#### PHÂN TÍCH RỦI RO VÀ ĐÒN BẨY

Rủi ro kinh doanh thường gắn với những điều kiện không chắc chắn xung quanh các khoản thu nhập và chi phí hoạt động. Hay nói cách khác, đó là sự không chắc chắn về về mức lợi nhuận hoạt động tương lai hay lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT). Những yếu tố ảnh hưởng đến EBIT của doanh nghiệp rất nhiều, chẳng hạn như: công nghệ, cạnh tranh, mức cầu tương lai, giá bán sản phẩm, giá mua, kết cấu chi phí… Trong những yếu tố trên, thì kết cấu chi phí là vấn đề quan tâm hàng đầu của các nhà quản trị tài chính khi phân tích tình hình tài chính và mối liên hệ đến rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp. Kết cấu chi phí gồm có chi phí cố định và chi phí biến đổi, trong đó chi phí cố định được xem xét dưới góc độ đòn cân định phí, là yếu tố tạo ra đòn bẩy kinh doanh (đòn bẩy hoạt động).

Rủi ro tài chính xuất phát từ sử dụng nợ vay, và nợ vay tạo ra một khoản chi ổn định, đó là chi phí trả lãi. Đây là khoản chi phí, mà cho dù doanh nghiệp tăng trưởng hay suy giảm đều phải chi ra. Chi phí trả lãi vay được đưa vào khấu trừ trước khi tính thuế, vì vậy nó sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến thu nhập trên cổ phần. Chính vì vậy, chi phí lãi vay được xem như đòn cân nợ, là yếu tố tạo ra đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

Đòn bẩy kinh doanh thường dùng để phân tích rủi ro kinh doanh, còn đòn bẩy tài chính thường dùng để phân tích rủi ro tài chính. Tuy nhiên, đòn bẩy kinh doanh và đòn bầy tài chính có mối quan hệ mật thiết với nhau, vì các doanh nghiệp trong quá trình phát triển thường phải đầu tư vào những tài sản tạo ra chi phí cố định, và để đầu tư vào những tài sản đó, doanh nghiệp có thể sử dụng những nguồn tài trợ từ vay nợ, do đó phát sinh ra chi phí tiền lãi vay. Chính vì vậy, các nhà quản trị tài chính có thể đo lường rủi ro thông hợp thông qua đòn bẩy hỗn hợp, là tích số giữa đòn bầy kinh doanh và đòn bẩy tài chính.

Trong kinh doanh đòn bẩy hoạt động cao khi những yếu tố khác giữ không đổi, nói lên một sự thay đổi nhỏ trong doanh thu sẽ đem lại kết quả lớn đối với ROE. Đòn bẩy hoạt động tùy thuộc mức độ mà định phí chiếm tỷ phần trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp- nếu định phí cao thì chỉ cần một sự sụt giảm nhỏ của doanh thu có thể dẫn đến sự sụt giảm lớn của ROE. Vì vậy khi các yếu tố khác không đổi thì định phí cao hơn sẽ làm rủi ro kinh doanh lớn hơn. Các ngành công nghiệp nặng là các ngành sử dụng nhiều vốn thường có định phí cao, tuy nhiên những doanh nghiệp muốn giữ được các công nhân lành nghề phải trả lương cao dù kinh tế suy thoái hay các doanh nghiệp đầu tư vào nghiên cứu sản phẩm mới. Tất cả đều làm định phí cao hơn bình thường. Nếu tỷ trọng định phí chiếm trong chi phí cao thì doanh nghiệp được xem là có đòn bẩy hoạt động cao.

Tóm lại, khi nghiên cứu về rủi ro, nhà quản trị tài chính thường nghiên cứu các đòn bẩy, như đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính và đòn bẩy hỗn hợp của doanh nghiệp.

### 1. Đòn bẩy hoạt động (Operating leverage)

***Hiệu ứng đòn bẩy hoạt động***

* + - Trước khi nghiên cứu về đòn bẩy chúng ta cần quan tâm đến nội dung về điểm hoà vốn, vì điểm hoà vốn là cơ sở để chúng ta phân tích tác động của đòn bẩy.

- Điểm hoà vốn về doanh thu được xác định như sau:

SHV = FC + VC

⇨ 

*SHV: Doanh thu hòa vốn*

*p: giá bán 1 đơn vị sản phẩm*

*FC: chi phí cố định*

*VC: tổng chi phí biến đổi*

*AVC: chi phí biến đổi đơn vị (trung bình một sản phẩm)*

-Điểm hoà vốn về sản lượng được xác định như sau:



*QHV: Sản lượng hoà vốn*

***Doanh thu***

***Chi phí***

**VC**

**FC**

Lãi - EBIT

Lỗ

**Điểm hòa vốn**

QHHV

*Đòn bẩy kinh doanh*

Trong kinh doanh thường xuyên phát sinh các nhu cầu đầu tư (đầu tư mới, mở rộng hoặc thay thế) nhằm mở rộng qui mô hoặc giành một vị thế cạnh tranh nào đó. Đầu tư thiết bị hiện đại với nhiều tính năng sẽ phát sinh chi phí cố định lớn, nhưng bù lại sẽ giảm đáng kể chi phí về nguyên vật liệu, nhân công và thậm chí có thể tăng đáng kể năng lực sản xuất. Qua đó sẽ tạo ra một cơ cấu về chí phí cố định và chi phí biến đổi trong giá thành sản phẩm. Và với cơ cấu đó sẽ tạo ra cho doanh nghiệp những thay đổi về lợi nhuận ở các mức khác nhau. Chính vì vậy, mà hoạt động đầu tư vào tài sản cố định có thể tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp, do đó doanh nghiệp cần cân nhắc cơ cấu chi phí cố định và chi phí biến đổi phù hợp thông qua hoạt động đầu tư, để tăng lợi nhuận hoạt động cho doanh nghiệp.

* + *Đo lường hiệu ứng của đòn bẩy kinh doanh*

Hiệu ứng của đòn bẩy kinh doanh là sự khuyếch đại giao động của sản lượng (hoặc doanh thu) lên lợi nhuận trước thuế và lãi. Do đó, hiệu ứng này có thể đo lường bằng tương quan giữa sự thay đổi của lợi nhuận trước thuế và lãi với sự thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu). Sau đây là công thức đo lường hiệu ứng đòn bẩy hoạt động:



Như vậy có thể nói rằng tại mức sản lượng Q cứ 1 % thay đổi sản lượng sẽ làm cho EBIT thay đổi với mức DOL % và chi phí cố định hoạt động FC càng lớn thì DOL càng lớn.

Nếu một doanh nghiệp có đòn bẩy kinh doanh cao thì những thay đổi nhỏ của sản lượng tiêu thụ cũng sẽ có tác động lớn đến EBIT. EBIT sẽ tăng rất nhạy trong trường hợp mở rộng tiêu thụ sản phẩm nhưng cũng sẽ giảm rất mạnh nếu có sự sụt giảm mức tiêu thụ.

Tóm lại, sự biến động của EBIT thể hiện sự mạo hiểm về kinh tế của doanh nghiệp phụ thuộc vào 3 tham số:

* Doanh thu
* Cơ cấu chi phí (định phí và biến phí)
* Mức độ ở gần điểm hòa vốn so với mức sản xuất có thể.

*Đòn bẩy tài chính*

Trong quá trình kinh doanh, để đảm bảo nguồn vốn cho các hoạt động đầu tư vào tài sản, để thực hiện hoạt động kinh doanh, các doanh nghiệp có thể sử dụng các biện pháp tài trợ như: vay nợ dài hạn, trung hạn, thuê tài chính... Khi sử dụng các biện pháp tài trợ sẽ hình thành chi phí tài trợ, và chi phí phải chịu hàng năm là một khoản chi phí tiền lãi cố định không phụ thuộc vào hoạt động của công ty. Khoản chi phí tiền lãi cố định này sẽ được khấu trừ vào thu nhập chịu thuế. Chính vì vậy, khi sử dụng nguồn vay nợ này, trong điều kiện kinh doanh có lãi sẽ khuyếch đại tỷ suất sinh lợi của đầu tư. Ngược lại, sẽ khuyếch đại khoản lỗ và rủi ro không trả được nợ vay là điều khó tránh khỏi và có thể dẫn đến phá sản.

Các biện pháp tài trợ trên càng nhiều, thì chi phí tài trợ cố định càng lớn, dẫn đến lợi nhuận sau thuế sẽ bị thay đổi càng lớn và kéo theo sự thay đổi của thu nhập trên vốn chủ sở hữu. Đòn bẩy tài chính sẽ khuếch đại dao động của EBIT lên thu nhập trên vốn chủ sở hữu. Trong trường hợp doanh nghiệp là công ty cổ phần, thì đòn bẩy tài chính khuyếch đại dao động của EBIT lên thu nhập trên cổ phần.

Hiệu ứng đòn bẩy tài chính là tương quan giữa % thay đổi của thu nhập trên cổ phần thường với tỷ lệ % thay đổi của EBIT. Sau đây là công thức đo lường hiệu ứng đòn bẩy tài chính:



Ý nghĩa của công thức này là nếu có sự thay đổi 1 % EBIT với cấu trúc tài trợ hiện tại ta có DFL % thay đổi thu nhập trên cổ phần thường.

Khi EBIT cao hơn chi phí lãi vay thì thu nhập trên cổ phần thường của công ty vay nợ nhiều sẽ cao hơn công ty ít vay nợ. Ngược lại, khi EBIT thấp hơn chi phí lãi vay thì công ty sẽ lỗ nhiều hơn và rủi ro sẽ cao đối với các cổ đông.

Sử dụng nợ vay sẽ tác động đến thông số nợ của doanh nghiệp và thúc đẩy sự tác động lên tỷ suất sinh lợi trên tài sản, qua đó ảnh hưởng mạnh đến tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu.

Khi tỷ suất sinh lợi trước thuế và lãi trên tài sản thấp hoặc biến động mạnh thì cần ưu tiên tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Ngược lại, khi tỷ suất sinh lợi trước thuế và lãi trên tài sản cao và ổn định thì có thể tăng mức sử dụng nợ để tăng hiệu ứng của đòn bẩy tài chính.

*Hiệu ứng đòn bẩy tổng hợp*

Sự thay đổi của môi trường kinh doanh sẽ làm thay đổi sản lượng và doanh thu, chính sự thay đổi sản lượng sẽ dẫn đến sự thay đổi của EBIT, với những mức khếch đại khác nhau phụ thuộc vào đòn bẩy hoạt động của nó. Tiếp sau, sự biến đổi EBIT làm sẽ làm thay đổi thu nhập trên cổ phần thường, thông qua sự khuyếch đại của đòn bẩy tài chính.

Hiệu ứng đòn bẩy tổng hợp là tích của hai đòn bẩy trên, đo lường độ nhạy của EPS khi sản lượng (doanh số) thay đổi. Nó được xác định như sau:

**DTL = DOL x DFL**





Qua DTL người ta có thể ước lượng tính dao động của thu nhập trên cổ phần. Hay nói cách khác trạng thái rủi ro của các cổ phiếu có thể được ước lượng./.