đáng kể và cải thiện các hệ số tài của nó, nhưng điều này đã không giải quyết được các vấn đề khó khăn của Continental. Không lâu sau khi ra khỏi phá sản, công ty này đã trở lại tòa án phá sản.

⁴⁷ Franks và Torous cho thấy rằng các chủ nợ thực hiện những nhượng bộ thậm chí còn nhiều hơn đối với những người nắm giữ trái quyền thứ cấp trong các giải pháp không chính thức so với trong việc tái tổ chức nêu trong Chương 11. Xem J. R. Franks và W. N. Torous, “Các cổ đông và các chủ nợ tiến triển ra sao trong các giải pháp tự tìm ra và trong việc tái tổ chức như trong Chương 11” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 35: 349–370 (5/1994).

⁴⁸ Thí dụ, vào năm 1995 khi TWA trở lại thủ tục nêu trong Chương 11, TWA trước đó đã đồng ý một giải pháp trọn gói trước với các chủ nợ của mình.

⁴⁹ M. C. Jensen “Kiểm soát Công ty và Chính trị học về Tài chính” *Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng* 4: 13–33 (Hè 1991).

⁵⁰ Một hệ thống thủ tục phá sản thay thế khéo léo được đề xuất trong P. Aghion, O. Hart, và J. Moore, “Kinh tế học về Cải cách phá sản” *Tạp chí Luật, Kinh tế học và Tổ chức*, 8: 523–546 (1992)

Ở các quốc gia khác, mục đích chính của luật phá sản không phải là phục hồi doanh nghiệp đang xét mà là để thu hồi càng nhiều càng tốt cho những bên cho vay và để bảo đảm những người có trái quyền cao cấp được ưu tiên thanh toán trước. Ví dụ, ở Anh Quốc, các chủ nợ có thể nộp đơn xin chỉ định một *thanh lý viên* hay một người *quản lý tài sản*, mà trách nhiệm chính là bán tài sản của công ty đủ để trả hết nợ của công ty. Tương tự, ở Đức một quản trị viên (tiếng Đức gọi là *konkursverwalter*) được chỉ định để bán công ty lấy tiền mặt, mặc dù người này có thể quyết định không nên thực hiện điều đó ngay tức thì.⁵¹ Trên nguyên tắc, các thủ tục này giúp đảm bảo rằng các tài sản được chuyển một cách hiệu quả và nhanh chóng sang mục đích sử dụng tốt nhất của chúng. Tuy nhiên, các lập luận này không phải là không có mặt trái. Nhiều nhà quan sát lo lắng rằng các tài sản được bán đứt với giá chừa chấy chỉ để thỏa mãn các chủ nợ cao cấp.

Tài liệu tham khảo thêm

Phân tích của Modigliani và Miller về giá trị hiện tại của các lá chắn thuế ở cấp công ty nằm trong tài liệu F. Modigliani và M. H. Miller “Thuế thu nhập công ty và chi phí của vốn: Một sự điều chỉnh” American Economic Review, 53: 433–443 (6/1993).

F. Modigliani và M. H. Miller: “Một số ước tính về chi phí của vốn đối với ngành dịch vụ công cộng về điện, 1954–57” *American Economic Review*, 56: 333–391 (6/1996)

Miller mở rộng mô hình MM sang thuế thu nhập cá nhân cũng như thuế thu nhập công ty: De Angelo và Masulis cho rằng các công ty với nhiều lá chắn thuế phi tiền lãi, ví dụ lá chắn từ khấu hao, sẽ vay nợ ít hơn:

M. H. Miller: “Nợ và Thuế”. *Tạp chí Tài chính* 32: 261–276 (5/1977)

H. De Angelo và R. Masules: “Cơ cấu vốn tối ưu dưới hệ thống thuế công ty” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 8: 5–29 (3/1980)

Các bài viết sau đây phân tích những mâu thuẫn quyền lợi giữa những người nắm giữ trái phiếu và cổ đông và những ý nghĩa của chúng đối với chính sách huy động vốn (đừng đọc bài cuối cho đến khi bạn đọc xong Chương 20)

M. C. Jensen và W. H. Meckling: “Lý thuyết Công ty: Hành vi về quản lý, Chi phí người ủy thác/người đại diện và Cơ cấu quyền sở hữu” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 3 305–360 (10/1976)

S. C. Myers: “Các yếu tố quyết định việc vay nợ của công ty” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 5: 146–175 (1977)

⁵¹ Người nhận quản lý tài sản được chỉ định bởi các chủ nợ được bảo đảm và thanh lý viên được chỉ định bởi các chủ nợ không được bảo đảm. Muốn có thông tin nhiều hơn về các hệ thống của Anh và Đức, xem J. R. Franks, K. Nyborg và W. N. Torous “So sánh các quy tắc về mất khả năng thanh toán của Hoa Kỳ, Anh và Đức” bài làm việc không công bố, Trường Kinh doanh London, 5/1995.

D. Galai và R. W. Masulis: “Mô hình định giá quyền chọn mua/bán và yếu tố rủi ro của cổ phiếu” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 3: 53–82 (tháng 1–3/1976)

Myers mô tả lý thuyết thứ bậc phân hạng, mà nó lại dựa vào công trình của Myers và Majluf; Baskin điều tra một số bằng chứng đối với lý thuyết đó:

S. C. Myers: “Bài toán đồ về cơ cấu vốn” *Tạp chí Tài chính* 39: 575–592 (7/1984)

S. C. Myers và N. S. Majluf: “Huy động vốn cho công ty và các quyết định đầu tư khi công ty có các thông tin mà các nhà đầu tư không có” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 13: 187–222 (6/1984)

J. Baskin: “Một cuộc điều tra thực nghiệm về Giả thiết thứ bậc phân hạng” *Quản lý tài chính*, 18: 26–35 (Xuân 1989)

Ba tổng kết hữu ích về lý thuyết và bằng chứng về cơ cấu vốn tối ưu, là:

M. J. Barclay, C. W. Smith và R. L. Watts: “Các yếu tố quyết định các chính sách về đòn bẩy tài chính của công ty và Cổ tức”. *Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng*, 7: 4–19 (Đông 1995)

M. Harris và Raviv” “Lý thuyết về Cơ cấu Vốn tối ưu” *Tạp chí Tài chính*, 48: 297–356 (3/91)

S. C. Myers: “Tiếp tục tìm kiếm cơ cấu vốn tối ưu” *Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng*, 6: 4–14 (Xuân 1993)

Các số Xuân 1993 và Đông 1995 của Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng có vài bài viết về các động cơ khuyến khích của cơ cấu vốn, bao gồm:

K. H. Wruck: “Chính sách tài chính như chất xúc tác cho Thay đổi tổ chức: Cổ tức đặc biệt với đòn bẩy tài chính của Sealed Air”, *Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng*, 7: 20–37 (Đông 1995)

Cuốn sách của Altman là một nghiên cứu về điều tra tổng quát về quyết định phá sản; dưới đây cũng liệt kê vài công trình nghiên cứu tốt về các quyền lợi mâu thuẫn nhau của những người nắm giữ các chứng khoán khác nhau và chi phí và hậu quả của việc tái tổ chức:

E. A. Altman: *Tình trạng khốn đốn tài chính: Một bản hướng dẫn đầy đủ về việc tiên đoán, tránh khỏi và xử lý việc phá sản*, John Wiley & Sons, New York, 1983.

M. White: “Quyết định Phá sản Công ty” *Tạp chí Triển vọng Kinh tế*, 3: 129–152 (Xuân 1989)

J. R. Franks và W. N. Torous: “Phân tích thực nghiệm về doanh nghiệp được tái tổ chức của Hoa Kỳ” *Tạp chí Tài chính*, 44: 747–770 (7/1989)

J. R. Franks và W. N. Torous: “Các cổ đông và các chủ nợ tiến triển ra sao trong các giải pháp tự tìm ra và theo thủ tục tái tổ chức nêu trong Chương 11,” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 35: 349–370 (5/1994)

L.A. Weiss, “Quyết định và Phá sản: Các chi phí trực tiếp và việc vi phạm tính ưu tiên của các trái quyền” *Tạp chí Kinh tế học Tài chính*, 27: 285–314 (10/1990)

Số Hè 1991 của Tạp chí Tài chính Công ty Ứng dụng có vài bài viết về phá sản và tái tổ chức

Số tháng 1–2 năm 1986 của Tạp chí Kinh tế học Tài chính (tập 15, số ½) thu thập một loạt nghiên cứu thực nghiệm về các tác động đối với giá cổ phiếu các đợt phát hành nợ và vốn cổ đông và những thay đổi về cơ cấu vốn.