

Doanh nghiệp xây dựng - bất động sản Rủi ro từ đòn bẩy tài chính

Trịnh Thị Phan Lan*

*Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội,
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 11 tháng 4 năm 2013

Chỉnh sửa ngày 28 tháng 3 năm 2013; chấp nhận đăng ngày 12 tháng 10 năm 2013

Tóm tắt: Bài viết tập trung phân tích cấu trúc nguồn vốn và tác động của nó lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản sử dụng đòn bẩy tài chính cao, thể hiện ở hệ số nợ trên tổng vốn rất cao. Cơ cấu nợ cũng không hợp lý, nợ ngắn hạn luôn chiếm hơn 50% tổng nguồn vốn và lên tới hơn 100% so với nợ dài hạn. Trong bối cảnh kinh doanh khó khăn, điều này đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp: 90% doanh nghiệp thua lỗ, ROA và ROE sụt giảm và mất khả năng thanh toán lãi vay ngân hàng.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, xây dựng, bất động sản, nợ, đòn bẩy tài chính.

1. Khái niệm đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính, hay đòn bẩy nợ, là trường hợp doanh nghiệp sử dụng những khoản tiền đi vay để tài trợ cho dự án đầu tư hoặc hoạt động kinh doanh của mình. Đòn bẩy tài chính thường được đo lường bằng tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) [1]. Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm tạo một lá chắn thuế và đáp ứng nhu cầu vốn khi mà vốn tự có không đủ.

Cho đến nay vẫn chưa có một lý thuyết tài chính nào chứng minh được tỷ lệ nợ bao nhiêu là tối ưu vì nó phụ thuộc nhiều vào yếu tố như trình độ quản trị công ty, môi trường vĩ mô, loại hình kinh doanh của doanh nghiệp... Tuy nhiên, một quan điểm được giới tài chính đồng

thuận là doanh nghiệp càng sử dụng đòn bẩy tài chính lớn thì càng rủi ro.

2. Cấu trúc nguồn vốn các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản

Cấu trúc nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên hai sàn chứng khoán giai đoạn 2011-2012 cho thấy, đa số có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao hơn 1, thậm chí lên tới 2-3. Điều này cho thấy tài sản của các doanh nghiệp được tài trợ chủ yếu bởi các khoản nợ và họ có thể còn gặp khó khăn cho dù Ngân hàng Nhà nước đã có động thái giảm áp lực siết tín dụng bất động sản.

Theo báo cáo tài chính năm 2011 của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán, lãi vay của tất cả các doanh nghiệp lên đến 3.141 tỷ đồng, tăng

*ĐT: 84-916962299

Email: lanttp@vnu.edu.vn

62% so với năm 2010, trong khi tổng lợi nhuận của tất cả các doanh nghiệp này chỉ đạt 4.327 tỷ đồng.

Với đặc thù của ngành bất động sản, các dự án đầu tư thường cần một số vốn rất lớn, nhưng đa số doanh nghiệp lại không có đủ vốn tự có để đầu tư dự án. Do vậy, việc dùng vốn vay và huy động vốn từ các nhà đầu tư để thực hiện dự án là không thể tránh khỏi [2].

Trước đây, khi thị trường bất động sản bùng nổ, doanh nghiệp chỉ cần kiếm được dự án là chắc chắn có lời. Lợi nhuận lớn từ bất động sản đã thu hút rất nhiều doanh nghiệp gia nhập lĩnh vực này. Hiện tại, ở tất cả các phân khúc của thị trường, như bất động sản công nghiệp, căn hộ chung cư, cho thuê văn phòng, nhà nghỉ dưỡng... đều có dấu hiệu dư thừa nguồn cung. Đặc biệt, giá bất động sản hiện nay dù đã giảm nhưng vẫn quá cao so với nhu cầu thực của đa số người dân.

Trong bối cảnh như vậy, việc sử dụng đòn bẩy tài chính trở thành một gánh nặng đối với doanh nghiệp. Doanh nghiệp bất động sản không thể tạo ra được dòng tiền khi nhà đất ế ẩm, lãi suất cao, vay vốn khó khăn, áp lực trả lãi vay và nợ gốc ngày càng lớn.

Hệ số nợ trên tổng vốn

Bảng 2: Chỉ số nợ của 10 doanh nghiệp bất động sản lớn năm 2011

STT	Tên	Mã	Tổng nợ (tỷ đồng)	Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)	Nợ/Tổng tài sản (%)
1	Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HOSE)	HAG	15.512	9.384	1,65	60%
2	Công ty Cổ phần Vincom	VIC	26.991	6.500	4,15	76%
3	Công ty Cổ phần Đầu tư Công nghiệp Tân Tạo	ITA	3.384	5.879	0,57	36%
4	Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (Sàn HOSE)	KBC	6.619	4.419	1,50	55%
5	Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (HOSE)	IJC	1.239	3.139	0,39	28%
6	Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	3.215	1.421	2,26	67%

Việc xác định một cấu trúc vốn hợp lý trong từng giai đoạn phát triển cũng như trong từng mục tiêu hoạt động có thể giúp doanh nghiệp tối đa hóa lợi nhuận. Xây dựng một cấu trúc vốn hợp lý được xem là một mục tiêu chiến lược tài chính quan trọng góp phần giúp doanh nghiệp đạt được những kết quả khả quan hơn trong hoạt động sản xuất - kinh doanh của mình. Chỉ tiêu cơ bản nhất phản ánh cấu trúc vốn của doanh nghiệp là hệ số nợ.

Theo số liệu thu thập từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng - bất động sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam, hệ số nợ trong 4 năm từ 2008-2011 như sau:

Bảng 1: Hệ số nợ bình quân của các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản niêm yết

Năm	2008	2009	2010	2011
Hệ số tổng nợ/ tổng vốn	55%	57%	54%	59%

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Bảng 1 cho thấy hệ số nợ của các doanh nghiệp bất động sản khá cao, luôn chiếm hơn 50% tổng vốn của doanh nghiệp. Bảng 2 cho thấy tình hình vay nợ của 10 doanh nghiệp bất động sản lớn trên sàn giao dịch chứng khoán.

7	Công ty Cổ phần Quốc Cường Gia Lai (HOSE)	QCG	3.050	2.260	1,38	55%
8	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (Sàn HOSE)	SJS	2.281	2.177	1,04	51,2%
9	Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE)	CII	3.746	1.214	3,08	75%
10	Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	2.326	2.375	0,98	48%

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Trong đó, doanh nghiệp vay nợ nhiều nhất là Vincom (VIC). Lãi vay được hạch toán vào chi phí tài chính lên tới 802 tỷ đồng, gần bằng lợi nhuận sau thuế của VIC. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính lớn như Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh (CII) chiếm 75%, Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt (PDR) chiếm 67%, Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai (HAG) chiếm 60%. Đứng chung danh mục có vay nợ cao còn có Công ty Nhà

đất Cotec (CLG), Địa ốc Hoàng Quân (HQC), Địa ốc Sài Gòn Thương Tín (SCR)...

Một đặc điểm chung của tất cả các doanh nghiệp này là, những công ty bất động sản lớn và mở rộng hoạt động kinh doanh rất nhanh trong những năm gần đây. Các doanh nghiệp tích tụ một lượng đất lớn và đang đầu tư phát triển các dự án. Đây cũng chính là điểm mang lại nhiều rủi ro cho doanh nghiệp.

Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng vốn

Bảng 3: Hệ số nợ của các doanh nghiệp bất động sản

Năm	2008	2009	2010	2011
Nợ ngắn hạn/tổng nợ	71,1%	59,1%	54%	54,8%
Hệ số nợ ngắn hạn/nợ dài hạn	121,6%	117,5%	144,8%	146,1%

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Theo thống kê ở Bảng 3, nợ ngắn hạn trên tổng nợ của các doanh nghiệp luôn lớn hơn 50% và giảm dần qua các năm từ 2008-2011. Trong đó năm 2008 và 2009 là thời kỳ thị trường phát triển nóng, khoản tiền ứng trước từ khách hàng đặt cọc mua nhà rất lớn (nhiều khi lên tới 100% giá trị ngôi nhà hoặc căn hộ). Năm 2010-2011, tỷ lệ này giảm xuống do thị trường bất động sản đóng băng, số lượng người mua giảm, sản phẩm của thị trường bất động sản chưa đáp ứng được nhu cầu người mua.

Đây cũng chính là một trong những nguyên nhân làm giảm khả năng thanh khoản của các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản. Các doanh nghiệp bất động sản có chu kỳ sản xuất dài, trong khi đó nợ ngắn lại chiếm tỷ trọng cao.

Hệ số nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu

Bảng 4: Hệ số nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản từ 2008-2011

Năm	2008	2009	2010	2011
Hệ số nợ/vốn chủ sở hữu	60%	94%	129%	126%

Nguồn: cophieu68.com.

Năm 2008, hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản là 60% và tăng dần qua các năm, lên tới gần 130% trong năm 2010 và 2011. So với các ngành khác thì xây dựng và bất động sản đứng đầu danh sách có hệ số nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu cao.

Bảng 5: Hệ số nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu ngành xây dựng - bất động sản so với các ngành khác

Ngành	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu
Xây dựng và bất động sản	2.76
Hoạt động kiến trúc, kiểm tra và tư vấn kỹ thuật	2.54
Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại	2.16
Xây dựng	2.11
Bảo hiểm	2.01
Máy móc - phương tiện vận tải	1.92
Nội ngoại thất và các sản phẩm liên quan	1.88
Viễn thông	1.80
Bán buôn	1.79
Khai khoáng khác	1.77
Bất động sản	1.76
Vận tải đường thủy	1.66
Hoạt động dịch vụ có liên quan đến khai khoáng	1.58
Dệt may - giả da	1.46
Bán lẻ	1.42
Dịch vụ hỗ trợ	1.36
Sản xuất và phân phối điện	1.25
Sản phẩm khác (Thiết bị y tế, đồ chơi, trang sức, ...)	1.20
cung cấp nước	1.18
Vận chuyển khách đường bộ - Hệ thống trạm dừng	1.12
Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	0.97
Hoạt động xuất bản (Sách, báo, phần mềm, ...)	0.94
Dịch vụ tài chính	0.91
Sản phẩm giấy và in ấn	0.86
Phân phối khí đốt tự nhiên	0.82
Vận tải hàng hóa đường bộ	0.82
Sản phẩm từ nhựa và cao su	0.80
Dịch vụ lưu trú	0.76
Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	0.73
Hoạt động dịch vụ liên quan đến vận tải	0.61
Hóa chất - dược phẩm	0.45
Sản phẩm dầu mỏ tinh chế và than cốc	0.42
Trồng trọt	0.36

Nguồn: VietstockFinance.

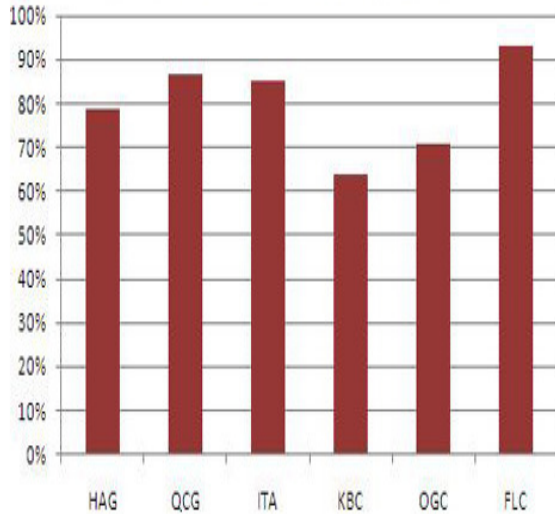
3. Tác động của đòn bẩy tài chính đến kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết

Doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp xây dựng - bất động sản

Do hàng loạt tác động từ môi trường kinh tế vĩ mô cũng như từ nội tại thị trường, năm 2011 ghi nhận nhiều doanh nghiệp bất động sản thua lỗ. Đến cuối năm 2011, doanh thu của 67 doanh

ngiệp bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán chỉ đạt 26.148 tỷ đồng (giảm 31,10%), lợi nhuận đạt 3.875 tỷ đồng (giảm 70,41%) so với năm 2010. Trong đó, 8 doanh nghiệp bị thua lỗ, chỉ riêng quý 4/2011 đã có 25 doanh nghiệp bị thua lỗ.

Sang đầu năm 2012, nhiều doanh nghiệp lớn trong ngành bất động sản đã báo cáo lợi nhuận giảm tới 70-80% so với cùng kỳ năm trước.



Hình 1: Tỷ lệ sụt giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán so với cùng kỳ năm 2011.

Nguồn: Vnexpress.net.

Đầu tháng 3/2013, 60 trên 66 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên hai sàn chứng khoán Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh công bố báo cáo tài chính hợp nhất năm 2012 (theo số liệu thống kê của VNDirect), trong đó 11 doanh nghiệp báo lỗ, nhiều hơn 2 đơn vị so với năm 2011. Những doanh nghiệp còn lại có lãi thì có tới 80% đơn vị giảm lợi nhuận so với năm 2011 [3].

Tổng lợi nhuận sau thuế toàn ngành bất động sản niêm yết đạt gần 3.263 tỷ đồng, chỉ bằng 78% năm 2011. Năm 2012, Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC) lỗ lớn nhất, 487 tỷ đồng. Thứ hai là Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (SJS)

hơn 302 tỷ đồng (năm 2011, SJS cũng bị lỗ gần 80 tỷ đồng).

Năm 2012, chỉ có một số ít doanh nghiệp báo lãi như Hoàng Anh Gia Lai (HAG), Vingroup (VIC), Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Nhà Từ Liêm (NTL) hay Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Việt Nam (CII). Đặc biệt, Vingroup đạt mức lợi nhuận 1.846 tỷ đồng, tăng gần 72% so với năm 2011 bất chấp tình hình khó khăn chung của toàn ngành.

Hệ số sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và hệ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu

Bảng 6: ROA, ROE các doanh nghiệp xây dựng - bất động sản các năm 2008-2011

Năm	2008	2009	2010	2011
ROA	9%	9%	10%	3%
ROE	20%	23%	25%	7%

Nguồn: cophieu68.com.

ROA của các doanh nghiệp khá cao trong 3 năm 2008, 2009 và 2010. Năm 2011, ROA sụt giảm nghiêm trọng, chỉ còn 3% bình quân ngành, trong đó thấp nhất là NTV với ROA = -6% hay ITC = -5%.

ROE qua các năm khá cao, trung bình ngành 20-25% trong giai đoạn 2008-2010, thể hiện một cấu trúc vốn nghiêng về sử dụng nợ. Khi doanh nghiệp kinh doanh tạo ra lợi nhuận cao thì ROE càng cao. Tuy nhiên, ROE chênh lệch giữa các doanh nghiệp khá lớn. Nếu SZL có ROE lên tới 66% thì D11 có mức ROE thấp nhất trong vòng 4 năm (âm 351% năm 2008).

Bảng 7: Các doanh nghiệp có ROA, ROE cao nhất thay đổi qua các năm

Năm	Doanh nghiệp có ROA cao nhất	Doanh nghiệp có ROA thấp nhất	Doanh nghiệp có ROE cao nhất	Doanh nghiệp có ROE thấp nhất
2008	SZL (21%)	D11 (-17%)	SZL (66%)	D11 (-351%)
2009	NTL (50%)	VNI (1%)	D11 (138%)	NDN (0%)
2010	NHA (24%)	PVL (-1%)	HQC (70%)	PVL (-1%)
2011	HDG (11%)	NTV (-6%)	HDG (25%)	NVT (-135%)

Nguồn: cophieu68.com.

ROE là chỉ tiêu rất quan trọng, đánh giá khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này chỉ ra rằng một đồng vốn cổ đông bỏ ra và tích lũy được tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế [1].

Việc nghiên cứu ROE trong mối quan hệ với sự thay đổi của cấu trúc vốn có ý nghĩa kinh tế quan trọng đối với các nhà quản lý doanh nghiệp khi quyết định sử dụng các nguồn tài trợ để thực hiện các phương án kinh doanh nhằm đạt lợi nhuận tối đa [4].

ROE càng cao phản ánh trình độ sử dụng vốn chủ sở hữu càng cao. Để tối đa hóa ROE,

doanh nghiệp cần xác định một cấu trúc vốn hợp lý.

Hệ số khả năng thanh toán của các doanh nghiệp bất động sản

Bảng 8 thể hiện khả năng thanh toán của doanh nghiệp bất động sản. Giá trị tài sản lưu động bao gồm tiền, chứng khoán ngắn hạn, khoản phải thu và hàng tồn kho. Giá trị nợ ngắn hạn bao gồm khoản phải trả cho người bán, nợ ngắn hạn ngân hàng, nợ dài hạn đến hạn trả, thuế và các khoản trả ngắn hạn khác.

Bảng 8: Hệ số khả năng thanh toán của các doanh nghiệp bất động sản

Mã chứng khoán	Hệ số thanh toán nhanh = (Tài sản lưu động - Hàng tồn kho)/ Các khoản nợ ngắn		Hệ số thanh toán hiện thời = Tài sản lưu động/Nợ ngắn hạn	
	2010	2011	2010	2011
HAG	0,72	1,29	1,61	1,93
VIC	2,1	0,49	2,53	0,87
ITA	1,12	0,93	2,40	2,03
KBC	1,48	0,76	2,75	2,98
IJC	0,65	1,00	1,19	3,40
PDR	0,17	0,47	3,83	6,22
QCG	0,63	0,68	1,95	3,31
SJS	0,34	0,37	0,42	0,55
CII	1,39	0,85	1,62	1,85
DIG	1,51	1,34	2,38	2,50

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Bảng 8 cho thấy khả năng thanh toán hiện thời của các doanh nghiệp bất động sản khá thấp. Chỉ có các doanh nghiệp HAG, VIC, PJC là có hệ số thanh toán khả quan hơn năm trước. Một phần là do nguyên nhân hàng tồn kho và khoản phải thu quá lớn. Trong đó, đáng lưu ý

nhất là 2 doanh nghiệp IJC và QCG có hệ số thanh toán hiện thời rất cao nhưng hệ số thanh toán nhanh lại giảm đáng kể.

Khả năng thanh toán lãi vay của các doanh nghiệp xây dựng bất động sản

Bảng 9: Khả năng thanh toán lãi vay của một số doanh nghiệp xây dựng - bất động sản năm 2011

Tên công ty	HAG	VIC	ITA	KBC	IJC	PDR	QCG	SJS	CII	DIG
Khả năng thanh toán lãi vay = EBIT/CF lãi vay	3,69	1,63	0,67	0,39	15,1	0,26	-0,28	-53,01	0,83	3,89

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Khả năng thanh toán lãi vay tốt nhất là DIG (3,89), tiếp theo đó là HAG (3,69). Nghĩa là cứ 1 đồng chi phí vay thì DIG có 3,89 đồng và HAG có đến 3,69 đồng lợi nhuận trước thuế sử dụng để trả lãi vay. Các doanh nghiệp còn lại vẫn đang chịu gánh nặng từ lãi vay, trong đó SJS và QCG có EBIT âm nên mất khả năng thanh toán lãi vay.

Tóm lại, đòn bẩy tài chính là một công cụ “lợi hại” giúp doanh nghiệp phát triển nhanh. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường bất động sản hiện nay, việc dùng đòn bẩy tài chính quá mức và không kiểm soát được rủi ro đã trở thành một gánh nặng thật sự đối với các doanh nghiệp. Chi phí lãi vay, áp lực trả nợ cùng với việc thiếu tiền

giải ngân cho các dự án khiến nhiều doanh nghiệp đứng bên bờ vực sự phá sản.

Tài liệu tham khảo

- [1] Huỳnh Thế Du, “Tài chính công ty”, Chương trình giảng dạy Kinh tế Fulbright.
- [2] “Nghiên cứu cơ cấu vốn và khả năng thanh toán của các doanh nghiệp nhà nước niêm yết trên thị trường chứng khoán”, Báo cáo chuyên đề số 5/2011, Phòng Phân tích và Dự báo Thị trường, Trung tâm Nghiên cứu Khoa học và Đầu tư Chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.
- [3] <http://tinnhanhchungkhoan.vn?GL?N?DJBFFF/doanh-nghiep-bat-dong-san-dsong-nho-nganh-kinh-doanh-khac.html>.
- [4] Đàm Văn Huệ, “Bàn về điều kiện xác lập cơ cấu vốn của doanh nghiệp Việt Nam hiện nay”, *Tạp chí Kinh tế Phát triển* số tháng 10/2005.

Construction - Estate Enterprises Financial Leverage Risks

Trịnh Thị Phan Lan

VNU University of Economics and Business,
144 Xuân Thủy Str., Cầu Giấy Dist., Hanoi, Vietnam

Abstract: The paper discusses the capital structure and its impacts on the profit of the construction-real estate enterprises listed on Vietnamese stock market. The research result shows that the construction-real estate enterprises use high financial leverage; debt structure is not reasonable; short-term debt accounts for over fifty percent of total capital and more than a hundred percent over the long-term debt. This capital structure has seriously affected the enterprises’ performance: ninety percent of the enterprises have declined ROA and ROE and have been incapable of paying interests on bank loans.

Keywords: Capital structure, construction, estate, debts, financial leverage.