

# Thận trọng với đòn bẩy tài chính để tránh và vượt qua khủng hoảng

ThS. NGUYỄN PHƯƠNG LUYẾN

Học viện Ngân hàng

*Đã có nhiều nghiên cứu về vấn đề đầu tư gắn với quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, và khó khăn trong thanh khoản của ngân hàng, nhưng việc nghiên cứu sự tương tác giữa các ngân hàng và các công ty trong suốt một chu kỳ đòn bẩy vẫn còn những khoảng trống. Bài viết tổng hợp kết quả nghiên cứu về sự tương tác của các doanh nghiệp và các ngân hàng trong một chu kỳ đòn bẩy khi tồn tại khó khăn trong thanh khoản và liên hệ với tình hình thực tiễn ở Việt Nam. Qua đó, đưa ra những gợi ý cho doanh nghiệp, ngân hàng và nền kinh tế nói chung khi sử dụng đòn bẩy tài chính để ngăn ngừa và vượt qua khủng hoảng.*

## 1. Tương tác giữa ngân hàng và doanh nghiệp trong một chu kỳ đòn bẩy

**H**ành vi của các doanh nghiệp được mô tả là cố gắng để tối đa hóa sự tăng trưởng, phát triển của doanh nghiệp gắn với khả năng sử dụng vốn và chi phí mà họ phải trả trên mỗi đồng vốn. Trong khi đó hành vi của các ngân hàng là cố gắng để tăng giá trị tài sản ròng của họ thông qua các khoản vay và sự tương tác giữa chúng (Godin.A và Kinsellay.S, 2011). Với nghiên cứu cho phép các công ty và ngân hàng tương tác trong một môi

trường kinh doanh mô phỏng với việc sao chép các kết quả thực nghiệm của Schularick và Taylor (2009), Fagiolo và Luzzi (2006), Audretsch và Elston (2002) Godin và Kinsellay đã chỉ ra rằng, các công ty có thể phát triển và diệt vong do mất khả năng thanh toán, các ngân hàng có thể phát triển và đổ vỡ khi nợ xấu tăng lên tới mức không bền vững, bản thân nền kinh tế quay quanh chu kỳ đòn bẩy.

Chu kỳ đòn bẩy là một khái niệm cũ về kinh tế (Bagehot, 2006), (Minsky, 1986), gần đây hơn theo mô tả của Fostel và Geanakoplos (2008), theo



đó, chu trình đòn bẩy là một hiện tượng mà ở đó thiếu vắng sự can thiệp dẫn đến đòn bẩy trở nên quá cao trong thời kỳ kinh tế bùng nổ, và quá thấp trong thời kỳ kinh tế suy thoái.

Fostel và Geanakoplos xác định ‘đòn bẩy’ như một tỷ lệ của giá trị tài sản ký quỹ trên khoản tiền mặt bắt buộc phải có để mua chúng. Khái niệm này rõ ràng là khác với khái niệm thông thường của đòn bẩy là tỷ lệ (nợ + vốn chủ sở hữu)/vốn chủ sở hữu, theo Godin và Kinsellay, vốn chủ sở hữu sẽ bị cuốn sạch trong một cuộc khủng hoảng, nên hiểu về đòn bẩy như vậy là sai lầm. Tôi đã đòn bẩy theo Fostel và Geanakoplos (2008) là nghịch đảo của margin mà margin của một tài sản là tỷ lệ phần trăm giữa giá trị thâm hụt từ các khoản vay với giá trị doanh nghiệp. Do đó,  $\text{Margin} = (\text{Giá trị doanh nghiệp} - \text{Mức vay tối đa}) / \text{Giá trị doanh nghiệp}$ .

Nếu chúng ta giả định rằng giá của một công ty bằng vốn cổ phần ( $k$ ) và mức vay tối đa (khả năng vay) được đo bằng nguồn vốn đã vay ( $k_b$ ), do đó margin của nó là:

$$\text{Margin} = (k - k_b) / k = 1 - k_b / k$$

Khái niệm đòn bẩy được sử dụng trong nghiên cứu này là  $l = k_b / k$  theo chu kỳ giống khái niệm được đưa ra bởi Fostel và Geanakoplos (2008).

$l^f = 1 / \text{Margin} = 1 / (1 - l)$ . Khi một biến số tăng thì biến kia tăng theo và ngược lại.

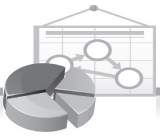
Với các công ty hoàn toàn sáng suốt và chừng mực, họ sẽ có những thái độ khác nhau

trong việc nắm giữ các khoản nợ bởi vì cần cân nhắc tương quan đòn bẩy với giá trị tài sản (thường quá cao trong giai đoạn bùng nổ kinh tế và quá thấp trong thời gian khủng hoảng). Các doanh nghiệp phản ứng với các thông tin tốt hoặc xấu bằng cách thay đổi kỳ vọng của họ và do đó ảnh hưởng đến sở thích về đòn bẩy, vay nhiều hay ít sẽ phụ thuộc vào mức độ lạc quan của họ về nền kinh tế. Kết quả tạo ra một chu kỳ tự nhiên về sản lượng thực tế, đòn bẩy và giá cả tài sản. Vai trò của các trung gian tài chính trong việc truyền tải của chu kỳ đòn bẩy đã được tiếp tục nghiên cứu bởi Coricelli et al. (2010), Denis và Sibilkov (2010), Devereux và Yetman (2010). Mức độ đòn bẩy ở phạm vi quốc tế gần đây đã được nghiên cứu và đo lường bởi Kalemli-Ozcan et al. (2011) với kết luận mức nợ hiện nay đang ở mức cao nhất trong lịch sử. Sự kết nối giữa tính thanh khoản và đòn bẩy đã được thực hiện bởi nghiên cứu của Adrian và Shin (2010), Oliveira và Fortunato (2006), và trước đó là Kiyotaki và Moore (1997) và Whited (1992). Bằng chứng về tăng trưởng và phát triển trong sự hiện diện của những hạn chế đối với đầu tư ở Đức (Audretsch và Elston, 2002), Canada (Aivazian et al, 2005), Ý (Fagiolo và Luzzi, 2006) và một loạt các nền kinh tế mới nổi (Coricelli et al, 2010) cũng đã được ghi nhận. Mỗi nghiên cứu đều cho thấy dù nhiều hay

ít đòn bẩy quá mức dẫn đến một chu kỳ bùng nổ- phá sản trong công ty, với hậu quả mặc định là công ty mất khả năng thanh toán dẫn đến giải thể phá sản.

Một vấn đề cần quan tâm đó là các công ty thường lập kế hoạch sản xuất với quy mô lớn hơn nhu cầu sản xuất thực tế, được gọi là “công suất dư thừa”, cả hai nhà nghiên cứu Labini (1971) và Spence (1977) chỉ ra rằng, trong môi trường cạnh tranh không hoàn hảo, sự tồn tại công suất dư thừa cho phép các công ty đương nhiệm ngăn chặn các đối thủ mới tham gia vào thị trường, đó chính là lý do người ta mong muốn kế hoạch sản xuất với quy mô lớn hơn nhu cầu sản xuất thực tế. Trái lại Robinson (1969) lưu ý rằng, các công ty thường không dự toán chính xác về nhu cầu tăng trưởng của họ nên đã tạo ra quy mô sản xuất không như mong muốn, trong khi Steindl (1952) chỉ ra rằng các công ty tận dụng “công suất dư thừa” giống như cách mà các hộ gia đình giữ tiền mặt để chống lại một tương lai vô định. Pasinetti (1981) sử dụng của phân bố xác suất không chắc chắn trên cả nhu cầu trước đây và nhu cầu mới tăng thêm khi thu nhập tăng lên để biện minh cho sự tồn tại của công suất dư thừa.

Lavoie (1992) lưu ý rằng, cần có thời gian để xây dựng năng lực sản xuất mới. Như vậy, đầu tư được lên kế hoạch trước và năng lực sản xuất



đồng thời tăng trên diện rộng ngay lập tức trong khi nhu cầu lại tăng chậm từng bước. Lavoie (1992) cũng chỉ ra rằng các công ty không muốn làm thất vọng các khách hàng khi không có đủ khả năng sản xuất nhằm đáp ứng nhu cầu để giải thích lý do tại sao họ có kế hoạch đầu tư trước nhu cầu tăng trưởng.

Godin A. và Kinsella S. (2011) đã xây dựng mô hình nghiên cứu sự tương tác của các doanh nghiệp và ngân hàng trong suốt một chu kỳ đòn bẩy khi tồn tại khó khăn thanh khoản. Kết quả của nghiên cứu đã khẳng định chu kỳ đòn bẩy đủ để tạo ra biến động giống như chu kỳ kinh doanh. Tỷ lệ ra đời và mất đi công ty thay đổi phù hợp với chu kỳ đòn bẩy theo thời gian và để tránh một cuộc khủng hoảng tài chính, các ngân hàng cần điều chỉnh kịp thời mức dự trữ và cho vay của họ. Mặc dù nghiên cứu có những hạn chế nhất định song những kết quả nghiên cứu đã được ghi nhận và có thể vận dụng để kiểm chứng tình hình thực tiễn ở Việt Nam.

## **2. Mô tả tóm tắt kết quả mô hình nghiên cứu sự tương tác của các doanh nghiệp và ngân hàng của Godin A. và Kinsella S. (2011)**

Mô hình được phát triển theo lịch sử thời gian, quyết định của công ty và ngân hàng tại bất kỳ thời điểm nào trong chu kỳ đòn bẩy được mô tả bằng hàm tuyến tính (piecewise). Sự tích lũy vốn và vay mượn là một hàm tuyến tính chức năng

của hiệu suất sử dụng vốn trong mỗi công ty. Đơn vị chi phí là một hàm tuyến tính giảm dần của đầu ra cho một nguồn vốn cổ phần cho trước. Doanh nghiệp lựa chọn để đầu tư (hoặc không) trong một khoảng thời gian nhất định theo mức độ lợi nhuận giữ lại, tích lũy vốn cho đến thời điểm đó kèm theo các yếu tố khác. Các công ty được cho là phá sản ngay sau khi mức giá (doanh thu trên 1 đơn vị sản phẩm) không cho phép họ thanh toán đơn vị chi phí lao động và trả nợ.

Khi một công ty không thể tồn tại, các ngân hàng sở hữu nợ của công ty đó cố gắng thanh lý công ty bằng cách bán vốn cổ phần của công ty với một tỷ lệ chiết khấu. Theo Fostel và Geanakoplos (2008), trong từng thời kỳ thông tin tốt hay xấu sẽ ảnh hưởng tới mục tiêu mức độ đòn bẩy của các công ty một cách tích cực hay tiêu cực.

Khi một công ty dư thừa khả năng sản xuất, và nếu cần nó phải làm giảm mức đòn bẩy bằng cách cố gắng bán một phần vốn dư thừa của mình với một tỷ lệ chiết khấu cho các công ty khác. Các ngân hàng cho vay để tạo ra lợi nhuận, giả định việc các ngân hàng tính lãi suất ảnh hưởng đến mức đòn bẩy mà các công ty vay mượn, tỷ lệ dự trữ của các ngân hàng, tỷ lệ dự trữ mục tiêu, và một tham số nào đó phản ánh tỷ suất lợi nhuận mong muốn của ngân hàng, theo Delli-Gatti (2010). Lợi nhuận sau đó được xác định là tổng của

lãi nhận được (không tính đến các khoản cho vay không được thực hiện). Tất cả lợi nhuận được coi là lợi nhuận giữ lại và làm tăng dự trữ của các ngân hàng. Nếu dự trữ của một ngân hàng có chiều hướng tiêu cực trong một khoảng thời gian, ngân hàng được giả định vỡ nợ và phá sản. Lúc đầu, các ngân hàng được phân ngẫu nhiên cho các công ty, nhưng sau đó các công ty cố gắng giảm thiểu mức lãi suất tính cho họ còn các ngân hàng cố gắng tối ưu hóa các khách hàng của họ và tránh những khoản cho vay không thực hiện được.

Khi một công ty cần tài trợ một phần vốn đầu tư của mình, họ tiếp cận tất cả các ngân hàng với sự ưu tiên cho các ngân hàng có lãi suất thấp. Các ngân hàng sau đó chấp nhận hoặc từ chối cho các doanh nghiệp vay dựa trên mục tiêu tỷ lệ dự trữ của họ và theo sở thích của mình đối với khách hàng (những công ty có tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn được ưa thích hơn những công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn). Nếu một công ty không tìm thấy một ngân hàng sẵn sàng tài trợ cho các khoản đầu tư của mình, công ty đó không thể đầu tư trừ khi họ sử dụng nguồn vốn tự có hoặc lợi nhuận để lại.

### ***i) Xây dựng mô hình***

Godin A. và Kinsella S. xây dựng mô hình với giả định có 10 ngân hàng phục vụ một số lượng lớn các công ty (khoảng 1.000 công ty) trong từng giai đoạn, mô hình chạy cho 500 giai đoạn. Ngân hàng được



quyết định lãi suất, và các công ty được tự do di chuyển từ ngân hàng này sang ngân hàng khác khi tìm nguồn tài trợ cho một dự án cụ thể trong tương lai.

Trong mỗi giai đoạn, thông tin đi vào mô hình như là một biến số tích cực hay tiêu cực mà các doanh nghiệp và các ngân hàng phải ứng phó, với giả định các hộ gia đình tiêu thụ tất cả những gì các công ty sản xuất. Các công ty cũng có thể quyết định đầu tư vào năng lực sản xuất hay không qua việc chọn tăng hoặc giảm việc làm và giả định có một nguồn cung cấp lao động luôn thích ứng với sự thay đổi về nhu cầu nhân lực. Trong từng thời kỳ các công ty trả tiền lương cho các hộ gia đình và có thể trả hoặc không trả cổ tức cho họ (những hộ gia đình nắm giữ cổ phiếu được chi trả cổ tức khi công ty làm ăn tốt, khi công ty làm ăn gặp khó khăn sẽ không thanh toán cổ tức). Các công ty có thể chọn để vay vốn không phải chỉ từ ngân hàng.

Mô hình nghiên cứu đã mô tả mối tương tác giữa thanh khoản của doanh nghiệp và ngân hàng và khả năng thanh toán qua một chu kỳ đòn bẩy. Nghiên cứu thực hiện lần lượt khảo sát các mối tương quan của các biến số theo trình tự: Tương quan trong công ty; tương quan về nhu cầu tiêu thụ; tương quan tại ngân hàng.

- Nghiên cứu về công ty: Sau khi xây dựng các phương trình phản ánh tương quan giữa mức đòn bẩy mong muốn, lợi nhuận giữ lại, chi phí sản xuất với

các biến khác, phương trình hành vi của công ty cũng được thiết lập nhằm mô tả các quyết định đầu tư của công ty trong trường hợp lãi suất ngân hàng và hiệu quả sử dụng vốn thay đổi. Kết luận sau nghiên cứu như sau: Khi đầu tư là không quan trọng để đáp ứng mức độ đòn bẩy mong muốn,  $\rho$  (hàm số của hiệu quả sử dụng vốn và sự tăng đòn bẩy mong muốn) cần phải rất cao. Lượng tiền đầu tư càng cao (mức độ hiệu quả sử dụng vốn hiện tại càng cao), phần vốn vay cho một sự gia tăng nhất định trong đòn bẩy mong muốn càng thấp.

- Nghiên cứu về nhu cầu: Sau khi lập phương trình phản ánh mối tương quan giữa nhu cầu thực tế, giá cả hàng hóa và mức độ yêu thích một mặt hàng bất kỳ với thu nhập và tỷ lệ tiết kiệm, nghiên cứu cho kết luận như sau: Nhu cầu tăng lên ở mỗi doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi cả các tình huống của doanh nghiệp (như lạm phát trên mỗi đơn vị giá cả, lạm phát trên một đơn vị chi phí, những hạn chế về nhu cầu) và tình huống tổng thể (thông tin, tăng trưởng vốn, tăng trưởng đầu ra).

- Nghiên cứu về ngân hàng: Giả định như Delli-Gatti (2010) rằng, ngân hàng thay đổi lãi suất như một hàm của mức đòn bẩy của doanh nghiệp ( $l$ ) và lợi nhuận giữ lại của ngân hàng ( $k$ ). Ngân hàng nhận mức bù rủi ro dựa trên rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp, mức đòn bẩy của doanh nghiệp càng cao thì rủi ro vỡ nợ càng

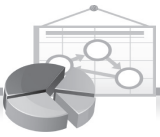
cao. Ngoài ra ngân hàng có chính sách giảm lãi suất để hấp dẫn khách hàng, việc giảm lãi suất này dựa trên tỷ lệ dự trữ của ngân hàng, tỷ lệ dự trữ càng cao thì lãi suất càng thấp. Trong mô hình nghiên cứu tỷ lệ dự trữ của ngân hàng tương quan tỷ lệ nghịch với mức đòn bẩy. Ban đầu ngân hàng được ngẫu nhiên gắn với doanh nghiệp nhưng sau đó trong một giai đoạn bất kỳ, doanh nghiệp cố gắng giảm mức lãi suất và ngân hàng để phát triển đã cố gắng đáp ứng khách hàng tránh những khoản tín dụng không được thực hiện. Khi doanh nghiệp cần vay vốn để đầu tư họ sẽ tiếp cận với tất cả các ngân hàng để mong tìm được mức lãi suất thấp nhất. Ngân hàng chấp nhận hay từ chối khoản vay căn cứ vào tỷ lệ dự trữ mục tiêu của họ và mức độ yêu thích khách hàng đó (doanh nghiệp có mức đòn bẩy thấp được yêu thích hơn). Trường hợp doanh nghiệp không tìm được ngân hàng để tài trợ, họ phải sử dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư.

Sau khi xây dựng mô hình, các tình huống được giả định và mô hình được mô phỏng qua các tình huống.

### **ii) Mô phỏng nghiên cứu qua tình huống**

#### **Tình huống cơ sở**

Hành vi của công ty, ngân hàng và nhu cầu tiêu dùng được lượng hóa dựa trên các nghiên cứu trong quá khứ và áp dụng vào mô hình. Tình huống cơ sở là một mẫu bao gồm hàng nghìn công ty và 10



ngân hàng trong mỗi giai đoạn và chạy cho 500 giai đoạn, mỗi công ty được ngẫu nhiên phân bổ vốn cổ phần ban đầu, một mức đòn bẩy và một bộ tham số. Xác suất của thông tin xấu trong mỗi giai đoạn là 30%.

Hình 1 là kết quả của tình huống cơ sở và hai tình huống đầu tiên. Đường đồ thị đậm là kết quả tình huống cơ sở, đường chấm và gạch nối lần lượt là kết quả tình huống 1 và 2. Hai số thấp hơn chỉ ra sự khác nhau giữa các công ty phá sản trong mỗi tình huống 1 và 2 so với tình huống cơ sở. Số dương (hoặc số âm) chỉ ra nhiều hay ít công ty phá sản trong tình huống 1 hoặc 2 so với tình huống cơ sở.

Đỉnh đòn bẩy cao nhất trong 100 giai đoạn đầu tiên chỉ ra rằng các công ty tăng năng lực sản xuất của họ một cách rộng rãi để đáp ứng nhu cầu xã hội (công suất sử dụng ban đầu khoảng 75%). Sau một số vụ phá sản (khoảng 500 trong 100 giai đoạn đầu tiên), các công ty thiết lập mức đòn bẩy thấp hơn. Mức đòn bẩy thay đổi theo sự biến động của thông tin.

Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ tăng vốn cổ phần cũng đi theo chu kỳ. Trong suốt khoảng thời gian tồn tại tin tốt, vốn cổ phần tăng lên, trái lại trong giai đoạn tin xấu, vốn tăng chậm lại thậm chí giảm đi. Vốn tăng không hoàn toàn theo chu kỳ tin tức mà còn dựa vào công suất sử dụng. Điều này lý giải sự dao động trong sự tăng trưởng vốn trong suốt giai đoạn thông tin tốt.

**Tình huống 1:** Thay đổi chính sách cổ tức trong doanh nghiệp.

Tình huống thứ nhất tái tạo sự thay đổi chính sách cổ tức trong công ty. Cổ đông chấp nhận mức cổ tức giảm xuống 10% cho mỗi doanh nghiệp. Giá và thông tin (hai biến ngoại sinh) duy trì như ở tình huống cơ bản. Doanh nghiệp và ngân hàng cũng bắt đầu với cùng lượng vốn cổ phần, tỷ lệ đòn bẩy và các tham số như trong tình huống cơ bản.

Tỷ lệ cổ tức cao chứng tỏ tỷ lệ lợi nhuận giữ lại tái đầu tư thấp hơn. Tỷ lệ này thấp hơn có 2 ảnh hưởng, đó là hoặc làm giảm chất lượng đầu tư tạo bởi mức đòn bẩy cho trước, hoặc tăng chất lượng của khoản vay được thực hiện để đầu tư. Cả hai trường hợp này đều tăng đòn bẩy, như vậy công ty sẽ khó tồn tại và điều đó được quan sát từ sự gia tăng lượng các công ty phá sản ở Hình 1.

Hơn thế nữa, tăng mức đòn bẩy dẫn đến mức lãi cao hơn và như vậy mức lợi nhuận giữ lại thấp hơn (do sự tăng lên của

chi phí vay), cản trở sự tăng trưởng vốn, điều đó làm tăng sự khác biệt của vốn cổ phần theo thời gian. Đáng chú ý là tổng cổ tức phân chia trong suốt tình huống 1 là 94% so với tổng cổ tức được phân chia trong suốt tình huống cơ bản. Cổ tức trong ngắn hạn càng cao thì tổng toàn bộ cổ tức lại càng thấp, do đó để tăng cổ tức trong dài hạn, công ty phải tối đa hóa tăng trưởng hơn là cố gắng đòi hỏi cổ tức trong mỗi giai đoạn càng nhiều càng tốt.

**Tình huống 2:** Ngân hàng thay đổi lãi suất

Tình huống thứ 2 tái tạo một sự thay đổi lãi suất ngân hàng, lãi suất được mong muốn giảm đi 10%. Như tình huống 1, giá và thông tin thay đổi (hai biến ngoại sinh) được xác định đồng nhất như trong tình huống cơ sở, doanh nghiệp và ngân hàng ban đầu cũng như trong tình huống cơ sở.

Từ Hình 1 có thể thấy mức lãi suất thấp ảnh hưởng rất mạnh đến đòn bẩy cũng như vốn cổ phần và sự phá sản của doanh nghiệp. Trong ngắn hạn

**Hình 1. Kết quả nghiên cứu tình huống 1 và 2**

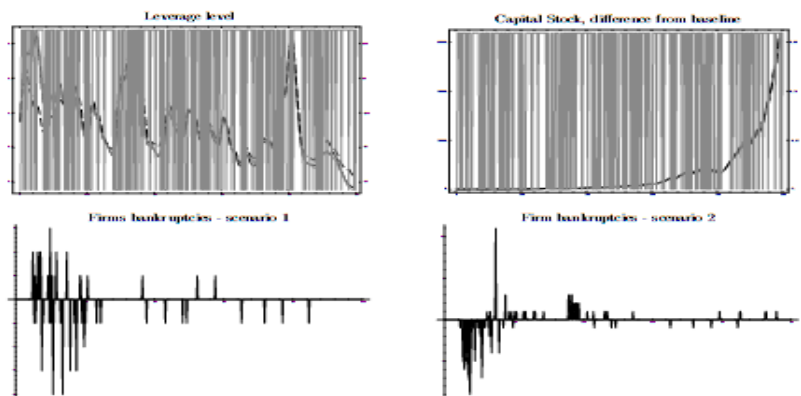


Figure 5: Scenario 1 (solid) has little effect on leverage level and a slight positive on capital stock and firms' bankruptcies while Scenario 2 (dashed) has a stronger effect on leverage level, capital stock and firm's bankruptcy.

Nguồn: Godin và Kinsellay .S (2011)



**Bảng 1. Tốc độ tăng trưởng tín dụng từ năm 2006-2012**

Năm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tốc độ tăng tín dụng	24,8	48,9	23,4	37,5	31,2	12-13	8,91
Tín dụng/GDP danh nghĩa (lần)	0,71	0,90	0,86	1,06	1,16	1,02	NA

Tác giả tổng hợp dựa trên số liệu của UBGSTCQG và NHNNVN

công ty tăng lợi nhuận giữ lại tái đầu tư do chi phí vay thấp hơn cho phép họ sử dụng mức đòn bẩy thấp và như vậy sẽ hạn chế sự phá sản hơn. Tuy nhiên, đỉnh điểm của mức đòn bẩy tài chính xuất hiện muộn hơn so với tình huống cơ sở và kéo dài dẫn đến nhiều công ty phá sản hơn, chính điều này ngăn trở sự tăng trưởng của vốn cổ phần.

Không ngạc nhiên khi tổng lãi trả cho ngân hàng suốt tình huống 2 thấp hơn so với tình huống cơ sở. Tuy nhiên sự khác biệt là rất lớn (khác nhau đến 73%), không chỉ do mức lãi suất thấp mà còn do mức tăng trưởng tổng thể thấp hơn.

**Tình huống 3:** Mọi tin tức đều xấu

Tình huống thứ 3 tái tạo một sự thay đổi nào đó trong tần suất của thông tin xấu, 10% thông tin tốt của tình huống cơ sở chuyển thành tin xấu. Giá cả cũng thay đổi dựa trên thông tin xấu, công ty và ngân hàng vẫn giữ nguyên như trong tình

huống cơ sở.

Hình 2 biểu thị kết quả từ tình huống 3 (đường gạch nối) so sánh với tình huống cơ sở (đường liền mạch). Có thể thấy thông tin xấu càng nhiều dẫn đến mức đòn bẩy cao hơn trong cả ngắn hạn và dài hạn, đỉnh của đòn bẩy được quan sát như ở tình huống cơ sở nhưng rộng hơn bởi vì các công ty khó khăn hơn trong việc hoàn trả khoản nợ. Thực tế khi thông tin xấu nhiều hơn thì lợi nhuận giữ lại ít hơn, lợi nhuận này được dùng để tái đầu tư hoặc trả nợ nếu hiệu quả sử dụng vốn là mục tiêu.

Hơn thế nữa công ty cần nhiều thời gian để thiết lập một mức đòn bẩy có thể chấp nhận và mức này cao hơn so với tình huống cơ sở, ảnh hưởng lâu dài cũng được giải thích là do lợi nhuận giữ lại thấp hơn và nhu cầu tiêu thụ hàng hóa tăng chậm hơn. Như vậy mức lợi nhuận giữ lại thấp hơn có ảnh hưởng lớn đến cả tăng trưởng vốn (gồm cả vốn cổ phần) và

lượng công ty sản phẩm. Tăng trưởng cũng chịu ảnh hưởng bởi mức đòn bẩy mục tiêu (do thông tin xấu) và ảnh hưởng đến việc ra quyết định đầu tư của công ty.

Nghiên cứu mô hình cho thấy chu kỳ đòn bẩy đơn giản trong một mô hình xác định là đủ để tạo ra chu kỳ kinh doanh biến động trong một nền kinh tế với sự kết nối giữa công ty và ngân hàng. Mô hình nghiên cứu sự tương tác giữa ngân hàng và doanh nghiệp trong chu kỳ đòn bẩy và nghiên cứu hiệu quả sử dụng vốn và đầu tư vốn tương tác với chi phí vốn, đòn bẩy bởi ngân hàng và doanh nghiệp và tính thanh khoản.

Có một số hạn chế trong nghiên cứu này, mô hình không phải là dòng tiền nhất quán, không có ngân hàng trung ương, cần giảm bớt tham số để điều khiển mô hình sát thực hơn.

**3. Liên hệ với thực tiễn ở Việt Nam**

**Đòn bẩy tài chính và diễn biến kinh tế Việt Nam từ 2006 đến nay**

Trong giai đoạn 2006-2010, tín dụng cho nền kinh tế tăng bình quân 33,2%/năm, cao hơn mức tăng bình quân 26,1%/năm của giai đoạn 2001-2005 và tỷ lệ tín dụng/GDP đã tăng từ 0,71 lần năm 2006 lên mức 1,16 lần năm 2010.

Thời điểm khó khăn nhất

**Hình 2. Kết quả nghiên cứu tình huống 3**

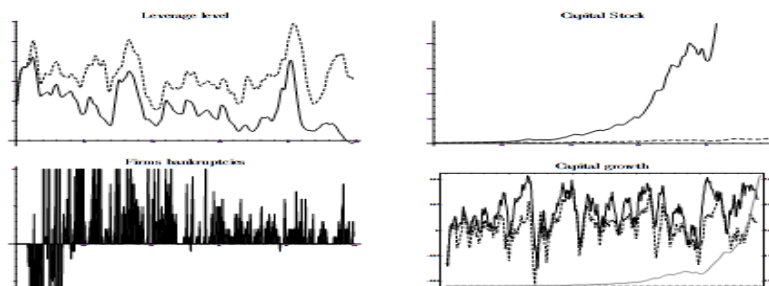
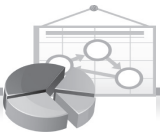


Figure 6: Scenario 3 (dashed) has strong positive effect on leverage level and a strong negative on capital stock and firms bankruptcies. Furthermore, capital growth is always lower in scenario 3 than in the baseline scenario.

Nguồn: Godin.A và Kinsellay .S (2011)



của hệ thống tài chính tín dụng Việt Nam là ở quý II/2008 khi các ngân hàng rơi vào tình trạng khó khăn thanh khoản, còn tăng trưởng kinh tế khó khăn nhất vào quý I/2009. Nhờ gói cho vay hỗ trợ lãi suất năm 2009, nền kinh tế nước ta đã phục hồi ở hầu hết các lĩnh vực. Đó là những năm các doanh nghiệp dễ dàng vay vốn lãi suất thấp. Tuy nhiên, chính sự dễ dãi với tiền giá rẻ khiến cho doanh nghiệp được thành lập ồ ạt, số lượng đăng ký thành lập tăng vọt. Tổng số doanh nghiệp đăng ký toàn nền kinh tế đến năm 2010 khoảng 539 nghìn doanh nghiệp. Bình quân mỗi năm có 66,3 nghìn doanh nghiệp được thành lập mới, tốc độ tăng bình quân đạt 18%/năm. Tổng số vốn đăng ký của doanh nghiệp giai đoạn này gấp gần 6 lần so với tổng vốn đăng ký của doanh nghiệp dân doanh thành lập mới giai đoạn 2001- 2005. Vốn tự có thấp, hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc chủ yếu vào vốn ngân hàng, sự hấp dẫn của vốn giá rẻ khiến cho doanh nghiệp say sưa với những dự án kinh doanh mạo hiểm, thậm chí thiếu thực tế mà không lường hết được hậu quả. Khi tín dụng được thắt chặt, hàng loạt doanh nghiệp phá sản và nợ xấu của toàn hệ thống ngân hàng tăng lên.

### **Doanh nghiệp phá sản**

Tính hết năm 2011, tổng doanh nghiệp đã giải thể là 79.014 doanh nghiệp trong đó có 2.082 doanh nghiệp tư nhân, 16.748 công ty TNHH

một thành viên, 18.826 công ty TNHH 2 thành viên trở lên và 41.357 công ty cổ phần (VCCI 14/3/2012). Mặc dù các điều kiện sản xuất kinh doanh của quý I/2012 được dự báo có xu hướng giảm hơn so với quý IV/2011, nhưng vẫn có 32% doanh nghiệp dự định mở rộng quy mô kinh doanh trong năm 2012, 52% doanh nghiệp quyết định giữ nguyên quy mô kinh doanh, 15% doanh nghiệp có thể giảm quy mô kinh doanh và chỉ có 1% doanh nghiệp quyết định đóng cửa. Nguyên nhân khiến các doanh nghiệp quyết định có thể mở rộng sản xuất kinh doanh vào năm 2012 là do doanh nghiệp tin tưởng vào sự tăng trưởng của cả thị trường nội địa lẫn thị trường xuất khẩu, sự ưu đãi thuế và cải thiện cơ sở hạ tầng. Hơn nữa ngày 13/3/2012, Ngân hàng Nhà nước đã giảm lãi suất cho vay xuống 13%. Đây là một dấu hiệu khả quan, dự báo tương lai sáng sủa hơn cho các doanh nghiệp và kỳ vọng rằng số lượng giải thể năm 2012 sẽ ít hơn, tuy nhiên thực tế lại hoàn toàn trái ngược so với những gì các doanh nghiệp kỳ vọng.

Theo báo cáo của Chính phủ tại kỳ họp Quốc hội khóa XIII, tính đến ngày 20/9/2012, tổng số doanh nghiệp đã giải thể, ngừng hoạt động là 40.190 doanh nghiệp, tăng 6,5% so với cùng kỳ năm 2011, trong đó có 6.503 doanh nghiệp giải thể và 33.597 doanh nghiệp ngừng hoạt động. Số doanh nghiệp phải giải thể hoặc ngừng hoạt

động chiếm tỷ lệ cao nhất là ngành tài chính, ngân hàng và bảo hiểm với 247 doanh nghiệp, tăng 61,4%. Đến cuối năm 2012, theo thông tin từ các nguồn khác nhau, số lượng các doanh nghiệp phá sản trong năm 2012 đã tăng lên khoảng gần 55.000 doanh nghiệp, mặc dù số liệu của nhiều cơ quan chứng năng và đơn vị truyền thông không hoàn toàn nhất quán, nhưng số liệu công bố cho thấy rõ khó khăn của doanh nghiệp kể từ năm 2011 đến nay, số doanh nghiệp phá sản, đóng cửa đã và đang gia tăng. Trong vòng 2 năm, theo VCCI có gần 100.000 doanh nghiệp rời thị trường, tương đương với một nửa số doanh nghiệp đóng cửa trong vòng 20 năm qua

### **Nợ xấu ngân hàng**

Theo công bố của Ngân hàng Nhà nước, tính đến tháng 9/2012, số nợ xấu trong toàn hệ thống ngân hàng ước khoảng 8,6- 10% tổng dư nợ (khoảng 2,5- 2,8 triệu tỷ đồng). Nguyên nhân của tỷ lệ nợ xấu hiện tại là do chất lượng tín dụng ở nhiều ngân hàng thấp, đặc biệt là các tổ chức tín dụng cổ phần nhỏ. Nhóm nguyên nhân gây nợ xấu còn lại bao gồm bản thân các doanh nghiệp vay vốn, cơ chế chính sách vĩ mô và phát triển ngành, môi trường kinh doanh trong cũng như ngoài nước và quá trình thanh tra giám sát.

Theo đánh giá của các tổ chức kinh tế nước ngoài, Việt Nam là nước có tỷ lệ nợ xấu cao nhất khu vực Đông Nam Á. Tỷ lệ hàng tồn đọng hiện tại



là 20,3%, cao hơn so với cùng kỳ năm trước (báo cáo của Chính phủ tháng 9/2012). Vào tháng 9/2012, hãng xếp hạng tín dụng Moody's hạ bậc tín nhiệm đối với Việt Nam xuống mức thấp nhất từ trước đến giờ với lý do hệ thống ngân hàng cần "sự hỗ trợ đáng kể". Bối cảnh u ám của kinh tế toàn cầu cũng như trong nước trong năm 2012 đã hạn chế đáng kể khả năng giải quyết nợ xấu. Theo số liệu từ Ngân hàng Nhà nước, năm 2012 các nhà băng đã tự xử lý được 39.000 tỷ đồng nợ xấu, hơn 252.000 tỷ đồng nợ được cơ cấu lại. Thực tế các ngân hàng thương mại vẫn đang rất nỗ lực để giải quyết trong phạm vi khả năng và quyền hạn của mình. Nhưng khi nợ xấu đã đến ngưỡng báo động, nếu cứ để các ngân hàng thương mại và doanh nghiệp tự xử lý, thì số lượng doanh nghiệp dừng hoạt động, phá sản sẽ tiếp tục gia tăng do vẫn đang có nợ xấu tại ngân hàng, hàng hóa chậm tiêu thụ. Nếu nợ xấu tiếp tục ở mức cao sẽ khiến doanh nghiệp càng thêm khó khăn trong việc tiếp cận vốn ngân hàng, còn ngân hàng thì sẽ ngày càng bị ăn mòn vào lợi nhuận và điều này đã được chứng minh khi rất nhiều ngân hàng đã công bố lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2012. Có thể thấy nợ xấu đang trở thành gánh nặng không chỉ cho hoạt động ngân hàng, doanh nghiệp mà cho cả nền kinh tế.

#### 4. Kết luận

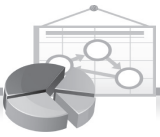
Nhiều doanh nghiệp đồng loạt phá sản, nợ xấu của ngân

hàng tăng là hiện tượng bình thường trong nền kinh tế thị trường. Vấn đề này đã được nhiều chuyên gia về lý luận và thực tiễn nhìn nhận phân tích đánh giá. Tuy nhiên, tình hình thực tế ở Việt Nam có thể được lý giải theo kết quả nghiên cứu ở mô hình trên.


Doanh nghiệp phá sản và tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng những năm qua tăng cao là do các doanh nghiệp và ngân hàng đã không linh hoạt điều chỉnh mức độ đòn bẩy kịp thời trước những biến động của nền kinh tế. Trong số các doanh nghiệp giải thể phá sản thì doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng và bảo hiểm chiếm tỷ lệ cao nhất do mức độ đòn bẩy ở các doanh nghiệp này thường cao hơn gấp nhiều lần so với doanh nghiệp thông thường. Nhiều doanh nghiệp không tiên liệu chính xác triển vọng kinh tế đã mở rộng quy mô sản xuất (sử dụng mức đòn bẩy cao do lãi suất hấp dẫn) và hệ lụy là khi hàng tồn kho tăng, doanh thu không bù đắp được chi phí, họ mất vốn và rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán dẫn đến giải thể phá sản (kết quả nghiên cứu ở tình huống 2 & 3). Một trong các lý do cần đề cập là tín dụng được bơm để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở nhiều quốc gia và trong thời gian qua để đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và Việt Nam không phải là trường hợp ngoại lệ. Đối với các ngân hàng, chất lượng tín dụng là yếu tố cần được quan

tâm hàng đầu để có thể hạn chế nợ xấu, không vì mục tiêu lợi nhuận trong ngắn hạn để phải đối mặt với rủi ro và làm ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế.

Sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp gắn liền với việc sử dụng đòn bẩy tài chính, mức độ đòn bẩy cao có thể làm tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp tăng đột biến trong hoàn cảnh thuận lợi (doanh nghiệp tăng tích lũy do tận dụng hiệu quả vốn vay), trái lại khi kinh tế suy thoái hàng hóa tồn đọng, chi phí sản xuất cao, mất khả năng thanh toán, doanh nghiệp dễ dàng phá sản. Vì vậy, trước khi ra quyết định vay vốn để đầu tư (sử dụng đòn bẩy) và mức vay (mức đòn bẩy) doanh nghiệp cần phân tích kỹ lưỡng môi trường kinh tế trong và đặc biệt là ngoài doanh nghiệp, đây cũng là một bước quan trọng trong xây dựng và thực hiện chiến lược phát triển của các công ty (xác định sứ mệnh tầm nhìn, phân tích môi trường bên trong và bên ngoài, xây dựng chiến lược, áp dụng chiến lược và đánh giá điều chỉnh chiến lược). Khi nhận thấy có những dấu hiệu bất ổn trong nền kinh tế doanh nghiệp cần thu hẹp hoạt động sản xuất kinh doanh thay vì mở rộng sản xuất và cần lưu ý đến việc điều chỉnh năng lực sản xuất dư thừa để tiết kiệm chi phí (giảm đòn bẩy tài chính). Thực tế cho thấy, tất cả những doanh nghiệp giải thể phá sản đều sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức khá cao, còn các doanh nghiệp hiện vẫn hoạt động sử dụng



mức đòn bẩy rất thấp hoặc một số ít doanh nghiệp hoàn toàn dựa trên vốn tự có.

Trong mô hình nghiên cứu không có sự hiện diện của ngân hàng trung ương và cho phép các ngân hàng dễ dàng phá sản giải thể, tuy vậy, trên thực tế ở Việt Nam sự sống còn của các ngân hàng thương mại, mức độ đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp, chu kỳ đòn bẩy sẽ chịu ảnh hưởng rất lớn bởi sự tác động của Ngân hàng Nhà nước. Như vậy, với sự điều tiết kịp thời, hợp lý đặt mục tiêu hàng đầu là phát triển bền vững không chạy theo mục tiêu tăng trưởng cao trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế thế giới thì việc phòng tránh và vượt qua khủng hoảng là có thể thực hiện được. 

## Tài liệu tham khảo

1. Báo cáo của Chính phủ tại kỳ họp Quốc hội khóa XIII 9/2012
2. NGND.PGS.TS Tô Ngọc Hưng-TS. Nguyễn Đức Trung, Hoạt động ngân hàng Việt Nam bức tranh toàn cảnh năm 2012 và khuyến nghị chính sách năm 2013, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng 128+129, 2013
3. Godin.A & Kinsellay.S. *Leverage, Liquidity, and Crisis: A Simulation Study*, 2011
4. Tobias Adrian and Hyun Song Shin. *Liquidity and leverage*. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3):418 – 437, 2010.
5. Varouj A. Aivazian, Ying Ge, and Jiaping Qiu. *The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence*. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2):277 – 291, 2005.
6. David B. Audretsch and Julie

*Ann Elston. Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behavior in Germany.*

7. Michael B. Devereux and James Yetman. *Leverage constraints and the international transmission of shocks*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42: 71–105, 2010.

## tiếp theo trang 18

thông tin cá nhân liên quan đến thẻ, hoặc bị kẻ gian thực hiện skimming trong quá trình chi tiêu, nhất là qua các giao dịch qua mạng...

+ *Rủi ro tín dụng*: Thường xảy ra ở các loại thẻ tín dụng, khi chủ thẻ không có khả năng thanh toán hoặc không thanh toán đầy đủ các khoản chi tiêu bằng thẻ tín dụng. Nguyên nhân gây ra rủi ro này là do khâu thẩm định khách hàng không cẩn thận, không nắm bắt đầy đủ các thông tin về khách hàng, không sử dụng các biện pháp đảm bảo cần thiết...

+ *Rủi ro về kỹ thuật*: Đây là loại rủi ro liên quan đến hệ thống quản lý thẻ, như các sự cố về nghẽn mạng, các trục trặc về xử lý thông tin, bảo mật... Nguyên nhân gây ra rủi ro này có thể do sự cố bất khả kháng, nhưng cũng có thể do nguyên nhân chủ quan là hệ thống không được đầu tư đúng mức, công tác cập nhật, bảo quản không được quan tâm một cách nghiêm túc để kẻ gian xâm nhập hệ thống đánh cắp dữ liệu, thông tin...

+ *Rủi ro về đạo đức của cán bộ ngân hàng*: Đây là loại rủi ro liên quan đến cán bộ ngân


hàng trong lĩnh vực kinh doanh thẻ. Đó là hành vi cán bộ lợi dụng vị trí công tác, sự hiểu biết của mình về nghiệp vụ thẻ, quy trình tác nghiệp không chặt chẽ... để thực hiện các hành vi gian lận, giả mạo gây tổn thất cho ngân hàng. Nguyên nhân gây ra loại rủi ro này là do cán bộ thoái hoá, biến chất, công tác soạn thảo quy trình tác nghiệp, kiểm tra kiểm soát nội bộ không được thực hiện đúng chuẩn mực.

- Về công tác tuyên truyền, quảng cáo: Thẻ là một sản phẩm dịch vụ mới nên rất cần có những hoạt động hỗ trợ, tuyên truyền, quảng cáo. Các ngân hàng Việt Nam chưa tổ chức hoạt động xúc tiến phát triển thị trường thẻ một cách khoa học, người sử dụng chưa được phổ biến một cách đầy đủ về tiện ích của thẻ. Ngay cả tầng lớp trí thức, nhận thức về thẻ cũng chưa rõ ràng.

Giải quyết được những vướng mắc trên thì đó cũng là những giải pháp nhằm phát triển thị trường thẻ Việt Nam trong thời gian tới. Lợi thế của Việt Nam hiện nay là chúng ta đang có một “tháp dân số vàng” với 56,3% dân số đang trong độ tuổi lao động, tầng lớp trung lưu và cư dân đô thị tăng lên nhanh chóng chính là khách hàng tiềm năng của hoạt động kinh doanh thẻ của các ngân hàng. Thị trường thẻ sẽ tiếp tục phát triển. Tuy nhiên, cần phải phát triển thị trường theo cả chiều rộng và chiều sâu, theo hướng gia tăng tiện

xem tiếp trang 57



trong các nghiên cứu tiếp theo, chúng tôi sẽ trình bày vận dụng các phương pháp như phương pháp chỉ số, phương pháp phân tích Bao dữ liệu (DEA) và mô hình hồi quy TOBIT để đo lường hiệu quả và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các NHTM Việt Nam. 

### Tài liệu tham khảo

1. Châu Thị Minh Hà và Phạm Lê Thông (2011), *Hiệu quả kỹ thuật của các NHTM Việt Nam*, Tạp chí Công nghệ ngân hàng số 69, Tháng 12/2011.

2. Hướng dẫn sử dụng phần mềm Stata- Chương trình giảng dạy Kinh tế Fulbright.

3. Liễu Thu Trúc và Võ Thành Danh (2012), *Phân tích hoạt động kinh doanh của hệ thống ngân hàng TMCP Việt Nam*, Tạp chí Khoa học 2012:21a, tr 158-168.

4. Nguyễn Khắc Hoàn (2010), *Sử dụng mô hình Tobit trong phân tích nhu cầu tiêu thụ hàng hóa của các hộ gia đình*, Tạp chí khoa học, Đại học Huế, Số 60, 2010.

5. Nguyễn Trường Sơn (ĐH Đà Nẵng) và Nguyễn Thị Hạnh (ĐH Quy Nhơn) (2011), *Đánh giá ảnh hưởng của R&D đối với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp bằng mô hình DEA*, Tạp chí Khoa học và Công nghệ, Đại học Đà Nẵng, số 1(42)/2011.

6. Nguyễn Việt Hùng (2008), *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường Đại học kinh tế quốc dân, Hà Nội.

7. Phạm Thị Bích Lương (2007), *Giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt*

*động của các NHTM Nhà nước Việt Nam hiện nay*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.

8. Amir Moradi-Motlagh, Ali Salman Saleh, Amir Abdekhodae và Mehran Ektesabi (2011), *Efficiency, Effectiveness and Risk in Australian Banking Industry*, *World Review of Business Research* Vol. 1. No. 3. July 2011, pp.1-12.

9. Anthony N.Rezitis (2004), *productivity growth in the Greek in the Greek banking industry: a non – parametric approach*, *Journal of Applied Economics*. Vol IX, No. 1 (May 2006), pp.119-138.

10. Coelli T.J., *A guide to DEAP Version 2.1: A Data Envelopment Analysis (Computer Program)*, Center for Efficiency and Productivity Analysis Department of Econometric University of New England, CEPA Working Paper 96/08.

11. Donsyah Yudistira (2004), *Efficiency in Islamic Banking: An Empirical Analysis of Eighteen banks*, *Islamic Economic Studies* Vol. 12, No. 1, August 2004.

12. Fotios Pasiouras, Emmanouil Sifodaskalakis & Constantin Zopounidis (2007), *Estimating and analysing the cost efficiency of Greek cooperative banks: an application of two-stage data envelopment analysis*, *University of Bath School of Management Working Paper Series*, 2007.12.

13. IzahMohdTahir và Ku NarainiChe Ku Yusof (2011), *Estimating Technical and Scale*

*Efficiency of Malaysian Public Listed Companies: A Non Parametric Approach*, *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, Vol. 1, Issue. 7, July 2011, pp.01-07.


14. Jemric Igor; Vujcic Boris (2001), *Efficiency of Banks in Transition: A DEA Approach*, *Current Issues in Emerging Market Economies Organised by The Croatian National Bank*.

15. Ngo, Dang Thanh (2010), *Evaluating the Efficiency of Vietnamese Banking System: An Application Using Data Envelopment Analysis*, MPRA Paper No. 27882.

16. Ngo, Dang Thanh (2012), *Measuring the Performance of the Banking System, Case of Vietnam (1990-2010)*, *Journal of Applied Finance & Banking*, vol.2, no.2, 2012, pp.289-312.

17. Piyu Yue (1992), *Data Envelopment Analysis and Commercial Bank Performance: A Primer with Applications to*

tiếp theo trang 32

**thảo luận** về các loại thẻ và tăng thêm quyền lợi cho các chủ thẻ. 

### Tài liệu tham khảo

1. Báo cáo Hội thẻ ngân hàng 2006-2012

2. Master Card Advisor 2011

3. Thời báo kinh tế

4. Tạp chí ngân hàng

5. Thời báo ngân hàng

6. Một số website tham khảo

**Đui cười**

**Thẩm phán**

