



MỘT SỐ VẤN ĐỀ VỀ SỬ DỤNG ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH TRONG DOANH NGHIỆP

ThS. TÔ LAN PHƯƠNG – Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Đòn bẩy tài chính là sự kết hợp giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong việc điều hành chính sách tài chính của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính vừa là công cụ thúc đẩy chỉ tiêu lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu, vừa là công cụ kìm hãm sự gia tăng đó. Nghiên cứu những vấn đề liên quan tới quyết định việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ giúp doanh nghiệp hoạch định và đưa ra những biện pháp phù hợp nhằm đem lại hiệu quả tài chính tối ưu.

Đòn bẩy tài chính là mối quan hệ tỷ lệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, đôi khi người ta còn gọi là hệ số nợ (Hệ số D/E). Thông qua hệ số nợ, người ta còn xác định được mức độ góp vốn của chủ sở hữu với số nợ vay, nó có một vị trí và tầm quan trọng đặc biệt và được coi như một chính sách tài chính của doanh nghiệp (DN).

Đòn bẩy tài chính được sử dụng rất nhiều trong giao dịch thương mại, đặc biệt là ở đâu mà tài sản và nguồn vốn thực tế bao gồm trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi chứ không phải cổ phiếu thường. Đòn bẩy tài chính có quan hệ với tương quan giữa thu nhập công ty trước khi trả lãi và nộp thuế và thu nhập dành cho chủ sở hữu cổ phiếu thường và những cổ đông khác. Khả năng gia tăng lợi nhuận cao là điều mong ước của các chủ sở hữu, trong đó đòn bẩy tài chính là một công cụ được các nhà quản lý ưa dùng. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính vừa là một công cụ tích cực cho việc khuếch đại lợi nhuận ròng trên một đồng vốn chủ sở hữu, vừa là một công cụ kìm hãm sự gia tăng đó. Sự thành công hay thất bại tùy thuộc vào sự khôn ngoan của nhà quản lý DN khi lựa chọn cơ cấu tài chính và việc chọn lựa cơ cấu vốn (hệ số nợ cao hay thấp) sẽ làm tăng hoặc giảm tính mạo hiểm của DN. Xem xét phân tích việc sử dụng đòn bẩy tài chính có ý nghĩa rất lớn đối với người quản lý DN trong việc định hướng tổ chức nguồn vốn của DN.

Mối quan hệ giữa lợi nhuận trên vốn (ROE) và đòn bẩy tài chính

Nếu gọi: S là doanh thu, NI là thu nhập ròng hay

lợi nhuận sau thuế, A là tài sản, D là số dư nợ, E là vốn chủ sở hữu, từ phân tích Dupont ta có:

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{NI}{S} \cdot \frac{S}{A} \cdot \frac{A}{E} = \frac{NI}{S} \cdot \frac{S}{A} \cdot \frac{D+E}{E} = \frac{NI}{S} \cdot \frac{S}{A} \cdot \left(\frac{D}{E} + 1 \right)$$

Từ công thức trên, xét về mặt toán học, có thể thấy tăng nợ hay tăng sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng hệ số ROE – hệ số đo lợi nhuận/đơn vị vốn chủ sở hữu hay là hệ số đo lường lợi ích của cổ đông trong năm. Tuy nhiên, có phải cứ tăng nợ thì ROE sẽ tăng?

Để trả lời cho câu hỏi này, ta đi vào xem 3 ví dụ minh hoạt sau:

Trường hợp thứ nhất: Nền kinh tế trong trạng thái tăng trưởng, hai công ty A và B cùng kiếm được thu nhập hoạt động có lợi suất cao hơn lãi suất tiền vay

	Công ty A	Công ty B
Tổng tài sản	1.000	1.000
Nợ (có lãi suất là 10%)	0	600
Vốn chủ sở hữu	1.000	400
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.000	1.000
Thu nhập hoạt động (14%)	140	140
Chi phí lãi vay	0	60
Thu nhập ròng	140	80

Đơn vị: 1.000.000 đồng

$$ROA_A = 140/1.000 = 14\%$$

$$ROA_B = 140/1.000 = 14\%$$

$$ROE_A = 140/1.000 = 14\%$$

$$ROE_B = 80/400 = 20\%$$



Trường hợp thứ hai: Nền kinh tế trong trạng thái bình thường, hai công ty A và B cùng kiếm được thu nhập hoạt động có lợi suất bằng với lãi suất tiền vay

	Công ty A	Công ty B
Tổng tài sản	1.000	1.000
Nợ (có lãi suất là 10%)	0	600
Vốn chủ sở hữu	1.000	400
Tổng nợ và Vốn chủ sở hữu	1.000	1.000
Thu nhập hoạt động (10%)	100	100
Chi phí lãi vay	0	60
Thu nhập ròng	100	40

Đơn vị: 1.000.000 đồng

$ROA_A = 100/1.000 = 10\%$
 $ROA_B = 100/1.000 = 10\%$
 $ROE_A = 100/1.000 = 10\%$
 $ROE_B = 40/400 = 10\%$

Trường hợp thứ ba: Giả sử nền kinh tế rơi vào trạng thái suy thoái và hai công ty A và B chỉ kiếm được thu nhập hoạt động là 6%, lúc này sẽ xem đòn bẩy tài chính tác động tới ROE theo bảng sau:

	Công ty A	Công ty B
Tổng tài sản	1.000	1.000
Nợ (có lãi suất là 10%)	0	600
Vốn chủ sở hữu	1.000	400
Tổng nợ và Vốn chủ sở hữu	1.000	1.000
Thu nhập hoạt động (6%)	60	60
Chi phí lãi vay	0	60
Thu nhập ròng	60	0

Đơn vị: 1.000.000 đồng

$ROA_A = 60/1.000 = 6\%$
 $ROA_B = 60/1.000 = 6\%$
 $ROE_A = 60/1.000 = 6\%$
 $ROE_B = 0/400 = 0\%$

Có thể thấy, việc tăng sử dụng đòn bẩy tài chính trong lúc kinh tế suy thoái, công ty kiếm được lợi suất thấp hơn lãi suất đi vay sẽ tác động xấu tới ROE và chủ sở hữu sẽ phải gánh chịu thiệt hại này.

Qua 3 ví dụ ở trên có thể thấy đòn bẩy tài chính chính là công cụ thúc đẩy chỉ tiêu lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu trong điều kiện kinh tế tăng trưởng nhưng cũng là công cụ kìm hãm sự gia tăng đó trong điều kiện kinh tế suy thoái. Sự thành công hay thất bại này tùy thuộc vào việc phân tích và dự báo của chính DN, giúp DN hoạch định chính xác và đưa ra lựa chọn cơ cấu vốn phù hợp nhằm đem lại hiệu quả tài chính tối ưu.

Mối quan hệ giữa Hệ số vay nợ và đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp

Biện pháp nâng cao lợi nhuận trong các DN là tổng vốn kinh doanh mà DN đang sử dụng ($C = D + E$). Gọi H_v là hệ số nợ vay, $H_v = D/C$. Hệ số nợ vay (H_v) phản ánh trong một đồng vốn kinh doanh mà DN hiện đang sử dụng có mấy đồng vốn vay, khi đó mức độ góp vốn của chủ sở hữu là $1 - H_v$. Khi H_v càng lớn thì chủ sở hữu càng có lợi, vì khi đó chủ sở hữu chỉ phải đóng góp một lượng vốn ít nhưng được sử dụng một lượng tài sản lớn. Đặc biệt khi DN tạo ra lợi nhuận trên tiền vay lớn hơn so với tiền lãi phải trả thì phần lợi nhuận dành cho chủ sở hữu gia tăng rất nhanh.

Đòn bẩy tài chính là sự đánh giá chính sách vay nợ được sử dụng trong việc điều hành DN. Vì lãi vay phải trả không đổi khi sản lượng thay đổi, do đó đòn bẩy tài chính sẽ rất lớn trong các DN có tỷ số nợ cao và ngược lại đòn bẩy tài chính sẽ rất nhỏ nếu tỷ số nợ của DN thấp. Còn những DN không mắc nợ (hệ số nợ = 0) thì sẽ không có đòn bẩy tài chính. Như vậy đòn bẩy tài chính đặt trọng tâm vào tỷ số nợ, khi đòn bẩy tài chính cao thì chỉ cần một sự thay đổi nhỏ về lợi nhuận trước thuế và lãi vay cũng có thể làm tăng một tỷ lệ cao hơn về doanh lợi vốn chủ sở hữu, nghĩa là tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hay ROE rất nhạy cảm khi mà EBIT thay đổi.

$$DFL = \frac{\%EPS}{\%EBIT}$$

Trong đó: DFL là độ lớn của đòn bẩy tài chính, EPS là thu nhập trên 1 cổ phiếu và EBIT là thu nhập trước thuế và lãi vay

Mối quan hệ giữa lợi nhuận trên vốn và lãi vay khi doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính

Nếu gọi C là nguồn vốn, I_r là lãi suất vay nợ, I là lãi vay phải trả, T_c là thuế suất, T là thuế phải nộp, NOPAT là lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế, ta có:

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{EBIT - I - T}{E} = \frac{(EBIT - I) - (EBIT - I) * T_c}{E} = \frac{(1 - T_c) * (EBIT - I)}{E}$$

Sử dụng phương pháp tiếp cận theo dòng tiền hoạt động ta có:

$$NOPAT = (EBIT - EBIT * T_c - I + I * T_c) + I = EBIT * (1 - T_c) + I * T_c$$

Suy ra:

$$EBIT = \frac{(NOPAT - I * T_c)}{(1 - T_c)}$$



Ta cũng có:

$$ROA = \frac{NOPAT}{A} \Rightarrow NOPAT = ROA * A$$

Suy ra:

$$ROE = \frac{NOPAT - I}{E} = ROE = (1 - T_c) \left[\frac{(ROA * A - I * T_c)}{(1 - T_c)} - I \right] / E$$

$$\Rightarrow ROE = \frac{ROA * A - I * T_c - I(1 - T_c)}{E} = \frac{ROA * A - I}{E} = \frac{ROA * A - I * D}{E}$$

$$\Rightarrow ROE = \left[ROA * \frac{(E + D)}{E} - I * \frac{D}{E} \right] = \left[ROA + (ROA - I) * \frac{D}{E} \right]$$

Công thức trên cho thấy, nếu $ROA > I_r$ (tỷ suất sinh lời trên tài sản lớn hơn lãi suất vay nợ) sẽ làm ROE tăng. $ROA < I_r$ sẽ làm ROE giảm và $ROA = I_r$, $ROE = ROA$.

Ngoài ra, khi đánh giá về hiệu quả đầu tư, đứng trên góc độ tài chính, ta còn có thể sử dụng chỉ tiêu ROC, mối quan hệ giữa lãi vay và ROC như sau:

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{EBIT - I - T}{E} = \frac{(EBIT - I) - (EBIT - I) * T_c}{E} = \frac{(1 - T_c) * (EBIT - I)}{E} = \left[\frac{(ROC * C) - I * D}{E} \right]$$

Ta cũng có:

$$ROC = \frac{NOPAT}{(E + D)}$$

Suy ra:

$$ROE = \left[ROC * \frac{(E + D)}{E} - I * \frac{D}{E} \right] = \left[ROC + (ROC - I) * \frac{D}{E} \right]$$

Công thức cho thấy, nếu $ROC > I_r$ sẽ làm ROE tăng. $ROC < I_r$ sẽ làm ROE giảm và $ROC = I_r$, $ROE = ROC$.

Vậy vấn đề đặt ra là ROC luôn luôn lớn hơn hoặc bằng ROA vì có cùng lợi nhuận hoạt động sau thuế (NOPAT), nhưng C luôn nhỏ hơn hoặc bằng A, do đó, ROE sẽ thay đổi như thế nào nếu:

(1) $ROC > I_r > ROA$

(2) $ROC = I_r > ROA$

Có thể thấy, ROA phản ánh khả năng sinh lợi từ tổng tài sản, bao gồm các khoản phải trả không chịu lãi vay, do vậy không phản ánh góc độ sinh lợi từ vốn đầu tư còn ROC phản ánh khả năng sinh lợi từ nguồn vốn, không bao gồm các khoản phải trả không chịu lãi vay. Do vậy, nên sử dụng ROC để so sánh với lãi vay trước khi ra quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính.

Kết luận và khuyến nghị

Từ những phân tích trên, có thể thấy, đòn bẩy tài chính là con dao hai lưỡi. Sử dụng đòn bẩy ở các DN tăng trưởng cao và ổn định với chi phí đi vay thấp sẽ mang lại hiệu quả đáng kể. Tuy nhiên, nguy cơ vỡ nợ sẽ rất cao và có thể dẫn đến phá sản nếu DN sử dụng đòn bẩy lớn.

Tại Việt Nam, việc lạm dụng đòn bẩy tài chính của DN cũng đã được báo động trong nhiều năm nay. Lạm dụng đòn bẩy tài chính đã khiến không ít DN Việt Nam lao đao và nhiều công ty đã có những tổn thất về lợi nhuận bắt nguồn từ việc sử dụng đòn bẩy không đúng thời điểm. Tuy nhiên, trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam đang dần hồi phục và tăng trưởng sau cuộc khủng hoảng tài chính thì việc không sử dụng hoặc ít sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ tự làm mất đi cơ hội tăng giá trị lợi ích của cổ đông.

Tóm lại, một quyết định đầu tư vào tài sản cố định và tài trợ cho việc đầu tư đó bằng vốn vay (phát hành trái phiếu, vay ngân hàng...) sẽ cho phép DN xác định một cách chính xác sự biến động của doanh thu ảnh hưởng như thế nào tới lợi nhuận của chủ sở hữu. Đòn bẩy tài chính phản ánh mức độ mạo hiểm của DN (mức độ của khả năng thanh toán các khoản nợ). Phân tích đòn bẩy tài chính là một phần của phân tích hoàn vốn và DN cần thận trọng hơn khi đưa ra quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính. Quyết định này có thể dẫn DN đi lạc đường nếu áp dụng một cách cầu thả. Lựa chọn sử dụng đòn bẩy tài chính cần có thêm sự hiểu biết về mối quan hệ giữa lãi vay đòn bẩy tài chính tác động tới hệ số thu nhập ròng trên mỗi đồng vốn chủ sở hữu (ROE) đã được đề cập ở trên để giúp cho các nhà quản lý tài chính đánh giá được mức độ các loại rủi ro (rủi ro về mặt tài chính) mà DN có thể gặp phải trong quá trình tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh. Mặt khác, sự hiểu biết về đòn bẩy tài chính còn giúp cho nhà quản lý tài chính DN lựa chọn các biện pháp thích hợp để có thể tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, đồng thời đảm bảo an toàn cho DN trong kinh doanh.

Tài liệu tham khảo

1. Berk & Demarzo & Harford - Fundamental of Corporate Finance, 2nd Edition;
2. Brigham & Houton - Fundamental of Financial Management, 10nd Edition;
3. Ross - Fundamental of Corporate Finance, 6nd Edition, 2002;
4. <http://baodatviet.vn/kinhte>;
5. <http://www.cafef.vn>;
6. <http://www.cophieu68.vn>.