

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO**

**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

**MAI XUÂN BÌNH**

**PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG  
CỦA ĐÒN BẨY ĐẾN RỦI RO CỦA CÁC  
CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN HSX**

**Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng**

**Mã số: 60.34.20**

**TÓM TẮT LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH**

**Đà Nẵng - Năm 2015**

Công trình được hoàn thành tại  
**ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG**

**Người hướng dẫn khoa học: PGS.TS. VÕ THỊ THÚY ANH**

Phản biện 1: PGS. TS. Hoàng Tùng

Phản biện 2: TS. Nguyễn Văn Hùng

Luận văn đã được bảo vệ trước Hội đồng chấm Luận văn tốt nghiệp Thạc sĩ Quản trị kinh doanh chuyên ngành Tài chính – Ngân hàng họp tại Đại học Đà Nẵng vào ngày 17 tháng 10 năm 2015.

Có thể tìm hiểu luận văn tại:

- Trung tâm Thông tin – Học liệu, Đại học Đà Nẵng;
- Thư viện trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

## MỞ ĐẦU

### 1. Tính cấp thiết của đề tài

Hoạt động sản xuất kinh doanh ngày càng phát triển, các công ty càng phải đối mặt với những nguy cơ từ môi trường kinh doanh bên trong và bên ngoài trong việc hướng đến mục tiêu tối đa hóa lợi ích cho chủ sở hữu. Một trong những trở ngại đó chính là rủi ro.

Rủi ro thường có hai mặt, song mặt tiêu cực thường được nhắc đến nhiều hơn; nó có thể mang đến những tổn thất mất mát cho con người nhưng cũng có thể mang lại những lợi ích, cơ hội. Nếu đầu tư nghiên cứu rủi ro, người ta có thể tìm ra những biện pháp phòng ngừa, hạn chế những hiệu ứng tiêu cực, đón nhận những cơ hội mang lại kết quả tốt đẹp cho tương lai. Trong công ty thường có hai loại rủi ro: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Và đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính được sử dụng như công cụ để đánh giá rủi ro của công ty.

Trong nền kinh tế cạnh tranh khốc liệt hiện nay, các công ty cần phải có một cơ cấu vốn và chính sách quản lý tài sản hợp lý để tận dụng nguồn lực sẵn có, nắm bắt cơ hội thị trường để đưa công ty phát triển. Việc sử dụng đòn bẩy hợp lý là một trong những công cụ tích cực giúp công ty đạt được lợi nhuận kỳ vọng như mong muốn. Tuy nhiên, với bản chất rủi ro sẵn có, nếu sử dụng đòn bẩy không hiệu quả cũng có thể đẩy các công ty vào khủng hoảng, nhất là khi công ty đã được niêm yết trên sàn chứng khoán, chịu sự chi phối lớn từ thị trường. Vì vậy, nghiên cứu đề tài: “ *Phân tích tác động của đòn bẩy đến rủi ro của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HSX)* ” là điều cần thiết.

### 2. Mục tiêu nghiên cứu

- Hệ thống hóa cơ sở lý luận về đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính và tác động của đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính đến rủi ro

của các công ty tiêu biểu niêm yết trên HSX.

- Đo lường tác động của đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính đến rủi ro của các công ty niêm yết trên HSX.

- Hàm ý chính sách rút ra từ hướng tác động của đòn bẩy đến rủi ro trong đề tài.

### **\* Câu hỏi nghiên cứu**

- Xác định đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính của các công ty như thế nào?

- Mức độ tác động của đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính đến rủi ro của các công ty niêm yết trên HSX như thế nào?

- Hàm ý chính sách rút ra từ kết quả nghiên cứu như thế nào?

### **3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

- Đối tượng nghiên cứu của đề tài là tác động của đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính đến rủi ro của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX).

Phạm vi nghiên cứu bao gồm:

- *Phạm vi về nội dung:* Đề tài nghiên cứu về tác động của đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính đến rủi ro của các công ty niêm yết trên HSX.

- *Phạm vi về thời gian:* Các công ty thuộc những ngành tiêu biểu niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh giai đoạn 2010 – 2014.

- *Phạm vi về không gian:* Đề tài sử dụng dữ liệu của 30 công ty niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong thời gian đã chọn ở trên.

### **4. Phương pháp nghiên cứu**

- Chi tiêu nghiên cứu: Đề tài sử dụng các công cụ tính toán để xác định độ bẩy và các chỉ tiêu thống kê để đo lường rủi ro thông qua

các mức độ biến thiên.

- Tiến trình nghiên cứu:

- Thu thập thông tin
- Xác định độ bầy và các chỉ tiêu liên quan đến đòn bẩy
- Đo lường rủi ro thông qua các chỉ tiêu thống kê
- Xử lý số liệu và tổng hợp thông tin, mô tả xu hướng để đưa

ra giải pháp và kiến nghị.

**\* Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài**

- Nghiên cứu đưa ra những nền tảng lý luận và thực tiễn về đòn bẩy hoạt động, đòn bẩy tài chính và tác động của nó đến rủi ro của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

- Kết quả nghiên cứu chỉ ra những hàm ý chính sách thích hợp đối với công ty, nhà nước và các đơn vị liên quan để công ty sử dụng chính sách đòn bẩy một cách hiệu quả.

**5. Bố cục đề tài**

Ngoài phần mở đầu, kết luận, luận văn gồm 3 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận về tác động của đòn bẩy đến rủi ro của công ty

Chương 2: Phân tích tác động của đòn bẩy đến rủi ro của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

Chương 3: Hàm ý chính sách từ kết quả nghiên cứu

**6. Tổng quan tài liệu nghiên cứu**

Hiện nay ở Việt Nam, vấn đề nghiên cứu về đòn bẩy và tác động của nó đến rủi ro đã được thực hiện từ lâu. Tuy nhiên, thường các chủ đề chỉ tập trung phân tích về đòn bẩy ở các doanh nghiệp cụ thể, thường là đòn bẩy tài chính và chưa có cái nhìn tổng quan về tác động của đòn bẩy đến rủi ro trên thị trường. Ở quốc tế, có một số

công trình đã nghiên cứu về vấn đề này và đúc kết thành các bài báo khoa học.

[1] Afkar Majeed Bhatti [2010], *Affect of Leverage on Risk and Stock Returns: Evidence from Pakistani Companies*, International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887.

[2] Mohammad Ali [2014], *Relationship between Financial Leverage and Financial Performance*, Research Journal of Finance and Accounting ISSN 2222-1697 (Paper).

[3] Peyman Akbari and Ehsan Mohammadi [2013], *A Study of the Effects of Leverages Ratio on Systematic Risk based on the Capital Asset Pricing Model Among Accepted Companies in Tehran Stock Market*, Journal of Educational and Management Studies ISSN 2322-4770

[4] Lê Thị Hồng [2009], *Chính sách đòn bẩy tài chính tại các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Việt Nam: Thực trạng và giải pháp*, Luận văn ngành Kinh tế đối ngoại, Đại học Ngoại Thương.

Các nghiên cứu cho thấy nhân tố đòn bẩy tác động đến sự thay đổi lợi nhuận của doanh nghiệp, cụ thể là sự biến thiên các chỉ tiêu lợi nhuận như ROE, ROA; làm thay đổi giá trị cổ phiếu của công ty. Với cơ sở lý luận về đòn bẩy và kế thừa, phát huy những nghiên cứu trước đã thực hiện, trong đề tài tác giả tính toán độ bẩy hoạt động và độ bẩy tài chính và đo lường rủi ro của các công ty niêm yết trên HSX thông qua các chỉ tiêu liên quan đến mức độ biến thiên của tỷ suất sinh lời. Từ đó tìm ra xu hướng tác động của đòn bẩy đến rủi ro, là cơ sở để đưa ra những hàm ý chính sách hợp lý từ kết quả nghiên cứu của đề tài.

# CHƯƠNG 1

## CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẦY ĐẾN RỦI RO CỦA CÔNG TY

### 1.1 RỦI RO CỦA CÔNG TY

#### 1.1.1. Khái niệm rủi ro

Rủi ro là sự không chắc chắn và là khả năng xảy ra kết quả không mong muốn. Trong các khả năng xảy ra, có ít nhất một khả năng đưa đến kết quả không mong muốn. Và kết quả này có thể đem lại tổn thất hay thiệt hại cho đối tượng gặp rủi ro.

**1.1.2. Nguyên nhân của rủi ro:** bao gồm nguyên nhân khách quan và nguyên nhân chủ quan.

#### 1.1.3. Rủi ro của công ty

Rủi ro của công ty cũng mang đầy đủ những đặc điểm tổng quát của rủi ro. Trong hoạt động kinh doanh của công ty, lợi nhuận là động lực thúc đẩy công ty phát triển. Tuy nhiên, trong sự phát triển của công ty thường có nhiều nhân tố tác động, gây ảnh hưởng đến hoạt động của công ty và tạo ra bất trắc. Những bất trắc xảy ra thường xuyên trong môi trường kinh doanh dẫn đến những sai lệch trong kết quả lợi nhuận mong đợi. Khác với rủi ro thông thường khác, rủi ro trong công ty thường cụ thể hơn và có thể đo lường được. Vì rủi ro gắn liền với lợi nhuận và nhiều công ty chấp nhận mạo hiểm với khả năng xảy ra rủi ro cao để có được lợi nhuận kỳ vọng lớn.

#### 1.1.4. Phân loại rủi ro của công ty

##### *a. Rủi ro hoạt động (Rủi ro kinh doanh)*

Rủi ro hoạt động là rủi ro gắn liền với sự bất ổn định của năng suất kinh doanh. Rủi ro hoạt động phụ thuộc chủ yếu vào sự phân bố

giữa chi phí biến đổi và chi phí cố định. Khi nói tới rủi ro hoạt động là nói tới tính biến thiên của lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT). Có nhiều nguyên nhân tác động tới sự thay đổi này như sự thay đổi về nhu cầu thị trường, về giá cả đầu vào và giá cả đầu ra. Để đo lường mức độ rủi ro này, người ta dùng độ bẫy hoạt động DOL.

### ***b. Rủi ro tài chính***

Rủi ro tài chính diễn ra cùng với mức độ sử dụng nợ. Nó gắn liền với cơ cấu tài chính của công ty. Rủi ro tài chính chỉ tính không chắc chắn tăng thêm trong thu nhập của những người góp vốn, hay thu nhập của cổ đông trong công ty cổ phần (EPS) của một công ty do việc sử dụng đòn bẫy tài chính. Và để đo lường nó, người ta sử dụng độ bẫy tài chính DFL.

#### **1.1.5. Phương pháp đo lường rủi ro**

Rủi ro được đề cập ở đây là khả năng xảy ra khác biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng. Để đo lường rủi ro người ta dùng phân phối xác suất với hai tham số đo lường phổ biến là hệ số biến thiên và độ lệch chuẩn.

## **1.2. ĐÒN BẴY TRONG KINH TẾ**

### **1.2.1. Một số khái niệm liên quan đến đòn bẫy**

#### **1.2.2. Đòn bẫy hoạt động**

##### ***a. Khái niệm***

Đòn bẫy hoạt động thể hiện mức độ sử dụng định phí trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Đòn bẫy hoạt động dùng các chi phí hoạt động cố định làm điềm tựa. Khi một công ty sử dụng các chi phí hoạt động cố định, một thay đổi trong doanh thu sẽ được phóng đại thành một thay đổi tương đối lớn hơn trong lãi trước thuế và lãi vay (EBIT). Để đo lường sự thay đổi này hay nói cách khác là đo lường



mức độ tác động của đòn bẩy hoạt động, người ta dùng chỉ tiêu độ bẩy hoạt động (DOL: Degree of Operating Leverage).

### ***b. Độ bẩy hoạt động***

Dưới tác động của đòn bẩy hoạt động, một sự thay đổi trong số lượng hàng bán đưa đến kết quả lợi nhuận (lỗ) gia tăng với tốc độ lớn hơn. Để đo lường mức độ tác động của đòn bẩy hoạt động, người ta sử dụng chỉ tiêu độ bẩy hoạt động (DOL). Độ bẩy hoạt động được định nghĩa là phần trăm thay đổi của lợi nhuận hoạt động so với phần trăm thay đổi của sản lượng (hoặc doanh thu) theo công thức:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

Ngoài ra, có thể xác định DOL theo công thức về doanh thu và kết cấu chi phí:

$$DOL_s = \frac{S - V}{S - V - F} = \frac{EBIT + F}{EBIT}$$

### ***c. Nhân tố tác động đến đòn bẩy hoạt động***

Từ công thức xác định độ bẩy hoạt động, có thể thấy rằng, yếu tố tác động đến đòn bẩy hoạt động có ý nghĩa quan trọng và quyết định chính là kết cấu chi phí, bao gồm biến phí và định phí.

### ***d. Ý nghĩa của đòn bẩy hoạt động***

Qua nghiên cứu về đòn bẩy hoạt động và tác động của nó, dưới góc độ là một nhà quản trị tài chính, ta cần biết trước xem sự thay đổi doanh thu sẽ ảnh hưởng thế nào đến lợi nhuận hoạt động. Đòn bẩy hoạt động chính là công cụ giúp chúng ta trả lời câu hỏi này. Một khi đo lường được độ bẩy hoạt động, công ty có thể dễ dàng hơn trong việc quyết định chính sách doanh thu và chi phí của mình.

### 1.2.3. Đòn bẩy tài chính

#### a. Khái niệm

Đòn bẩy tài chính liên quan đến việc sử dụng các nguồn tài trợ có chi phí cố định. Đòn bẩy tài chính dùng các chi phí tài chính cố định này để làm điểm tựa. Khi một công ty sử dụng các chi phí tài chính cố định, một thay đổi trong EBIT sẽ được phóng đại thành một thay đổi tương đối lớn hơn trong thu nhập mỗi cổ phần (EPS). Để đo lường mức độ tác động của đòn bẩy tài chính, người ta sử dụng độ bẩy tài chính (DFL: Degree of Financial Leverage).

#### b. Độ bẩy tài chính

Độ bẩy tài chính (DFL) là một chỉ tiêu định lượng dùng để đo lường mức độ biến động của EPS khi EBIT thay đổi. Độ bẩy tài chính ở một mức độ EBIT nào đó được xác định như là phần trăm thay đổi của EPS khi EBIT thay đổi 1 phần trăm.

$$DFL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT}$$

Hoặc có thể dùng công thức theo chi phí như sau:

$$DFL = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - F - I} = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

#### c. Nhân tố tác động đến đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính dùng chi phí tài chính làm điểm tựa để bẩy lợi nhuận lên. Hay nói cách khác là cách công ty sử dụng các nguồn tài trợ của mình một cách hiệu quả nhất. Vì vậy, nhân tố tác động cơ bản đến đòn bẩy tài chính chính là cơ cấu tài chính của công ty.

#### d. Ý nghĩa của đòn bẩy tài chính

Khi hoạt động kinh doanh hiệu quả, công ty thường quyết định tài trợ vốn từ những nguồn có chi phí cố định (nợ vay và cổ phiếu ưu

đãi), bởi vì người nắm giữ nợ có được lợi nhuận cố định nên các cổ đông không phải chia sẻ lợi nhuận của họ nếu công ty kinh doanh thành công, như vậy, có thể tận dụng lợi thế đòn bẩy tài chính để gia tăng lợi nhuận cho cổ đông.

### **1.3. TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẰY ĐẾN RỦI RO CỦA CÔNG TY**

#### **1.3.1. Đặc trưng của các công ty niêm yết**

Các công ty niêm yết luôn nâng cao vai trò của công tác huy động vốn và mở rộng hoạt động kinh doanh theo xu thế phát triển của thị trường. Vì vậy, đánh giá tác động của đòn bẩy đến rủi ro của các công ty niêm yết sẽ cho chúng ta cách nhìn tổng quan về vai trò của chính sách đòn bẩy đối với các doanh nghiệp hiện nay trong nền kinh tế.

#### **1.3.2. Tác động của đòn bẩy hoạt động đến rủi ro của công ty**

##### **- Xác định độ bẩy hoạt động (DOL):**

Như đã trình bày ở trên, độ bẩy hoạt động có thể xác định thông qua công thức liên quan đến kết cấu chi phí như sau:

$$DOL_s = \frac{S - V}{S - V - F} = \frac{EBIT + F}{EBIT}$$

Như vậy, khi đo lường đòn bẩy hoạt động thì một trong những yếu tố cơ bản nhất là xác định yếu tố chi phí hoạt động của công ty, cụ thể là biến phí và định phí. Cách phân loại chi phí chỉ ở mức tương đối, bởi vì thực tế có nhiều loại chi phí phát sinh rất phức tạp nên khó mà phân biệt được định phí và biến phí một cách rõ ràng và chính xác nhất.

Đa số các công ty trên thị trường đều có sản phẩm đa dạng, nên việc xác định độ bẩy sẽ thông qua công thức về kết cấu chi phí.

**- Đo lường rủi ro của công ty trong giai đoạn nghiên cứu:**

Như đã đề cập ở phần lý luận về rủi ro thì rủi ro được đề cập ở đây là khả năng xảy ra khác biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng. Để đo lường rủi ro người ta dùng phân phối xác suất với hai tham số đo lường phổ biến là độ lệch chuẩn và hệ số biến thiên.

Chỉ tiêu dùng để để xác định rủi ro trong đề tài là hệ số biến thiên, xác định mức độ rủi ro trên mỗi đơn vị lợi nhuận. Tác giả sử dụng hệ số biến thiên của ROE (tỷ suất sinh lời trên vốn chủ) để đánh giá rủi ro vì ROE là mục tiêu cuối cùng mà các cổ đông hướng tới khi đầu tư vào các công ty cổ phần, để xem xét phần vốn đầu tư của họ sinh lời bao nhiêu.

*Bảng 1.2. Đo lường rủi ro công ty*

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Năm T<sub>1</sub></b>	<b>Năm T<sub>2</sub></b>	<b>...</b>	<b>Năm T<sub>n</sub></b>
<b>ROE</b>	ROE <sub>1</sub>	ROE <sub>2</sub>	...	ROE <sub>n</sub>
<b>ROE TB</b>	$ROE_{Avg} = (ROE_1 + ROE_2 + \dots + ROE_n) / n$			
<b>ĐLC ROE</b>	$\sigma_{ROE} = S = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (ROE_t - ROE_{avg})^2}{n - 1}}$			
<b>Hệ số biến thiên</b>	$CV = \sigma_{ROE} / ROE_{Avg}$			

**- Tác động của đòn bẩy hoạt động đến rủi ro:**

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài đo lường tác động đòn bẩy đến rủi ro, vì vậy ở đây chúng ta phải xem xét xu hướng tác động giữa độ bẩy hoạt động và hệ số biến thiên ROE của các công ty niêm yết trên HSX. Giả thiết đặt ra là nếu công ty có độ bẩy hoạt động lớn thì tỷ suất lợi nhuận sẽ biến thiên mạnh hơn so với công ty có độ bẩy hoạt động nhỏ. Vì thấy, kết quả nghiên cứu dự kiến có thể sẽ cho ta một số xu hướng sau:

- Tác động của đòn bẩy hoạt động đến rủi ro theo ngành kinh tế: Ngành kinh tế có độ bẩy hoạt động trung bình cao thì hệ số biến thiên ROE lớn và ngược lại.

- Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo độ lớn của đòn bẩy (độ bẩy) hoạt động: Công ty có độ bẩy hoạt động lớn thì hệ số biến thiên ROE lớn và ngược lại.

### **1.3.3. Tác động của đòn bẩy tài chính đến rủi ro của công ty**

#### **- Xác định độ bẩy tài chính (DFL)**

Tương tự như xác định độ bẩy hoạt động, độ bẩy tài chính có thể xác định thông qua công thức về chi phí là:

$$DFL = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - F - I} = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

#### **- Đo lường rủi ro của công ty trong giai đoạn nghiên cứu :**

Việc đo lường rủi ro đã được trình bày ở phần 1.3.1

#### **- Tác động của đòn bẩy tài chính đến rủi ro:**

Giả thiết đặt ra là nếu công ty có độ bẩy tài chính lớn thì tỷ suất lợi nhuận sẽ biến thiên mạnh hơn so với công ty có độ bẩy tài chính nhỏ. Vì vậy, kết quả nghiên cứu dự kiến có thể sẽ cho ta một số xu hướng tương tự như đòn bẩy hoạt động:

- Tác động của đòn bẩy tài chính đến rủi ro theo ngành kinh tế: Ngành kinh tế có độ bẩy tài chính trung bình cao thì hệ số biến thiên ROE lớn và ngược lại

- Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo độ lớn của đòn bẩy (độ bẩy) tài chính: Công ty có độ bẩy tài chính lớn thì hệ số biến thiên ROE lớn và ngược lại.

## **KẾT LUẬN CHƯƠNG 1**

## CHƯƠNG 2

### PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY ĐẾN RỦI RO CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN HSX

#### 2.1. TÌNH HÌNH KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM

##### 2.1.1. Tình hình kinh tế thế giới

Kinh tế đang trên đà phục hồi và tăng trưởng trở lại sau giai đoạn khủng hoảng, rủi ro về lạm phát cũng giảm đi nhiều. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng đặt ra yêu cầu cấp thiết với toàn thế giới là tái cơ cấu nền kinh tế ở các nước nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh cao hơn và hướng tới sự phát triển bền vững hơn.

Với những tái thiết tích cực, nền kinh tế hiện nay đã từng bước phục hồi và có những bước đột phá và biến chuyển đáng kể, mặc dù vẫn có những trở ngại như khủng hoảng nợ công Châu Âu vào năm 2010 – 2011 và sự sụp đổ của Hi Lạp, song nền kinh tế thế giới đang có nhiều dấu hiệu khả quan.

Theo báo cáo “*Tình hình và triển vọng kinh tế thế giới năm 2015*” do Liên hợp quốc công bố ngày 10/12/2014 dự đoán kinh tế thế giới đến cuối năm 2015 và năm 2016 sẽ lần lượt tăng trưởng 3,1% và 3,3%, sau khi tăng 2,6% vào năm 2014.

##### 2.1.2. Tình hình kinh tế Việt Nam

Việt Nam trong bối cảnh hội nhập kinh tế thế giới không tránh khỏi sự ảnh hưởng từ diễn biến kinh tế toàn cầu. Những tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới trước đây đối với Việt Nam được đánh giá là ít hơn các nước khác trong khu vực, nền kinh tế chỉ mới chững lại nhưng chưa rơi vào suy thoái. Sớm nhận thức được ảnh hưởng của khủng hoảng, từ chính phủ đã

chuyển mục tiêu từ ưu tiên kiềm chế lạm phát sang ưu tiên ngăn chặn suy giảm tăng trưởng, coi trọng ổn định kinh tế vĩ mô và đảm bảo an sinh xã hội. Trong quá trình đổi mới và phát triển kinh tế, nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu vào kinh tế thế giới. Việc hội nhập kinh tế thế giới sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế Việt Nam thông qua hai thị trường chính là thị trường hàng hoá, dịch vụ và thị trường tài chính.

Sự hồi phục của nền kinh tế Việt Nam trong năm 2014 là cơ sở quan trọng để các chuyên gia kinh tế thống nhất quan điểm và đặt ra mục tiêu tăng trưởng 6,2% trong năm 2015 là hợp lý. Trong năm 2015, Việt Nam sẽ sớm thực hiện các cam kết theo các Hiệp định mới ký kết. Việc thực thi các hiệp định thương mại trong thời gian tới sẽ khiến hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2015 tăng mạnh hơn so với năm 2014.

Như vậy, nền kinh tế nước ta đang ngày càng hội nhập với thế giới. Điều này ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động của các doanh nghiệp hiện nay, đặc biệt là các công ty đại chúng. Để bắt kịp với xu thế phát triển, mở rộng xuất khẩu thì các công ty ngày càng chú trọng hơn đến hoạt động huy động vốn cũng như đầu tư vào công nghệ, mở rộng quy mô sản xuất và việc sử dụng chính sách đòn bẩy của đang được quan tâm ở hầu hết các công ty. Tuy nhiên song hành với sự hội nhập là những rủi ro tiềm ẩn nếu các công ty không có những chính sách huy động vốn và quản lý chi phí hợp lý.

## **2.2. KHÁI QUÁT VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

### **2.2.1. Sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam**

### 2.2.2. Một số nhóm ngành tiêu biểu trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Về cơ sở phân loại ngành và các công ty thuộc ngành trong đề tài, tác giả sử dụng quan điểm phân ngành của Vietstock: Vietstock lựa chọn tiêu chuẩn phân ngành theo hệ thống phân ngành VSIC 2007 của Việt Nam, và có trật tự logic cao trong việc sắp xếp thứ tự ngành. Quan điểm phân ngành này lựa chọn có nhiều nét tương đồng với tiêu chuẩn NAICS 2007 (The North American Industry Classification System), áp dụng cho việc phân ngành. Tiêu chuẩn này có tính phổ biến, bao quát cao, được sự hỗ trợ của nhiều tổ chức quốc tế.

## 2.3. PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY ĐẾN RỦI RO CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN HSX

### 2.3.1. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo các nhóm ngành tiêu biểu

*Bảng 2.1. Tổng hợp độ bẩy trung bình và rủi ro theo ngành kinh tế*

Ngành	DOL	DFL	ROE	
			TB	CV
Sản xuất và chế biến	2,16	1,99	18,45%	0,43
Xây dựng và bất động sản	1,70	1,81	13,19%	0,63
Thương mại	1,90	1,57	24,14%	0,44
Tiện ích cộng đồng	1,26	1,33	11,39%	0,25
Vận tải và kho bãi	1,56	1,02	42,98%	0,09
Công nghệ truyền thông	2,55	1,70	9,03%	0,73
Khai khoáng	1,41	1,10	17,41%	0,43
Dịch vụ lưu trú và ăn uống	2,67	2,14	12,54%	0,73
Nông-lâm-ngư nghiệp	1,47	1,13	20,17%	0,58

(Nguồn: Tác giả tự tính toán)



Bảng số liệu 2.1 mô tả tác động của đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính đến rủi ro của các công ty niêm yết ở những ngành tiêu biểu của nền kinh tế. Số liệu được xác định trung bình trong vòng 5 năm, giai đoạn 2010 – 2014. Đây là giai đoạn nền kinh tế nước ta có nhiều biến chuyển và phát triển, hội nhập sâu với nền kinh tế thế giới. Thông qua quá trình phân tích tác động của đòn bẩy đến rủi ro ở 9 ngành cơ bản trong nền kinh tế, có số liệu phù hợp với phương pháp phân tích, từ kết quả phân tích từng ngành ta có thể chia làm 4 nhóm ngành có kết quả phân tích khác nhau như sau :

Nhóm 1: Nhóm ngành có độ bẩy hoạt động (DOL) và độ bẩy tài chính (DFL) cao tác động đến sự thay đổi về lợi nhuận qua các năm làm hệ số biến thiên ROE cao bao gồm : **Ngành Sản xuất chế biến, Xây dựng, Thương mại, Công nghệ và truyền thông**. Đây là những ngành lớn, có số lượng công ty chiếm thành phần chủ đạo trên thị trường chứng khoán.

Nhóm 2: Nhóm ngành có độ bẩy hoạt động (DOL) hoặc độ bẩy tài chính (DFL) thấp nhưng có xu hướng tăng lên trong giai đoạn nghiên cứu, và hệ số biến thiên ROE cũng cao, đó là hai ngành **Nông – Lâm – Ngư nghiệp và Khai khoáng**.

Nhóm 3: Nhóm ngành có độ bẩy hoạt động (DOL) và độ bẩy tài chính (DFL) thấp và hệ số biến thiên ROE thấp, bao gồm ngành **Tiện ích cộng đồng và Vận tải kho bãi**.

Nhóm 4: Nhóm này chỉ có một ngành còn lại là ngành **Dịch vụ lưu trú và ăn uống**. Đây là ngành mà thông qua quá trình phân tích chưa đem lại một kết quả nghiên cứu rõ ràng, do ngành có số lượng công ty niêm yết trên HSX quá ít nên không thể được ra một nhận định tổng quan cho ngành.

### **2.3.2. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo độ lớn của đòn bẩy**

#### ***a. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo độ lớn của đòn bẩy (độ bẩy) hoạt động***

Tác giả lựa chọn 10 công ty có độ bẩy hoạt động trung bình cao để so sánh với 10 công ty có độ bẩy hoạt động trung bình thấp. Kết quả phân tích phù hợp với giả thiết của đề tài khi mà các công ty có độ bẩy hoạt động cao có sự biến thiên lợi nhuận rất lớn so với các công ty có độ bẩy hoạt động trung bình thấp, hay nói cách khác, tác động của đòn bẩy hoạt động đến rủi ro là một tác động thuận chiều: khi đòn bẩy hoạt động lớn có thể dẫn đến rủi ro công ty lớn. Ngoài ra, ta có thể nhận thấy rằng ở 10 công ty có độ bẩy hoạt động thấp thì có đến 9/10 công ty có ROE trung bình cao; ngược lại, ở 10 công ty có độ bẩy hoạt động cao thì có 5/10 công ty có ROE trung bình thấp (dưới 10%). Như vậy, các công ty cần rất thận trọng khi sử dụng yếu tố đòn bẩy trong hoạt động của mình, vì trong số các công ty quan tâm nhiều đến việc sử dụng độ bẩy hoạt động thì chỉ có khoảng 50% công ty giữ được mức lợi nhuận cao, tận dụng tốt tác động “bẩy” của nó.

#### ***b. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo độ lớn của đòn bẩy (độ bẩy) tài chính***

Tương tự với đòn bẩy hoạt động, kết quả phân tích về tác động của độ bẩy tài chính đến rủi ro cũng có tác động thuận chiều: độ bẩy tài chính lớn thì rủi ro công ty lớn và ngược lại. Khi sử dụng đòn bẩy tài chính, đa phần các công ty cũng cần phải cẩn trọng vì ở những công ty sử dụng đòn bẩy tài chính lớn thì có đến 6/10 có ROE trung bình thấp; còn ở những công ty có độ bẩy tài chính thấp thì ngược lại, ROE trung bình rất cao. Rõ ràng là cũng giống như đòn bẩy hoạt

động, đòn bẩy tài chính cũng là một con dao hai lưỡi rất nguy hiểm, nếu không sử dụng hiệu quả sẽ làm chi phí tăng cao, lợi nhuận suy giảm xuống thấp. Vì thế, nhiều công ty vẫn chọn giải pháp an toàn khi ít sử dụng đòn bẩy để bảo đảm được mức sinh lời hợp lý.

Tổng hợp kết quả trên ta có 25/30 công ty được dùng để phân tích trong đề tài tuân theo một quy luật tác động chung: Khi một trong hai loại đòn bẩy lớn hoặc cả hai cùng có giá trị lớn thì tỷ số sinh lời trên vốn chủ (ROE) của công ty biến thiên mạnh trong giai đoạn nghiên cứu với hệ số biến thiên trên 0,5 và ngược lại. Như vậy, đòn bẩy và rủi ro của công ty tỷ lệ thuận với nhau và đòn bẩy là thước đo rủi ro của các công ty niêm yết trên HSX.

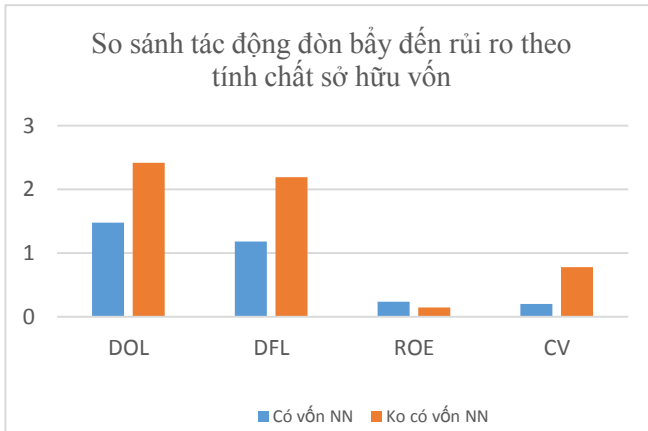
### ***c. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo xu hướng thay đổi độ lớn của đòn bẩy (độ bẩy)***

Kết quả phân tích cho thấy với 11 công ty có độ bẩy tăng trong những năm gần đây thì có tới 9/11 công ty có rủi ro cao (hệ số biến thiên  $>0,5$ ). Như vậy, xu hướng thay đổi về độ bẩy mà cụ thể là xu hướng tăng lên của độ bẩy có tác động không nhỏ đến rủi ro của công ty, nếu công ty chú trọng nhiều đến yếu tố đòn bẩy trong hoạt động kinh doanh của mình thì cần phải cẩn trọng với rủi ro mà công ty gặp phải, khi mà lợi nhuận có thể tăng cao nhưng cũng có thể suy giảm xuống thấp do tác động của các yếu tố chi phí.

### **2.3.3. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro theo tính chất sở hữu vốn của công ty**

Tác giả lựa chọn 10 công ty có vốn đầu tư của nhà nước, ở 9 ngành trên, niêm yết trên sàn giao dịch HSX để đánh giá tác động của đòn bẩy đến rủi ro. Kết quả tính toán cho thấy độ bẩy các công ty này ở mức thấp, ít có xu hướng tăng lên.

Khi nghiên cứu với số lượng công ty tương tự dùng để phân tích trong khối công ty tư nhân, không có vốn đầu tư của nhà nước thì kết quả hoàn toàn trái ngược khi độ bẫy ở những công ty này rất cao và hệ số biến thiên về ROE cũng rất lớn, ngoài ra ROE trung bình cũng tương đối thấp. Đây cũng là điểm mà những công ty sử dụng yếu tố đòn bẩy cao phải hết sức lưu ý.



*Biểu đồ 2.2. So sánh tác động đòn bẩy đến rủi ro theo tính chất sở hữu vốn*

Biểu đồ trên cho ta cách nhìn trực quan và rõ ràng hơn về sự khác biệt trong chính sách đòn bẩy của 2 loại hình công ty này. Đối với những công ty có sự đầu tư vốn từ nhà nước, đa số đều có DFL và DOL ở mức thấp và không có xu hướng tăng lên, hoặc xu hướng tăng không rõ ràng. Điều này làm cho mức độ biến thiên về ROE ở các công ty này thấp hơn nhiều so với các công ty khối ngoài quốc doanh. Ngược lại, đối với các công ty không có sự đầu tư vốn của nhà nước thì hệ số biến thiên ROE lại cao hơn, tức rủi ro ở các công ty này lớn hơn, điều này cũng khá phù hợp với kết quả thống kê cho

thấy DOL và DFL các công ty này đều cao và có xu hướng tăng lên trong giai đoạn nghiên cứu.

#### **2.3.4. Tác động của đòn bẩy đến rủi ro phân theo quy mô công ty**

Kết quả phân tích cho thấy nhìn chung việc phân tích tác động của đòn bẩy đến rủi ro phân theo quy mô chưa đem lại xu hướng tổng quan khi mà ở những công ty có quy mô nhỏ hay lớn đều có cả công ty có độ bẩy cao và độ bẩy thấp. Mặt khác, số lượng công ty có đủ thông tin nghiên cứu còn thấp, chưa thể đại diện cho toàn thị trường. Tuy nhiên, khi phân tích theo khía cạnh quy mô thì ta cũng thu về một số kết luận đáng lưu ý:

Ở những công ty có quy mô nhỏ, việc quản lý chưa tốt chi phí làm cho nhiều công ty quy mô nhỏ chịu tác động từ yếu tố rủi ro của đòn bẩy, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận bình quân thấp và thay đổi liên tục trong những năm gần đây.

Ở công ty có quy mô lớn thì hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định hơn. Sự điều tiết về yếu tố rủi ro của đòn bẩy cũng tốt hơn. Vì vậy đa phần những công ty này có tỷ suất lợi nhuận bình quân cao và ít thay đổi như VNM, REE, PGC, PVD, KDC.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 2**

## CHƯƠNG 3

### HÀM Ý CHÍNH SÁCH TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

#### 3.1. ĐÁNH GIÁ CHUNG VỀ TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY ĐẾN RỦI RO CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN HSX

Qua phân tích tác động của đòn bẩy đến rủi ro phân theo các ngành kinh tế cơ bản, theo độ lớn và xu hướng thay đổi của đòn bẩy, theo quy mô và tính chất sở hữu vốn của công ty, kết quả thu được phản ánh phần nào mục tiêu nghiên cứu của đề tài.

- Đòn bẩy và rủi ro là hai yếu tố tỷ lệ thuận với nhau
- Nhiều ngành kinh tế chủ đạo có độ bẩy cao và rủi ro lớn
- Những công ty có sự đầu tư vốn của nhà nước hoạt động ổn định và tác động của đòn bẩy đến rủi ro ít hơn công ty không có hỗ trợ vốn từ nhà nước
- Yếu tố quy mô chưa phải là yếu tố phân loại rõ ràng để đánh giá tác động của đòn bẩy lên rủi ro
- Sử dụng đòn bẩy chưa hiệu quả là vấn đề của nhiều công ty hiện nay

#### 3.2. HÀM Ý CHÍNH SÁCH TỪ KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

##### 3.2.1. Hàm ý chính sách đối với các cơ quan quản lý nhà nước

*a. Hoàn thiện thị trường tài chính để hỗ trợ những công ty không có sự hỗ trợ vốn từ nhà nước*

Minh bạch hóa thị trường tài chính bằng các quy định chặt chẽ và thống nhất để tạo tâm lý yên tâm cho công ty tiếp cận.

Phát triển thị trường cho thuê tài chính hoặc các quỹ tín dụng để công ty có thêm kênh huy động vốn.

***b. Phát triển thị trường, tạo môi trường kinh doanh thuận lợi và tăng tính cạnh tranh cho các công ty***

- Phát triển thị trường hàng hóa, lao động có tính cạnh tranh cao và giảm chi phí xuống mức thấp để các công ty mở rộng sản xuất.

- Cải thiện khuôn khổ pháp lý, cắt giảm thủ tục hành chính, đơn giản hóa các quy định để tạo điều kiện thuận lợi cho công ty hoạt động.

- Tăng cường các chính sách hỗ trợ và ưu đãi cho các công ty đang gặp khó khăn, tránh tình trạng phá sản hàng loạt.

**3.2.2. Hàm ý chính sách đối với ngân hàng và các tổ chức cho vay**

- Thay đổi chính sách thông thoáng hơn cho đối tượng công ty nhỏ, mới tham gia thị trường hoặc đang có nhu cầu mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh để phát triển.

- Đơn giản hóa thủ tục và thiết lập cơ chế cho vay phù hợp đối với từng loại công ty.

- Tăng tỷ trọng cho vay ở công ty thuộc những ngành kinh tế mũi nhọn như Sản xuất, Thương mại, Nông lâm ngư nghiệp,...

- Hỗ trợ công ty trong các khâu lập dự án, thẩm định dự án,...

- Nâng cao chất lượng tín dụng.

**3.2.3. Hàm ý chính sách đối với công ty niêm yết**

- Tăng cường các biện pháp gia tăng doanh thu.

- Cắt giảm những chi phí không cần thiết trong hoạt động của công ty

- Lên kế hoạch và xác định mục đích vay vốn cụ thể để sử dụng hiệu quả nguồn vốn đi vay

- Mạnh dạng tham gia các kênh huy động vốn mới để nâng cao khả năng huy động vốn.

- Nâng cao năng lực tài chính và khả năng cạnh tranh trên thị trường

### **3.3. HẠN CHẾ CỦA NGHIÊN CỨU VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI**

#### **3.3.1. Hạn chế của nghiên cứu**

Số lượng công ty có đầy đủ số liệu trong 5 năm (2010 – 2014), đáp ứng yêu cầu phân tích của đề tài còn khá hạn chế. Vì vậy, đề tài chỉ lựa chọn phân tích trên 30 công ty đại diện cho những ngành kinh tế cơ bản trên sàn HSX. Số lượng công ty này chưa thể đại diện cho toàn bộ thị trường, do đó, kết quả nghiên cứu có thể chưa mang tính bao quát.

Cách phân loại chi phí trong đề tài nhìn chung chỉ ở mức tương đối theo chủ quan của tác giả, bởi vì thực tế có nhiều loại chi phí phát sinh rất phức tạp nên khó mà phân biệt một cách rõ ràng và chính xác nhất. Do đó, kết quả tính toán về độ bầy hoạt động chưa hoàn toàn khách quan.

#### **3.3.2. Hướng nghiên cứu trong tương lai**

Với sự phát triển của thị trường chứng khoán và các công ty niêm yết ngày càng nhiều, để những nghiên cứu trong tương lai có kết quả rõ ràng và bao quát hơn thì tác giả cần tăng số lượng công ty phân tích nhiều hơn. Có thể mở rộng phân tích thêm ở sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) để có cách nhìn tổng thể cho toàn thị trường.



Đi sâu vào phân tích chi phí của công ty và tìm cách xây dựng nên mô hình tính toán chi phí một cách chính xác nhất để tăng tính khách quan và thuyết phục cho kết quả nghiên cứu.

### **KẾT LUẬN CHƯƠNG 3**

## KẾT LUẬN

Trong thời đại ngày nay, đi đôi với sự phát triển của kinh tế toàn cầu thì các doanh nghiệp ở Việt Nam cũng ngày càng sử dụng nhiều chính sách mới để hướng tới mục tiêu tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu. Việc mở rộng quy mô sản xuất, phát triển thị trường, tăng cường huy động vốn là cơ sở để các doanh nghiệp sử dụng chính sách đòn bẩy của mình, đặc biệt là các công ty niêm yết. Tuy nhiên, chính sách này luôn hàm chứa yếu tố rủi ro nếu công ty không quản lý tốt các khoản mục chi phí của mình, nhất là khi công ty đã được niêm yết trên sàn chứng khoán, chịu sự chi phối lớn từ thị trường. Nghiên cứu đề tài cho thấy một trong những nhân tố lớn tác động đến rủi ro của doanh nghiệp là chính sách đòn bẩy. Ngoài chính bản thân doanh nghiệp thì nhà nước, ngân hàng và các tổ chức cho vay cần phải có những chính sách hợp lý để đòn bẩy được sử dụng một cách có hiệu quả, đạt được mức lợi nhuận như mong muốn.

Trong quá trình thực hiện luận văn, do còn có một số hạn chế về kiến thức, kinh nghiệm thực tiễn cũng như thời gian vừa phải học tập vừa tham gia công tác nên bài luận văn chắc chắn không thể tránh khỏi những thiếu sót. Tuy nhiên, tác giả hi vọng đề tài sẽ đóng góp một phần nào đó về việc đánh giá tác động của đòn bẩy đến rủi ro của các công ty niêm yết nói riêng và trên thị trường nói chung, qua đó kiến nghị những chính sách hợp lý đối với các đơn vị có thẩm quyền liên quan. Rất mong nhận được góp ý chân thành từ quý thầy giáo, cô giáo để bài luận văn được hoàn thiện hơn.