



CHỈ TIÊU ĐÁNH GIÁ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

ThS. NGUYỄN THỊ BÍCH THUY, ThS. NGUYỄN THỊ HẠNH DUYÊN - Đại học Vinh

Một cấu trúc tài chính phù hợp có vai trò quan trọng với mọi doanh nghiệp không chỉ bởi nhu cầu tối đa lợi ích thu được từ các cá nhân, tổ chức liên quan và hoạt động của doanh nghiệp, mà còn bởi tác động của quyết định này tới năng lực kinh doanh của doanh nghiệp trong môi trường cạnh tranh. Bài viết tổng quát hóa các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về chỉ tiêu tài chính, hiệu quả tài chính cũng như các chỉ tiêu nhằm đo lường hai khái niệm trên để đưa ra cái nhìn tổng quát, đồng thời gợi mở cho các nghiên cứu về vấn đề này.

• Từ khóa: Cấu trúc tài chính, chỉ tiêu tài chính, vốn chủ sở hữu, hiệu quả tài chính.

Cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

Đứng trên góc độ quản lý nguồn vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp (DN) là mối tương quan tỷ lệ giữa Nợ và Vốn chủ sở hữu. Một cấu trúc tài chính được coi là tối ưu khi chi phí sử dụng vốn trung bình thấp nhất, đồng thời khi đó giá trị DN đạt được là lớn nhất. Hiệu quả tài chính DN là hiệu quả của việc huy động, sử dụng và quản lý vốn trong DN (Trương Bá Thanh và Trần Đình Khôi Nguyên, 2001). Để đánh giá được cấu trúc tài chính của DN đã tối ưu hay chưa, có mang lại giá trị tối đa về hiệu quả tài chính hay không, cần có chỉ tiêu để đo lường, đánh giá chỉ tiêu tài chính và hiệu quả tài chính một cách hợp lý.

Khái niệm về cấu trúc tài chính của DN có nhiều quan điểm khác nhau. Theo Stephen A. Ross, W. Westerfield và Bradford D. Jordan (2003), cấu trúc tài chính của một DN là sự kết hợp giữa việc sử dụng vốn nợ và vốn chủ sở hữu theo một tỷ lệ nhất định để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của DN. Theo Colin Firer và cộng sự (2004), cấu trúc tài chính đề cập đến sự pha trộn của nợ và vốn chủ sở hữu mà một DN sử dụng để tài trợ cho các hoạt động của DN. Macguigan và cộng sự (2006) lại định nghĩa "cấu trúc tài chính là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn thường xuyên, nợ dài hạn, vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của DN".

Sự phát triển của lý thuyết tài chính hiện đại được đặt nền móng từ công trình nghiên cứu về cấu trúc tài chính của hai nhà kinh tế đạt giải Nobel Kinh tế là Franco Modigliani và Merton Miller (lý thuyết M&M). Ban đầu, trong nghiên cứu vào năm 1958, khi chưa xét đến tác động của thuế thu nhập DN (TNDN), lý thuyết M&M cho rằng, không có cơ cấu vốn tối ưu cho DN. Trong nghiên cứu tiếp theo vào năm 1963, khi tính đến thuế TNDN, M&M chỉ ra rằng, giá trị của công ty có vay nợ lớn hơn giá trị công ty không có vay nợ một lượng bằng thuế suất nhân với giá trị của nợ vay, do đó lý thuyết M&M cho rằng, việc tăng cường sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ nâng cao giá trị DN.

Sau nghiên cứu của M&M, nhiều nghiên cứu lý thuyết khác nhau đã phát triển để giải thích việc lựa chọn cấu trúc tài chính của DN. Lý thuyết đánh đổi do Kraus và Litzenberger (1973) khởi xướng, tiếp tục được phát triển ở nghiên cứu của Myers (1984) và các công trình nghiên cứu khác. Ban đầu lý thuyết đánh đổi được ra đời nhằm phản bác lại lý thuyết của M&M, vì trong nhiều trường hợp lợi ích của việc sử dụng nợ vay sẽ bằng không hoặc âm. Ví dụ, khi DN kinh doanh không hiệu quả và rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán (hay nguy cơ phá sản). Khả năng DN rơi vào tình trạng phá sản phụ thuộc một phần vào rủi ro kinh doanh, nhưng phần khác phụ thuộc vào chính sách huy động, quản lý, điều hành và sử dụng vốn của DN. Kraus và Litzenberger (1973) đưa ra nhận xét



đòn bẩy tài chính tối ưu, phản ánh một sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế của nợ vay và chi phí phá sản.

Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển bởi Myers và Majluf (1984) cho rằng, không có cơ cấu vốn tối ưu cho một công ty và giải thích về trật tự ưu tiên giữa các nguồn vốn nội bộ và nguồn vốn vay khi DN huy động vốn. Myers chia nguồn tài trợ thành nguồn vốn nội bộ (thu nhập giữ lại) và nguồn vốn bên ngoài (phát hành cổ phiếu và nợ vay). Quyết định về cơ cấu vốn không dựa trên tỷ lệ nợ/tổng tài sản tối ưu mà dựa vào mức độ ưu tiên trong việc sử dụng vốn theo thứ tự: Nguồn tài chính nội bộ (đặc biệt là sử dụng lợi nhuận giữ lại), tiếp đến là vay nợ và cuối cùng và phát hành cổ phiếu. Lý thuyết này dựa trên cơ sở vấn đề bất cân xứng thông tin giữa người quản lý, chủ đầu tư và chủ nợ. So với nhà đầu tư (NDT) bên ngoài DN, người quản lý biết rõ hơn về giá trị thực và rủi ro của DN. Tuy nhiên, nhà quản lý không thể chuyển tải thông tin đáng tin cậy về chất lượng của các tài sản hiện có cũng như các cơ hội đầu tư sẵn có của DN cho các NĐT tiềm năng nên các NĐT bên ngoài không thể phân biệt giữa dự án tốt và dự án xấu. Các NĐT sẽ cho rằng, DN chỉ phát hành thêm cổ phiếu khi cổ phiếu của họ đang được thị trường định giá cao hơn so với giá trị thực. Vì vậy, khi DN công bố thông tin phát hành thêm cổ phiếu thì đồng nghĩa với việc họ gửi thông điệp xấu về triển vọng kinh doanh của DN đến NĐT, do vậy giá cổ phiếu sẽ giảm.

Myers và Majluf cho rằng, chênh lệch thông tin sẽ làm cho giá cổ phiếu bị định giá sai trên thị trường. Để tránh tình trạng này, khi DN cần huy động thêm vốn, nhà quản lý thường tìm cách tài trợ cho các dự án mới từ các nguồn vốn không bị thị trường định giá thấp như nguồn lợi nhuận giữ lại hoặc vốn vay. Do đó, hệ số nợ của DN sẽ phụ thuộc vào mức độ bất cân xứng thông tin, phụ thuộc vào khả năng tự tài trợ của DN và những hạn chế mà DN gặp phải khi tiếp cận các nguồn vốn khác nhau...

Có thể nói, lý thuyết trật tự phân hạng đã giải thích được một vài khía cạnh của quyết định lựa chọn nguồn vốn tài trợ của DN nhưng vẫn còn một số hạn chế, đó là chưa giải thích được tác động của thuế, chi phí phá sản, chi phí phát hành chứng khoán đến nợ vay của DN. Ngoài ra, lý thuyết trật tự phân hạng cũng chưa xem xét đến vấn đề đại diện xảy ra khi DN có các nguồn lực tài chính nhàn rỗi (Smart và cộng sự, 2007).

Chỉ tiêu đo lường cấu trúc tài chính doanh nghiệp

Để đánh giá và đo lường cấu trúc tài chính của DN, các nghiên cứu trước đây thường căn cứ vào

các thước đo đòn bẩy tài chính của DN, gồm: Hệ số nợ; Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu; Hệ số tự tài trợ.

Hệ số nợ thể hiện mức độ sử dụng các nguồn vốn vay của DN, cho biết tài sản của DN được đầu tư bởi bao nhiêu phần từ vốn vay. Hệ số này giúp đánh giá về tình trạng tài chính, bao gồm khả năng đảm bảo trả nợ, rủi ro của DN. Hệ số nợ phụ thuộc nhiều vào ngành nghề kinh doanh, lĩnh vực mà DN hoạt động, có thể được đo lường như sau:

Hệ số nợ tổng quát (D/C) = Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản.

Hệ số nợ ngắn hạn (SD/C) = Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản.

Hệ số nợ dài hạn (LD/C) = Nợ dài hạn/Tổng tài sản.

Thông thường, nếu hệ số nợ tổng quát lớn hơn 50%, có nghĩa là tài sản của DN được tài trợ bởi các khoản nợ nhiều hơn, còn ngược lại nếu hệ số nợ tổng quát nhỏ hơn 50% thì tài sản của DN được tài trợ chủ yếu bởi nguồn vốn chủ sở hữu. Về nguyên tắc, hệ số này càng nhỏ thì DN càng ít gặp khó khăn tài chính hơn vì DN ít phụ thuộc vào nợ vay để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Hệ số nợ phụ thuộc vào ngành nghề kinh doanh và lĩnh vực mà DN hoạt động.

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cho biết tỷ lệ giữa hai nguồn vốn cơ bản (vốn nợ và vốn chủ sở hữu) mà DN sử dụng để tài trợ cho hoạt động của mình. Hai nguồn vốn này có những đặc tính riêng biệt và mối quan hệ giữa chúng được sử dụng rộng rãi để đánh giá cấu trúc tài chính của DN. Hệ số này được tính như sau:

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) = Tổng nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu.

Hệ số này càng lớn thì nguồn vốn vay (nợ phải trả) càng đóng vai trò quan trọng trong quá trình hoạt động của DN. Thông thường, hệ số này lớn hơn 1, có nghĩa là nợ vay chiếm tỷ trọng lớn hơn vốn chủ sở hữu, và ngược lại.

Hệ số tự tài trợ phản ánh tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của DN. Hệ số này có giá trị càng lớn nghĩa là mức độ tự chủ tài chính bằng vốn chủ sở hữu của DN càng cao do đó rủi ro của DN càng thấp. Hệ số này được tính theo công thức sau:

Hệ số tự tài trợ (E/C) = Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn.

Hệ số E/C có giá trị càng lớn thì mức độ tự chủ về mặt tài chính và khả năng bù đắp tổn thất bằng vốn chủ sở hữu càng cao, do đó rủi ro kinh doanh của DN càng thấp. Nếu hệ số này lớn hơn 50% tức là nguồn vốn của DN phần lớn được tài trợ từ nguồn vốn thực góp của các cổ đông.

Các chỉ tiêu đo lường chi tiêu tài chính của DN

sẽ có các giá trị khác nhau khi giá trị nguồn vốn của DN được đo lường căn cứ vào giá trị sổ sách (giá trị kế toán) hoặc giá trị thị trường. Titman và Wessels (1988) cho rằng, giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường của nguồn vốn có sự khác biệt đáng kể, vì vậy việc lựa chọn giá trị sổ sách hay giá trị thị trường của nguồn vốn có ảnh hưởng nhất định đến các chỉ tiêu đo lường chi tiêu tài chính. Tuy nhiên, do việc xác định giá trị thị trường của nguồn vốn nợ tương đối khó khăn nên hầu hết các nghiên cứu về chi tiêu tài chính DN chỉ đo lường nguồn vốn chủ sở hữu của DN theo giá trị thị trường, còn nguồn vốn nợ được xác định căn cứ vào giá trị sổ sách kế toán.

Chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính doanh nghiệp

Đánh giá và đo lường hiệu quả tài chính DN là một trong những vấn đề gây tranh cãi và được thảo luận nhiều trong quản lý tài chính. Việc sử dụng các công cụ nào để đánh giá về hiệu quả tài chính DN có vai trò quan trọng. Có rất nhiều các chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính DN, song các chỉ tiêu thường được sử dụng nhất trong các nghiên cứu có thể chia thành hai nhóm chính: Nhóm chỉ tiêu thứ nhất, sử dụng công cụ kế toán được nhiều tác giả sử dụng trong các công trình nghiên cứu trước đây, đó là tỷ suất giữa kết quả đạt được (thu nhập thuần, lợi nhuận ròng) và các yếu tố đầu vào (tài sản, nguồn vốn, vốn đầu tư, vốn chủ sở hữu); Nhóm chỉ tiêu thứ hai, gồm các mô hình kinh tế dựa trên giá trị thị trường.

- Về nhóm chỉ tiêu thứ nhất: Để đo lường hiệu quả tài chính DN, chỉ tiêu lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) hiện là hai hệ số được sử dụng phổ biến nhất. Chỉ tiêu ROA được tính bằng cách lấy chỉ tiêu "Lợi nhuận" chia cho chỉ tiêu "Tổng tài sản", chỉ tiêu ROE được tính bằng cách lấy chỉ tiêu "Lợi nhuận" chia cho chỉ tiêu "Vốn chủ sở hữu". Tuy nhiên, giá trị của hai hệ số này có thể phụ thuộc vào cách lấy chỉ tiêu "lợi nhuận". Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) được nhiều nhà nghiên cứu chọn để tính hai hệ số trên (Hu & Izumida, 2008; Le & Buck, 2011; Wang & Xiao, 2011), một số nghiên cứu khác sử dụng lợi nhuận thuần cộng với lãi vay (trước hoặc sau thuế) (Shah, Butt & Saeed, 2011; Thomsen & Pedersen, 2000), hoặc đơn giản chỉ là lợi nhuận thuần (LI, Sun & Zou, 2009; Tian & Estrin, 2008); trong khi đó, có nghiên cứu lại cho rằng, nên dùng lợi nhuận trước thuế, lãi vay, hao mòn và khấu hao (EBITDA). Tóm lại, nhóm hệ số dựa trên giá trị sổ sách là cách nhìn về quá khứ hoặc đánh giá khả năng lợi nhuận ngắn

hạn của DN (Hu & Izumida, 2008). Vì các hệ số như ROA và ROE là những chỉ báo hiệu quả cho kết quả sản xuất kinh doanh hiện tại và phản ánh giá trị lợi nhuận mà DN đã đạt được trong các kỳ kế toán đã qua. Bên cạnh đó, các chỉ tiêu của nhóm thứ nhất không đưa ra một góc nhìn dài hạn cho cổ đông và lãnh đạo DN bởi đó là các thước đo quá khứ và ngắn hạn (Jenkins, Ambrosini & Collier, 2011).

- Về nhóm chỉ tiêu thứ hai: Nhóm hệ số giá trị thị trường cũng thường được sử dụng để phản ánh hiệu quả tài chính hoặc xác định giá trị DN. Trong đó, hai hệ số MBVR và Tobin's Q rất thông dụng như là công cụ đánh giá tốt về hiệu quả tài chính DN (Zeitun và cộng sự, 2007; Jiraporn và cộng sự, 2008; Nour, 2012). Hệ số MBVR được tính là tổng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu so với giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu, và hệ số Tobin's Q được tính là giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách các khoản nợ phải trả so với giá trị sổ sách của tổng tài sản. Hai chỉ tiêu này chủ yếu được sử dụng khi nghiên cứu các DN niêm yết để đảm bảo có đủ cơ sở dữ liệu tính toán. Các hệ số MBVR và Tobin's Q có thể cho biết hiệu quả tương lai của DN, bởi chúng phản ánh được đánh giá của thị trường cả về tiềm năng lợi nhuận của DN trong tương lai (phản ánh vào thị giá của cổ phiếu). Điều này hoàn toàn phù hợp với ý nghĩa của các phương pháp định giá cổ phiếu sử dụng dòng tiền tương lai chiết khấu về hiện tại theo một mức rủi ro xác định.

Tóm lại, hiệu quả tài chính của các DN có thể được đánh giá thông qua hai nhóm hệ số kết hợp lại, trong đó 4 chỉ tiêu thiết yếu nhất bao gồm ROA, ROE, MBVR và Tobin's Q. Đặc biệt, sự kết hợp của hai nhóm hệ số này có thể đưa ra cho nhà quản lý, lãnh đạo DN, cổ đông và thị trường những đánh giá bao quát về hiệu quả tài chính trong quá khứ cũng như tiềm năng lợi nhuận và tăng trưởng tương lai của DN. 

Tài liệu tham khảo:

1. Fama, E. F., & Jensen, M. (1983), "Agency problem and residual claims", *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349;
2. Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-339;
3. Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 48, 261-297;
4. Modigliani, F. and M. H. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction", *American Economic Review*, 53, 433-443;
5. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.