

RỦI RO ĐÒN BẦY TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

TS. Phạm Thị Vân Anh* - TS. Nguyễn Thị Bảo Hiền*

Bài báo này phân tích rủi ro đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam. Đòn bẩy tài chính, thông qua việc sử dụng vốn vay, có thể tăng tỷ suất lợi nhuận chủ sở hữu (ROE) hoặc thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS), nhưng đồng thời cũng làm tăng rủi ro tài chính. Bài viết sử dụng mẫu chọn gồm 13 công ty bất động sản từ sàn HOSE và HNX, trong giai đoạn từ năm 2020 đến 2023, nhằm đánh giá các chỉ tiêu phản ánh rủi ro đòn bẩy tài chính như cơ cấu nguồn vốn, mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL), khả năng thanh toán và các chỉ tiêu đảm bảo an toàn tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy, hệ số nợ của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết dao động từ 58% đến 65%, cho thấy mức độ phụ thuộc vào nợ phải trả cao nhưng không đồng nghĩa với sự bất ổn tài chính, do các khoản phải trả không phải chịu lãi suất. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL) trung bình lớn hơn 1, phản ánh sự ảnh hưởng mạnh mẽ của EBIT đến ROE và EPS. Khả năng thanh toán hiện thời của các doanh nghiệp phần lớn lớn hơn 1, cho thấy tài sản ngắn hạn lớn hơn nợ ngắn hạn, tuy nhiên khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tức thời lại thấp, phản ánh khó khăn trong việc chuyển đổi tài sản thành tiền mặt để trả nợ ngắn hạn. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, đa số các doanh nghiệp có nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC) dương, cho thấy việc sử dụng một phần nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn, tạo ra sự an toàn nhưng tăng chi phí sử dụng vốn. Đặc biệt, hai công ty là CTCP Vinhomes và CTCP Tập đoàn Hà Đô có NWC âm vào cuối năm 2020 và 2021, cho thấy rủi ro tài chính nhưng đã được cải thiện vào các năm sau đó. Kết luận của bài báo nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản lý rủi ro đòn bẩy tài chính để đảm bảo sự ổn định và phát triển bền vững của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam. Những kết quả và phân tích từ nghiên cứu này sẽ cung cấp cái nhìn sâu sắc và toàn diện, từ đó đưa ra các khuyến nghị và giải pháp giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả quản lý tài chính và giảm thiểu rủi ro trong tương lai.

• Từ khóa: rủi ro, đòn bẩy tài chính, bất động sản.

Ngày gửi bài: 14/7/2024

Ngày gửi phản biện: 20/7/2024

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 06/8/2024

Ngày chấp nhận đăng: 30/8/2024

This paper analyzes the financial leverage risk of listed real estate enterprises in Vietnam. Financial leverage, through the use of debt capital, can increase the return on equity (ROE) or earnings per share (EPS), but at the same time, it also increases financial risk. The paper uses a sample of 13 real estate companies from the HOSE and HNX floors, in the period from 2020 to 2023, to evaluate indicators reflecting financial leverage risk such as capital structure, degree of financial leverage (DFL), solvency and financial safety indicators. The research results show that the debt ratio of listed real estate enterprises ranges from 58% to 65%, indicating a high level of dependence on liabilities but does not mean financial instability, because payables are not subject to interest. The average level of financial leverage (DFL) is greater than 1, reflecting the strong influence of EBIT on ROE and EPS. The current ratio of most enterprises is greater than 1, indicating that current assets are larger than current liabilities, but the quick ratio and immediate liquidity are low, reflecting the difficulty in converting assets into cash to pay short-term debts. The study also shows that most enterprises have positive regular working capital (NWC), indicating the use of part of long-term capital to finance short-term assets, creating safety but increasing the cost of capital. In particular, two companies, Vinhomes JSC and Ha Do Group JSC, had negative NWC at the end of 2020 and 2021, indicating financial risks but improved in the following years. The conclusion of the paper emphasizes the importance of financial leverage risk management to ensure the stability and sustainable development of listed real estate enterprises in Vietnam. The results and analysis from this study will provide a comprehensive and in-depth view, thereby providing recommendations and solutions to help enterprises improve financial management efficiency and minimize risks in the future.

• Key words: risk, financial leverage, real estate.

* Học viện Tài chính

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang biến đổi không ngừng, các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam phải đối mặt với nhiều thách thức và cơ hội. Một trong những yếu tố quan trọng quyết định đến sự phát triển bền vững của doanh nghiệp là việc quản lý và sử dụng vốn một cách hiệu quả. Đặc biệt, việc sử dụng vốn vay, hay còn gọi là đòn bẩy tài chính, đóng vai trò then chốt trong chiến lược tài chính của các doanh nghiệp này.

Đòn bẩy tài chính được hiểu là việc sử dụng các nguồn vốn vay để đầu tư và mở rộng hoạt động kinh doanh. Mục tiêu chính của việc sử dụng đòn bẩy tài chính là gia tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS). Tuy nhiên, bên cạnh lợi ích tiềm năng, việc sử dụng đòn bẩy tài chính cũng mang lại những rủi ro nhất định, đặc biệt là rủi ro về khả năng thanh toán và ổn định tài chính của doanh nghiệp.

Rủi ro đòn bẩy tài chính xuất phát từ sự biến động của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu hoặc EPS khi doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn vay có chi phí tài chính cố định. Điều này có thể dẫn đến nguy cơ mất khả năng thanh toán, đặc biệt khi doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc quản lý và điều hành dòng tiền. Do đó, việc hiểu rõ và quản lý rủi ro đòn bẩy tài chính là vô cùng quan trọng đối với sự phát triển bền vững của doanh nghiệp bất động sản.

Bài báo này tập trung vào việc phân tích rủi ro đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ 13 công ty bất động sản được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn từ năm 2020 đến 2023. Mục tiêu của nghiên cứu là đánh giá cơ cấu nguồn vốn, mức độ tác động của đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán và các chỉ tiêu đảm bảo an toàn tài chính của các doanh nghiệp này.

Nghiên cứu được thực hiện trong bối cảnh đặc biệt, khi dịch Covid-19 bùng phát và ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế Việt Nam cũng như toàn cầu. Điều này càng làm nổi bật tầm quan trọng của việc quản lý rủi ro đòn bẩy tài chính để đảm bảo sự ổn định và phát triển của doanh nghiệp trong thời kỳ khủng hoảng.

Những kết quả và phân tích từ nghiên cứu này sẽ cung cấp cái nhìn sâu sắc và toàn diện về rủi ro đòn bẩy tài chính trong ngành bất động sản, từ đó đưa ra các khuyến nghị và giải pháp giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả quản lý tài chính và giảm

thiểu rủi ro, đảm bảo sự phát triển bền vững trong tương lai.

2. Tổng quan tài liệu

Việc nghiên cứu rủi ro đòn bẩy tài chính trong các doanh nghiệp bất động sản là một chủ đề quan trọng đã được nhiều nhà nghiên cứu quốc tế và trong nước quan tâm. Đòn bẩy tài chính, được hiểu là việc sử dụng vốn vay để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh, có thể làm tăng lợi nhuận cho chủ sở hữu nhưng đồng thời cũng gia tăng rủi ro tài chính. Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đáng kể đến khả năng thanh khoản, khả năng thanh toán nợ và sự ổn định tài chính của doanh nghiệp.

Theo nghiên cứu của Modigliani và Miller (1958), việc sử dụng đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp trong một thị trường hoàn hảo. Tuy nhiên, trong thực tế, các yếu tố như thuế, chi phí phá sản và chi phí đại diện làm cho kết quả này không còn đúng. Jensen và Meckling (1976) cho rằng việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao có thể dẫn đến xung đột lợi ích giữa các cổ đông và chủ nợ, do đó làm tăng chi phí đại diện và giảm giá trị doanh nghiệp. Rajan và Zingales (1995) nhấn mạnh rằng cấu trúc vốn của doanh nghiệp là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh và rủi ro tài chính.

Gần đây, các nghiên cứu về đòn bẩy tài chính trong ngành bất động sản cũng cho thấy những kết quả tương tự. Nghiên cứu của Ling và Archer (2020) chỉ ra rằng các doanh nghiệp bất động sản có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn so với các ngành khác do đặc thù cần nhiều vốn đầu tư. Tuy nhiên, việc này cũng làm tăng rủi ro phá sản và khó khăn trong việc quản lý dòng tiền.

Những nghiên cứu trên đã cung cấp nền tảng lý thuyết vững chắc cho việc đánh giá rủi ro đòn bẩy tài chính trong ngành bất động sản. Bài báo này sẽ tiếp tục phân tích sâu hơn về các chỉ tiêu phản ánh rủi ro đòn bẩy tài chính, cơ cấu nguồn vốn, mức độ tác động của đòn bẩy tài chính, khả năng thanh toán và mức độ an toàn tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2020 đến 2023.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Phạm vi nghiên cứu: Nghiên cứu này tập trung vào 13 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX tại Việt Nam. Thời gian nghiên cứu bao gồm giai đoạn từ năm 2020 đến năm 2023, nhằm đánh giá tác động

của đòn bẩy tài chính trong bối cảnh biến động kinh tế do dịch Covid-19.

3.2. Dữ liệu: Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu chọn, bao gồm các báo cáo tài chính hàng năm, các báo cáo quản trị và các tài liệu liên quan khác từ sàn giao dịch chứng khoán và các nguồn thông tin công khai.

3.3. Phương pháp phân tích

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích định lượng với các chỉ tiêu tài chính chính yếu để đánh giá rủi ro đòn bẩy tài chính. Các chỉ tiêu được phân tích bao gồm:

a. Cơ cấu nguồn vốn

Khi xem xét cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp, người ta chú trọng đến mối quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp. Cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp được thể hiện qua các chỉ tiêu chủ yếu sau:

$$\text{Hệ số nợ} = \frac{\text{Tổng số nợ}}{\text{Tổng nguồn vốn (hoặc tổng tài sản)}}$$

Hệ số nợ phản ánh nợ phải trả chiếm bao nhiêu phần trăm trong nguồn vốn của doanh nghiệp hay trong tài sản của doanh nghiệp bao nhiêu phần trăm được hình thành bằng nguồn nợ phải trả.

$$\text{Hệ số vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Nguồn vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng nguồn vốn}}$$

Hệ số này phản ánh vốn chủ sở hữu chiếm bao nhiêu phần trăm trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp.

b. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính

Để đánh giá ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) người ta sử dụng thước đo được gọi là mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL).

Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính là tỷ lệ thay đổi của tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) phát sinh do sự thay đổi của lợi nhuận trước lãi vay và thuế được xác định theo công thức sau:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Trong đó:

EBIT: Lợi nhuận trước lãi vay và thuế

I: Lãi tiền vay phải trả

Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính phản ánh khi lợi nhuận trước lãi vay và thuế tăng lên hay

giảm đi 1% thì tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (hay EPS) sẽ tăng lên hay giảm đi bao nhiêu phần trăm.

c. Khả năng thanh toán của doanh nghiệp

- Hệ số khả năng thanh toán hiện thời

$$\text{Khả năng thanh toán hiện thời} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Hệ số này phản ánh khả năng chuyển đổi tài sản thành tiền để trang trải các khoản nợ ngắn hạn, vì thế, hệ số này cũng thể hiện mức độ đảm bảo thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp.

- Hệ số khả năng thanh toán nhanh

Là một chỉ tiêu đánh giá chặt chẽ hơn khả năng thanh toán của doanh nghiệp, được xác định bằng tài sản ngắn hạn trừ đi hàng tồn kho và chia cho số nợ ngắn hạn, ở đây, hàng tồn kho bị loại trừ ra, bởi lẽ, trong tài sản lưu động, hàng tồn kho được coi là loại tài sản có tính thanh khoản thấp hơn. Hệ số này cho biết khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của doanh nghiệp mà không cần phải thực hiện thanh lý khẩn cấp hàng tồn kho.

$$\text{Khả năng thanh toán nhanh} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Hàng tồn kho}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

- Hệ số khả năng thanh toán tức thời

Ngoài hai hệ số trên, để đánh giá sát hơn nữa khả năng thanh toán của doanh nghiệp còn có thể sử dụng chỉ tiêu hệ số thanh toán tức thời, còn có thể gọi là hệ số vốn bằng tiền, được xác định bằng công thức sau:

$$\text{Khả năng thanh toán tức thời} = \frac{\text{Tiền và tương đương tiền}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Hệ số này đặc biệt hữu ích để đánh giá khả năng thanh toán của một doanh nghiệp trong giai đoạn nền kinh tế gặp khủng hoảng khi hàng tồn kho không tiêu thụ được và nhiều khoản nợ phải thu gặp khó khăn khó thu hồi.

d. Chỉ tiêu đảm bảo an toàn về tài chính

+ Nguồn vốn lưu động thường xuyên: Là nguồn vốn dài hạn tài trợ cho tài sản lưu động của doanh nghiệp nhằm đảm bảo cho hoạt động kinh doanh diễn ra thường xuyên và ổn định của doanh nghiệp.

+ Nguồn vốn lưu động tạm thời: Là nguồn vốn ngắn hạn tài trợ cho tài sản lưu động của doanh nghiệp nhằm đáp ứng những nhu cầu biến động tăng giảm theo chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp.

Chênh lệch giữa nguồn vốn dài hạn với tài sản dài hạn được gọi là nguồn vốn lưu động thường xuyên. Mức độ an toàn hay rủi ro tài chính của

doanh nghiệp phụ thuộc vào độ lớn của nguồn vốn lưu động thường xuyên.

Cách xác định Nguồn vốn lưu động thường xuyên (còn gọi là vốn lưu động thuần - NWC) được thực hiện như sau:

$$+ NWC = \text{Nguồn vốn dài hạn} - \text{Tài sản dài hạn}$$

$$\text{Hoặc } NWC = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ phải trả ngắn hạn}$$

Ý nghĩa chỉ tiêu này là để đánh giá cách thức tài trợ vốn lưu động của doanh nghiệp, để đánh giá mức độ an toàn hay rủi ro đòn bẩy tài chính trong hoạt động của doanh nghiệp. Người ta thường kết hợp chỉ tiêu này với nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán.

3.4. Quy trình nghiên cứu

Thu thập dữ liệu: Tất cả các báo cáo tài chính của 13 công ty bất động sản được thu thập từ sàn HOSE và HNX, cùng với các nguồn thông tin công khai khác.

Xử lý dữ liệu: Dữ liệu được làm sạch và xử lý để đảm bảo tính chính xác và đầy đủ.

Phân tích dữ liệu: Sử dụng các phương pháp phân tích tài chính để tính toán các chỉ tiêu nêu trên, từ đó đánh giá mức độ rủi ro đòn bẩy tài chính của từng công ty.

Đánh giá và so sánh: So sánh các chỉ tiêu tài chính giữa các công ty trong mẫu chọn để xác định xu hướng và mức độ rủi ro chung của ngành bất động sản niêm yết tại Việt Nam.

Kết luận và khuyến nghị: Dựa trên kết quả phân tích, đưa ra các kết luận về tình hình rủi ro đòn bẩy tài chính và đề xuất các giải pháp quản lý hiệu quả hơn.

3.5. Hạn chế của nghiên cứu

Mẫu chọn không phản ánh hoàn toàn tình hình rủi ro đòn bẩy tài chính của toàn bộ ngành bất động sản.

Thời gian nghiên cứu hạn chế trong giai đoạn 2020-2023, có thể không bao quát được các biến động tài chính dài hạn.

Dữ liệu dựa trên các báo cáo tài chính công khai, do đó có thể không phản ánh đầy đủ các yếu tố nội bộ và các yếu tố phi tài chính ảnh hưởng đến rủi ro đòn bẩy tài chính.

Những kết quả từ nghiên cứu này sẽ cung cấp cơ sở để các doanh nghiệp bất động sản có thể điều chỉnh chiến lược tài chính và quản lý rủi ro đòn bẩy tài chính một cách hiệu quả hơn, đảm bảo sự phát triển bền vững trong tương lai.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Bảng 1. Cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết

Cuối năm	Hệ số nợ trung bình (%)	Hệ số vốn chủ sở hữu trung bình (%)
2020	64	36
2021	58	42
2022	65	35
2023	63	37

Nguồn: Tính toán từ BCTC các DN trong mẫu chọn

Có thể thấy hệ số nợ trung bình biến động theo chiều hướng giảm rồi tăng trong giai đoạn cuối năm 2020 - 2023 và hệ số nợ dao động trong khoảng 58% - 65%. Hệ số nợ phải trả/Tổng nguồn vốn phản ánh tài sản của công ty đang được tài trợ chủ yếu từ nguồn nào, vốn chủ sở hữu hay nợ phải trả. Hệ số càng lớn, mức độ phụ thuộc vào nợ phải trả của công ty càng cao. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa với việc tài chính của công ty bất ổn. Vì trong nợ phải trả bao gồm các khoản phải trả (hay các khoản chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp, khách hàng, người lao động, Nhà nước (Thuế),...) và nợ vay (chủ yếu từ các tổ chức tín dụng). Đặc thù của các khoản phải trả là không phải chịu lãi suất, có tính gối đầu và không thể thiếu trong các giao dịch kinh doanh. Ở góc độ tích cực, có thể thấy rằng doanh nghiệp cần có uy tín mới được các đối tác cho nợ, đồng thời Ban lãnh đạo công ty cũng phải có kế hoạch tài chính hợp lý mới chiếm dụng được nguồn vốn kinh doanh từ các đối tác mà không phải mất chi phí vốn. Tuy nhiên, cũng nên lưu ý đến một số khoản mục số dư của các khoản phải trả có dấu hiệu tăng đột biến bất thường hay chiếm tỷ trọng quá lớn. Đặc biệt, những khoản như phải trả người lao động, phải trả khác... có thể là dấu hiệu sớm cảnh báo khó khăn trong việc thanh toán công nợ.

4.2. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Bảng 2. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL)

Năm	DFL trung bình	DFL tối thiểu	DFL tối đa
2020	1,5	1,1	2,8
2021	1,6	1,2	3,0
2022	1,8	1,3	3,5
2023	2,0	1,4	3,8

Nguồn: Tính toán từ BCTC các DN trong mẫu chọn

Thông qua bảng 2.4 cho thấy:

- Nếu DFL = 1,0 chứng tỏ năm đó công ty không có chi phí lãi vay

- Nếu $DFL < 0$ chứng tỏ lợi nhuận trước lãi vay và thuế < 0

- $DFL > 1$ chứng tỏ mối quan hệ giữa EBIT và ROE (hoặc EPS) là cùng chiều, DFL càng lớn cho thấy tác động của EBIT đến ROE càng lớn và ngược lại.

- Trung bình các DN BĐS có $DFL > 1$, thấp nhất ở năm 2021 và cao nhất là năm 2022 và 2023 (cùng là 1,1). Chỉ tiêu này biến động giảm ở năm 2021 rồi tăng lên ở năm 2022 và 2023.

4.3. Khả năng thanh toán của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Bảng 3. Khả năng thanh toán của các DN BĐS niêm yết ở Việt Nam

Cuối năm	Khả năng thanh toán hiện thời	Khả năng thanh toán nhanh	Khả năng thanh toán tức thời
2020	1,68	0,66	0,2
2021	2,06	0,89	0,24
2022	1,63	0,77	0,12
2023	1,6	0,8	0,1

Nguồn: Tính từ BCTC của các công ty trong mẫu chọn

Hệ số khả năng thanh toán hiện thời lớn hơn 1 ở các thời điểm, thậm chí có thời điểm lớn hơn 2 (cuối năm 2021), điều này cho thấy các công ty có $TSNH > \text{Nợ ngắn hạn}$. Tuy nhiên việc khả năng thanh toán hiện thời ở mức cao cũng không thể hiện các công ty luôn đảm bảo khả năng thanh toán vì các khoản phải thu và HTK chiếm tỷ trọng rất cao trong tổng TS. Điều này càng thể hiện rõ hơn thông qua chỉ tiêu khả năng thanh toán nhanh.

Khả năng thanh toán nhanh: Trung bình của các DN giảm xuống đến mức nhỏ hơn 1, thậm chí cuối năm 2020 chỉ có 0,8. Từ đó cho thấy HTK chiếm tỷ trọng rất cao trong tổng tài sản của các công ty.

Khả năng thanh toán tức thời cao nhất ở cuối năm 2021 là 0,24 và thấp nhất ở cuối năm 2023 là 0,1.

4.4. Mức độ an toàn về tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Việt Nam

Bảng 4. Nguồn vốn lưu động thường xuyên của các DN BĐS niêm yết

Cuối năm	NWC trung bình (Triệu đồng)	NWC tối thiểu (Triệu đồng)	NWC tối đa (Triệu đồng)
2020	140.674.656	-1.073.168	82.776.218
2021	208.419.071	-176.796	106.833.886
2022	216.565.213	569.394	119.940.554
2023	227.296.170	1.025.191	103.872.161

Nguồn: Tính từ BCTC của các công ty trong mẫu chọn

- Đa số các công ty đều có $NWC > 0$, điều này cho thấy trên thực tế các doanh nghiệp đã sử dụng một phần nguồn vốn dài hạn (nợ dài hạn và vốn chủ

sở hữu) để tài trợ cho tài sản ngắn hạn. Việc tài trợ này an toàn nhưng chi phí sử dụng vốn cao, kéo theo gánh nặng nợ cho các doanh nghiệp trong việc thanh toán lãi vay định kỳ và gánh nặng trả các khoản nợ đến hạn. Có 2 doanh nghiệp CTCP Vinhomes ở cuối năm 2020 và CTCP Tập đoàn Hà Đô cuối năm 2021 có $NWC < 0$.

4.5. Tổng hợp và đánh giá

Qua các phân tích trên, có thể thấy rằng cơ cấu nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào nợ phải trả, với hệ số nợ dao động từ 58% đến 65%. Mức độ tác động của đòn bẩy tài chính (DFL) trung bình lớn hơn 1, cho thấy sự ảnh hưởng mạnh mẽ của EBIT đến ROE và EPS. Khả năng thanh toán hiện thời của các doanh nghiệp phần lớn lớn hơn 1, cho thấy tài sản ngắn hạn lớn hơn nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tức thời lại thấp, phản ánh khó khăn trong việc chuyển đổi tài sản thành tiền mặt để trả nợ ngắn hạn.

Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, đa số các doanh nghiệp có nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC) dương, cho thấy việc sử dụng một phần nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn, tạo ra sự an toàn nhưng tăng chi phí sử dụng vốn. Đặc biệt, hai công ty là CTCP Vinhomes và CTCP Tập đoàn Hà Đô có NWC âm vào cuối năm 2020 và 2021, cho thấy rủi ro tài chính nhưng đã được cải thiện vào các năm sau đó.

5. Kết luận và khuyến nghị

Từ các kết quả nghiên cứu, có thể kết luận rằng việc quản lý rủi ro đòn bẩy tài chính là rất quan trọng để đảm bảo sự ổn định và phát triển bền vững của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Các doanh nghiệp cần cân nhắc kỹ lưỡng giữa lợi ích và rủi ro của việc sử dụng đòn bẩy tài chính để đưa ra các chiến lược tài chính phù hợp, đảm bảo khả năng thanh toán và duy trì mức độ an toàn tài chính trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo:

- PGS.TS Bùi Văn Vân, PGS.TS Vũ Văn Ninh (2023). Giáo trình "Tài chính doanh nghiệp". NXB Tài Chính.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4). 305-360.
- Ling, D. C. & Archer, W. R. (2020). *Real Estate Principles: A Value Approach*. McGraw-Hill Education.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48(3). 261-297.
- Nguyễn, T. H., Trần, M. T. & Phạm, V. A. (2022). The Impact of Financial Leverage on Financial Performance of Real Estate Companies Listed on the Vietnam Stock Exchange. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 9(1). 123-134.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. 50(5). 1421-1460.