

# PHÂN TÍCH CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Vũ Thị Hậu

Đại học Kinh tế & Quản trị kinh doanh, Đại học Thái Nguyên

Email: vutihau@tueba.edu.vn

Ngày nhận: 31/5/2016

Ngày nhận bản sửa: 19/9/2016

Ngày duyệt đăng: 25/5/2017

## Tóm tắt:

*Bài viết phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính thông qua mô hình Alexander Bathory và dữ liệu tài chính giai đoạn 2013 - 2015 của 34 công ty cổ phần niêm yết ngành Bất động sản tại Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả nghiên cứu cho thấy rủi ro tài chính của các công ty cổ phần niêm yết ngành Bất động sản tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh có mối tương quan đáng kể với hệ số khả năng thanh toán hiện hành, hệ số khả năng thanh toán nhanh, hệ số khả năng thanh toán tổng quát, hệ số vốn cố định; và không có mối tương quan với cơ cấu nợ, hệ số sinh lời doanh thu, hệ số sinh lời của tài sản, vòng quay hàng tồn kho, vòng quay tài sản cố định, vòng quay tổng tài sản, vòng quay các khoản phải thu, hệ số tự tài trợ.*

**Từ khóa:** Công ty niêm yết, mô hình Alexander Bathory, phân tích thống kê mô tả, phân tích hồi quy, rủi ro tài chính, Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

## An analysis of factors influencing financial risk of real estate firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange

### Abstract:

*This paper analyses the factors affecting company's financial risk using Alexander Bathory model and data collected from 34 real estate firms listed on Ho Chi Minh Stock Exchange from 2013 to 2015. The study results reveal that financial risk of those companies are significantly negatively correlated with current ratio, quick ratio, asset-liability ratio and fixed assets ratio. However, they have no significant correlation with debt structure, return on sales, return on asset, inventory turnover, fixed asset turnover, total asset turnover, accounts receivable turnover, and net assets ratio.*

**Keywords:** Listed companies; Alexander Bathory model; descriptive analysis; regression analysis; financial risk; Ho Chi Minh Stock Exchange (HSX).

## 1. Đặt vấn đề

Phòng Phân tích - Công ty cổ phần chứng khoán Phương Nam (2013) nhận định: “Thị trường bất động sản là một trong những thị trường quan trọng của nền kinh tế thị trường vì thị trường này liên quan trực tiếp đến một lượng tài sản rất lớn cả về quy mô và tính chất trong nền kinh tế quốc dân. Tỷ trọng bất động sản trong tổng số của cải xã hội ở các quốc gia

có khác nhau nhưng thường chiếm trên dưới 40% lượng của cải vật chất của mỗi quốc gia. Các hoạt động liên quan đến bất động sản chiếm tới 30% tổng hoạt động của nền kinh tế. Theo thống kê ở các quốc gia phát triển lượng tiền ngân hàng cho vay qua thế chấp bằng bất động sản chiếm trên 80% tổng lượng vốn cho vay. Vì vậy, phát triển đầu tư, kinh doanh bất động sản đóng vai trò quan trọng trong việc chuyển các tài sản thành nguồn tài chính dồi dào

phục vụ cho yêu cầu phát triển kinh tế - xã hội đặc biệt là đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng của nền kinh tế". Tuy nhiên có thể nhận thấy việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong điều kiện nền kinh tế có những biến động về lãi suất, tỷ giá, giá nguyên vật liệu... đã dẫn đến nhiều công ty niêm yết ngành Bất động sản có nguy cơ đối mặt với rủi ro tài chính. Do vậy, nghiên cứu xây dựng và kiểm chứng mô hình phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính góp phần nhận dạng các yếu tố ảnh hưởng, từ đó tạo cơ sở khoa học thiết lập các biện pháp kiểm soát rủi ro tài chính ở mức chấp nhận được cho các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX.

## 2. Tổng quan các nghiên cứu về rủi ro tài chính

Các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trên thế giới (Mỹ, Đức, Ấn Độ, Trung Quốc, Đài Loan, Việt Nam...) như Caouette & cộng sự (1998), Napp (2011), Amalendu Bhunia & Somnath Mukhuti (2012), Fu Gang & Liu Dan (2012), Vũ Thị Hậu (2013), Simantinee & Kumar (2015)... đều chỉ ra các yếu tố như: *cơ cấu nợ, khả năng thanh toán, hiệu suất hoạt động, khả năng sinh lời và cơ cấu vốn... có ảnh hưởng nhất định đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp nói chung và các công ty niêm yết nói riêng.*

Altman (trích dẫn trong Caouette & cộng sự, 1998, 115 - 117) đã sử dụng phương pháp phân tích biệt số đa yếu tố (MDA) để đo lường rủi ro tài chính của các công ty cổ phần ngành sản xuất. Mô hình Z nguyên bản đo lường sự biến động của các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp thông qua 5 chỉ số:  $Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,64X_4 + 0,999X_5$ . Trong đó: (i) Vốn lưu động/Tổng tài sản ( $X_1 = WC/TA$ ), (ii) Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản ( $X_2 = RE/TA$ ), (iii) Lợi nhuận trước lãi vay và thuế/Tổng tài sản ( $X_3 = EBIT/TA$ ), (iv) Giá trị thị trường của vốn cổ phần/Giá trị sổ sách của nợ phải trả ( $X_4 = ME/TL$ ), (v) doanh thu bán hàng/tổng tài sản ( $X_5 = S/TA$ ). Altman & cộng sự, Cerovac & Ivicic (trích dẫn trong Napp, 2011, 49) đều cho rằng một doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh khi các chỉ số D/TA, WC/TA, EBIT/TA, RE/TA đạt giá trị tương ứng là 35%, 38%, 10%, 36% trở lên; nếu dưới ngưỡng này doanh nghiệp có thể sẽ rơi vào tình trạng phá sản.

Zhou Chunsheng & Zhao Duanduan (trích dẫn trong Bhunia & Mukhuti, 2012, 28) nghiên cứu thực nghiệm về rủi ro tài chính của công ty niêm yết thuộc

sở hữu tư nhân tại Trung Quốc thông qua mô hình Z và nhận thấy mức độ rủi ro tài chính trung bình của các công ty niêm yết thuộc sở hữu tư nhân cao hơn đáng kể so với các công ty niêm yết thuộc sở hữu nhà nước. Hu Meihui (trích dẫn trong Fu Gang & Liu Dan, 2012, 381) sử dụng bảng hỏi để nghiên cứu rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ở miền Trung Đài Loan với phân tích đa biến và hồi quy logit. Nghiên cứu đã đi đến bốn kết luận: (i) nhà quản trị doanh nghiệp nên tích lũy nhiều kiến thức chuyên môn; (ii) sự thay đổi môi trường đáng kể sẽ gây ra quản lý yếu kém của doanh nghiệp (chẳng hạn như sự thay đổi chính sách của chính phủ); (iii) hệ thống tài chính lành mạnh là cần thiết; (iv) doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống giám sát có hiệu quả. Hu Meihui (trích dẫn trong Fu Gang & Liu Dan, 2012, 381) cho rằng thực hiện tốt các giải pháp này sẽ góp phần giảm thiểu rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

Liao Weiyan (trích dẫn trong Bhunia & Mukhuti, 2012, 29) sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp được cung cấp bởi tổ chức tài chính, kết hợp với phân tích hồi quy, trong đó có các biến tài chính và phi tài chính để nghiên cứu rủi ro tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) khả năng dự báo của mô hình sử dụng các biến tài chính và phi tài chính là vượt trội so hơn với mô hình chỉ sử dụng các biến tài chính; (ii) dự báo rủi ro tài chính của các doanh nghiệp có thời gian hoạt động dưới 7 năm là khó khăn hơn so với các doanh nghiệp có thâm niên hoạt động từ 7 năm trở nên. Cao Defang & Zeng Murong (trích dẫn trong Bhunia & Mukhuti, 2012, 29) sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính là biến phụ thuộc để nghiên cứu rủi ro tài chính của doanh nghiệp lớn. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rủi ro tài chính có mối tương quan thuận với quy mô và cơ cấu nợ, tương quan nghịch với hiệu suất hoạt động và khả năng sinh lời, và không có mối tương quan với lãi suất đi vay và khả năng thanh toán.

Fu Gang & Liu Dan (2012) nghiên cứu rủi ro tài chính bằng cách sử dụng dữ liệu báo cáo tài chính năm 2010 của 216 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thâm Quyển, Trung Quốc và mô hình Alexander Bathory. Tương tự, Bhunia & Mukhuti (2012) nghiên cứu rủi ro tài chính dựa trên dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính giai đoạn 2010-2011 của 513 công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Bombay, Ấn Độ. Kết quả nghiên cứu của Fu Gang & Liu Dan

(2012), Bhunia & Mukhuti (2012) đều cho thấy rủi ro tài chính có mối tương quan đáng kể với hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR), hệ số sinh lời của doanh thu (ROS), hệ số vốn cố định (FAR), hệ số tự tài trợ (NAR); tương quan thấp với vòng quay tài sản cố định (FAT) vòng quay tổng tài sản (TAT); và không có mối tương quan với cơ cấu nợ (CL/NCL), vòng quay hàng tồn kho (IT), vòng quay các khoản phải thu (ART).

Simantinee & Kumar (2015) nghiên cứu đo lường và xác định các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của 50 công ty bao gồm cả ngân hàng, dữ liệu phân tích được thu thập từ báo cáo tài chính năm 2014 - 2015 của 41 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán NIGTY. Sử dụng mô hình Alexander Bathory để đo lường rủi ro tài chính và phân tích hồi quy được sử dụng để nghiên cứu mối quan hệ giữa rủi ro tài chính và các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy: (i) vòng quay tài sản cố định (FATR) có tương quan thuận lớn nhất đến rủi ro tài chính ( $\beta = 2,970$ ); (ii) hệ số khả năng thanh toán nhanh (QR) có tương quan nghịch lớn nhất đến rủi ro tài chính ( $\beta = -4,870$ ); (iii) rủi ro tài chính tương quan thuận với thu nhập mỗi cổ phiếu (DPS), tỷ suất lợi nhuận thuần (OPM), tỷ suất lợi nhuận ròng (NPM), hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR), tỷ lệ tài chính bao phủ thuế (FCCRPT) và vòng quay tài sản cố định (FATR); (iv) rủi ro tài chính tương quan nghịch với lợi nhuận thuần từ hoạt động trên mỗi cổ phiếu (NOPS), lợi nhuận trên vốn dài hạn (ROLF), hệ số khả năng thanh toán nhanh (QR) và hệ số khả năng thanh toán lãi vay (ICR); (v) rủi ro tài chính không có mối tương quan với vòng quay hàng tồn kho (ITR) và vòng quay tổng tài sản (TATR).

Ngoài ra, còn rất nhiều các nghiên cứu khác, tuy nhiên chúng ta có thể nhận thấy hầu hết các nhà khoa học trên thế giới chủ yếu tập trung nghiên cứu khái niệm rủi ro tài chính, các mô hình dự báo rủi ro tài chính, chiến lược quản trị rủi ro tài chính. Mô hình Alexander Bathory đã được sử dụng là biến phụ thuộc trong các nghiên cứu thực nghiệm tại Ấn Độ, Trung Quốc, Đài Loan... thông qua cơ sở dữ liệu thứ cấp được thu thập tại các Sở Giao dịch Chứng khoán với tất cả các loại hình doanh nghiệp, ngành nghề sản xuất kinh doanh khác nhau. Tại Việt Nam, nghiên cứu về rủi ro tài chính khá

nhieu, tuy nhiên ứng dụng mô hình lý thuyết này để kiểm chứng với cơ sở dữ liệu của các công ty niêm yết ngành Bất động sản, giải thích kết quả nghiên cứu và trình bày khuyến nghị là chưa có. Do vậy trong phạm vi nghiên cứu, mô hình Alexander Bathory tiếp tục được kiểm chứng tại Việt Nam để nhận dạng các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính từ đó góp phần nâng cao hiệu quả quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp bất động sản nói riêng.

### 3. Định nghĩa các biến và giả thuyết nghiên cứu

Theo nghĩa rộng, rủi ro tài chính là khả năng xảy ra những tổn thất gắn liền với hoạt động tài chính và thường bắt nguồn từ việc thực hiện các giao dịch liên quan trực tiếp đến hoạt động tài chính như: mua bán, đầu tư, vay nợ và một số hoạt động kinh doanh khác; nhưng cũng có thể là hệ quả gián tiếp của sự thay đổi các chính sách của chính phủ, các biến cố chính trị trong nước và quốc tế, hoặc có thể do tác động của thiên tai.

Trong phạm vi nghiên cứu, rủi ro tài chính của doanh nghiệp được hiểu theo nghĩa hẹp, tức là rủi ro tài chính là nguy cơ mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn do doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính - sử dụng nguồn vốn vay trong hoạt động kinh doanh.

#### 3.1. Định nghĩa các biến

Biến phụ thuộc: Rất nhiều phương pháp/mô hình đo lường rủi ro tài chính đã được áp dụng trong các nghiên cứu trên thế giới như: tỷ lệ tài sản/nợ phải trả, phân tích xác suất, hệ số đòn bẩy tài chính. Trong phạm vi nghiên cứu, mô hình Alexander Bathory (trích dẫn trong Bhunia & Mukhuti, 2012, 29) được sử dụng để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính ( $FR_{it}$ ) của các công ty niêm yết ngành bất động sản tại HSX:  $FR_{it} = SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$ . Trong đó,  $SZL_{it}$ : (Lợi nhuận trước thuế + Khấu hao tài sản cố định + Thuế thu nhập hoãn lại)/Nợ ngắn hạn;  $SY_{it}$ : Lợi nhuận trước thuế/Tổng nguồn vốn;  $GL_{it}$ : Vốn cổ phần/Nợ ngắn hạn;  $YF_{it}$ : Giá trị còn lại của tài sản cố định/Nợ phải trả;  $YZ_{it}$ : Vốn lưu động/Tổng tài sản. Đặc điểm của mô hình này là có thể áp dụng cho tất cả các loại hình doanh nghiệp vì nó rất đơn giản trong tính toán và dự báo khả năng phá sản cũng như đo lường năng lực tài chính của doanh nghiệp. Alexander Bathory (trích dẫn trong Bhunia & Mukhuti, 2012, 29) cho rằng giá trị của mô hình ( $FR_{it}$ ) càng nhỏ, thể hiện tình hình tài chính khó

**Bảng 1. Định nghĩa các biến nghiên cứu***Đơn vị: Lần*

Tên biến	Ký hiệu biến	Định nghĩa
Rủi ro tài chính	$FR_{it}$	Mô hình Alexander Bathory
Cơ cấu nợ	$X_1$	Hệ số nợ ngắn hạn trên nợ dài hạn (CL/NCL)
Khả năng thanh toán	$X_2$	Hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR)
	$X_3$	Hệ số khả năng thanh toán nhanh (QR)
	$X_4$	Hệ số khả năng thanh toán tổng quát (ALR)
Khả năng sinh lời	$X_5$	Hệ số sinh lời của doanh thu (ROS)
	$X_6$	Hệ số sinh lời của tổng tài sản (ROA)
Hiệu suất hoạt động	$X_7$	Vòng quay hàng tồn kho (IT)
	$X_8$	Vòng quay tài sản cố định (FAT)
	$X_9$	Vòng quay tổng tài sản (TAT)
	$X_{10}$	Vòng quay các khoản phải thu (ART)
Cơ cấu vốn	$X_{11}$	Hệ số tự tài trợ (NAR)
	$X_{12}$	Hệ số vốn cố định (FAR)

*Nguồn: Bhunia & Mukhuti (2012), Fu Gang & Liu Dan (2012)*

khăn, rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng cao và ngược lại.

Các biến độc lập: Có thể tóm tắt 5 yếu tố chính ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX là cơ cấu nợ, khả năng thanh toán, hiệu suất hoạt động và cơ cấu vốn. Theo đó, 12 chỉ số tài chính ( $X_1 - X_{12}$ ) như là các biến độc lập để diễn tả 5 yếu tố chính ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX được trình bày cụ thể trong bảng 1.

### 3.2. Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên những nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trên thế giới về rủi ro tài chính, tác giả thiết lập 5 giả thuyết nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX ( $H_1 - H_5$ ) như sau:

$H_1$ : Rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan thuận với cơ cấu nợ. Cơ cấu nợ được đo lường thông qua hệ số nợ ngắn hạn trên nợ dài hạn (CL/NCL).

$H_2$ : Rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan nghịch với khả năng thanh toán. Khả năng thanh toán được đo lường thông qua 3 chỉ số tài chính, bao gồm: (i) hệ số khả năng thanh toán hiện hành (CR); (ii) hệ số khả năng thanh toán nhanh (QR);

(iii) hệ số khả năng thanh toán tổng quát (ALR).

$H_3$ : Rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan nghịch với khả năng sinh lời. Khả năng sinh lời được đo lường thông qua 2 chỉ số tài chính, bao gồm: (i) hệ số sinh lời của tài sản (ROA); (ii) hệ số sinh lời của doanh thu (ROS).

$H_4$ : Rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan nghịch với hiệu suất hoạt động. Hiệu suất hoạt động được đo lường thông qua 4 chỉ số tài chính, bao gồm: (i) vòng quay hàng tồn kho (IT); (ii) vòng quay tài sản cố định (FAT); (iii) vòng quay tổng tài sản (TAT); (iv) vòng quay các khoản phải thu (ART).

$H_5$ : Rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan nghịch với cơ cấu vốn. Cơ cấu vốn được đo lường thông qua 2 chỉ số tài chính phản ánh cơ cấu vốn theo nguồn hình thành vốn (vốn tự có, vốn vay) là hệ số tự tài trợ (NAR) và cơ cấu vốn theo công dụng kinh tế (vốn cố định, vốn lưu động) là hệ số vốn cố định (FAR).

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Phân tích thống kê mô tả

Thống kê mô tả được sử dụng để phân tích đặc điểm rủi ro tài chính và các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX. Kết quả phân tích thống kê mô tả

**Bảng 2. Thống kê mô tả biến phụ thuộc (FR) và các biến độc lập ( $X_1 - X_{12}$ )**

Ký hiệu biến	Số quan sát (Obs)	Giá trị nhỏ nhất (Min)	Giá trị lớn nhất (Max)	Giá trị trung bình (Mean)	Độ lệch chuẩn (Std. Dev)
FR <sub>it</sub>	102	0.06652	73.90979	4.53276	9.23459
X <sub>1</sub>	102	0.11528	10393.72000	142.20208	1048.20278
X <sub>2</sub>	102	0.39574	13.87901	3.10810	2.29007
X <sub>3</sub>	102	-0.85104	13.87901	1.40621	2.29007
X <sub>4</sub>	102	1.05478	21.78697	2.60351	2.64133
X <sub>5</sub>	102	-1.36396	77.89170	0.89474	7.70749
X <sub>6</sub>	102	-0.14515	3.14918	0.05794	0.31338
X <sub>7</sub>	102	-1.27173	8735.75000	93.48642	866.28872
X <sub>8</sub>	102	0.14629	942.65574	942.65574	95.34077
X <sub>9</sub>	102	0.00700	1.07767	0.21533	0.17616
X <sub>10</sub>	102	0.07690	16.84641	1.92277	2.28475
X <sub>11</sub>	102	0.05194	0.93496	0.48710	0.17626
X <sub>12</sub>	102	0.00006	0.71117	0.09203	0.12757

Nguồn: *www.hsx.vn* và kết quả tính toán trên phần mềm Excel 2010 & EViews 8

được trình bày ở bảng 2 cho thấy một sự khác biệt rất lớn về rủi ro tài chính và các yếu tố ảnh hưởng như cơ cấu nợ, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, hiệu suất hoạt động, cơ cấu vốn giữa 34 công ty niêm yết ngành Bất động sản trong giai đoạn 2013 - 2015. Giá trị lớn nhất của hệ số FR là 73.91 lần gấp 1,111 lần so với giá trị nhỏ nhất. Giá trị lớn nhất của X<sub>4</sub> (ALR) là 21.79 lần, giá trị nhỏ nhất là 1.05 lần và độ lệch chuẩn đạt 2.64. Mức trung bình của X<sub>2</sub> (CR) và X<sub>3</sub> (QR) đều đạt trên 1.41 lần. X<sub>12</sub> (FAR) là 0.09 lần, cao nhất là 0.71 lần cho thấy cơ cấu vốn của các công ty niêm yết ngành Bất động sản chủ yếu là vốn lưu động, vốn cố định chỉ chiếm tỷ lệ trung bình là 9%.

#### 4.2. Phân tích tương quan và hồi quy

Kết quả phân tích tương quan thông qua hệ số tương quan và giá trị Prob (bảng 3) cho thấy FR có mối tương quan thuận với X<sub>2</sub> (CR), X<sub>3</sub> (QR), X<sub>4</sub>

(ALR), X<sub>7</sub> (IT), X<sub>11</sub> (NAR), X<sub>12</sub> (FAR); và không có mối tương quan với cơ cấu nợ (X<sub>1</sub> = CL/NCL), X<sub>5</sub> (ROS), X<sub>6</sub> (ROA), X<sub>8</sub> (FAT), X<sub>9</sub> (TAT), X<sub>10</sub> (ART).

Sử dụng biến phụ thuộc đại diện cho rủi ro tài chính là hệ số FR và giá trị của X<sub>1</sub> - X<sub>12</sub> là các biến độc lập, tác giả đã chạy mô hình hồi quy trên phần mềm EViews 8. Ban đầu, kết quả hồi quy là không khả quan khi đặt tất cả 12 biến độc lập vào mô hình. Xem xét kết quả phân tích tương quan và giá trị Prob của các biến độc lập, tác giả đã lần lượt loại bỏ các biến không có ý nghĩa thống kê bao gồm: X<sub>1</sub> (CL/NCL), X<sub>3</sub> (QR), X<sub>5</sub> (ROS), X<sub>6</sub> (ROA), X<sub>7</sub> (IT), X<sub>8</sub> (FAT), X<sub>9</sub> (TAT), X<sub>10</sub> (ART), X<sub>11</sub> (NAR) và tiếp tục hồi quy. Dưới đây là bảng kết quả hồi quy đánh giá mức ý nghĩa của mô hình bằng EViews 8 (bảng 4).

Kết quả hồi quy cho thấy giá trị Prob của các biến

**Bảng 3. Kết quả phân tích tương quan (FR & X<sub>1</sub> - X<sub>12</sub>)**

	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>5</sub>	X <sub>6</sub>
Correlation	-0.0532	0.7359	0.8510	0.8139	0.0017	0.0135
Probability	0.5954	0.0000	0.0000	0.0000	0.9864	0.8932
	X <sub>7</sub>	X <sub>8</sub>	X <sub>9</sub>	X <sub>10</sub>	X <sub>11</sub>	X <sub>12</sub>
Correlation	0.5034	-0.0428	-0.0536	-0.0378	0.5289	0.6519
Probability	0.0000	0.6690	0.5924	0.7059	0.0000	0.0000

Nguồn: *www.hsx.vn* và kết quả tính toán trên phần mềm Excel 2010 & EViews 8

**Bảng 4: Kết quả chạy mô hình hồi quy (FR & X<sub>1</sub> – X<sub>12</sub>)**

Dependent Variable: FR

Method: Least Squares

Date: 05/17/16 Time: 21:47

Sample: 1 102

Included observations: 102

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.916307	0.677775	-7.253598	0.0000
X <sub>2</sub> (CR)	1.014135	0.236596	4.286353	0.0000
X <sub>3</sub> (QR)	1.323238	0.304242	4.349293	0.0000
X <sub>4</sub> (ALR)	1.057901	0.206780	5.116072	0.0000
X <sub>12</sub> (FAR)	18.27576	3.515875	5.198069	0.0000
R-squared	0.857130	Mean dependent var	4.532761	
Adjusted R-squared	0.851238	S.D. dependent var	9.234595	
S.E. of regression	3.561750	Akaike info criterion	5.426158	
Sum squared resid	1230.548	Schwarz criterion	5.554833	
Log likelihood	-271.7341	Hannan-Quinn criter.	5.478263	
F-statistic	145.4846	Durbin-Watson stat	1.883786	
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Nguồn: www.hsx.vn và kết quả tính toán trên phần mềm Excel 2010 & EViews 8*

độc lập như X<sub>2</sub> (CR), X<sub>3</sub> (QR), X<sub>4</sub> (ALR), X<sub>12</sub> (FAR) đều bằng 0.0000. Điều đó có nghĩa rằng bốn biến này có mối quan hệ với hệ số FR và đây chính là những yếu tố chính ảnh hưởng đến rủi ro tài chính. X<sub>2</sub> (CR), X<sub>3</sub> (QR), X<sub>4</sub> (ALR) và X<sub>12</sub> (FAR) có mối quan hệ tỷ lệ thuận với hệ số FR; X<sub>2</sub> (CR), X<sub>3</sub> (QR), X<sub>4</sub> (ALR) và X<sub>12</sub> (FAR) càng cao (thấp) thì FR càng cao (thấp), rủi ro tài chính càng thấp (cao). Hay nói cách khác, X<sub>2</sub> (CR) tăng lên 1.0 lần thì hệ số FR tăng lên 1.014135 lần hay rủi ro tài chính giảm 1.014135 lần; X<sub>3</sub> (QR) tăng lên 1.0 lần thì hệ số FR tăng lên 1.323238 lần hay rủi ro tài chính giảm 1.323238 lần; X<sub>4</sub> (ALR) tăng lên 1.0 lần thì hệ số FR tăng lên 1.057901 lần hay rủi ro tài chính giảm 1.057901 lần; X<sub>12</sub> (FAR) tăng lên 1.0 lần thì hệ số FR tăng lên 18.27576 lần hay rủi ro tài chính giảm 18.27576 lần.

Kiểm định ý nghĩa của mô hình bằng kiểm định F, kết quả F = 145.4846 và mức ý nghĩa của F, Prob(F-statistic) = 0.000000 < 0.1, hệ số xác định bội đã hiệu chỉnh (R<sup>2</sup> hiệu chỉnh) là 0.851238, do đó có thể kết luận mô hình trên là có ý nghĩa. Hay nói cách khác, dựa trên

giá trị của hệ số xác định bội đã hiệu chỉnh (R<sup>2</sup> hiệu chỉnh) có thể kết luận rằng các biến: X<sub>2</sub> (CR), X<sub>3</sub> (QR), X<sub>4</sub> (ALR), X<sub>12</sub> (FAR) giải thích được 85,12% sự thay đổi của rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX.

### 5. Kết luận và khuyến nghị

Dựa trên kết quả nghiên cứu, có thể trình bày một số kết luận và khuyến nghị sau đây:

Thứ nhất, rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX không có mối tương quan với cơ cấu nợ (H<sub>1</sub> không được chấp nhận). Kết quả nghiên cứu này cũng đã được chứng minh bởi Fu Gang & Liu Dan (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Vũ Thị Hậu (2013). Do cơ cấu nợ của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tồn tại tình trạng mất cân bằng, nợ ngắn hạn chiếm tỷ lệ lớn trong tổng nợ phải trả, tỷ lệ nợ dài hạn là rất thấp (giá trị trung bình của các khoản nợ ngắn hạn lên tới 142.202 lần so với nợ dài hạn). Công ty niêm yết ngành Bất động sản chủ yếu phụ thuộc khoản nợ ngắn hạn, tuy nhiên có thể do tài sản ngắn hạn nhiều (hệ số vốn cố định trung bình là 0.09

lần cho thấy cơ cấu vốn của các công ty niêm yết ngành Bất động sản chủ yếu là vốn lưu động, vốn cố định trung bình chỉ chiếm khoảng 9%) làm giảm áp lực thanh toán nợ ngắn hạn, dẫn đến giảm nguy cơ rủi ro tài chính. Theo đó, cơ cấu nợ không trở thành yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản.

Thứ hai, rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan nghịch với khả năng thanh toán (chấp nhận  $H_2$ ). Kết quả phân tích thống kê mô tả cho thấy giá trị trung bình của các khoản nợ ngắn hạn lên tới 142.202 lần so với nợ dài hạn. Điều này giải thích rằng các công ty niêm yết ngành Bất động sản chủ yếu sử dụng các khoản nợ ngắn hạn, khi đó các công ty này sẽ cần rất nhiều tài sản ngắn hạn để trả gốc và lãi. Theo đó, hệ số khả năng thanh toán hiện hành ( $X_2 = CR$ ), hệ số khả năng thanh toán nhanh ( $X_3 = QR$ ), hệ số khả năng thanh toán tổng quát ( $X_4 = ALR$ ) trực tiếp ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản cho dù các công ty này có thể đáp ứng rất nhiều chi tiêu thanh khoản cho các khoản nợ ngắn hạn. Do đó, các công ty niêm yết ngành Bất động sản cần nâng cao năng lực thanh toán (KHA, QCG, CIG, CCL, SJS...).

Thứ ba, rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX không có mối tương quan với khả năng sinh lời và hiệu suất hoạt động ( $H_3$  và  $H_4$  không được chấp nhận). Điều này có thể xuất phát từ hạn chế của cơ sở dữ liệu nghiên cứu. Mặc dù vậy, tất cả các quỹ của công ty niêm yết ngành Bất động sản (chẳng hạn mã chứng khoán CIG, DTA, NVT, ITC, KDH...) cần được bổ sung từ lợi nhuận sau thuế. Việc trích lập các quỹ dự phòng tài chính nhằm tạo nguồn dự phòng để công ty có thể bù lỗ hoặc mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh hoặc trả nợ. Nếu bị lỗ trong một thời gian dài, các công ty niêm yết ngành Bất động sản sẽ phải đối mặt với áp lực thanh toán các khoản nợ đến hạn, bị mất uy tín và cũng không thể tiếp tục huy động vốn được nữa. Ngược lại, công ty có khả năng sinh lời tốt hơn sẽ ít có nguy cơ xảy ra rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, các công ty niêm yết ngành Bất động sản cần nâng cao hiệu quả quản trị hàng tồn kho/các khoản phải thu để tăng doanh thu, sử dụng tối đa công suất các tài sản hiện có và mạnh dạn thanh lý những tài sản hiện không còn vận hành, góp phần kiểm soát rủi ro tài chính. Khuyến nghị này dựa trên kết quả

kiểm chứng khoa học của Altman (trích dẫn trong Caouette & cộng sự, 1998, 115), Napp (2011), Fu Gang & Liu Dan (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Vũ Thị Hậu (2013), Simantinee & Kumar (2015).

Thứ tư, rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có mối tương quan nghịch với cơ cấu vốn (chấp nhận  $H_5$ ). Kết luận này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Altman & cộng sự, Cerovac & Ivicic (trích dẫn trong Napp, 2011, 49), Napp (2011), Fu Gang & Liu Dan (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Vũ Thị Hậu (2013). Trên phương diện lý thuyết, hệ số tự tài trợ thấp hay hệ số nợ cao sẽ làm tăng áp lực thanh toán các khoản nợ đến hạn, đồng thời có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh đó tài sản cố định là nền tảng cho sự phát triển kinh doanh của doanh nghiệp và bảo đảm cho các khoản nợ tài chính, doanh nghiệp có thể sẽ có nhiều cơ hội thế chấp hoặc cầm cố tài sản để tiếp cận nguồn vốn. Kết quả nghiên cứu cho thấy cơ cấu vốn ( $X_{12} = FAR$ ) của các công ty niêm yết ngành Bất động sản gián tiếp phản ánh quy mô các khoản nợ, đặc biệt là khi công ty có tình hình tài chính không tốt. Theo đó, hệ số vốn cố định của công ty niêm yết ngành Bất động sản là rất quan trọng cho dù công ty có thể tiếp tục được tài trợ hay không. Do vậy, các công ty niêm yết ngành Bất động sản cần duy trì cơ cấu vốn hợp lý, nếu không sẽ có nguy cơ đối mặt với rủi ro tài chính.

Thứ năm, dấu và giá trị của hệ số bê ta ứng với các biến cho thấy mức độ tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX. Theo đó, mức độ tác động của cơ cấu vốn (hệ số bê ta của hệ số vốn cố định  $X_{12} = FAR$ ) là mạnh nhất, tác động của yếu tố khả năng thanh toán (hệ số bê ta của hệ số khả năng thanh toán tổng quát  $X_4$ , hệ số khả năng thanh toán nhanh  $X_3$ , hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn  $X_2$ ) thấp hơn. Do đó nhà quản trị rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản cần tập trung kiểm soát rủi ro tài chính ở mức có thể chấp nhận được bằng cách lựa chọn cơ cấu vốn hợp lý cũng như nâng cao năng lực thanh toán. Đặc biệt đối với các công ty có hệ số vốn cố định (FAR) và năng lực thanh toán thấp hơn các công ty khác và mức trung bình ngành Bất động sản như HQC, KBC, LDG...

## **Tài liệu tham khảo**

- Caouette, John B., Altman, Edward I. & Narayanan, Paul (1998), *Managing Credit Risk, The next Great Financial Challenge*, John Wiley & Sons, 112-122.
- Bhunia, Amalendu & Mukhuti, Somnath (2012), 'Financial risk measurement of small and medium – sized companies listed in Bombay stock exchange', *International Journal of Advances in Management and Economics*, 1(3), 27-34.
- Fu Gang & Liu Dan (2012), 'Research on the Influence Factors of Financial Risk for Small and Medium – sized Enterprise: An Empirical Analysis from 216 Companies of Small Plates, ShenZhen Stock Exchange, China', *Journal of Contemporary Research in Business*, 3(9), 380 - 387.
- Caouette, John B., Altman, Edward I. & Narayanan, Paul (1998), *Managing Credit Risk, The next Great Financial Challenge*, John Wiley & Sons, 112-122.
- Napp, Ann-Katrin (2011), *Financial management in SME – the use of financial analysis for identifying analysing and monitoring internal financial risks*, Aarhus School of Business, Aarhus University.
- Phòng Phân tích - Công ty cổ phần chứng khoán Phương Nam (2013), *Báo cáo phân tích ngành Bất động sản*, Thành phố Hồ Chí Minh.
- Simantinee, Subhra & Kumar, Phani (2015), 'Factors influencing Financial Risk – A case of NSE NIFTY Companies', *International Journal in Management and Social Science*, 3(8), 132 - 137.
- Vũ Thị Hậu (2013), 'Nghiên cứu rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam', *Luận án Tiến sĩ kinh tế*, Đại học Bách khoa Hà Nội, Hà Nội.