

PHÂN TÍCH RỦI RO TÀI CHÍNH TRONG QUAN HỆ VỚI HIỆU QUẢ KINH DOANH

PGS. TS. Nguyễn Văn Công

Đại học Kinh tế Quốc dân

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp phải thường xuyên đương đầu với mọi rủi ro; trong đó có rủi ro tài chính. Rủi ro tài chính (Financial risk) là rủi ro mà các chủ sở hữu phải gánh chịu do việc sử dụng nợ mang lại và là rủi ro luôn luôn tiềm ẩn, thường trực. Rủi ro tài chính phản ánh sự bất trắc hay sự không ổn định trong hoạt động của doanh nghiệp có thể đưa đến những tổn thất, mất mát, thiệt hại hoặc làm mất đi những cơ hội sinh lời. Rủi ro tài chính thường được xem xét dưới nhiều góc độ khác nhau như: xem xét rủi ro tài chính trong quan hệ với hoạt động tài chính, quan hệ với hoạt động thanh toán, quan hệ với cấu trúc nguồn vốn, quan hệ với hiệu quả kinh doanh,... Trong bài viết này, chúng tôi muốn đề cập đến việc phân tích rủi ro tài chính trong quan hệ với hiệu quả kinh doanh; qua đó, giúp các nhà quản lý có cơ sở để tính toán, cân nhắc kỹ càng việc sử dụng các khoản nợ nhằm không những tránh được khả năng rơi vào tình trạng phá sản mà còn nâng cao được hiệu quả kinh doanh, phù hợp với điều kiện và tình hình cụ thể của doanh nghiệp.

Trong quan hệ với hiệu quả kinh doanh, rủi ro tài chính được xem xét trước hết thông qua khả năng chi trả lãi vay; sau đó, rủi ro tài chính mới được xem xét qua mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu với khả năng chi trả lãi vay và cuối cùng, rủi ro tài chính được xem xét thông qua mối quan hệ giữa sức sinh lợi kinh tế của tài sản và khả năng chi trả lãi vay với khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu.

Khả năng chi trả lãi vay là chỉ tiêu tổng hợp phản ánh hiệu quả kinh doanh nói chung và hiệu quả sử dụng vốn vay nói riêng. Nếu kinh doanh có hiệu quả, doanh nghiệp không những có thừa khả năng chi trả lãi vay mà còn đóng góp cho Ngân sách Nhà nước, chia cho các chủ sở hữu, trích lập các quỹ doanh nghiệp, bảo đảm và không ngừng nâng cao đời sống vật chất và tinh thần của người lao động. Ngược lại, nếu kinh doanh không có hiệu quả, doanh nghiệp không những không đủ bù đắp chi phí lãi vay mà thậm chí thua lỗ kéo dài, dẫn đến phá sản.

Phân tích khả năng chi trả lãi vay của doanh nghiệp được thực hiện bằng cách tính ra trị số của chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" và dựa vào trị số của chỉ tiêu để đánh giá khả năng chi trả lãi vay.

$$\text{Hệ số khả năng chi trả lãi vay} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Lãi vay}}$$

Do chỉ tiêu "Lợi nhuận trước thuế và lãi vay" bao gồm lợi nhuận trước thuế và lãi vay nên biến đổi đẳng thức trên ta có:

$$\text{Hệ số khả năng chi trả lãi vay} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế} + \text{Lãi vay}}{\text{Lãi vay}}$$

Hay:

$$\text{Hệ số khả năng chi trả lãi vay} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{Lãi vay}} + \frac{\text{Lãi vay}}{\text{Lãi vay}}$$

Tiếp tục biến đổi, ta được:

$$\text{Hệ số khả năng chi trả lãi vay} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{Lãi vay}} + 1 (*)$$

Từ đẳng thức (*) ở trên, liên hệ với thực tế có thể xảy ra một trong các trường hợp sau:

- "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" = 1:

Trong trường hợp này, lợi nhuận trước thuế thu nhập doanh nghiệp của doanh nghiệp bằng 0 (không); nghĩa là doanh nghiệp không lỗ, không lãi và do vậy, không có tích lũy cũng như đóng góp cho Ngân sách hay chia cho các chủ sở hữu.

- "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" < 1:

Khi trị số của chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" < 1 có nghĩa là doanh nghiệp đang kinh doanh bị lỗ, lợi nhuận trước thuế ở trong tình trạng "âm". Khi đó, thu nhập của doanh nghiệp không đủ bù đắp chi phí hoạt động (kể cả chi phí lãi vay). Nếu tình trạng này kéo dài, doanh nghiệp sẽ mất dần hết vốn, dẫn tới vốn chủ sở hữu bị "âm", khả năng phá sản là chắc chắn.

- "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" > 1:

Khác với các trường hợp trên, khi trị số của chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" > 1 cũng đồng nghĩa với việc doanh nghiệp kinh doanh có lãi. Phần lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp không những đủ bù đắp chi phí hoạt động (kể cả chi phí lãi vay) mà còn có thừa để đóng góp cho Ngân sách Nhà nước, tích lũy vốn, phân chia cho các chủ sở hữu. Trị số của chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" càng lớn hơn 1 bao nhiêu, phần lợi nhuận trước thuế mà doanh nghiệp thu được càng nhiều bấy nhiêu, khả năng chi trả lãi vay càng cao, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng lớn.

Bên cạnh việc căn cứ vào trị số của chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" để đánh giá khả năng chi trả lãi vay và hiệu quả kinh doanh, các nhà phân tích còn có thể so sánh trị số của chỉ tiêu này với các kỳ trước hoặc so với trị số của các doanh nghiệp khác cùng điều kiện hay so với trị số chỉ tiêu trung bình của ngành, của khu vực, ... Qua đó, đánh giá xu hướng biến động của chỉ tiêu cũng như mức độ hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Trong quan hệ giữa **khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu với khả năng chi trả lãi vay**, phân tích rủi ro tài chính được tiến hành bằng phương pháp Dupont. Trên cơ sở công thức gốc xác định chỉ tiêu sức sinh lợi của vốn chủ sở hữu (ROE), bằng cách nhân tử số và mẫu số của ROE với tổng tài sản và với lợi nhuận trước thuế và lãi vay, ta được:

$$\text{Sức sinh lợi của vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Tổng tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \times \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}} \times \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}$$

Sử dụng các ký hiệu:

- ROE (Return on equity): Sức sinh lợi của vốn chủ sở hữu;
- ROTA (Return on Total Assets): Sức sinh lợi kinh tế của tài sản;
- TA (Total assets): Tổng tài sản bình quân;
- EBT (Earnings before tax): Lợi nhuận trước thuế thu nhập doanh nghiệp;
- EBIT (Earnings before tax and interest): Lợi nhuận trước thuế và lãi vay;
- TIE (Times Interest Earned): Hệ số khả năng chi trả lãi vay;
- r_b (Rate of interest): Lãi suất vay;
- L (Liabilities): Nợ phải trả;
- I (Interest charges hoặc Interest expenses): Lãi vay ($I = L \times r_b$);
- E (Equity): Vốn chủ sở hữu bình quân;
- EAT (Earnings after tax): Lợi nhuận sau thuế;
- T (Income tax): Thuế thu nhập doanh nghiệp;
- r_t : Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp;
- FL (Financial leverage): Đòn bẩy tài chính.

Thay các ký hiệu vào công thức xác định ROE đã biến đổi ở trên, ta có:

$$\text{ROE} = \frac{\text{TA}}{\text{E}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{TA}} \times \frac{\text{EAT}}{\text{EBIT}}$$



Do chỉ tiêu “Lợi nhuận sau thuế” (EAT) có thể xác định bằng cách lấy “Lợi nhuận trước thuế” (EBT) trừ (-) “Thuế thu nhập doanh nghiệp” (T) và chỉ tiêu “Thuế thu nhập doanh nghiệp” được xác định bằng cách lấy chỉ tiêu “Lợi nhuận trước thuế” nhân (x) “Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp” (r_t), hay:

$$EAT = EBT - T = EBT - EBT \times r_t = EBT (1 - r_t)$$

Vì thế, công thức ROE sẽ có dạng:

$$ROE = \frac{TA}{E} \times \frac{EBIT}{TA} \times \frac{EBT}{EBIT} (1 - r_t)$$

Thay EBT = (EBT + I - I) = (EBIT - I) vào công thức trên, ta được:

$$ROE = \frac{TA}{E} \times \frac{EBIT}{TA} \times \frac{(EBIT - I)}{EBIT} (1 - r_t)$$

Tiếp tục biến đổi ROE:

$$ROE = \frac{TA}{E} \times \frac{EBIT}{TA} \times \left(1 - \frac{I}{EBIT}\right) \times (1 - r_t)$$

Trong đó :

$$\frac{TA}{E} = \text{Đòn bẩy tài chính (FL)}$$

$$\frac{EBIT}{TA} = \text{Sức sinh lợi kinh tế của tài sản (ROTA)}$$

Và:

$$\frac{I}{EBIT} = \frac{1}{\text{Hệ số khả năng chi trả lãi vay (TIE)}} = \frac{1}{TIE}$$

Thay các giá trị trên vào công thức xác định ROE, ta có:

$$ROE = FL \times ROTA \times \left(1 - \frac{1}{TIE}\right) \times (1 - r_t)$$

Từ đây, ta thấy: ROE không những phụ thuộc vào độ lớn của các chỉ tiêu “Đòn bẩy tài chính”, “Sức sinh lợi kinh tế của tài sản” mà còn phụ thuộc vào trị số của chỉ tiêu “Hệ số khả năng chi trả lãi vay” và “Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp”. Do $(1 - r_t)$ luôn luôn > 0 (thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp không thể $\geq 100\%$ được) nên khi trị số của chỉ tiêu “Hệ số khả năng chi trả lãi vay” > 1 , sức sinh lợi của vốn chủ sở hữu (ROE) mới thực sự tăng lên, doanh nghiệp làm ăn mới thực sự có hiệu quả.

Trên một khía cạnh khác, phân tích rủi ro tài chính còn được tiến hành dựa theo mối quan hệ giữa sức sinh lợi kinh tế của tài sản và khả năng chi trả lãi vay với khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu. Dưới góc độ này, xuất phát từ chỉ tiêu “Lợi nhuận sau thuế” (EAT), do: $EAT = EBT - EBT \times r_t = EBT (1 - r_t)$ (*) nên khi thay EAT vào ROE, ta được:

$$ROE = \frac{EBT \times (1 - r_t)}{E}$$

Mặt khác, từ công thức xác định chỉ tiêu “Sức sinh lợi kinh tế của tài sản” (ROTA):

$$ROTA = \frac{EBIT}{TA} = \frac{EBT + I}{TA}$$



Ta rút ra:

$$EBT = TA \times ROTA - I (**)$$

Trong đó, lãi vay (I) được xác định bằng cách lấy toàn bộ số nợ nhân (x) với lãi suất vay (giá sử toàn bộ số nợ đều chịu lãi): $I = L \times r_b$.

Và "Tổng tài sản" (TA) = "Tổng nguồn vốn" = (L + E) và $I = L \times r_b$ nên công thức xác định EBT (**) có thể viết lại dưới dạng sau:

$$EBT = (L + E) \times ROTA - L \times r_b$$

Tiếp tục biến đổi EBT:

$$EBT = L \times ROTA + E \times ROTA - L \times r_b = L \times (ROTA - r_b) + E \times ROTA$$

Từ đó, thay EBT vào công thức xác định EAT ở trên (*), ta có:

$$EAT = [L \times (ROTA - r_b) + (E \times ROTA)] \times (1 - r_l)$$

Từ đó, thay EAT vào công thức gốc xác định ROE, ta có:

$$ROE = \frac{[L \times (ROTA - r_b) + (E \times ROTA)] \times (1 - r_l)}{E}$$

Hay:

$$ROE = [L/E \times (ROTA - r_b) + ROTA] \times (1 - r_l)$$

L/E (nợ phải trả chia vốn chủ sở hữu) là một trong ba cách xác định chỉ tiêu "Đòn bẩy tài chính" (FL) và được xác định theo trị số bình quân của kỳ (kỳ gốc, kỳ phân tích). Do thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (r_l) không thể $\geq 100\%$ được nên $(1 - r_l)$ luôn luôn > 0 . Trong mối quan hệ này, ROE sẽ tăng lên khi doanh nghiệp kinh doanh có lãi và sức sinh lợi kinh tế của tài sản $>$ lãi suất vay (r_b). Ví thế, trong trường hợp $ROTA > r_b$, doanh nghiệp có thể vay thêm để đầu tư cho kinh doanh mà vẫn nâng cao được hiệu quả kinh doanh và an toàn tài chính. Việc gia tăng nợ vay trong trường hợp này sẽ làm cho đòn bẩy tài chính tăng kéo theo sự gia tăng của sức sinh lợi vốn chủ sở hữu; do vậy, đòn bẩy tài chính trong trường hợp này được gọi là "đòn bẩy dương". Ngược lại, khi sức sinh lợi kinh tế của tài sản $<$ lãi suất vay (r_b), việc vay nợ đã phần nào làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp còn tiếp tục vay thêm thì không những làm giảm hiệu quả kinh doanh mà chắc chắn doanh nghiệp sẽ gặp rủi ro trong thanh toán. Ví thế, trong trường hợp này, đòn bẩy tài chính được gọi là "đòn bẩy âm".

Để thuận lợi cho phân tích rủi ro tài chính thông qua khả năng thanh toán lãi vay và khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu, các nhà phân tích có thể lập bảng phân tích theo mẫu sau:

Bảng phân tích rủi ro tài chính trong quan hệ với khả năng thanh toán lãi vay và khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu

Chỉ tiêu	Kỳ gốc		Kỳ phân tích		Kỳ phân tích so với kỳ gốc về mức độ rủi ro
	Trị số	Mức độ cảnh báo rủi ro	Trị số	Mức độ cảnh báo rủi ro	
1. Hệ số khả năng chi trả lãi vay					
2. Sức sinh lợi kinh tế của tài sản					
3. Mức chênh lệch giữa sức sinh lợi kinh tế của tổng tài sản với lãi suất vay					

Căn cứ vào trị số cụ thể của từng chỉ tiêu ở kỳ gốc và kỳ phân tích, các nhà phân tích sẽ đưa ra các mức độ cảnh báo rủi ro tài chính khác nhau. Tương tự như phân tích rủi ro tài chính thông qua rủi ro thanh toán, các mức cảnh báo thường được đưa ra là "Đặc biệt nghiêm trọng", "Cao", "Bình thường", "Thấp" hoặc "Không có rủi ro". Phân so sánh mức độ rủi ro giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc sẽ đưa ra các kết luận là mức độ rủi ro tăng nhanh, tăng chậm hay giảm xuống. Chẳng hạn, trị số của chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" nếu < 1 , mức độ cảnh báo rủi ro sẽ là "Đặc biệt nghiêm trọng", doanh nghiệp đang ở tình trạng thua lỗ, thu nhập không đủ bù đắp chi phí; nếu $= 1$, mức độ cảnh báo rủi ro sẽ là cao vì thu nhập của doanh nghiệp chỉ đủ bù đắp chi phí, doanh nghiệp không có tích lũy; trị số của chỉ tiêu càng lớn hơn 1, mức độ cảnh báo rủi ro sẽ giảm dần từ "Bình thường" xuống "Rủi ro thấp" và cuối cùng là "Không có rủi ro".

Tương tự, trị số chỉ tiêu "Chênh lệch giữa sức sinh lợi kinh tế của tổng tài sản với lãi suất vay" nếu < 0 , mức độ cảnh báo sẽ là "Đặc biệt nghiêm trọng"; $= 0$, mức độ cảnh báo sẽ là "Cao" và nếu > 0 , mức độ cảnh báo rủi ro sẽ là "Bình thường" hay "Thấp" hoặc "Không có rủi ro".

Tóm lại, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng cao, rủi ro tài chính mà doanh nghiệp gặp phải càng thấp và ngược lại; nếu doanh nghiệp kinh doanh kém hiệu quả, rủi ro tài chính sẽ



luôn luôn thường trực. Vì thế, phân tích rủi ro tài chính trong quan hệ với hiệu quả kinh doanh là một việc làm cần thiết, giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp có căn cứ để sử dụng các khoản nợ một cách hợp lý, hiệu quả, tránh được nguy cơ phá sản doanh nghiệp. ■

1. Chỉ tiêu "Hệ số khả năng chi trả lãi vay" (Times Interest Earned - TIE) còn được gọi là "Số lần chi trả lãi vay" (TG).

Tài liệu tham khảo:

1. Nguyễn Tấn Bình (2004), *Phân tích hoạt động doanh nghiệp*, NXB Thống kê.
2. Bộ Tài chính (2004), *Tài liệu bồi dưỡng kế toán trưởng doanh nghiệp*.
3. PGS. TS. Nguyễn Văn Công (2005), *Chuyên khảo về lập, đọc, kiểm tra và phân tích báo cáo tài chính*, NXB tài chính.
4. PGS. TS. Nguyễn Văn Công, chủ biên (2009), *Giáo trình Phân tích kinh doanh*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân.
5. PGS. TS. Phạm Thị Gái, chủ biên (2004), *Giáo trình Phân tích hoạt động kinh doanh*.
6. PGS. TS. Nguyễn Năng Phúc, chủ biên (2008), *Giáo trình Phân tích Báo cáo tài chính*, NXB Đại học Kinh tế Quốc dân.
7. Charles H. Gibson: *Financial Reporting Analysis - Using financial Accounting information*, SOUTH - WESTERN COLLEGE PUBLISHING;
8. Jerry J. Weygandt, Donald E. Kieso, Paul D. Kimmel: *Managerial Accounting: Tool for Business Decision Making*, JOHN WILEY & SONS, INC., 2001;
9. Perter Walton (2000), *Financial Stetament Analysis*, BUSINESS PRESS.

(Tiếp theo trang 45)

HOẠT ĐỘNG MUA BÁN VÀ SÁP NHẬP DOANH NGHIỆP...

Do mỗi phương pháp đều có ưu điểm và nhược điểm riêng và phù hợp với các trường hợp khác nhau. Cần lựa chọn phương pháp thích hợp hoặc sử dụng tổng hợp các phương pháp để định giá doanh nghiệp. Các tổ chức nghề nghiệp như Hội Kế toán viên hành nghề Việt Nam (VACPA), CPA, ACCA và Bộ Tài chính nên xây dựng các tài liệu hướng dẫn chi tiết về ứng dụng các trường hợp cụ thể trong xác định giá trị doanh nghiệp.

Thứ tư: Các chủ thể tham gia M&A cần chú ý tháo gỡ rào cản tâm lý và các hiệu ứng về văn hoá doanh nghiệp khi mua bán, sáp nhập công ty. Yếu tố tâm lý có ảnh hưởng lớn trong cả 3 giai đoạn trước, trong và sau quá trình mua bán, sáp nhập doanh nghiệp, thậm chí trở thành lực cản lớn nhất làm thất bại một vụ M&A trên thực tế. Chẳng hạn, vụ sáp nhập giữa Tập đoàn truyền thông khổng lồ Time Warner và tập đoàn AOL (Mỹ) đã không

thành công như dự kiến. Theo các chuyên gia phân tích, nguyên nhân sâu xa của các trục trặc chủ yếu là do xung đột văn hoá công ty và sự khác biệt về hệ thống quản lý giữa 2 công ty. Time Warner đã phải tiếp tục những nỗ lực "hiệu chỉnh" lớn để 2 hệ thống có thể trở thành một hệ thống đồng nhất trong khi chưa cải thiện được hiệu quả hoạt động của tập đoàn sau sáp nhập.

Thứ năm: Cần tăng cường cung cấp thông tin và tính công khai của lĩnh vực mua bán, sáp nhập doanh nghiệp ở nước ta. Hiện nay, các thông tin về doanh nghiệp chào bán, chào mua và các thương vụ M&A còn rất thiếu và không rõ ràng. Khi thị trường giao dịch M&A phát triển đến một mức độ cao hơn và rộng lớn hơn thì nhu cầu thông tin càng trở nên cấp thiết. Cần hình thành một cơ chế cung cấp thông tin đầy đủ và hiệu quả cho thị trường M&A cùng với các chuẩn mực về định giá và hành lang pháp

lý cho lĩnh vực này. Cần hình thành các trang web chuyên môn hoá về giao dịch M&A, xây dựng một số sàn giao dịch mua bán doanh nghiệp với tính chuyên nghiệp hoá cao, hỗ trợ về thông tin, pháp lý và nghiệp vụ để thúc đẩy các giao dịch M&A trong nền kinh tế. ■

Tài liệu tham khảo:

1. Báo cáo của Pricewaterhouse-Coopers (PwC): M&A – Sáp nhập và Mua lại, Tháng 10-2009.
2. Capital Budgeting and Long Term Financing Decisions, Nail Seitz and Mitch Ellison, 3rd Edition, Dryden Press, 1999.
3. Giáo trình Quản trị Tài chính doanh nghiệp, PGS.TS. Phạm Quang Trung (chủ biên), NXB Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội, 2009.
4. Báo cáo của Công ty CP Hùng Vương về chào mua công khai, Đầu tư Chứng khoán, tháng 4, 2010.
5. Thông báo của Ngân hàng Quốc tế, <http://www.vib.com.vn>, tháng 4-2010.