

## ỨNG DỤNG MÔ HÌNH ALEXANDER BATHORY ĐỂ ĐO LƯỜNG RỦI RO TÀI CHÍNH CHO CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN TẠI SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Vũ Thị Hậu\*

Trường Đại học Kinh tế &amp; Quản trị kinh doanh - ĐH Thái Nguyên

### TÓM TẮT

Trong phạm vi nghiên cứu, mô hình Alexander Bathory được ứng dụng để đo lường 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. Dữ liệu được thu thập thông qua báo cáo tài chính của 34 công ty niêm yết ngành Bất động sản giai đoạn 2013 - 2015, sau đó phần mềm Microsoft Excel được sử dụng để tính toán các biến trong mô hình ( $SZL_{it}$ ,  $SY_{it}$ ,  $GL_{it}$ ,  $YF_{it}$ ,  $YZ_{it}$ ) và cuối cùng là xác định chỉ tiêu rủi ro tài chính ( $FR_{it}$ ). Kết quả tính toán  $FR_{it}$  đã được tổng hợp, so sánh và phân tích giữa các công ty niêm yết, tạo tiền đề khoa học để xuất một số khuyến nghị nhằm kiểm soát hiệu quả rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành Bất động sản nói chung và công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX nói riêng.

**Từ khóa:** Công ty niêm yết, Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, mô hình Alexander Bathory, rủi ro tài chính

### Giới thiệu về rủi ro tài chính của doanh nghiệp

Trong hoạt động kinh doanh, các doanh nghiệp luôn phải đối mặt với những biến cố không chắc chắn trong tương lai có thể gây tổn thất thiệt hại, chẳng hạn như các yếu tố lạm phát và giá cả, lãi suất, tỷ giá... đã tác động mạnh mẽ đến môi trường kinh doanh, từ đó ảnh hưởng đến giá trị tài sản, công nợ và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chúng ta thường gọi đó là rủi ro. Nói chung, *rủi ro là một sự ngẫu nhiên xuất hiện các biến cố có thể gây ra tổn thất hoặc đưa lại kết quả không như mong đợi*. Để xử lý rủi ro có hiệu quả, khi rủi ro xuất hiện, nhà quản trị doanh nghiệp phải biết cách phân loại chính xác để có biện pháp xử lý phù hợp, tùy thuộc vào quan điểm, tầm nhìn và khả năng của nhà quản trị doanh nghiệp.

*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 [4], [5].

*Theo nghĩa hẹp*, rủi ro tài chính là loại rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt khi huy động vốn từ các khoản nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Người ta thường tính toán rủi ro tài chính bằng việc xem xét cơ cấu vốn của một doanh nghiệp. Sự xuất hiện của các khoản nợ trong cơ cấu vốn sẽ tạo ra cho doanh nghiệp những nghĩa vụ trả lãi phải được thanh toán cho chủ nợ trước khi trả cổ tức cho cổ đông nên nó có tác động lớn đến thu nhập của họ. Rủi ro tài chính là rủi ro có thể tránh được trong phạm vi mà các nhà quản lý có toàn quyền quyết định vay hay không vay. Một doanh nghiệp không vay nợ chút nào sẽ không có rủi ro tài chính. Mức độ rủi ro tài chính có thể chấp nhận được phụ thuộc nhiều vào rủi ro kinh doanh. Với một doanh nghiệp có mức độ rủi ro kinh doanh thấp (thu nhập từ hoạt động ổn định), các nhà đầu tư thường chấp nhận một mức rủi ro tài chính cao hơn [4], [5].

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 - vì*

\*Tel: 0985 811977, Email: vuthihau@tueba.edu.vn

dụng nguồn vốn vay trong hoạt động kinh doanh [3].

### Mô hình Alexander Bathory

Các nghiên cứu trên thế giới đã sử dụng nhiều phương pháp cũng như các mô hình để đo lường rủi ro tài chính của doanh nghiệp như: tỷ lệ tài sản/nợ phải trả, phân tích xác suất, hệ số đòn bẩy tài chính... Alexander Bathory (1984) phân tích 25 chỉ số bao gồm nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời, cơ cấu vốn..., sau đó tập trung vào 5 chỉ số giải thích rủi ro tài chính ( $FR_{it}$ ) của doanh nghiệp [4], [5], [6]:  $FR_{it} = SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$ . 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 cố 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 (1984) cho rằng giá trị của mô hình ( $FR_{it}$ ) càng nhỏ, thể hiện rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng cao và ngược lại.

### Phương pháp nghiên cứu

Trong phạm vi nghiên cứu, mô hình Alexander Bathory được ứng dụng để đo lường 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. Dữ liệu thứ cấp được thu thập thông qua báo cáo tài chính của 34 công ty niêm yết ngành Bất động sản giai đoạn 2013 – 2015 (3 \* 34 = 102 quan sát), sau đó phần mềm Microsoft Excel được sử dụng để tính toán các biến trong mô hình ( $SZL_{it}$ ,  $SY_{it}$ ,  $GL_{it}$ ,  $YF_{it}$ ,  $YZ_{it}$ ) và cuối cùng là xác định chỉ tiêu rủi ro tài chính ( $FR_{it}$ ). Kết quả tính toán  $FR_{it}$  sẽ được tổng hợp, so sánh và phân tích giữa các công ty niêm yết, tạo tiền đề khoa học để xuất một số khuyến nghị nhằm kiểm soát hiệu quả rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp ngành Bất

động sản nói chung và công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX nói riêng.

### Đo lường rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX

#### Đặc điểm của các công ty niêm yết ngành Bất động sản

Hiện tại trên HSX, HNX và Upcom nhóm ngành bất động sản bao gồm gần 70 công ty và các công ty này tập trung vào mảng kinh doanh: (i) nhà ở, trong đó bao gồm căn hộ và nhà đất; (ii) bất động sản nghỉ dưỡng, trong đó gồm khu du lịch – Resort và biệt thự nghỉ dưỡng; (iii) văn phòng cho thuê; (iv) và khu công nghiệp, trong đó chủ yếu là các công ty kinh doanh nhà ở [2]. Trong phạm vi nghiên cứu, 34 công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX được lựa chọn để đo lường rủi ro tài chính thông qua mô hình Alexander Bathory.

**Theo năm niêm yết:** Trong tổng số 34 công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX: năm 2002 và 2015, mỗi năm có 1 công ty niêm yết, đạt tỷ lệ 2.94%; năm 2006 và năm 2011, mỗi năm có 2 công ty niêm yết, đạt tỷ lệ 5.89%; năm 2007, năm 2008 và năm 2013, mỗi năm có 3 công ty niêm yết, đạt tỷ lệ 8.82%; 8 công ty niêm yết năm 2009, đạt tỷ lệ 23.53%; 11 công ty niêm yết năm 2010, đạt tỷ lệ 32.35%. Như vậy, có thể thấy rằng số lượng các công ty niêm yết theo năm được phân bố tương đối đồng đều, tuy nhiên năm 2009 và 2010 có số lượng các công ty niêm yết nhiều hơn các năm khác (bảng 1).

**Theo quy mô tổng nguồn vốn:** Tại Khoản 1, Điều 3, Nghị định 59/2009/NĐ-CP ngày 30/06/2009 Về trợ giúp định đối với khu vực công nghiệp và xây dựng: “doanh nghiệp có tổng nguồn vốn từ 20 tỷ trở xuống là doanh nghiệp có quy mô nhỏ; doanh nghiệp có từ trên 20 tỷ đồng đến 100 tỷ đồng là doanh nghiệp có quy mô vừa” [1]. Theo đó 100% công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX đều là doanh nghiệp có quy mô lớn. Đặc biệt, công ty niêm yết có tổng nguồn vốn thấp nhất là CTCP Đệ Tam (DAT) (năm 2013 là 223 tỷ

đồng, năm 2014 là 227 tỷ đồng, tăng 1.79% so với năm 2013; năm 2015 là 232 tỷ đồng, tăng 2.20% so với năm 2014) và công ty niêm yết có tổng nguồn vốn cao nhất là Tập đoàn VINGROUP – CTCP (VIC) (năm 2013 là

75.773 tỷ đồng; năm 2014 là 90.485 tỷ đồng, tăng 19.42% so với năm 2013; năm 2015 là 145.495 tỷ đồng, tăng 60.79% so với năm 2014) đều có nguồn vốn tăng trong giai đoạn 2013 – 2015 (bảng 2).

**Bảng 1. Cơ cấu công ty niêm yết ngành Bất động sản theo năm niêm yết**

STT	Năm	Số lượng công ty niêm yết	Tỷ lệ %/Tổng số 34 công ty niêm yết
01	2002	1	2.94
02	2006	2	5.89
03	2007	3	8.82
04	2008	3	8.82
05	2009	8	23.53
06	2010	11	32.35
07	2011	2	5.89
08	2013	3	8.82
09	2015	1	2.94
Tổng số		34	100.0

Nguồn: [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) và tính toán của tác giả

**Bảng 2. Cơ cấu công ty niêm yết ngành Bất động sản theo tổng nguồn vốn**

Quy mô nguồn vốn/tài sản (Total Assets - TA) (tỷ đồng)	Năm 2013		Năm 2014		Năm 2015	
	Số lượng	Tỷ lệ %	Số lượng	Tỷ lệ %	Số lượng	Tỷ lệ %
200 < TA ≤ 300	2	5.88	1	2.94	1	2.94
300 < TA ≤ 500	3	8.82	4	11.76	4	11.76
500 < TA ≤ 1.000	3	8.82	4	11.76	2	5.88
1.000 < TA ≤ 5.000	21	61.77	19	55.89	18	52.95
TA > 5.000	5	14.71	6	17.65	9	26.47
Tổng số	34	100.0	34	100.0	34	100.0

Nguồn: [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) và tính toán của tác giả

### Kết quả đo lường rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản

Kết quả ứng dụng mô hình Alexander Bathory để đo lường rủi ro tài chính (FR) trên cơ sở dữ liệu tài chính của 34 công ty niêm yết ngành Bất động sản giai đoạn 2013 – 2015 tại HSX được trình bày cụ thể như sau (bảng 3):

**Bảng 3. Rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản**

Mã CK	2013	2014	2015	TB 3 năm	Mã CK	2013	2014	2015	Đơn vị: Lần	
									TB 3 năm	
ASM	1.88	2.41	3.40	2.56	KDH	4.65	4.07	5.23	4.65	
BCI	3.40	4.52	6.52	4.81	KHA	3.82	5.09	14.21	7.71	
CCL	2.72	2.71	2.78	2.74	LDG	0.33	1.40	5.65	2.46	
CIG	1.31	0.26	0.07	0.55	LHG	1.85	2.05	2.26	2.05	
CLG	1.03	0.62	0.59	0.75	NBB	2.05	3.14	1.80	2.33	
D2D	1.52	2.17	2.51	2.07	NLG	1.42	1.98	1.88	1.76	
DRH	2.18	3.10	2.13	2.47	NTL	3.09	2.63	4.63	3.45	
DTA	1.97	1.88	1.22	1.69	NVT	5.34	9.20	6.54	7.02	
DXG	1.86	1.78	2.10	1.91	PDR	2.99	2.16	2.33	2.49	
FDC	5.81	3.62	6.71	5.38	PTL	1.55	1.72	2.94	2.07	
FLC	2.50	8.48	4.18	5.06	QCG	1.96	6.03	2.09	3.36	
HAR	73.91	46.28	41.46	53.88	SJS	0.87	0.94	0.94	0.92	
HDC	1.74	2.05	2.49	2.09	SZL	7.74	7.49	5.85	7.02	
HQC	0.84	1.66	3.07	1.86	TDH	3.33	3.36	2.64	3.11	
ITC	2.31	3.85	3.72	3.29	TIX	5.86	3.68	3.92	4.49	
KAC	3.60	4.27	2.11	3.33	VIC	1.44	1.64	0.88	1.32	
KBC	0.98	2.39	3.73	2.37	VPH	0.80	1.05	1.46	1.10	

Nguồn: [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) và tính toán của tác giả

Nhóm các công ty niêm yết có giá trị rủi ro tài chính thấp nhất ( $FR \leq 1.0$  lần) bao gồm: năm 2013 là 5 công ty (mã chứng khoán là HQC, KBC, LDG, SJS, VPH); năm 2014 có 3 công ty (mã chứng khoán là CIG, CLG, SJS); năm 2015 là 4 công ty (mã chứng khoán CIG, CLG, SJS, VIC). Đặc biệt, CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà (mã chứng khoán SJS) có  $FR \leq 1.0$  lần trong 3 năm liên tiếp (năm 2013: 0.87443 lần; năm 2014: 0.94139 lần; năm 2015: 0.94204 lần); CTCP Coma 18 (mã chứng khoán CIG) có  $FR \leq 1.0$  lần trong 2 năm liên tiếp (năm 2013: 1.31095 lần; năm 2014: 0.25925 lần; năm 2015: 0.06652 lần). Giá trị FR của CTCP Coma 18 (CIG) có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013 - 2015.

Nhóm các công ty niêm yết ngành Bất động sản có giá trị FR cao nhất ( $FR > 8.0$  lần) bao gồm: năm 2013 có 1 công ty (HAR); năm 2014 có 3 công ty (FLC, HAR, NVT); năm 2015 có 2 công ty (HAR, KHA). CTCP Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo

Điền (HAR) đạt giá trị FR trung bình trong giai đoạn 2013 - 2015 là 53.88 lần (năm 2013: 73.90979 lần; năm 2014: 46.27964 lần; năm 2015: 41.46162 lần). Đặc biệt, số lượng công ty có hệ số  $FR \leq 2.0$  lần giảm (năm 2013 là 17, chiếm tỷ lệ 50%; năm 2014 là 11, chiếm tỷ lệ 32%, giảm 35% so với năm 2013; năm 2015 là 8, chiếm tỷ lệ 24%, giảm 27% so với năm 2014) đã cho thấy phần nào sự nỗ lực kiểm soát rủi ro của các nhà quản trị rủi ro tài chính.

Để thấy rõ hơn 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 giai đoạn 2013 - 2015 tại HSX tác giả tiến hành nghiên cứu điển hình rủi ro tài chính và so sánh trong hai trường hợp: trường hợp công ty niêm yết có giá trị FR thấp nhất ( $FR \leq 1.0$  lần), đại diện là CTCP Coma 18 (CIG) và trường hợp công ty niêm yết có giá trị FR cao nhất ( $FR > 8.0$  lần), đại diện là CTCP Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền (HAR) [7]. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong bảng 5.

**Bảng 4. Mức độ rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản**

Rủi ro tài chính (Đơn vị: lần)	Năm 2013		Năm 2014		Năm 2015	
	Số lượng	Tỷ lệ %	Số lượng	Tỷ lệ %	Số lượng	Tỷ lệ %
$FR \leq 1.0$	5	14.7	3	8.8	4	11.8
$1.0 < FR \leq 2.0$	12	35.3	8	23.6	4	11.8
$2.0 < FR \leq 5.0$	12	35.3	17	50.0	18	52.9
$5.0 < FR \leq 8.0$	4	11.8	3	8.8	6	17.6
$FR > 8.0$	1	2.9	3	8.8	2	5.9
Tổng số	34	100.0	34	100.0	34	100.0

Nguồn: [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) và tính toán của tác giả

**Bảng 5. Rủi ro tài chính của CTCP Coma 18 (CIG) & CTCP Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền (HAR)**

Chỉ tiêu	Năm 2013		Năm 2014		Năm 2015		Trung bình ngành BDS		
	CIG	HAR	CIG	HAR	CIG	HAR	2013	2014	2015
SZL	0.0207	2.9221	-0.2673	1.9491	-0.1156	0.6564	0.2402	0.2517	0.3406
SY	0.0034	0.0389	-0.1452	0.0555	-0.0887	0.0161	0.0288	0.0314	0.0484
GL	0.6801	63.6722	0.2437	31.4921	0.0714	36.0689	3.6189	3.1203	3.5577
YF	0.0399	7.1188	0.0549	12.5510	0.0220	4.3864	0.4180	0.5813	0.2345
YZ	0.5668	0.1578	0.3731	0.2320	0.1774	0.3338	0.3601	0.4175	0.3490
FR	1.3109	73.9098	0.2592	46.2797	0.0665	41.4616	4.6660	4.4022	4.5302

Nguồn: [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn) và tính toán của tác giả

Công ty cổ phần Coma 18 (CIG) là CTCP được chuyển đổi sở hữu từ DNNN theo Quyết định số 2102/QĐ-BXD ngày 11/11/2005 của Bộ trưởng Bộ Xây dựng. Công ty là thành viên của Tổng Công ty Cơ khí Xây dựng và chính thức hoạt động dưới hình thức CTCP kể từ ngày 21/12/2005.

Công ty hoạt động theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 0500236860 ngày 21/12/2005 do Sở Kế hoạch và Đầu tư Thành phố Hà Nội cấp, thay đổi lần thứ 16 ngày 04/07/2014. Trụ sở chính của Công ty tại Số 135 đường Trần Phú, Phường Văn Quán, Quận Hà Đông, Thành phố Hà Nội. Ngành nghề kinh doanh và hoạt động chính của Công ty là: tư vấn môi giới, đấu giá bất động sản, đấu giá quyền sử dụng đất; dịch vụ tư vấn bất động sản; xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng khác; xây dựng cầu cảng, bến cảng...[7].

Kết quả nghiên cứu cho thấy rủi ro tài chính của CTCP Coma 18 (mã chứng khoán CIG) có nguy cơ gia tăng, FR và các chỉ số cấu thành (SZL, SY, GL, YF, YZ) có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013 - 2015 (FR năm 2013 là 1.3109 lần; năm 2014 là 0.2592, giảm 80.23% so với năm 2014; năm 2015 là 0.0665 lần, giảm 74.34% so với năm 2014) và thấp hơn rất nhiều so với trung bình ngành Bất động sản (FR trung bình ngành Bất động sản năm 2013 là 4.6660 lần; năm 2014 là 4.4022 lần; năm 2015 là 4.5302 lần). Lợi nhuận sau thuế có xu hướng giảm, đặc biệt năm 2014 và 2015, Công ty rơi vào trạng thái lỗ (năm 2013 là 1.721 tỷ đồng, năm 2014 là âm 61.895 tỷ đồng, năm 2015 là âm 38.383 tỷ đồng). Hệ số nợ ngắn hạn trên nợ dài hạn (năm 2013: 0.92 lần; năm 2014: 1.52 lần; năm 2015: 3.29 lần), hệ số nợ phải trả trên tổng tài sản (năm 2013: 0.75 lần; năm 2014: 0.87 lần; năm 2015: 0.95 lần) là khá cao và có xu hướng tăng, trong khi hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn (năm 2014: 2.57 lần; năm 2014: 1.71 lần; năm 2015: 1.24 lần), hệ số khả năng thanh toán nhanh (năm 2013: 0.52 lần; năm 2014: 0.38 lần; năm 2015: 0.29 lần) lại rất thấp và có xu hướng giảm.

Kết quả hoạt động kinh doanh của CTCP Coma 18 (CIG) trong thời gian qua không đạt kế hoạch là xuất phát từ một số hạn chế và nguyên nhân chủ quan. Chẳng hạn, Công ty khai thác, tìm kiếm được ít việc làm, do thiếu

công tác đầu thầu, quan hệ với các chủ đầu tư còn hạn chế và nhiều năm qua công tác này cũng không được Công ty chú trọng, quan tâm nhiều nên năng lực thực tế ở mức thấp so với yêu cầu chung hiện nay. Do đó, kết quả tìm kiếm việc làm đạt được còn khiêm tốn. Công tác thúc đẩy dự án chưa tốt, tiến độ thực hiện dự án chậm gây tăng chi phí, giảm lợi nhuận. Công tác dự báo và quản trị rủi ro trong chiến lược kinh doanh chưa làm tốt. Vì vậy, chưa đánh giá, xem xét được những ảnh hưởng tiêu cực của thị trường bất động sản và suy thoái của nền kinh tế trong các lĩnh vực liên quan trực tiếp đến các hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Do đó, Công ty không đưa ra được những giải pháp cụ thể, xác thực trong công tác đầu tư và điều hành.

Công ty cổ phần Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền (mã chứng khoán HAR) là CTCP được thành lập tại Việt Nam theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh do Sở Kế hoạch Đầu tư Thành phố Hồ Chí Minh cấp lần đầu số 4103007249 ngày 10/07/2007, sau đó thay đổi sang mã số 0305087904. Tính đến 31/12/2015 Công ty thay đổi Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh lần thứ 9 ngày 13/10/2015. Trụ sở chính của Công ty tại Số 81-83-85 Tòa nhà Fideco Tower, đường Hàm Nghi, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh. Hoạt động kinh doanh của Công ty là: kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất thuộc chủ sở hữu hoặc đi thuê; xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng khác; giặt là, làm sạch các sản phẩm dệt và lông thú; vệ sinh chung nhà cửa...[7].

Kết quả nghiên cứu cho thấy CTCP Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền (HAR) có tình hình tài chính lành mạnh, mặc dù FR có giảm (năm 2013: 73.9098 lần; năm 2014: 46.2797 lần, giảm 37.38% so với năm 2014; năm 2015: 41.4616 lần, giảm 10.41% so với năm 2015) và các chỉ số cấu thành (SZL, SY, GL, YF, YZ) nhưng vẫn rất cao so với CIG và trung bình ngành Bất động

sản trong giai đoạn 2013 – 2015. Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) của HAR tăng từ 12.16 (năm 2013) lên 13.88 (năm 2015) cho thấy sự gia tăng trong khả năng thanh toán của HAR ở mức cao, 1 đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bởi 13.88 đồng tài sản ngắn hạn. Việc gia tăng trong các khoản đầu tư, tạm ứng đầu tư dự án của HAR đến từ nguồn vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu hơn là thực hiện vay nợ. Do vậy, nợ chiếm tỷ trọng rất thấp trong cơ cấu vốn của HAR. Cụ thể, hệ số nợ trên tổng tài sản năm 2013 là 0.09 lần, đến năm 2015 còn số này là 0.07 lần. Có thể nói đây là chính sách nợ an toàn của HAR khi sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp nhằm tránh những ảnh hưởng của thị trường trong tình hình thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu tăng trưởng mạnh mẽ.

Các chỉ số về hiệu suất hoạt động cho thấy tính hiệu quả trong việc sử dụng nguồn lực sẵn có để tạo ra doanh thu cho Công ty. Vì hoạt động chủ yếu của Công ty trong thời gian qua là kinh doanh căn hộ cho thuê, nhà ở, quản lý và vận hành nhà hàng, khách sạn, những hạng mục này đã được xây dựng và đang được HAR sử dụng kinh doanh, chưa thực hiện xây mới nên lượng hàng tồn kho rất thấp. Do vậy, hệ số vòng quay hàng tồn kho (IT) không có nhiều ý nghĩa so sánh trong trường hợp này. Hiệu quả sử dụng tài sản (TAT) của HAR ở mức khá thấp và giảm trong năm qua từ 0.16 lần năm 2014 xuống còn 0.05 lần năm 2015. Tổng tài sản trong năm 2015 của HAR tăng cao tương ứng với việc phát hành thêm cổ phiếu nhằm tăng vốn điều lệ. Tuy nhiên, lợi nhuận năm 2015 sụt giảm so với 2014 nên các chỉ số sinh lợi của HAR như ROA, ROS, ROE đều giảm mạnh.

### Kết luận và khuyến nghị

Đo lường rủi ro tài chính là một trong những bước quan trọng trong quy trình quản trị rủi ro tài chính (bao gồm các bước: nhận dạng rủi ro, đo lường rủi ro, kiểm soát rủi ro và tài trợ rủi ro). Nghiên cứu ứng dụng mô hình

Alexander Bathory để đo lường rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất động sản tại HSX có ý nghĩa khoa học và thực tiễn khi các công ty niêm yết ngành Bất động sản nói riêng và các doanh nghiệp nói chung thấy được mức độ rủi ro tài chính hiện hữu từ đó chủ động thiết lập các biện pháp quản trị, rủi ro hữu hiệu hơn. Năm 2016 được dự báo vẫn còn khó khăn khi các cam kết thực hiện mại tu do của Việt Nam bắt đầu có hiệu lực, cộng đồng kinh tế ASEAN được hình thành tạo ra nhiều thuận lợi song cũng có nhiều thách thức cho các doanh nghiệp Việt Nam. Nền kinh tế trong nước đã phục hồi, lấy lại đà tăng trưởng nhưng vẫn tiềm ẩn những rủi ro tác động đến các lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Thị trường kinh doanh bất động sản có dấu hiệu khởi sắc nhưng vẫn chậm. Để tiếp tục phát triển bền vững trong thời gian tới, các công ty niêm yết ngành Bất động sản cần áp dụng các biện pháp kiểm soát rủi ro tài chính như sau:

*Đối với nhóm các công ty niêm yết có hệ số FR  $\leq 2.0$  lần (HQC, KBC, LDG, SJS, VPH, CIG, CLG, VIC...)* cần tiếp tục nâng cao hiệu quả công tác quản lý tài chính, đảm bảo quản lý và sử dụng nguồn vốn một cách có hiệu quả; thực hiện tái cấu trúc nguồn vốn, bảo đảm an toàn tài chính và tối ưu hóa nguồn thu, từng bước khắc phục những tồn tại tài chính và sản xuất kinh doanh thua lỗ trong thời gian qua; thường xuyên đón đóc các bộ phận chuyên trách chủ động liên hệ tạo được mối quan hệ tốt với các ngân hàng, tổ chức tài chính để huy động vốn phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh; tái cơ cấu các khoản nợ để tạo điều kiện thuận lợi cho những chu kỳ sản xuất mới; tăng cường giám sát, kiểm soát chặt chẽ các chi phí, tiết kiệm tối đa chi phí ở mọi khâu trong quá trình sản xuất kinh doanh và quản lý; đẩy mạnh công tác thanh quyết toán các hạng mục, công trình hoàn thành để thu hồi vốn, bán hàng tồn kho tạo nguồn thanh toán các khoản nợ để từng bước tiết giảm chi phí sử dụng vốn; nâng cao hiệu quả công tác thu hồi công nợ nội bộ và của khách hàng...

Đối với nhóm các công ty niêm yết có hệ số  $FR > 2.0$  lần (ASM, BCI, CCL, D2D, DRH, DXG, FDC, FLC, HAR, HDC...) cần tiếp tục tăng cường công tác tìm kiếm việc làm, phát huy thuận lợi và thế mạnh trong cạnh tranh giữ thị phần, thu hút khách hàng mới; lập các kế hoạch kinh doanh, tài chính, nhân sự để đảm bảo triển khai và thực hiện các dự án đạt hiệu quả; thường xuyên kiểm tra, kiểm soát chi phí, giảm giá thành nhằm nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh; đẩy nhanh tiến độ chuẩn bị đầu tư dự án, giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng các dự án nhằm đảm bảo các điều kiện kinh doanh sản phẩm theo quy định; từng bước tăng cường năng lực tài chính nhằm tránh không bị động vào các nguồn vốn ngắn hạn và còn thể hiện sự toàn tâm của các cổ đông cho quá trình xây dựng phát triển; kiên quyết xử lý các hạn chế, tồn tại về công nợ phải thu khách hàng, xử lý sản phẩm dờ dang, các khoản đầu tư chưa hiệu quả; đẩy nhanh công tác thanh quyết toán dự án, công trình; đảm bảo chất lượng và tiến độ sản phẩm...

## SUMMARY

### USING ALEXANDER BATHORY MODEL TO EVALUATE THE FINANCIAL RISK OF LISTED REAL ESTATE COMPANIES AT HSX

Vu Thị Hậu\*

University of Economics and Business Administration – TNU

In this research, Alexander Bathory was utilized to measure the financial risk of listed real estate companies at Hochiminh Stock Exchange (HSX). Data collected from financial statements of 34 listed companies during 2013-2015 period (102 observations) was then entered in Microsoft Excel software in form of model variables ( $SZL_{it}$ ,  $SY_{it}$ ,  $GL_{it}$ ,  $YF_{it}$ ,  $YZ_{it}$ ). Simultaneously, the criteria of financial risk ( $FR_{it}$ ) were identified. The outcome of comparing and analyzing the calculations of  $FR_{it}$  among listed units acted as a solid basis for potential implications on financial risk management (for real estate companies in general and those under HSX in particular) to be proposed.

**Keywords:** Listed companies, Hochiminh Stock Exchange, Alexander Bathory model, financial risk

Ngày nhận bài: 21/5/2016; Ngày phản biện: 06/6/2016; Ngày duyệt đăng: 31/3/2017

\*Tel. 0985 811977, Email. vuthihau@tueba.edu.vn

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chính phủ (2009), *Nghi định số 59/2009/NĐ – CP ngày 30 tháng 06 năm 2009 của Thủ tướng Chính phủ về trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa*, Hà Nội
2. Nguyễn Lưu Minh Nhật - Công ty cổ phần chứng khoán MB (2015), *Báo cáo ngành Bất động sản*
3. 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.
4. Amalendu Bhunia, Somnath Mukherji (2012). "Financial risk measurement of small and medium sized companies listed in Bombay stock exchange" *International Journal of Advances in Management and Economics*. ISSN 2141- 7428, Vol 1, Issue 3, 27-34
5. 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* January 2012, Vol 3, No 9, 380 - 387.
6. Subhra Simantonee, Phanikumar (2015). "Factors influencing Financial Risk – A case of NSE NIFTY Companies" *International Journal in Management and Social Science*. ISSN 2321-1784, Vol 03, Issue 08, 132 - 137
7. Website của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh: [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn);