

Đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính trong các doanh nghiệp xi măng Việt Nam

PGS.TS. Trần Việt Lâm

Đại học Kinh tế Quốc dân

Đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính là những công cụ cho phép đánh giá mức độ ảnh hưởng của kết cấu chi phí kinh doanh, kết cấu vốn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và lợi nhuận của chủ sở hữu. Đòn bẩy tổng hợp là sự phối hợp của đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính. Độ lớn của đòn bẩy tổng hợp cho chúng ta biết với một kết cấu chi phí kinh doanh, kết cấu vốn cố định, lợi nhuận của chủ sở hữu sẽ thay đổi như thế nào khi doanh thu tiêu thụ thay đổi 1%. Đây là những công cụ quan trọng để phân tích và ra các quyết định liên quan đến nguồn vốn của doanh nghiệp. Trong thực tế, việc tính toán cũng như sử dụng các công cụ này thường gặp nhiều khó khăn. Bằng việc triển khai tính đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam trong giai đoạn 2006-2010, tác giả muốn tìm hiểu khả năng sử dụng các công cụ này trong việc phân tích tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Đòn bẩy kinh doanh, đòn bẩy tài chính, doanh nghiệp xi măng

1. Đòn bẩy kinh doanh

Đòn bẩy kinh doanh hay còn gọi là đòn bẩy hoạt động (operating leverage) là khái niệm được sử dụng để phản ánh mức độ ảnh hưởng của kết cấu chi phí kinh doanh (kết cấu giữa chi phí kinh doanh cố định và chi phí kinh doanh biến đổi) đến lợi nhuận trước thuế và lãi vay khi doanh thu thay đổi. Chi phí kinh doanh cố định là chi phí không thay đổi khi sản lượng thay đổi. Trong doanh nghiệp các chi phí kinh doanh cố định có thể kể ra là khấu hao TSCĐ, tiền lương cho cán bộ quản trị, một bộ phận của chi phí điện nước, một bộ phận của chi phí quản lý,... Chi phí kinh doanh biến đổi là chi phí thay đổi khi sản lượng thay đổi. Trong doanh nghiệp, các chi phí kinh doanh biến đổi có thể kể ra là chi phí nguyên vật liệu, chi phí lao động trực tiếp, một bộ phận chi phí điện nước, một bộ phận chi phí quản lý,... Độ lớn của đòn bẩy kinh doanh còn gọi là độ nghiêng đòn bẩy kinh doanh được ký hiệu là DOL. Độ lớn của đòn bẩy kinh doanh tại một mức doanh thu gốc được tính theo công thức sau:

$$DOL = \frac{(\Delta EBIT/EBIT_0)}{(\Delta DT/DT_0)} \quad (1)$$

ở đây EBIT là lợi nhuận trước thuế và lãi vay, $\Delta EBIT = EBIT_1 - EBIT_0$ là độ gia tăng của lợi nhuận trước thuế và lãi vay, DT là doanh thu, $\Delta DT = DT_1 - DT_0$

là độ gia tăng của doanh thu. Từ công thức (1), rõ ràng với một kết cấu chi phí kinh doanh không thay đổi, độ lớn của đòn bẩy kinh doanh cho chúng ta biết phần trăm thay đổi của lợi nhuận trước thuế và lãi vay khi doanh thu thay đổi 1%. Nếu ký hiệu g là giá bán sản phẩm, bp là chi phí kinh doanh biến đổi cho một đơn vị sản phẩm, lb là lãi trên một đơn vị chi phí kinh doanh biến đổi, LB là tổng lãi trên chi phí kinh doanh biến đổi, DP là tổng chi phí kinh doanh cố định, SL là tổng sản lượng tiêu thụ, chúng ta có:

$$\begin{aligned} DOL &= \frac{\Delta EBIT/EBIT_0}{\Delta DT/DT_0} = \frac{\Delta EBIT/EBIT_0}{[(LB_1 - DP) - (LB_0 - DP)]/EBIT_0} = \\ &= \frac{(SL_1 - SL_0)/SL_0}{(LB_1 - LB_0) \times SL_0 / (lb_0 \times SL_1 - lb_0 \times SL_0) \times SL_0} = \\ &= \frac{(SL_1 - SL_0) \times EBIT_0}{lb_0 \times SL_0} = \frac{(SL_1 - SL_0) \times EBIT_0}{SL_0 \times (g - bp)} \quad (2) \end{aligned}$$

Công thức (2) cho thấy, khi các yếu tố khác không đổi, DN nào trong kết cấu chi phí kinh doanh

Bảng 1: Độ lớn đòn bẩy kinh doanh của các DN xi măng giai đoạn 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Xi măng Bút Sơn					
- DT (triệu đồng)	693.664	1.061.576	1.195.059	1.431.266	1.211.710
- EBIT (triệu đồng)	52.4	158.48	179.639	184.859	134.435
- DOL	-	3,82	1,06	0,15	1,78
Xi măng Bim Sơn					
- DT (triệu đồng)	-	1.547.001	1.936.157	2.422.519	2.720.759
- EBIT (triệu đồng)	-	161.946	227.065	238.525	228.404
- DOL	-	-	1,60	0,20	-0,34
Xi măng Sài Sơn					
- DT (triệu đồng)	134.257	185.061	253.307	280.17	285.366
- EBIT (triệu đồng)	22.019	33.982	45.946	59.999	52.39
- DOL	-	1,44	0,95	2,89	-6,85
Xi măng Hà Tiên 1					
- DT (triệu đồng)	2.137.235	2.192.928	2.536.787	2.816.843	4.251.194
- EBIT (triệu đồng)	92.265	117.895	118.626	258.503	391.225
- DOL	-	10,64	0,04	10,68	1,01
Xi măng Hoàng Mai					
- DT (triệu đồng)	-	-	1.087.122	1.380.567	1.254.572
- EBIT (triệu đồng)	-	-	59.837	241.699	199.63
- DOL	-	-	-	11,25	1,91
Xi măng Sông Đà Yaly					
- DT (triệu đồng)	-	190.373	285.595	200.333	219.94
- EBIT (triệu đồng)	-	1.073	4.677	5.434	6.316
- DOL	-	-	0,67	-0,54	1,66

Tính toán của tác giả với nguồn số liệu từ , - là những năm không thu thập được số liệu và không tính toán được

có phần chi phí cố định lớn hơn thì có lớn hơn, khi đó lợi nhuận trước thuế và lãi vay tăng nhiều hơn khi doanh thu tăng, ngược lại sẽ có lợi nhuận trước thuế và lãi vay giảm nhiều hơn khi doanh thu giảm. Rủi ro giảm lợi nhuận trước thuế và lãi vay được gọi là rủi ro kinh doanh. Một DN có kết cấu chi phí kinh doanh với phần chi phí kinh doanh cố định lớn hơn sẽ có nhiều cơ hội thu được lợi nhuận trước thuế và lãi vay lớn hơn nhưng gắn liền với nó là rủi ro kinh doanh cũng lớn hơn. Sử dụng đòn bẩy kinh doanh hợp lý sẽ có tác dụng khuếch đại sự gia tăng của lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

Dựa trên các báo cáo tài chính đã công bố, chúng

2. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính (financial leverage) là khái niệm phản ánh mức độ ảnh hưởng của kết cấu vốn (tỷ lệ của vốn vay và vốn chủ sở hữu) đến lợi nhuận của vốn chủ sở hữu khi có sự thay đổi của lợi nhuận trước thuế và lãi vay. Độ lớn của đòn bẩy tài chính được ký hiệu là DFL . Độ lớn của đòn bẩy tài chính tại một mức lợi nhuận trước thuế và lãi vay được tính theo công thức sau:

$$DFL = \frac{(\Delta EPS / EPS_0)}{(\Delta EBIT / EBIT_0)} \quad (3)$$

ở đây $EBIT$ là lợi nhuận trước thuế và lãi vay, $\Delta EBIT$ là độ gia tăng của lợi nhuận trước thuế và lãi vay, EPS là lợi nhuận của vốn chủ sở hữu (lợi nhuận trên cổ phần), ΔEPS là độ gia tăng của lợi nhuận vốn chủ sở hữu. Công thức (3) cho thấy, với một kết

cấu vốn không thay đổi, độ lớn của đòn bẩy tài chính cho biết phần trăm thay đổi lợi nhuận của vốn chủ sở hữu khi lợi nhuận trước thuế và lãi vay thay đổi 1%. Nếu ký hiệu I là lãi vay phải trả, P là cổ tức hàng năm phải trả (cổ phiếu ưu đãi), S là số lượng cổ phiếu thông thường, t là mức thuế thu nhập chúng ta có:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - t) - P}{S} \quad (4)$$

Với giả thiết I và P không đổi, sau một số biến đổi chúng ta nhận được công thức tính đòn bẩy tài chính như sau:

$$DFL = \frac{(\Delta EPS / EPS_0)}{(\Delta EBIT / EBIT_0)} = \left[\frac{\Delta EBIT(1-t)}{(EBIT_0 - I)(1-t) - P} \right] \times \left[\frac{EBIT_0}{\Delta EBIT} \right] = \frac{EBIT_0(1-t)}{(EBIT_0 - I)(1-t) - P} \quad (5)$$

ta có thể tính độ lớn đòn bẩy kinh doanh của một số DN sản xuất xi măng trong giai đoạn 2006-2010.

Trong trường hợp đặc biệt, khi DN chỉ sử dụng tài trợ bằng nợ, tức là $P = 0$, chúng ta có:

$$DFL = \frac{EBIT_0}{EBIT_0 - I} \quad (6)$$

Như vậy, có thể thấy DN nào có kết cấu vốn với phần vốn vay lớn hơn sẽ có *DFL* lớn hơn, khi đó lợi nhuận của vốn chủ sở hữu tăng nhiều hơn khi lợi nhuận trước thuế và lãi vay tăng, ngược lại sẽ có lợi nhuận của vốn chủ sở hữu giảm nhiều hơn khi lợi nhuận trước thuế và lãi vay giảm. Rủi ro giảm lợi nhuận của vốn chủ sở hữu được gọi là rủi ro tài chính. Một DN có kết cấu với phần vốn vay lớn hơn sẽ có nhiều cơ hội thu được lợi nhuận của vốn chủ sở hữu cao hơn nhưng gắn liền với nó là rủi ro tài chính cũng lớn hơn. Sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý sẽ có tác dụng khuếch đại sự gia tăng lợi nhuận của vốn chủ sở hữu.

Dựa trên các báo cáo tài chính đã công bố, chúng

$$DTL = DOL \times DFL = \frac{\Delta EBIT / EBIT_0}{\Delta DT / DT_0} \times \frac{\Delta EPS / EPS_0}{\Delta EBIT / EBIT_0} = \frac{\Delta EPS / EPS_0}{\Delta DT / DT_0} \quad (7)$$

Bảng 2: Độ lớn đòn bẩy tài chính của các DN xi măng giai đoạn 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Xi măng Bút Sơn					
- EBIT (triệu. đồng)	52.4	158.48	179.639	184.859	134.435
- EPS cơ bản (đồng)	-	1.122	1.157	1.45	683
- DFL	-	-	0,23	8,70	1,94
Xi măng Bim Sơn					
- EBIT (triệu. đồng)	-	161.946	227.065	238.525	228.404
- EPS cơ bản (đồng)	-	-	2.273	2.071	572
- DFL	-	-	-	-1,76	17,07
Xi măng Sài Sơn					
- EBIT (triệu. đồng)	22.019	33.982	45.946	59.999	52.39
- EPS cơ bản (đồng)	15.9	10.4	11.286	8.522	4.067
- DFL	-	-0,64	0,24	-0,80	4,12
Xi măng Hà Tiên 1					
- EBIT (triệu. đồng)	92.265	117.895	118.626	258.503	391.225
- EPS cơ bản (đồng)	-	1.153	892	1.575	378
- DFL	-	-	-36,52	0,65	-1,48
Xi măng Hoàng Mai					
- EBIT (triệu. đồng)	-	-	59.837	241.699	199.63
- EPS cơ bản (đồng)	-	-	618	2.112	1.43
- DFL	-	-	-	0,80	1,85
Xi măng Sông Đà Yaly					
- EBIT (triệu. đồng)	-	1.073	4.677	5.434	6.316
- EPS cơ bản (đồng)	-	-	3.787	2.228	148
- DFL	-	-	-	-2,54	-5,75

Tính toán của tác giả với nguồn số liệu từ , - là những năm không thu thập được số liệu và không tính toán được

ta có thể tính độ lớn đòn bẩy tài chính của một số DN sản xuất xi măng trong giai đoạn 2006-2010.

3. Phối hợp đòn bẩy tài chính và đòn bẩy kinh doanh

Để phối hợp đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính người ta đưa ra khái niệm đòn bẩy tổng hợp. Đòn bẩy tổng hợp (total leverage) là khái niệm phản ánh mức độ ảnh hưởng tổng hợp của chi phí hoạt động và chi phí tài trợ cố định đến lợi nhuận của vốn chủ sở hữu khi có sự thay đổi của doanh thu. Sự ảnh hưởng này diễn ra qua 2 bước. Bước thứ nhất, khi số lượng tiêu thụ thay đổi do tác động của đòn bẩy kinh doanh làm cho lợi nhuận trước thuế và lãi vay thay đổi. Bước thứ hai, khi lợi nhuận trước thuế và lãi vay thay đổi, do tác động của đòn bẩy tài chính làm cho lợi nhuận của vốn chủ sở hữu thay đổi. Độ lớn của đòn bẩy tổng hợp tại một mức doanh thu gốc được tính theo công thức 7.

Như vậy, với một kết cấu chi phí chi phí kinh doanh và kết cấu vốn cố định, độ lớn của đòn bẩy tổng hợp cho chúng ta biết % thay đổi lợi nhuận của vốn chủ sở hữu khi doanh thu thay đổi 1%. Vì *DTL* là một hàm số của *DOL* và *DFL* nên một DN muốn đạt được *DTL* ở một mức nào đó thì có thể kết hợp sự bù trừ giữa *DOL* và *DFL* (nếu *DOL* đã cao thì *DFL* thấp và ngược lại).

Từ bảng 3 có thể thấy trong giai đoạn 2006-2010, tại nhiều DN xi măng, mối quan hệ giữa độ gia tăng của doanh thu và độ gia tăng của lợi nhuận vốn chủ sở hữu hết sức phức tạp. Tại hầu hết các DN xi măng, lợi nhuận của vốn chủ sở hữu giảm khi doanh thu tăng. Đề lý giải điều này cần phân tích thêm về giá bán xi măng trong giai đoạn 2006-2010 cũng như chính sách phân phối lợi nhuận tại các DN xi măng.

Bảng 3: Độ lớn đòn bẩy tổng hợp của các DN xi măng giai đoạn 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Xi măng Bút Sơn	-	-	0,24	1,31	3,45
Xi măng Bim Sơn	-	-	-	-0,35	-5,80
Xi măng Sài Sơn	-	-0,92	0,23	-2,31	-28,22
Xi măng Hà Tiên 1	-	-	-1,46	6,94	-1,49
Xi măng Hoàng Mai	-	-	-	9,0	3,53
Xi măng Sông Đà Yaly	-	-	-	1,37	-9,55

Nguồn: Tính toán của tác giả với nguồn số liệu từ [3]

4. Kết luận

Đối với các DN xi măng Việt Nam, doanh thu tiêu thụ sản phẩm xi măng chiếm phần chủ yếu trong doanh thu của DN vì vậy, có mối quan hệ chặt chẽ giữa doanh thu và sản lượng, việc chuyển từ công thức (1) sang công thức (2) là hợp lý, nói cách khác độ lớn của đòn bẩy kinh doanh cao phản ánh phần chi phí cố định cao trong kết cấu chi phí kinh doanh của DN, có thể sử dụng đòn bẩy kinh doanh để đánh giá ảnh hưởng của kết cấu chi phí kinh doanh của DN đến lợi nhuận trước thuế và lãi vay khi doanh thu thay đổi. Nhìn chung, trong giai đoạn 2006-2010 công nghệ của các DN sản xuất xi măng Việt Nam là lạc hậu. Đó là công nghệ của Nga, Pháp, Trung Quốc những năm 50 của thế kỷ trước. Bên cạnh đó, giá của các nguyên liệu đầu vào để sản xuất xi măng như than đá, thạch cao, clinker, tăng đều qua các năm. Ngoài ra giá xăng dầu tăng ảnh hưởng rất lớn đến chi phí vận chuyển. Tất cả điều đó dẫn đến tỷ lệ chi phí kinh doanh cố định trong chi phí kinh doanh thấp, độ lớn của đòn bẩy kinh doanh *DOL* của các doanh nghiệp xi măng Việt Nam là thấp và không ổn định. Vì vậy, trong những năm qua, khi doanh thu các DN xi măng tăng, lợi nhuận trước thuế và lãi vay cũng không tăng nhiều, khi doanh thu của các DN xi măng giảm, lợi nhuận trước thuế và lãi vay cũng không bị giảm nhiều. Rủi ro kinh doanh của các DN xi măng Việt Nam là thấp. Tiết kiệm chi phí nguyên vật liệu đầu vào, tự sản xuất clinker là những vấn đề cần giải quyết để giảm chi phí kinh doanh biến đổi, tăng độ lớn của đòn bẩy kinh doanh. Về lâu dài, các DN xi măng phải đổi mới công nghệ, áp dụng công nghệ mới để giảm tiêu hao năng lượng điện và nhiệt, nâng cao chất lượng sản phẩm. Trong giai đoạn 2006-2010, do giá cả của xi măng có nhiều biến động nên ở một số năm khi doanh thu tăng không nhiều, lợi nhuận trước thuế và lãi vay lại giảm dẫn tới *DOL* mang giá trị âm.

Độ lớn của đòn bẩy tài chính *DFL* của các DN xi măng Việt Nam trong giai đoạn 2006-2010 mặc dù không ổn định nhưng có xu hướng tăng trong các năm 2009, 2010 khi mà chi phí trả lãi vay lớn. Nhiều năm tiền trả lãi vay quá lớn dẫn đến *DFL* mang giá trị âm. Việc sử dụng công thức (6) để tính *DFL* là không hợp lý. Trong giai đoạn 2006-2010 nhiều DN xi măng đã sử dụng các khoản vay dài hạn để tài trợ cho các dự án đầu tư và tài trợ cho lượng hàng tồn kho. Việc đổi mới công nghệ, gia tăng công suất gặp nhiều khó khăn do vốn đầu tư ban đầu vào máy móc thiết bị ngành xi măng là rất lớn vì vậy, hệ số nợ trên tổng tài sản của DN xi măng trong giai đoạn 2006-2010 là rất cao, rủi ro tài chính của các DN xi măng là rất lớn.

Theo đánh giá, đến cuối năm 2011, tổng công suất các dây chuyền sản xuất xi măng của cả nước là 65,5 triệu tấn. Nhiều dự án đầu tư của các DN xi măng đã hoàn thành, đi vào hoạt động. Theo định hướng của quy hoạch phát triển ngành xi măng, tổng công suất của cả nước năm 2015 là 84 triệu tấn, năm 2025 là 121 triệu tấn. Trong khi công suất sản xuất tăng, công nghệ được đổi mới thì nhu cầu tiêu thụ nội địa giảm sút, việc xuất khẩu xi măng gặp nhiều khó khăn do giá cao và chi phí vận chuyển lớn. Rõ ràng việc đẩy mạnh tiêu thụ là nhiệm vụ hết sức nặng nề của các DN xi măng Việt Nam trong thời gian tới để giảm độ lớn đòn bẩy tài chính, giảm rủi ro tài chính.

Với các thông tin tài chính đã công bố, chúng ta có thể tính được đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính của các DN xi măng. Do có nhiều biến động và khoảng thời gian tính toán còn ngắn nên các kết quả thu được chưa phản ánh được xu thế rõ ràng của các chỉ tiêu đòn bẩy. Trong những năm qua, giá tiêu thụ, giá nguyên liệu đầu vào, kết cấu chi phí, kết cấu vốn của các DN xi măng có nhiều thay đổi đồng thời lãi suất tiền vay tăng cao. Điều đó đòi hỏi phải kết hợp nhiều phân tích bổ sung khi sử dụng đòn bẩy

Bảng 4: Hệ số nợ trên tổng tài sản và lãi vay phải trả của các DN xi măng giai đoạn 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Xi măng Bút Sơn					
- Hệ số nợ (%)	54	56	73	78	77
- I (triệu đồng)	-	68.057	60.457	35.837	101.012
Xi măng Bỉm Sơn					
- Hệ số nợ (%)	-	57	75	79	82
- I (triệu đồng)	-	22.209	22.42	14.751	168.75
Xi măng Sài Sơn					
- Hệ số nợ (%)	31	28	11	46	48
- I (triệu đồng)	349	241	84	487	100
Xi măng Hà Tiên 1					
- Hệ số nợ (%)	69	60	83	84	85
- I (triệu đồng)	29.373	18.107	39.775	66.435	311.634
Xi măng Hoàng Mai					
- Hệ số nợ (%)	-	-	67	62	60
- I (triệu đồng)	-	-	-	94.16	96.347
Xi măng Sông Đà Yaly					
- Hệ số nợ (%)	83	85	83	81	62
- I (triệu đồng)	7.358	9.655	4.864	6.181	707

Tính toán của tác giả với nguồn số liệu từ [3]

kinh doanh để phân tích ảnh hưởng của kết cấu chi phí đến lợi nhuận trước thuế và lãi vay, sử dụng đòn bẩy tài chính để phân tích ảnh hưởng của kết cấu vốn đến lợi nhuận của vốn chủ sở hữu. Mặc dù vậy

vẫn có thể khẳng định rằng đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính vẫn là những công cụ quan trọng và hữu ích cần được sử dụng khi phân tích tài chính của các DN xi măng Việt Nam. □

Tài liệu tham khảo:

1. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, Essentials of Financial Management, Cengage Learning Asia Pte Ltd, 2009.
2. Nguyễn Minh Kiều, Tài chính doanh nghiệp cơ bản, Nhà xuất bản Thống kê, 2009.
3. <http://www.bsc.com.vn>.
4. Quy hoạch phát triển công nghiệp xi măng Việt Nam giai đoạn 2011-2020, Quyết định 1488/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ.