

Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp

Ths. Phạm Thị Quyên *

Đòn bẩy tài chính là mối quan hệ giữa tổng số nợ và tổng số vốn kinh doanh (hay tổng nguồn vốn) của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính thể hiện việc sử dụng nợ vay nhằm bù đắp sự thiếu hụt vốn và nhằm hy vọng gia tăng khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu và khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp.

Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp thể hiện ở chỉ tiêu hệ số nợ trên tài sản. Doanh nghiệp có hệ số nợ trên tài sản cao thể hiện doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức độ cao và ngược lại. Tuy nhiên, hệ số nợ trên tài sản càng cao thì cũng ẩn chứa rủi ro tài chính càng cao.

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng giá trị tài sản}}$$

Hệ số nợ trên tài sản phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh, doanh nghiệp đang sử dụng có bao nhiêu đồng được hình thành từ các khoản nợ phải trả. Khi hệ số nợ trên tài sản lớn thì chủ sở hữu chỉ phải đóng góp một lượng vốn ít nhưng được sử dụng một lượng tài sản lớn. Đặc biệt khi doanh nghiệp có hệ số nợ trên tài sản càng lớn trong điều kiện hệ số sinh lời cơ bản của vốn kinh doanh (hệ số lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên vốn kinh doanh) lớn hơn

lãi suất trả lãi của các khoản nợ thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ có tác động tích cực đến hệ số sinh lời của vốn chủ sở hữu và tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp.

Tăng trưởng bền vững là sự tăng trưởng từ nội lực của vốn chủ sở hữu thông qua tích lũy lợi nhuận. Tối đa hóa khả năng tăng trưởng bền vững là mục tiêu quan tâm của nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Trong đó, việc sử dụng đòn bẩy tài

Doanh nghiệp có hệ số tăng trưởng bền vững cao thì khả năng tăng trưởng bền vững cao và ngược lại.

$$\text{Hệ số tăng trưởng bền vững} = \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \quad (\text{Hbv})$$

Vận dụng mô hình phân tích Dupont, cho thấy mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với hệ số tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp như sau:

$$\begin{aligned} \text{Hệ số tăng trưởng bền vững} &= \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \\ \text{Hệ số tăng trưởng bền vững} &= \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Lợi nhuận sau thuế}} \times \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tài sản}} \times \frac{\text{Tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \\ \text{Hệ số tăng trưởng bền vững} &= \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Lợi nhuận sau thuế}} \times \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tài sản}} \times \frac{1}{1 - \text{Hệ số nợ}} \end{aligned}$$

chính có tác động rất lớn đến khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy tài chính có thể tác động tích cực và cũng có thể tác động tiêu cực đến khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Nếu hệ số sinh lời cơ bản của vốn kinh doanh thấp hơn lãi suất trả lãi của các khoản nợ thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ có tác động tiêu cực đến khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp.

Khả năng tăng trưởng bền vững được thể hiện ở chỉ tiêu hệ số tăng trưởng bền vững.

Từ phương trình trên, cho thấy khi hệ số nợ càng lớn thì càng có tác động mạnh đến hệ số tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Để thấy rõ hơn sự tác động của đòn bẩy tài chính đến hệ số tăng trưởng bền vững, ta xem xét dựa vào phương trình xác định hệ số tăng trưởng bền vững như sau:

$$\begin{aligned} \text{Hbv} &= \frac{\text{LNgl}}{\text{VC}} = \frac{\text{LNgl}}{\text{LNST}} \times \frac{\text{LNST}}{\text{VC}} \\ \text{Hbv} &= \text{Hgl} \times \frac{[(\text{EBIT} - \text{LV}) \times (1 - t)]}{\text{VC}} \\ \text{Hbv} &= \text{Hgl} \times \frac{[\text{BEP} \times (\text{VC} + \text{N}) - \text{N} \times i] \times (1 - t)}{\text{VC}} \\ \text{Hbv} &= \text{Hgl} \times \left[\text{BEP} + \frac{\text{N}}{\text{VC}} \times (\text{BEP} - i) \right] \times (1 - t) \end{aligned}$$

* Học viện Tài chính

Trong đó: LNgI là lợi nhuận giữ lại, LNST là lợi nhuận sau thuế, Hlg là hệ số giữ lại lợi nhuận, VC là vốn chủ sở hữu, N là nợ phải trả, EBIT là lợi nhuận trước thuế và lãi vay, LV là lãi vay phải trả, I là lãi suất tiền vay, t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, TS là tổng giá trị tài sản và BEP là hệ số sinh lời cơ bản của vốn kinh doanh

$$(BEP = \frac{EBIT}{TS} \cdot \frac{N}{VC});$$

$\frac{N}{VC}$ gọi là hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu. Khi hệ số nợ trên tài sản càng cao thì hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cũng càng cao và ngược lại. Do vậy, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cao chính là doanh nghiệp đang sử dụng đòn bẩy tài chính cao và ngược lại.

Qua công thức trên cho thấy: $(1 - t)$ là một đại lượng thường ổn định, do vậy hệ số tăng trưởng bền vững phụ thuộc vào chính sách phân phối lợi nhuận, khả năng sinh lời cơ bản của vốn kinh doanh, lãi suất vốn vay và chính sách sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong đó, chính sách sử dụng đòn bẩy tài chính tác động đến hệ số tăng trưởng bền vững có thể xảy ra các trường hợp sau:

Trường hợp thứ nhất: $BEP > I$, khi đó nếu doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính càng lớn thì tác động của đòn bẩy tài chính làm tăng hệ số tăng trưởng bền vững càng nhanh và ngược lại.

Trường hợp thứ hai: $BEP < I$, khi đó nếu doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính càng lớn thì tác động của đòn bẩy tài chính làm giảm hệ số tăng trưởng bền vững càng nhanh, rủi ro tài

chính càng cao và ngược lại.

Trường hợp thứ ba: $BEP = I$, khi đó doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính lớn hay nhỏ hoặc không có đòn bẩy tài chính đều không làm ảnh hưởng đến hệ số tăng trưởng bền vững.

Để minh chứng cho các trường hợp nêu trên, ta nghiên cứu ví dụ như sau: Có 3 doanh nghiệp A, B, C cùng sản xuất kinh doanh một loại mặt hàng có những thông tin sau đây:

- Về tài sản và nguồn vốn: (bảng 01)

- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 25%; lãi suất vốn vay là 10%; tỷ suất sinh lời cơ bản trong điều kiện nền kinh tế phát triển bình thường là 10%, trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng là 16% và trong điều kiện nền kinh tế suy thoái là 4%; chính sách phân phối lợi nhuận là giữ lại 70%.

Bảng 01: Thông tin về tài sản và nguồn vốn của 3 doanh nghiệp

(Đơn vị tính: Tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Doanh nghiệp A	Doanh nghiệp B	Doanh nghiệp C
1. Tổng giá trị tài sản	1.000	1.000	1.000
2. Vốn chủ sở hữu	800	500	250
3. Vốn vay	200	500	750

Từ các thông tin trên, ta lập bảng như sau (Bảng 02).

Qua bảng 02 cho thấy: Trong điều kiện hệ số sinh lời cơ bản của tài sản bằng với lãi suất vay vốn thì cả 3 doanh nghiệp đều có hệ số tăng trưởng bền vững như nhau. Trong điều kiện hệ số sinh lời cơ bản của tài sản nhỏ hơn lãi suất vay vốn: doanh nghiệp có hệ số nợ càng cao thì

hệ số tăng trưởng bền vững càng thấp và ngược lại, cụ thể: doanh nghiệp A có hệ số nợ thấp nhất thì hệ số tăng trưởng bền vững cao nhất, doanh nghiệp C có hệ số nợ cao nhất thì hệ số tăng trưởng bền vững là âm lớn nhất. Trong điều kiện hệ số sinh lời cơ bản của tài sản lớn hơn lãi suất vốn vay: doanh nghiệp có hệ số nợ càng lớn thì hệ số tăng trưởng bền vững càng cao và ngược lại, cụ thể: doanh nghiệp C có hệ số nợ cao nhất thì hệ số tăng trưởng bền vững cũng cao nhất, doanh nghiệp A có hệ số nợ thấp nhất thì hệ số tăng trưởng bền vững là thấp nhất.

Thông qua sự nghiên cứu mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính với khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp, nhà quản trị tài chính doanh nghiệp thấy được việc sử dụng đòn bẩy tài chính tác động rất lớn đến khả năng tăng trưởng từ nội lực

và sử dụng đòn bẩy tài chính cũng chính là sử dụng con dao hai lưỡi. Điều đó, đòi hỏi nhà quản trị tài chính doanh nghiệp cần có chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính linh hoạt, phù hợp với từng điều kiện cụ thể, giải quyết hài hòa mục tiêu tăng trưởng bền vững và khả năng kiểm soát rủi ro tài chính.

Bảng 02: Mối quan hệ giữa hệ số nợ và hệ số tăng trưởng bền vững

Các tình huống của nền kinh tế	Suy thoái	Bình thường	Tăng trưởng
- Tổng giá trị tài sản (Tỷ đồng)	1.000	1.000	1.000
- Hệ số sinh lời cơ bản của tài sản (BEP)	0,04	0,10	0,16
- Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	40	100	160
I. Doanh nghiệp A (hệ số nợ trên VCSH = 0,25)			
1. Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) (Tỷ đồng)	40	100	160
2. Lãi vay phải trả (Tỷ đồng)	20	20	20
3. Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	20	80	140
4. Thuế thu nhập doanh nghiệp (Tỷ đồng)	5	20	35
5. Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	15	60	105
6. Lợi nhuận giữ lại (Tỷ đồng)	10,5	42	73,5
7. Hệ số tăng trưởng bền vững	0,013	0,053	0,092
II. Doanh nghiệp B (Hệ số nợ trên VCSH = 1)			
1. Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) (Tỷ đồng)	40	100	160
2. Lãi vay phải trả (Tỷ đồng)	50	50	50
3. Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	-10	50	110
4. Thuế thu nhập doanh nghiệp (Tỷ đồng)	0	12,5	27,5
5. Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	-10	37,5	82,5
6. Lợi nhuận giữ lại (Tỷ đồng)	-10	26,25	57,75
7. Hệ số tăng trưởng bền vững	-0,015	0,053	0,116
III. Doanh nghiệp C (Hệ số nợ trên VCSH = 3)			
1. Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) (Tỷ đồng)	40	100	160
2. Lãi vay phải trả (Tỷ đồng)	75	75	75
3. Lợi nhuận trước thuế (Tỷ đồng)	-35	25	85
4. Thuế thu nhập doanh nghiệp (Tỷ đồng)	0	6,25	21,25
5. Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	-35	18,75	63,75
6. Lợi nhuận giữ lại (Tỷ đồng)	-35	13,125	44,625
7. Hệ số tăng trưởng bền vững	-0,105	0,053	0,179

Tài liệu tham khảo:

Nguyễn Trọng Cơ, Nghiêm Thị Thà (2010), *Giáo trình Phân tích Tài chính doanh nghiệp*, Nxb Tài chính, Hà Nội.

Nguyễn Ngọc Quang (2011), *Phân tích báo cáo tài chính*, Nxb Tài chính, Hà Nội.

Thoibaotaichinhvietnam.vn