



Sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của DN: "Con dao hai lưỡi"

ĐOÀN HƯƠNG QUỲNH

Học viện Tài chính

Những biến động đầy bất ngờ của lãi suất, tỷ giá trên thị trường tài chính Việt Nam năm 2008 là bài học nhãn tiền với rất nhiều DN Việt Nam bởi không lường hết rủi ro khi sử dụng công cụ nợ. Nhiều DN đã lâm vào thua lỗ, thậm chí là phá sản do không coi trọng giới hạn an toàn khi sử dụng vốn vay. Bởi vậy, nhìn lại những mặt lợi và bất lợi trong sử dụng đòn bẩy tài chính mà cụ thể là nợ trong cơ cấu nguồn vốn để nhận thức hết cơ hội và rủi ro với mỗi DN là một việc cần thiết lúc này...

Cơ cấu vốn của DN đã được các nước phát triển chú trọng nghiên cứu trong nhiều thập kỷ qua. Quyết định về cơ cấu vốn là một vấn đề tài chính hết sức quan trọng trong DN, bởi vì nó ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn bình quân của DN, và ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu hay thu nhập trên mỗi cổ phần cũng như rủi ro tài chính của một DN. Xác lập một cơ cấu vốn mục tiêu phù hợp là một quyết định quan trọng đối với sự phát triển của mỗi DN. Việc sử dụng nợ trong cơ cấu vốn như con dao hai lưỡi bởi nó có thể mang lại những lợi ích nhất định cho chủ sở hữu; mặt khác, việc sử dụng vốn vay không hiệu quả sẽ làm cho DN mất an toàn trong kinh doanh và quyền lợi chủ sở hữu sẽ bị sụt giảm.

Những lợi ích của sử dụng vốn vay

Có một chân lý đối với các nhà quản trị DN, đó là "trong kinh doanh, sử dụng tiền của người khác luôn hiệu quả hơn sử dụng tiền của chính mình". Ngoài những lý do không thể diễn giải trong khuôn khổ bài viết ngắn này thì nguyên nhân chính là chi phí sử dụng nợ vay thường rẻ hơn so với việc DN sử dụng vốn chủ sở hữu. Tại sao vậy?

+ Theo cách đánh thuế thu nhập DN phổ biến hiện nay, lợi tức tiền vay hay lợi tức trái phiếu được coi như một khoản chi phí và được loại trừ trước khi tính thuế thu nhập DN. Trong khi đó, lợi tức cổ phần không được tính trừ vào thu nhập chịu thuế (theo Luật thuế Thu nhập cá nhân của Việt Nam, kể từ tháng 1/2009, khoản thu nhập từ cổ tức, lợi tức cũng phải chịu thuế, nhưng hiện đang được tạm hoãn do bối cảnh khủng hoảng tài chính thế giới và suy giảm kinh tế trong nước). Nói một cách khác, DN sử dụng chứng khoán nợ (là trái phiếu) sẽ rẻ hơn so với chi phí sử dụng chứng khoán vốn (là cổ phiếu) bởi tiết giảm được số thuế phải nộp.

+ Mỗi một nguồn vốn DN huy động vào đầu tư và kinh doanh đều có chi phí (giá) của việc sử dụng vốn. Chi phí sử dụng vốn được xem xét ở đây là chi phí cơ hội và được xác định từ thị trường vốn và chính là tỷ suất sinh lời mà nhà đầu tư đòi hỏi khi cung cấp vốn cho DN. Mức sinh lời này tương xứng với mức độ rủi ro mà nhà đầu tư gặp phải khi cung cấp vốn. Nói chung các trái chủ đầu tư vào DN thường được xem là có mức độ rủi ro thấp hơn so với các cổ đông vì nếu DN lâm vào tình trạng phá sản thì các trái chủ sẽ

được thanh toán trước các cổ đông thường. Chính vì sự an toàn hơn này mà các trái chủ sẽ chấp nhận mức sinh lời (chính là lãi suất vay nợ) thấp hơn tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần của các cổ đông.

+ Việc sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn có thể khuếch đại làm tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) của DN- một chỉ tiêu mà các nhà quản trị tài chính DN đặc biệt quan tâm, để từ đó làm tăng giá trị của DN trên thị trường.

Điều này được minh chứng qua công thức sau:

$$ROE = [ROA_E + D (ROA_E - r)] \times (1 - T_c) \quad E$$

Trong đó:

ROA_E: Tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản hay tỷ suất lợi nhuận trước lãi vay và thuế trên vốn kinh doanh.

RO_E: Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu

D: Vốn vay,

E: là vốn chủ sở hữu của DN

r: lãi suất huy động vốn của DN, I: lãi tiền vay phải trả

T_c: Thuế suất thuế thu nhập DN

Qua công thức trên có thể thấy: (1-T_c) là hằng số, do vậy tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào tỷ suất sinh lời của tài sản (ROA_E), lãi suất vay vốn và mức độ hệ số nợ trên vốn

chủ sở hữu.

Nếu $ROAE > r$, tức là tỉ suất sinh lời kinh tế của tài sản lớn hơn lãi suất tiền vay thì DN càng sử dụng nhiều vốn vay càng gia tăng nhanh được tỷ suất lợi nhuận ròng vốn chủ sở hữu; vì lúc này tỷ suất lợi nhuận ròng vốn chủ sở hữu (ROE) sẽ bằng tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (ROAE) mà được khuếch đại thêm một lượng là D/E ($ROAE - r$) tính sau thuế.

Trong trường hợp này, việc sử dụng nợ trong cơ cấu vốn của DN như một đòn bẩy làm khuếch đại, gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu; tuy nhiên nó cũng tiềm ẩn rủi ro tài chính lớn đối với DN. Hay nói một cách khác, khi DN sử dụng vốn vay, DN phải trả lãi tiền vay - đây là một khoản chi phí tài chính cố định, nếu DN tạo ra một khoản lợi nhuận trước lãi vay và thuế từ vốn vay lớn thì sau khi trả lãi tiền vay và nộp thuế thu nhập DN, phần lợi nhuận còn lại dôi ra là thuộc chủ sở hữu DN.

DN sử dụng vốn vay trong cơ cấu vốn để đầu tư vào tài sản cố định thì sẽ có lợi khi lạm phát tăng, lạm phát tăng đồng tiền bị mất giá nhưng giá trị của tài sản cố định không chịu ảnh hưởng nhiều của lạm phát.

DN sử dụng vốn vay sẽ tăng thêm được vốn đầu tư nhưng không bị chia sẻ quyền quản lý, kiểm soát như gia tăng cổ phiếu, không bị chia sẻ quyền phân phối thu nhập cao cho các trái chủ bởi các trái chủ không phải là người chủ sở hữu của DN nên họ không có quyền biểu quyết, quản lý, kiểm soát DN... Nếu DN có khả năng thu được lợi nhuận cao thì cũng không phải "san sẻ" cho các trái chủ vì lợi tức trái phiếu và tiền vay là cố định. Bởi vậy, trong trường hợp DN có triển vọng kinh doanh tốt, có khả năng thu được lợi nhuận cao thì việc sử dụng vốn vay trong cơ cấu vốn sẽ tăng được tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu.

Việc sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn giúp DN chủ động điều chỉnh cơ cấu vốn một cách linh hoạt. Khi DN có khả năng thu lợi nhuận trong tương lai thì có thể gia tăng vốn vay trong cơ cấu của DN để khuếch đại tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên khi thị trường biến động theo hướng bất lợi, DN có thể thu hẹp quy mô bằng cách trả trước nợ vay hoặc mua lại trái phiếu trước thời hạn (nếu DN phát hành trái phiếu) để tăng hệ số vốn chủ, giảm hệ số nợ, đưa tình

hình tài chính về giới hạn an toàn.

Cũng cần nói thêm là chi phí phát hành trái phiếu thường thấp hơn so với cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi, do trái phiếu có mức độ rủi ro thấp hơn nên giảm bớt được chi phí quảng cáo, chi phí phát hành, bảo lãnh phát hành... Như vậy, phần vốn thực tế thu về sau đợt phát hành sẽ được nhiều hơn, làm tăng lợi ích cho chủ sở hữu.

Từ đây, có thể thấy huy động vốn bằng vay nợ hay phát hành trái phiếu được DN sử dụng như một công cụ điều chỉnh linh hoạt cơ cấu nguồn vốn.

Những bất lợi

Áp lực lớn nhất đối với DN khi sử dụng nợ vay là luôn phải trả lợi tức cố định và nợ gốc đúng hạn. Điều này dễ gây căng thẳng về mặt tài chính đối với DN khi doanh thu và lợi nhuận của DN không ổn định. Trong trường hợp khoản vay đến hạn mà hàng chậm tiêu thụ hoặc khách hàng chậm thanh toán, DN sẽ không có nguồn tài chính để trang trải lợi tức trái phiếu (hoặc lãi tiền vay) và vốn gốc. Chính vì vậy trong trường hợp doanh thu và lợi nhuận của DN trôi sụt hoặc giảm sút bởi bất cứ lý do gì thì rất có thể ưu thế vốn vay sẽ trở thành con dao làm các nhà quản trị tài chính "đứt tay". Ngược lại, nếu doanh thu và lợi nhuận của DN tương đối ổn định và có xu hướng tăng lên trong tương lai thì việc tăng vốn bằng phát hành trái phiếu hoặc đi vay để gia tăng đòn bẩy tài chính là có cơ sở.

Khi huy động vốn, các DN thường so sánh hệ số nợ của DN với hệ số nợ trung bình của ngành hoặc các DN hàng đầu cùng ngành để quyết định việc sử dụng nợ. Trong một số trường hợp, khi hệ số nợ của DN đã trở nên cao hơn so với các DN khác cùng ngành, các nhà quản trị tài chính lập tức phải xem lại hiệu quả khoản vay cũng như những phương án trả nợ nhằm đảm bảo khả năng thanh toán.

DN sử dụng vốn vay kém hiệu quả có thể làm giảm sút nhanh ROE, khiến DN bị thua lỗ sẽ thua lỗ nhiều hơn.

Từ công thức đã nêu ở phần trên, dễ dàng nhận thấy nếu $ROAE < r$, tức là tỉ suất sinh lời kinh tế của tài sản nhỏ hơn lãi suất tiền vay thì DN càng sử dụng nhiều vốn vay càng làm cho tỷ suất lợi nhuận ròng vốn chủ sở hữu bị giảm sút một cách nhanh chóng, vì lúc này tỷ suất lợi nhuận ròng vốn chủ sở

hữu (ROE) sẽ bằng tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (ROAE) mà bị khấu trừ đi một lượng là D/E ($ROAE - r$) tính sau thuế.

Trong trường hợp này, việc sử dụng vốn vay làm khuếch đại sự giảm ROE và rủi ro tài chính trở nên lớn hơn, đẩy DN đang thua lỗ chìm sâu vào cảnh lỗ lớn.

Khi DN sử dụng nhiều nợ vay, nếu nền kinh tế hay thị trường lãi suất có những thay đổi theo chiều hướng bất lợi cho DN thì việc hoàn trả lợi tức và số vốn gốc lớn sẽ trở thành gánh nặng đối với DN và càng làm tăng rủi ro cho DN, như trong trường hợp lãi suất trên thị trường có xu hướng giảm trong tương lai thì việc sử dụng nợ sẽ làm cho DN tăng chi phí sử dụng vốn vay do đó giá trị thực số lợi tức và tiền gốc mà DN phải hoàn trả sẽ cao hơn so với dự tính tại thời điểm phát hành, thậm chí DN sẽ bất lợi trong cạnh tranh so với các DN khác vì họ được dùng nguồn chi phí khác rẻ hơn nhờ đoán biết xu thế thay đổi của lãi suất. Bài học từ rui ro lãi suất (khi nhiều DN Việt Nam phải chấp nhận mức lãi suất đi vay vượt 21% trong năm 2008) khiến sử dụng nợ nhiều trong cơ cấu nguồn vốn sẽ làm tăng hệ số nợ của DN, từ đó làm tăng nguy cơ rủi ro mất khả năng thanh toán, đe dọa sự tồn tại và phát triển của DN.

Tóm lại, sử dụng nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn của DN đều có những điểm lợi và bất lợi riêng, hầu hết các DN hiện nay, đặc biệt là DNNN chưa quan tâm đến cơ cấu vốn, việc xây dựng cơ cấu vốn còn chưa thật sự hợp lý, tỷ trọng vốn vay quá nhiều và việc tài trợ cho các loại tài sản còn chưa mang tính tương thích. Hiện vẫn có những tài sản dài hạn được hình thành từ nguồn vốn ngắn hạn mang lại rủi ro thanh toán cho DN, hay nói một cách khác, các DNNN xây dựng cơ cấu vốn một cách ngẫu hứng theo cảm tính dựa trên kinh nghiệm bản thân hoặc nhằm mục đích thu lợi cho một nhóm người mà chưa thực sự quan tâm đến những lợi và bất lợi của từng nguồn vốn trong quá trình huy động vốn. Vì vậy trong từng giai đoạn phát triển cụ thể của DN, các nhà quản trị tài chính DN phải biết kết hợp hài hòa giữa nguồn vốn chủ sở hữu và nợ vay tạo nên một cơ cấu nguồn vốn tối ưu cho DN, có thể khuếch đại tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, rủi ro tài chính ở mức độ thấp, giá trị của DN cao nhất...