

CẤU TRÚC VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

CAPITAL STRUCTURE OF LISTED REAL ESTATE COMPANIES IN THE HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

Ngày nhận bài : 14.3.2022
 Ngày nhận kết quả phản biện : 07.4.2022
 Ngày duyệt đăng : 28.4.2022

ThS. Phạm Anh Thư
 Trường Đại học Tài chính - Kế toán

TÓM TẮT

Bất động sản (BDS) là một ngành đòi hỏi nguồn vốn lớn và phụ thuộc nhiều vào vốn vay nợ. Trong bối cảnh tín dụng bị thắt chặt và mặt bằng chi phí sử dụng vốn ngày càng cao, các doanh nghiệp trong ngành cần tìm ra một cấu trúc vốn tối ưu giúp tối đa hóa lợi nhuận và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Trong tiến trình hội nhập kinh tế toàn cầu ngày càng sâu rộng như hiện nay thì vấn đề này càng trở nên cấp thiết.

Bài viết tập trung phân tích thực trạng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên Sàn Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh giai đoạn 2017 - 2020. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đa số các doanh nghiệp BĐS đều sử dụng nợ ở mức khá cao, trung bình luôn chiếm trên 50% tổng nguồn vốn và thậm chí một số doanh nghiệp có tỷ lệ nợ lên tới hơn 90%.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, bất động sản, tỷ lệ nợ, vốn chủ sở hữu, đòn bẩy tài chính.

ABSTRACT

Real estate is an industry that requires a large amount of capital and quite relies on debt. In the context of limited credit and the increasing cost of capital, companies in this industry need to find an optimal capital structure to maximize profits and increase business value. In the current process of global economic integration, this issue becomes even more urgent.

The article focuses on analyzing the status of the capital structure of real estate companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange from 2017 to 2020. Findings show that most real estate enterprises use debt at a relatively high level, averaging over 50% of total capital, and some enterprises even have a debt-to-total asset ratio of over 90%.

Keywords: Capital structure, real estate, debt ratio, equity, financial leverage.

1. Khái quát về cấu trúc vốn

Cấu trúc vốn của doanh nghiệp là một vấn đề đã được quan tâm nghiên cứu khá nhiều cả trên thế giới và tại Việt Nam. Theo Abor (2005) “Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp thực chất là hỗn hợp giữa các loại vốn khác nhau”. Theo Ahmad et al. (2012) “Cấu trúc vốn là quan hệ tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh”. Addae et al. (2013) cũng cho rằng “Cấu trúc vốn là nguồn tài chính hỗn hợp của doanh nghiệp cấu thành từ nợ và vốn chủ sở hữu tạo nên nguồn tài sản của doanh nghiệp”. Như vậy, nhiều chuyên gia đều cho rằng Cấu trúc vốn là mối quan hệ tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn dùng để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (DN).

Vấn đề đặt ra là DN phải xây dựng được một cấu trúc vốn hợp lý, đây được xem là một mục tiêu chiến lược tài chính quan trọng của DN. Việc xác định một cấu trúc vốn tối ưu trong từng giai đoạn phát triển cũng như trong từng mục tiêu hoạt động có thể giúp DN tối thiểu hóa chi phí sử dụng vốn và tối đa hóa hiệu quả hoạt động. Bên cạnh đó, cấu trúc vốn còn ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và rủi ro kinh doanh mà DN có thể gặp phải.

Việc lựa chọn hình thức huy động vốn, lượng vốn huy động, cấu trúc vốn tùy thuộc vào điều kiện cụ thể của từng DN trong từng thời kỳ. Mỗi hình thức huy động có những điểm mạnh và hạn chế khác nhau nên DN cần cân nhắc trước khi quyết định hình thức huy động vốn nào là phù hợp và hiệu quả nhất cho DN mình.

2. Thực trạng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp bất động sản

BDS là ngành có vị trí quan trọng, gắn liền với sự phát triển kinh tế của một quốc gia. Các định hướng nhằm thay đổi cấu trúc nền kinh tế theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa là sự thúc đẩy lớn cho ngành xây dựng - BDS Việt Nam phát triển, bởi nhu cầu xây dựng hệ thống cơ sở hạ tầng hiện đại cùng quá trình đô thị hóa diễn ra nhanh chóng đòi hỏi sự đầu tư lớn cho lĩnh vực này. Do vậy, BDS đang là một ngành triển vọng tại thị trường Việt Nam. Bản thân ngành BDS mang một số điểm đặc trưng sau:

Thứ nhất, ngành BDS đòi hỏi nguồn vốn đầu tư lớn để thực hiện các dự án trong thời gian tương đối dài. Các DN BDS sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau nhưng đa phần là từ vốn chủ sở hữu, vốn vay ngân hàng, tín dụng và vốn từ khách hàng. Do đặc thù của ngành là cần nguồn vốn lớn, các DN trong ngành phần lớn đều có tỷ lệ nợ và vốn vay trên tổng tài sản khá cao. Chi phí lãi vay này cũng sẽ chi phối đến kết quả kinh doanh của DN.

Thứ hai, ngành BDS luôn hiện hữu sự bất ổn định về giá. Trước hết là giá cả đầu vào của các loại vật liệu xây dựng như sắt, thép, xi măng,... biến động liên tục. Các yếu tố quan trọng như lãi suất, các chính sách kinh tế tài chính, cung cầu thị trường cũng rất khó nắm bắt. Bên cạnh đó, các yếu tố đầu vào của một dự án BDS là quỹ đất, cơ sở hạ tầng, các công trình xây dựng trên đất, thuế sử dụng đất, giải phóng mặt bằng,... đều tác động rất nhiều đến sự tăng trưởng của ngành. Do đó, rủi ro của ngành là rất lớn, khi nền kinh tế biến động thì thị trường BDS có thể bị ảnh hưởng nặng nề, gây thiệt hại lớn cho các chủ đầu tư cũng như ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế nói chung.

Thứ ba, sự phát triển của ngành BDS mang tính chu kỳ. Có những giai đoạn cao trào, bùng nổ với sự tăng trưởng doanh số cực kỳ cao nhưng cũng có những giai đoạn rơi vào suy thoái, thị trường gần như bị đóng băng.

Các đặc điểm này sẽ có những tác động nhất định đến cấu trúc vốn của các doanh nghiệp BĐS. Trong bài viết này, thực trạng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp BĐS được đánh giá dựa trên các chỉ tiêu đặc trưng là Tỷ lệ Nợ trên Tổng tài sản và Hệ số Nợ phải trả trên Vốn chủ sở hữu; đồng thời, tác giả cũng đi vào phân tích cơ cấu các loại nợ và mức độ sử dụng nợ của các doanh nghiệp BĐS được nghiên cứu. Dữ liệu phân tích được dựa trên số liệu thu thập từ Báo cáo tài chính của 58 công ty hoạt động trong lĩnh vực BĐS và phát triển BĐS niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ năm 2017 đến 2020.

2.1. Tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản (Total-Debt-to-Total-Assets Ratio - TD/TA)

Chỉ tiêu cơ bản nhất phản ánh cấu trúc vốn của DN là Tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản. Tỷ lệ nợ phản ánh mức độ sử dụng nợ của DN, cho biết tỷ lệ tài sản được tài trợ bằng các khoản nợ chiếm bao nhiêu phần trăm trong tổng tài sản của DN. Đây là chỉ tiêu thể hiện mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của DN, tỷ lệ này càng cao thì DN có mức độ sử dụng đòn bẩy càng cao, khi đó DN có khả năng tạo ra lợi nhuận lớn nhưng gắn liền với đó là rủi ro tài chính cao.

Tình hình sử dụng nợ của các DN nghiên cứu được thể hiện qua bảng sau:

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Tỷ lệ Nợ/ Tổng Tài sản	53,00%	52,43%	51,61%	53,90%

Tỷ lệ Nợ ngắn hạn/ Tổng Tài sản	35,63%	36,54%	38,38%	38,20%
Tỷ lệ Nợ dài hạn/ Tổng Tài sản	17,37%	15,89%	13,23%	15,70%

Bảng 1: Các chỉ số Tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Xuất phát từ nhu cầu về vốn đầu tư lớn, có thể nhận thấy các DN trong ngành có nhu cầu sử dụng nợ khá cao, tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản qua các năm trong giai đoạn nghiên cứu đều được duy trì trên mức 50%. Đây là mức sử dụng nợ khá cao so với mặt bằng chung các DN trong nhiều lĩnh vực khác trên thị trường, với tỷ lệ nợ trung bình từ 30% đến dưới 50%.

Chi tiết hơn về tỷ trọng từng loại nợ so với tổng tài sản, ta thấy tỷ lệ Nợ ngắn hạn trên Tổng Tài sản luôn duy trì trên mức 35% (chiếm hơn 1/3 cơ cấu nguồn vốn) và có xu hướng tăng. Tỷ lệ Nợ dài hạn có xu hướng giảm trong giai đoạn 2017-2019 nhưng tăng trở lại vào năm 2020. Năm 2019, tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản chứng kiến mức giảm thấp nhất trong giai đoạn nghiên cứu. Năm 2020, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các loại nợ đều tăng.

Vi tỷ lệ Nợ ở các DN được nghiên cứu có sự khác biệt khá lớn, nên để tìm hiểu cụ thể hơn tác giả phân chia mức độ sử dụng nợ của các DN thành các nhóm trong **Bảng 2**.

Tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản	Năm 2017		Năm 2018		Năm 2019		Năm 2020	
	SL	Tỷ lệ (%)	SL	Tỷ lệ (%)	SL	Tỷ lệ (%)	SL	Tỷ lệ (%)
Từ 0% đến < 20%	4	6,90	3	5,17	8	13,79	7	12,07
Từ 20% đến < 50%	21	36,21	20	34,48	28	48,28	27	46,55
Từ 50% đến < 80%	28	48,28	32	55,17	19	32,76	22	37,93
Từ 80% trở lên	5	8,62	3	5,17	3	5,17	2	3,45
Tổng	58		58		58	100	58	100

Bảng 2: Thống kê Tỷ lệ Nợ trên Tổng Tài sản theo nhóm (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Qua số liệu tổng hợp ở Bảng 2 ta có thể nhận thấy, phần lớn các công ty BĐS niêm yết trên sàn HOSE (trên 80%) có mức độ sử dụng nợ phổ biến từ 20% đến dưới 80%. Nhìn chung với đặc điểm của ngành là các dự án đầu tư thường kéo dài và theo tiến độ nên việc sử dụng nợ tập trung trong khoảng này khá phổ biến. Cụ thể, tỷ trọng nhóm sử dụng nợ ở mức trung bình (20% - 50%) có xu hướng gia tăng mạnh, từ 36,21% vào năm 2017 tăng lên 46,55% vào năm 2020. Trong khi đó nhóm DN sử dụng nợ ở mức cao (50% - 80%) chiếm tỷ lệ cao nhất trong các năm 2017 - 2018 nhưng đã giảm đáng kể vào giai đoạn tiếp theo. Có thể nhận thấy sự dịch chuyển trong xu hướng sử dụng nợ của các DN khi DN dần hạ thấp tỷ trọng nợ từ mức cao về mức trung bình để đảm bảo một cơ cấu nợ khỏe mạnh và an toàn hơn.

Số lượng DN thuộc nhóm sử dụng nợ ở mức thấp (0% - 20%) đứng ở vị trí thứ 3 và có xu hướng tăng; trong khi đó nhóm sử dụng nợ ở mức rất cao (trên 80%) chiếm tỷ trọng thấp nhất và đang có xu hướng giảm rõ rệt qua các năm. Việc sử dụng nợ ở mức độ quá cao đi kèm với rủi ro rất lớn nên đa phần các DN đều thận trọng khi dùng nợ ở mức độ này. Các con số trên có thể được xem là dấu hiệu tốt khi nhìn chung các DN trong ngành đang có xu hướng hạ dần tỷ trọng nợ xuống ngưỡng an toàn hơn.

2.1.1. Tỷ lệ Nợ ngắn hạn trên Tổng Nợ

Nợ ngắn hạn là nguồn vốn rất cần thiết cho hoạt động của DN giúp cải thiện dòng tiền, tăng khả năng thanh khoản trong thời gian ngắn. Đây cũng là loại nợ được các nhà quản trị DN khá ưa thích vì nợ ngắn hạn thường dễ huy động và có chi phí sử dụng vốn thấp hơn so với nguồn nợ dài hạn, đặc biệt là đối với các khoản nợ vay và thuê tài chính.

Tình hình sử dụng nợ ngắn hạn của các DN nghiên cứu thể hiện qua **Bảng 3**.

Năm	2017	2018	2019	2020
Tỷ lệ Nợ ngắn hạn trên Tổng Nợ	67,24%	69,68%	74,36%	70,87%

Bảng 3: Tỷ lệ Nợ ngắn hạn trên Tổng Nợ (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Số liệu trên cho thấy, các DN được nghiên cứu sử dụng rất nhiều nợ ngắn hạn, trung bình chiếm trên 2/3 tổng nợ và chiếm hơn 1/3 tổng tài sản của DN (Bảng 2). Nợ ngắn hạn trên tổng nợ cũng có xu hướng tăng qua các năm, từ 67,24% năm 2017 tăng lên 70,87% năm 2020, và đạt mức tăng cao nhất vào năm 2019 với tỷ lệ 74,36%.

Các khoản nợ ngắn hạn có thời gian thanh toán ngắn trong khi DN BĐS có chu kỳ sản xuất dài, việc duy trì mức nợ cao sẽ gây áp lực rất lớn đến khả năng thanh toán trong ngắn hạn của DN. Đặc biệt khi thị trường nhiều biến động, hoạt động kinh doanh gặp khó khăn, lượng hàng tồn kho tồn đọng, vòng quay tồn kho chậm sẽ càng tăng hệ số rủi ro cho DN, thậm chí có thể dẫn đến nguy cơ phá sản. Tỷ lệ nợ ngắn hạn cao thể hiện một cơ cấu vốn dễ bị tổn thương, đây là một thách thức lớn đối với các DN trong ngành BĐS.

DN BĐS huy động vốn ngắn hạn từ nhiều kênh khác nhau, trong đó đáng chú ý là từ các nguồn như vay và thuê tài chính ngắn hạn, chiếm dụng người bán và khoản người mua trả trước ngắn hạn. Cơ cấu các loại nợ này cũng khác nhau và được điều chỉnh thay đổi qua các năm. Số liệu về cơ cấu cụ thể của các loại nợ ngắn hạn tiêu biểu được thể hiện qua **Bảng 4**.

Nợ ngắn hạn	Năm 2017	Năm 2018	Năm 2019	Năm 2020
Người mua trả trước ngắn hạn	34,85%	23,33%	27,52%	22,65%
Vay và nợ thuê TC ngắn hạn	20,59%	22,42%	19,50%	18,63%
Phải trả người bán ngắn hạn	8,80%	13,07%	9,70%	10,90%
Nợ ngắn hạn khác	35,76%	41,17%	43,27%	47,82%
Tổng Nợ ngắn hạn	100%	100%	100%	100%

Bảng 4: Cơ cấu các loại nợ ngắn hạn (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Nhìn chung cơ cấu phân bổ các loại nợ ngắn hạn có sự dao động nhưng khá ổn định. Khoản người mua thanh toán trước chiếm một tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu nợ ngắn hạn của các DN, đạt mức cao nhất năm 2017 (34,85%) nhưng đã giảm xuống chỉ còn 22,65% vào năm 2020. Tiếp theo là các khoản vay và thuê tài chính ngắn hạn với tỷ trọng xấp xỉ 20% có xu hướng giảm dần qua các năm. Tỷ trọng khoản phải trả người bán dao động trong khoảng trên dưới 10% và có xu hướng tăng nhẹ. Một điểm cần lưu ý là nhiều DN BĐS niêm yết thường ghi nhận khoản nợ ngắn hạn khác với giá trị khá cao, tuy thông tin này được trình bày trong Thuyết minh BCTC nhưng cũng tiềm ẩn khả năng DN không minh bạch thông tin.

Như vậy, các nguồn vốn chiếm dụng ngắn hạn của DN có tỷ trọng khá cao, đặc biệt là khoản chiếm dụng vốn từ khách hàng. Việc người mua trả tiền trước được xem là một dấu hiệu cho thấy sự khả quan của thị trường và niềm tin của khách hàng với DN. Khoản chiếm dụng vốn này giúp DN tăng vốn xoay vòng hoạt động mà không gây ra quá nhiều áp lực về chi phí sử dụng vốn và rủi ro. Trong thời kỳ thị trường phát triển nóng, khoản tiền ứng từ khách hàng đặt cọc là rất lớn (nhiều khi lên tới 100% giá trị BĐS). Tỷ lệ khoản nợ này đạt mức cao nhất vào năm 2017, khi thị trường ở đỉnh cao tăng trưởng và giảm xuống trong những năm tiếp theo khi thị trường bước vào giai đoạn chững lại sau tăng trưởng nóng.

Các khoản vay và thuê tài chính ngắn hạn cũng chiếm tỷ trọng tương đối cao trong cơ cấu nợ ngắn hạn của các DN nghiên cứu và đang có xu hướng giảm qua các năm, từ 20,59% năm 2017 xuống còn 18,63% năm 2020. Nguyên nhân một phần đến việc điều chỉnh chính sách tín dụng của Ngân hàng

Nhà nước nhằm siết chặt vốn ngắn hạn cho vay BĐS theo các Thông tư Số 19/2017/TT-NHNN và Thông tư Số 22/2019/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam về quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của ngân hàng, tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Thêm vào đó, vay và thuê tài chính ngắn hạn là nguồn vốn có chi phí sử dụng vốn cao nhất trong số các loại nợ ngắn hạn và đòi hỏi DN phải thanh toán cả lãi lẫn gốc trong thời gian ngắn; chi phí lãi vay cao cũng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến khả năng sinh lời của DN.

2.1.2. Tỷ lệ Nợ Dài hạn trên Tổng Nợ

Nợ dài hạn là một nguồn vốn đặc biệt quan trọng đối với các DN BĐS. Đặc trưng của các sản phẩm BĐS là đòi hỏi vốn đầu tư lớn, vòng đời sản phẩm cũng như thời gian thu hồi vốn dài. Do đó, các khoản nợ có thời hạn thanh toán dài là rất cần thiết để các DN hoạt động một cách ổn định. Tuy nhiên nguồn vốn từ nợ dài hạn thường có chi phí sử dụng vốn cao hơn nợ ngắn hạn, và đi kèm với đó là các yêu cầu thủ tục khắt khe hơn do bên cho vay phải chịu rủi ro cao hơn trong dài hạn. Hơn nữa, trong bối cảnh chính sách tín dụng thắt chặt, khó giải ngân vốn ngân hàng, tỷ lệ nguồn vốn trung và dài hạn còn hạn chế khiến các DN gặp nhiều khó khăn trong huy động vốn nợ dài hạn.

Tình hình sử dụng nợ dài hạn của các DN nghiên cứu được thể hiện qua **Bảng 5**.

Năm	2017	2018	2019	2020
Tỷ lệ Nợ dài hạn / Tổng Nợ	32,76%	30,32%	25,64%	29,13%
Trong đó: Tỷ lệ Nợ vay dài hạn/ Tổng Nợ dài hạn	54,88%	52,53%	49,58%	46,10%

Bảng 5: Tỷ lệ Nợ dài hạn trên Tổng Nợ (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Số liệu thu thập được cho thấy nợ dài hạn của các DN nghiên cứu chiếm khoảng dưới 1/3 tổng nợ và có xu hướng giảm qua các năm. Tỷ lệ Nợ dài hạn trên Tổng Nợ đạt mức cao nhất 32,76% năm 2017 và giảm xuống còn 29,13% năm 2020. Đặc biệt, năm 2019 ghi nhận mức giảm thấp nhất của tỷ lệ này là 25,64%. Mức độ sử dụng nợ dài hạn của các DN được nghiên cứu cũng có sự chênh lệch khá lớn. Có DN có tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng nợ luôn duy trì ở mức rất cao trong giai đoạn nghiên cứu như CTCP Sonadezi Long Thành (SZL) với mức từ 86,27% đến 90,4%. Ngược lại cũng có những DN hoàn toàn sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh như CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương (BCE) hay Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị Nam Hà Nội (NHA).

Xét về cơ cấu nợ dài hạn của các DN BĐS thì nợ vay và thuê tài chính dài hạn là khoản nợ chiếm tỷ trọng chủ yếu, cao nhất đạt mức 54,88% vào năm 2017 và đang có xu hướng giảm dần đều qua các năm. Đến năm 2020, tỷ lệ này giảm còn 46,10%. So sánh với vốn vay ngân hàng thì khoản thuê tài chính thì có chi phí sử dụng vốn cao hơn, bù lại nó có ưu điểm là không cần tài sản đảm bảo và dễ dàng tiếp cận hơn. Bên cạnh đó một số DN còn huy động vốn dài hạn thông qua hình thức phát hành trái phiếu nhưng số lượng DN này còn khá ít. Đây cũng là những loại nợ dài hạn có chi phí sử dụng vốn cao nhất. Khoản nợ vay chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nợ dài hạn cũng sẽ gia tăng đáng kể chi phí sử dụng vốn của DN.

2.2. Hệ số Nợ phải trả trên Vốn chủ sở hữu (Debt to Equity Ratio - D/E)

Vốn chủ sở hữu (VCSH) là nguồn vốn quan trọng và ổn định của DN, cùng với nợ phải trả cấu thành nên tổng nguồn vốn mà DN dùng để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh. VCSH chiếm tỷ trọng cao trong tổng vốn thể hiện khả năng tự chủ tài chính của DN tốt.

Hệ số Nợ trên VCSH là chỉ tiêu thể hiện mối quan hệ giữa hai nguồn vốn cơ bản của DN là vốn nợ và VCSH. Đây là chỉ số giúp nhà đầu tư có một cái nhìn khái quát về sức mạnh tài chính, cấu trúc tài chính và nguồn tiền dùng để chi trả cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của DN. Hệ số Nợ trên VCSH của các DN nghiên cứu thể hiện qua **Bảng 6**.

Năm	2017	2018	2019	2020
Hệ số Nợ trên VCSH	1,61	1,49	1,44	1,55

Bảng 6: Hệ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu (Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Số liệu từ Bảng 6 cho thấy, Hệ số Nợ trên VCSH của các DN nghiên cứu đều lớn hơn 1, trung bình xoay quanh mức 1,5 lần. Đây là một con số khá cao so với số liệu trung bình của một số ngành khác (Bảng 7). Điều này có nghĩa là phần lớn tài sản của DN BĐS được tài trợ bằng các khoản nợ, và đây là biểu hiện của một cơ cấu tài chính dễ bị tổn thương.

Ngành	Bất động sản	Hàng cá nhân và gia dụng	Du lịch và giải trí	Tiện ích công cộng	Thực phẩm và đồ uống
Hệ số Nợ/ VCSH	1,55	0,99	0,9	0,92	1,21

Bảng 7: Hệ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu trung bình ngành của một số ngành năm 2020 (Nguồn: *tvsi.com.vn*)

Trong các DN nghiên cứu, cá biệt có CTCP Đầu tư và Phát triển BĐS An Gia (AGG) với hệ số Nợ trên VCSH năm 2017 lên đến 13,08; xấp xỉ gấp 10 lần so với trung bình chung. Bên cạnh đó cũng có DN sở hữu cơ cấu vốn ổn định với hệ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu chỉ từ 0,048 đến 0,125 lần như Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị Nam Hà Nội (NHA).

Dù hệ số Nợ trên VCSH của các DN BĐS còn khá cao, tuy nhiên một tín hiệu khả quan là tỷ lệ này có xu hướng giảm dần qua các năm 2018 - 2019 và tăng nhẹ vào năm 2020. Xu hướng giảm này ngoài đến từ việc DN thận trọng hơn trong việc sử dụng nợ còn bởi VCSH của các DN trong ngành đã tăng thêm. Một điểm đáng chú ý nữa là những năm gần đây các DN BĐS đã huy động được nguồn vốn lớn thông qua việc phát hành cổ phiếu. Nguồn vốn huy động từ thị trường chứng khoán một mặt giúp DN tăng vốn phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh; mặt khác, làm tăng nguồn VCSH và góp phần khiến hệ số VCSH tăng lên, từ đó tăng sự tự chủ về tài chính và khả năng thanh toán cho DN.

3. Đánh giá chung về cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Bất động sản

Dựa vào các kết quả phân tích trên ta có thể rút ra một số điểm đặc trưng về cấu trúc vốn cũng như những hạn chế của cấu trúc vốn này đối với các DN BĐS niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh giai đoạn 2017 - 2020 như sau:

Cơ cấu vốn thiên về nợ với hệ số Nợ trên Tổng Tài sản trung bình trên 50%. Mặc dù cơ cấu vốn sử dụng nhiều nợ giúp các DN BĐS có thể huy động nguồn vốn dồi dào và thường xuyên để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh; việc sử dụng nợ cũng giúp DN tận dụng được lá chắn thuế. Tuy nhiên, cơ cấu vốn này khiến các DN bị lệ thuộc nhiều vào nguồn vốn bên ngoài, khả năng tự chủ tài chính kém đi và các áp lực về khả năng thanh toán cùng chi phí sử dụng vốn mang đến nhiều rủi ro cho DN.

Cơ cấu nợ với nợ ngắn hạn chiếm trên 2/3 và nợ dài hạn chỉ chiếm khoảng 1/3 tổng nợ; một số DN thậm chí hoàn toàn không sử dụng nợ dài hạn mà chỉ sử dụng nợ ngắn hạn. Việc các DN ngành BĐS có tỷ trọng vốn dài hạn thấp và còn đang có xu hướng giảm so với vốn ngắn hạn khiến DN kém chủ động trong kinh doanh, hạn chế khả năng đầu tư dài hạn, ảnh hưởng đến khả năng thanh toán và dễ dẫn đến rủi ro mất thanh khoản cho DN.

Tóm lại, cơ cấu vốn của các DN ngành BĐS là một cơ cấu vốn nghiêng về nợ. Cơ cấu vốn này tạo điều kiện cho các DN BĐS có được nguồn vốn lớn phục vụ cho hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên cơ cấu vốn nghiêng về nợ cũng thể hiện khả năng tự chủ tài chính chưa cao và tiềm ẩn nhiều rủi ro cho DN trong điều kiện môi trường kinh doanh nhiều biến động.

4. Một số đề xuất

4.1. Về phía Nhà nước

Thứ nhất, cần có các biện pháp nhằm kiểm soát chặt chẽ, chấn chỉnh thị trường BĐS. Các địa phương

cần tiên hành rà soát các dự án để phân loại dự án được tiếp tục thực hiện hay phải tạm dừng, hoặc phải điều chỉnh cho phù hợp. Tăng cường công tác thanh tra, kiểm tra việc chấp hành các quy định pháp luật về trình tự thủ tục đầu tư, tiến độ thực hiện dự án, hoạt động mua bán BĐS,... Kịp thời phát hiện và xử lý nghiêm các hành vi đầu cơ, găm hàng, đưa tin thất thiệt về cung cầu, giá cả BĐS nhằm thu thu lợi bất chính.

Thứ hai, kiểm soát hiệu quả dòng vốn đầu tư vào thị trường BĐS để chống đầu cơ; đồng thời cũng phải đảm bảo tính linh hoạt, tránh gây cản trở đến sự phát triển của thị trường. Ban hành hệ thống các tiêu chí cho vay BĐS thống nhất, tạo sự bình đẳng trong tiếp cận tín dụng cho DN.

Thứ ba, lãnh mạnh hóa và thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng để tạo môi trường huy động vốn cho DN. Các cơ quan quản lý cần có lộ trình tái cấu trúc thị trường chứng khoán, hiện đại hóa cơ sở hạ tầng, chuyên nghiệp hóa việc tổ chức và vận hành song song với việc hoàn thiện các quy định pháp lý liên quan.

4.2. Về phía các DN

Không thể phủ nhận những lợi ích từ nguồn vốn nợ mang lại cho các DN ngành BĐS, tuy nhiên trong điều kiện thị trường tài chính không còn nhiều ưu đãi về lãi suất, tín dụng, việc giảm nợ sẽ là một yêu cầu tất yếu để DN có một cơ cấu vốn an toàn hơn.

Đối với nợ ngắn hạn, DN nên tìm cách giảm tỷ lệ nợ vay và thuê tài chính ngắn hạn vì đây là nguồn vốn phát sinh chi phí lãi cao. Huy động khoản trả trước từ khách hàng cũng là một cách thức để giảm thiểu vốn vay. Để làm được điều này, DN cần nâng cao chất lượng sản phẩm, dịch vụ, có chiến lược marketing phù hợp, nâng cao giá trị vô hình của DN,... Khoản chiếm dụng vốn người bán tuy ít phát sinh chi phí nhưng cũng góp phần gia tăng áp lực thanh toán, DN có thể giảm bớt rủi ro bằng các hợp đồng với điều kiện ràng buộc và quy định chặt chẽ, rõ ràng.

Đối với nợ dài hạn, việc giảm các khoản nợ vay và thuê tài chính là điểm mấu chốt. Tuy nhiên, muốn giảm được khoản vay này thì các DN cần có nguồn vốn thay thế để không làm ảnh hưởng đến hoạt động. Các cách có thể kể đến là huy động vốn từ thị trường chứng khoán, trái phiếu, vốn đầu tư nước ngoài. DN cũng có thể sử dụng nguồn vốn bên trong từ lợi nhuận giữ lại để tái cấu trúc nguồn vốn. Ngoài ra, các DN trong ngành có thể xem xét hợp tác với nhau để tăng thêm vốn, tăng nguồn lực hoặc chia sẻ các hạng mục dự án để giảm áp lực về tài chính, hạn chế việc vay nợ quá nhiều.

Ngoài ra, các dự án BĐS của DN nên được dự trù kinh phí hợp lý và thận trọng, hạn chế tối đa việc bị đội vốn hoặc phát sinh các khoản chi phí ngoài dự toán dẫn đến thiếu hụt vốn.

Tùy tình hình cụ thể của từng DN cũng như tình hình và xu thế phát triển chung của nền kinh tế mà các DN cần nhắc quyết định cơ cấu vốn hợp lý theo từng thời kỳ, từng giai đoạn phát triển để vừa đảm bảo hiệu quả sản xuất kinh doanh, tăng khả năng sinh lợi; đồng thời đảm bảo cho sự phát triển an toàn và bền vững của DN.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Nguyễn Minh Nguyệt (2017). *Hoàn thiện cấu trúc vốn các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ, Học viện Tài chính
2. Trịnh Thị Phan Lan (2013). *Doanh nghiệp xây dựng – bất động sản, rủi ro từ đòn bẩy tài chính*. Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh. Tập 29, Số 3
3. Nguyễn Thị Bích Ngọc (2012). *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của các Công ty cổ phần ngành thủy sản Việt Nam*. Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh
4. Ahmad et al. (2012). *Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms*. International Review of Business Research Papers, Vol. 8
5. Website: <https://finance.vietstock.vn>
6. Website: <https://finance.tvsi.com.vn>