

# Hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính - trường hợp của các doanh nghiệp xi măng niêm yết

ThS. NGUYỄN THU HÀ

Học viện Tài chính

*Giai đoạn 2011- 2013 được cho là giai đoạn hết sức khó khăn của ngành Xi măng Việt Nam khi các doanh nghiệp (DN) phải chịu ảnh hưởng kép từ suy thoái kinh tế và khủng hoảng thừa xi măng trong nước (cuối năm 2013, nguồn cung đã vượt cầu 10 triệu tấn). Cùng với đó là sự tăng giá các loại nguyên vật liệu đầu vào như điện (tăng 5%), than (tăng 37- 41%), tỷ giá hối đoái (tăng 2- 3%); thị trường đầu ra chưa được khơi thông, thị trường vốn vẫn bị tắc nghẽn, lãi suất vay vốn dù đã giảm song vẫn còn ở mức cao và khó trong việc tiếp cận... đã làm lợi nhuận của các DN xi măng sụt giảm mạnh. Kết quả cuộc điều tra khảo sát 163 DN Nhà nước về cơ cấu vốn và khả năng thanh toán do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thực hiện chỉ ra khá rõ thách thức về vốn và xu hướng sử dụng nhiều nợ trở nên phổ biến ở các DN. DN sử dụng vốn vay một mặt bù đắp sự thiếu hụt vốn, mặt khác nhằm gia tăng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) hoặc thu nhập một cổ phần. Trong điều kiện như vậy, việc sử dụng nợ vay như một đòn bẩy tài chính có đem lại hiệu quả như mong đợi cho các DN ngành xi măng? Và đâu là giải pháp cho các DN để xử lý bài toán vốn cho DN mình?*

Từ khoá: *Doanh nghiệp xi măng, hệ số nợ, đòn bẩy tài chính, ROE, cơ cấu nguồn vốn.*





**Bảng 1. Hệ số nợ của các doanh nghiệp xi măng niêm yết**

TT	Tên doanh nghiệp	Mã CP	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	HT1	0,86	0,86	0,76
2	CTCP xi măng Bim Sơn	BCC	0,83	0,80	0,79
3	CTCP Xi măng Vicem Bút Sơn	BTS	0,81	0,81	0,82
4	CTCP Xi măng và xây dựng Quảng Ninh	QNC	0,90	0,91	0,90
5	CTCP Vicem Hoàng Mai	HOM	0,58	0,57	0,58
6	CTCP Xi măng Hải Vân	HVX	0,29	0,35	0,83
7	CTCP xi măng Sài Sơn	SCJ	0,50	0,53	0,50
8	CTCP Xi măng và khoáng sản Yên Bái	YBC	0,85	0,91	0,96
9	CTCP khoáng sản và xi măng Cần Thơ	CCM	0,44	0,41	0,45
10	CTCP xi măng Thái Bình	TBX	0,54	0,59	0,68
11	CTCP xi măng Tiên Sơn	TSM	0,29	0,36	0,42
12	CTCP Xi măng Sông Đà	SCC	0,31	0,24	0,24
Trung bình			0,60	0,61	0,66

*Nguồn: Tính toán từ BCTC của các công ty qua các năm*

**1. Thực trạng việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở các doanh nghiệp xi măng niêm yết**

**1.1. Về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính**

**D**òn bẩy tài chính là thể hiện mức độ sử dụng vốn vay trong tổng nguồn vốn của DN với hi vọng gia tăng ROE (hoặc EPS). Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các DN xi măng niêm yết được thể hiện ở chỉ

tiêu hệ số nợ (Bảng 1).

Hệ số nợ trung bình của các công ty xi măng niêm yết có xu hướng tăng lên qua các năm. Bốn công ty đầu có quy mô lớn nhất ngành là CTCP Hà Tiên 1 (HT1), CTCP xi măng Bim Sơn (BCC), CTCP xi măng Vicem Bút Sơn (BTS), CTCP xi măng và xây dựng Quảng Ninh (QNC) đều có hệ số nợ cao và đượ duy trì ổn định qua các năm (từ 0,76- 0,91). Đặc

biệt CTCP xi măng và khoáng sản Yên Bái (YBC) cuối năm 2013 có hệ số nợ rất cao, chiếm tới 96% tổng nguồn vốn và một số công ty có hệ số nợ tăng đột biến ở thời điểm cuối năm 2013 như CTCP xi măng Hải Vân (HVX) tăng từ 0,29 lên 0,83; CTCP xi măng Thái Bình (TBX) tăng từ 0,29 lên 0,42. Điều này cho thấy mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của các DN xi măng là rất cao và có

**Bảng 2. EBIT và I của các doanh nghiệp xi măng niêm yết năm 2013**

*Đơn vị: Triệu đồng*

TT	Tên DN	Mã CP	BEP	EBIT	I	Chênh lệch (I và EBIT)
1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	HT1	5,93%	778.654	773.274	5,380
2	CTCP xi măng Bim Sơn	BCC	4,77%	265.580	263.696	1,884
3	CTCP Xi măng Vicem Bút Sơn	BTS	0,94%	47.187	272.743	(225,555)
4	CTCP Xi măng và xây dựng QN	QNC	4,55%	95.468	86.812	8,656
5	CTCP Vicem Hoàng Mai	HOM	4,01%	80.528	73.124	7,404
6	CTCP Xi măng Hải Vân	HVX	3,29%	35.856	51.176	(15,320)
7	CTCP xi măng Sài Sơn	SCJ	5,01%	28.386	20.830	7,556
8	CTCP Xi măng và khoáng sản Y. Bái	YBC	3,70%	13.966	33.900	(19,935)
9	CTCP khoáng sản và xi măng C. Thơ	CCM	6,05%	12.441	6.151	6,290
10	CTCP xi măng Thái Bình	TBX	3,42%	2.125	2.008	117
11	CTCP xi măng Tiên Sơn	TSM	-7,75%	(4.235)	345	(4,580)
12	CTCP Xi măng Sông Đà	SCC	-13,04%	(4.264)	-	(4,264)
Trung bình			1,74%	112,641	132.005	(19.364)

*Nguồn: Tính toán từ BCTC của các công ty qua các năm*



**Bảng 3. DFL của các DN xi măng niêm yết năm 2013**

TT	Tên DN	Mã CP	ROE năm 2012	ROE năm 2013	DFL năm 2013
1	CTCP Xi măng Hà Tiên 1	HT1	0,47%	0,08%	144,73
2	CTCP xi măng Bim Sơn	BCC	7,20%	0,05%	140,95
3	CTCP Xi măng Vicem Bút Sơn	BTS	-2,92%	-20,68%	-0,21
4	CTCP Xi măng và xây dựng Quảng Ninh	QNC	2,44%	3,11%	11,03
5	CTCP Vicem Hoàng Mai	HOM	15,65%	0,21%	10,88
6	CTCP Xi măng Hải Vân	HVX	10,27%	-8,28%	-2,34
7	CTCP xi măng Sài Sơn	SCJ	-12,15%	7,74%	3,76
8	CTCP Xi măng và khoáng sản Yên Bái	YBC	-81,47%	-82,42%	-0,70
9	CTCP khoáng sản và xi măng Cần Thơ	CCM	12,49%	8,47%	1,98
10	CTCP Xi măng Thái Bình	TBX	15,46%	0,58%	18,10
11	CTCP Xi măng Tiên Sơn	TSM	-26,17%	-15,60%	0,92
12	CTCP Xi măng Sông Đà	SCC	-16,67%	-21,54%	1,00

Nguồn: Tính toán từ BCTC của các công ty qua các năm

xu hướng tăng; tính tự chủ, an toàn tài chính giảm; áp lực trả nợ cao và khả năng mất thanh khoản của các DN cũng cao.

**1.2. Về hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính**

Sử dụng đòn bẩy tài chính được ví như việc dùng một con dao hai lưỡi. Một mặt, DN sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả có thể gia tăng ROE cho DN, ngược lại nếu sử dụng không hiệu quả (khi lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) tạo ra thấp hơn lãi vay phải trả trong

kỳ (I) hay chính là tỷ suất sinh lời kinh tế của tài sản (BEP) thấp hơn chi phí sử dụng vốn vay) sẽ làm ROE giảm nhanh hơn.

$$ROE = (BEP + D/E \times (BEP - r)) \times (1-t)$$

Trong đó:

D/E là hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

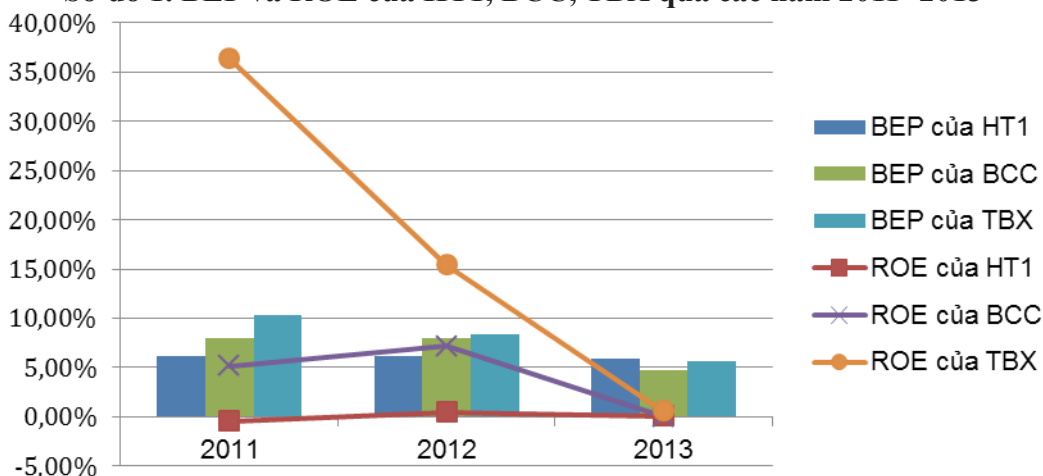
r: Lãi suất vay vốn

t: thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Bảng 2 cho thấy năm 2013, phần lớn các DN xi măng có

khả năng sinh lời kinh tế của tài sản thấp hơn nhiều so với lãi suất vay vốn bình quân, 1 đồng vốn kinh doanh bất kể vốn chủ hay vốn vay tạo ra không quá 6 đồng lợi nhuận trước lãi vay và thuế (CTCP khoáng sản và xi măng Cần Thơ có BEP cao nhất chỉ đạt 6,05%). Toàn bộ EBIT trong kỳ tạo ra cao hơn một chút so với lãi vay phải trả trong kỳ như của HT1, BCC, HOM, TBX,... Một số DN còn không đủ trả lãi vay như BTS, HVX, YBC. Đặc biệt 2 DN có

**Sơ đồ 1. BEP và ROE của HT1, BCC, TBX qua các năm 2011- 2013**





EBIT trong kỳ âm là CTCP Xi măng Tiên Sơn (TSM) và CTCP Xi măng Sông Đà (SCC). Trong bối cảnh kinh tế suy thoái, các DN xi măng với kết quả kinh doanh yếu kém, EBIT thấp và có xu hướng giảm (thậm chí lỗ), hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính không những không có còn làm ROE của doanh nghiệp giảm nhanh hơn.

### 1.3. Về mức độ tác động của đòn bẩy tài chính tới ROE của doanh nghiệp

DN nào có mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao càng tác động tiêu cực đến chỉ tiêu lợi nhuận trên vốn của DN. Điều này được thể hiện qua chỉ tiêu mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL) và được xác định theo công thức:

$$DFL = \% \text{ thay đổi của ROE} \div \% \text{ thay đổi của EBIT}$$

DFL cho biết khi EBIT thay đổi 1% thì ROE của doanh nghiệp thay đổi DFL%.

ROE là chỉ tiêu tổng quát nhất của DN phản ánh tổng hợp trình độ khai thác, quản lý tài sản; trình độ quản trị doanh thu, chi phí, lợi nhuận và khả năng sinh lời của vốn. Năm 2013, trừ 2 DN là QNC và SCJ có ROE tăng nhẹ so với năm 2012, các DN xi măng niêm yết còn lại đều có ROE giảm tương đối mạnh. Các DN sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao, sự sụt giảm càng lớn. Nhóm DN có mức độ tác động đòn bẩy tài chính cao nhất là HT1, BCC tương ứng DFL là 144,8 và 141 khiến ROE sụt giảm mạnh mẽ. Năm 2012, HT1 có ROE là

0,47% giảm xuống còn 0,08% ở năm 2013, tương ứng với tỷ lệ giảm 585 lần. BCC giảm từ 7,2% ở năm 2012 xuống còn 0,05% ở năm 2013. TBX cũng vậy, giảm từ 15,46% xuống còn 0,58%.

### 1.4. Một số nhận xét về sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp xi măng hiện nay

Một là, phần lớn các DN xi măng niêm yết hiện đều sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao và tiếp tục xu hướng tăng với mong muốn gia tăng hơn nữa ROE cho DN. Song, giai đoạn 2011- 2013 các DN xi măng phải đối mặt với cuộc khủng hoảng thừa xi măng trong nước (mức độ khai thác và sử dụng ước đạt 30- 50% công suất máy móc, thiết bị), thị trường bất động sản đóng băng, thị trường đầu ra chậm tiêu thụ, trong khi chi phí nguyên vật liệu đầu vào như giá điện tăng 5%, than tăng 37- 41%, tỷ giá hối đoái tăng 1- 2%,... làm giảm doanh thu, tăng chi phí. Kết quả EBIT có xu hướng giảm qua các năm khiến cho hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính không như mong đợi, làm ROE của DN giảm nhanh hơn.

Hai là, việc duy trì hệ số nợ cao cho thấy nhu cầu cấp bách về vốn và rủi ro tài chính của các DN xi măng luôn ở mức cao. Theo quy hoạch phát triển tổng thể ngành xi măng tới năm 2013 của Nhà nước, các DN xi măng phải sử dụng dây truyền công nghệ tiên tiến, hiện đại, lò quay thay cho lò đứng lạc hậu từ những năm 90 để nâng cao

công suất hoạt động, nâng cao năng lực cạnh tranh. Vì vậy, nhu cầu vốn cho các DN là rất lớn trong khi các DN rất khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn. Thị trường chứng khoán giao dịch trầm lắng, giá cổ phiếu của các DN giảm sâu, rất khó để DN phát hành cổ phiếu huy động vốn. Nợ xấu ngân hàng tăng, ngân hàng thắt chặt tín dụng, lãi suất cho vay đã giảm nhưng vẫn còn ở mức cao khiến áp lực thanh toán lãi vay lớn. Hơn một nửa DN xi măng niêm yết đang rơi vào tình trạng mất cân đối tài chính (sử dụng nợ ngắn hạn tài trợ cho tài sản dài hạn), không chi trả đúng hạn các khoản nợ, mất khả năng thanh toán.

Ba là, các DN xi măng niêm yết có hiệu quả sử dụng vốn thấp: BEP cao nhất chỉ đạt 6% thấp hơn so với lãi suất vay vốn bình quân. Do đó, càng sử dụng đòn bẩy tài chính càng làm giảm ROE của DN.

### 2. Giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính các doanh nghiệp xi măng niêm yết

Nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính, các DN xi măng niêm yết cần thực hiện một số giải pháp sau đây:

Một là, cần quản trị tiền mặt tốt, tăng thu, giảm chi, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Trước tình hình thị trường xi măng trong nước như hiện nay, tìm kiếm thị trường xuất khẩu là giải pháp cho các DN ngành xi măng để có thể phát huy hết công suất máy móc, dây truyền hiện đại; giảm hàng tồn kho và



tạo doanh thu. Đồng thời, DN phải sử dụng linh hoạt các đòn bẩy tài chính, duy trì tiền mặt đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ tới hạn. Xây dựng và thực hiện nghiêm chỉnh quy chế tài chính và quy chế chi tiêu nội bộ, quy chế tiền lương, tiền thưởng hợp lý sao cho tiết kiệm và hiệu quả.

*Hai là*, do lãi vay chiếm gần hết lợi nhuận tạo ra trong kỳ, các DN cần chủ động tìm nguồn huy động vốn với lãi suất thấp hơn để giảm thiểu chi phí lãi vay. Với các khoản vay cũ, các DN cố gắng đàm phán xin giãn nợ, giảm nợ để giảm một phần chi phí lãi vay. Ưu tiên và tăng cường sử dụng các nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn thấp hơn như nguồn vốn chiếm dụng từ khách hàng (tuy nhiên mức độ phải cân nhắc tới uy tín của công ty).

*Ba là*, thực hiện đa dạng hoá các hình thức huy động nguồn vốn dài hạn để nâng cao tính tự chủ, an toàn tài chính, giảm áp

lực thanh toán nợ ngắn hạn cho DN. Theo nhận định của các chuyên gia, thị trường chứng khoán sẽ sôi động trở lại, theo đó, các DN có thể phát hành cổ phiếu để tăng vốn chủ. DN có thể lựa chọn phát hành cổ phiếu ưu đãi để tăng tính hấp dẫn cho các nhà đầu tư hoặc phát hành trái phiếu có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu. Ngoài ra, các DN xi măng, đặc biệt là các DN nhỏ và vừa trong khi bị giới hạn bởi quy mô vốn, khả năng tiếp cận các kênh huy động vốn truyền thống có thể sử dụng hình thức thuê tài chính.

*Bốn là*, lựa chọn cơ cấu nguồn vốn hợp lý, sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức an toàn, phù hợp với điều kiện DN. Với các DN quy mô lớn, có kết quả kinh doanh trong kỳ tốt có thể nâng cao khả năng sinh lời của vốn như HT1, BCC, QNC,... có thể tiếp tục duy trì hệ số nợ như hiện tại nhằm hi vọng khi vượt qua giai đoạn khó khăn hiện nay có thể gia tăng ROE cho

DN trong thời gian tới. Ngược lại, với các DN kinh doanh rất kém như TSM, SCC, SCJ, khó để cải thiện và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Đòn bẩy tài chính tác động làm giảm ROE, các DN này cần điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn theo hướng giảm hệ số nợ để giảm sự thiệt hại do tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính tới ROE. Trước hết, DN cần ưu tiên dùng lợi nhuận tái đầu tư, đây là nguồn vốn nội sinh tạo ra từ chính kết quả hoạt động kinh doanh trong kỳ. Trong điều kiện thị trường đầu ra vẫn còn khó khăn, các DN nhóm này nên thu hẹp quy mô để giảm vay nợ. ■

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. [www.cophieu68.vn/](http://www.cophieu68.vn/)
2. [vatlieuxaydung.org.vn](http://vatlieuxaydung.org.vn)
3. Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp xi măng niêm yết
4. Giáo trình tài chính doanh nghiệp (2013), NXB Tài chính, TS. Bùi Văn Văn, TS. Vũ Văn Ninh chủ biên.

#### SUMMARY

##### Effective financial leverage of cement company listing - reality and solutions

*Vietnam cement sector has been struggling through a double recession and oversupply of cement in the country during the 2011-2013 period. Thanked to the sharp increase in input prices, slow output, and out-of-reached capital market, listed cement companies saw a deep decline in their yearly profit. According to a survey by the State Securities Commission, these firms are facing clear challenges and showing strong tendency to use more debts. This paper finds that most firms are using loan to offset the shortage of capital, to increase the margin equity (ROE), or earnings per share. It also stresses the urgent need of capital and financial risks, as well as low capital efficiency of cement producers. The paper also suggested some measures to increase efficiency of these companies' financial leverage.*

#### THÔNG TIN TÁC GIẢ

Nguyễn Thu Hà, Thạc sỹ

Đơn vị công tác: Khoa Tài chính Doanh nghiệp, Học viện Tài chính

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế, tài chính

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Tài chính Kế toán- Học viện Tài chính

Email: nguyenthuha89.hvtc@gmail.com