

# Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: Trường hợp ngành bất động sản

LẠI CAO MAI PHƯƠNG\*  
NGUYỄN THỊ MAI HƯƠNG\*\*  
NGUYỄN THỊ HỒNG TRANG\*\*\*  
CAO THỊ HUỆ TRẦN\*\*\*\*

## Tóm tắt

*Bài viết nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành bất động sản (BDS) tại Việt Nam giai đoạn 2017-2021. Kết quả nghiên cứu cho thấy, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp này chịu tác động bởi cả yếu tố vĩ mô và yếu tố tài chính. Trong khi tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ đòn bẩy có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh (ROA) của các doanh nghiệp ngành BDS, thì ngược lại tỷ lệ lạm phát và vòng quay tài sản có tác động tích cực đến ROA. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra một số đề xuất, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BDS.*

**Từ khóa:** doanh thu, lạm phát, vòng quay tài sản, đòn bẩy tài chính

## Summary

*This article studies factors affecting the performance of real estate enterprises in Vietnam from 2017 to 2021. Research results show that the aforementioned businesses are affected by both macro and financial factors. Revenue growth and leverage ratio have a negative impact on their performance (measured by ROA). In contrast, inflation rate and asset turnover have a positive influence on ROA. Based on those findings, the authors propose some suggestions to improve the performance of real estate enterprises.*

**Keywords:** revenue, inflation, asset turnover, financial leverage

## GIỚI THIỆU

Thị trường chứng khoán Việt Nam đang là một kênh đầu tư hấp dẫn. Trong số các nhóm cổ phiếu thu hút được sự quan tâm của công chúng đầu tư, có nhóm cổ phiếu của doanh nghiệp ngành BDS. Khi đầu tư, các nhà đầu tư thường quan tâm đến báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, trong đó có các chỉ tiêu, như: doanh thu, lợi nhuận, chi phí và thông tin về các cổ đông lớn. Mục đích họ quan tâm đến các thông tin này là để phân tích chiến lược, cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai. Tuy nhiên, gần đây ở Việt Nam không có các nghiên cứu liên quan đến những yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành BDS niêm yết trên thị trường chứng khoán, nên nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu về vấn đề này.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### Cơ sở lý thuyết

Lý thuyết về cấu trúc vốn của Modigliani và Miler (1958) cho rằng, thị trường vốn hoàn hảo khi không có thuế thu nhập doanh nghiệp, chi phí giao dịch và chi phí đại diện; nếu càng có nhiều thông tin phổ biến, thì giá trị công ty càng độc lập với cấu trúc vốn của nó. Có nghĩa là, lựa chọn vốn chủ sở hữu và nợ không quan trọng, các nguồn vốn bên trong và bên ngoài là những sự thay thế hoàn hảo...

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn của Graham và Harvey (2001) thể hiện sự lựa chọn đòn bẩy của các công ty, khi cân nhắc giữa lợi ích và chi phí của nợ để xác định tỷ lệ nợ tối ưu của doanh nghiệp. Do đó, việc đánh đổi có thể được xem như sự cân bằng tổng hợp của các lợi ích và chi phí khác nhau liên quan đến nợ để có cơ cấu vốn tối ưu. Hơn nữa, một công ty đã điều chỉnh tỷ lệ nợ tối ưu, chi phí và độ trễ được gọi là chi phí điều chỉnh. Do đó, nó được

\* TS., \*\*, \*\*\*, \*\*\*\*, Trường Đại học Công nghiệp TP. Hồ Chí Minh

Ngày nhận bài: 24/05/2022 ; Ngày phản biện: 10/6/2022; Ngày duyệt đăng: 20/6/2022

biết đến như một cấu trúc vốn tối ưu của công ty (Myers, 1984).

#### **Mô hình nghiên cứu**

##### ***Xây dựng các giả thuyết nghiên cứu***

Tăng trưởng doanh thu (DT): Safarova (2010) xem xét các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán được niêm yết tại New Zealand giai đoạn 1996-2007, trong khi Diaz (2017) nghiên cứu cũng về nội dung này, nhưng với các công ty BĐS tại Indonesia giai đoạn 2010-2014... Các nghiên cứu này đều cho rằng, tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Để kiểm chứng mối quan hệ này đối với ngành BĐS tại Việt Nam, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

*H1: Tăng trưởng doanh thu (DT) tác động đáng kể đến Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Nghiên cứu của Alghusin (2015) thực hiện đối với 25 công ty thuộc ngành công nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Amman giai đoạn 1995-2005 cho thấy, quy mô tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015) nghiên cứu các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) lại cho thấy, quy mô tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từ đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

*H2: Quy mô doanh nghiệp tác động đáng kể đến Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

Lạm phát (INF): Tác động của lạm phát đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp là rất khác nhau trong các nghiên cứu trước đây. Odusanya, Yinusa và Ilo (2018) sử dụng dữ liệu bảng, để xác định các yếu tố tác động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp Nigeria cho thấy, lạm phát tác động tích cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Tan và Floros (2012) cho rằng, lạm phát tác động không đáng kể đến lợi nhuận ngành ngân hàng Trung Quốc trong giai đoạn 2003-2009. Do đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết như sau:

*H3: Lạm phát có tác động đáng kể đến Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

Vòng quay tổng tài sản (AT): Yếu tố này có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động của nhiều ngành trong nền kinh tế, gồm: ngành công nghiệp tại Amman (Alghusin, 2015); ngành hàng tiêu dùng tại Indonesia (Nurlaela, Mursito, Kustiyah, Istiqomah và Hartono, 2019); ngành dầu khí tại Việt Nam (Ngô Thị Ngọc và cộng sự, 2020). Do đó, nhóm tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

*H4: Vòng quay tổng tài sản (AT) có tác động đáng kể đến Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

Đòn bẩy tài chính (LEV): Alghusin (2015) nghiên cứu 29 doanh nghiệp trong ngành công nghiệp trên thị trường chứng khoán của Jordan; Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015) nghiên cứu 230 doanh nghiệp cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE đều cho thấy, đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Do đó, nhóm tác giả xây dựng giả thuyết như sau:

*H5: Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động đáng kể đến Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

Khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ): các nghiên cứu cho thấy, khả năng thanh toán có vai trò quan trọng đối với lợi nhuận doanh nghiệp tại nhiều ngành khác nhau. Maleya và Muturi (2013) nghiên cứu 29 công ty niêm yết phi tài chính tại Nairobi - Kenya trong giai đoạn 2006-2012 cho thấy, khả năng thanh toán tác động tích cực đến lợi nhuận. Tuy nhiên, Khalifa và Zurina (2013) nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Libyan lại chỉ ra rằng, khả năng thanh toán tác động tiêu cực đến lợi nhuận. Do đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

*H6: Khả năng thanh toán (LIQ) có tác động đáng kể đến Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.*

#### ***Đo lường các biến trong mô hình nghiên cứu***

Dựa trên các nghiên cứu trong nước và nước ngoài đã trình bày như trên, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu gồm các biến và cách đo lường được thể hiện như Bảng 1.

#### **Phương pháp nghiên cứu**

Bài viết sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ website của Công ty Cổ phần Chứng khoán SSI. Bộ dữ liệu này thuộc ngành BĐS được niêm yết trên HOSE và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, gồm có 44 doanh nghiệp. Mỗi doanh nghiệp có đủ dữ liệu trong 5 năm (giai đoạn 2017-2021). Dữ liệu về lạm phát được thu thập từ Tổng cục Thống kê. Sau khi thu thập dữ liệu, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Sata, để phân tích và hồi quy theo dữ liệu bảng. Các kiểm định về phương sai thay đổi, đa cộng tuyến sẽ được thực hiện và khắc phục các vi phạm của mô hình (nếu có) để chọn ra mô hình phù hợp nhất.

## **KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

Bảng 2 cho thấy, ROA có giá trị trung bình là 0,59; giá trị nhỏ nhất là -0,195 thuộc mã chứng khoán PVL (Công ty Cổ phần Đầu tư Nhà đất Việt) vào năm 2017; giá trị lớn nhất là 0,812 thuộc mã chứng khoán SRA (Công ty Cổ phần Sara Việt Nam) vào năm 2018. Biến DT có giá trị nhỏ nhất là -0,93 thuộc mã chứng khoán SDU (Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Sông Đà) vào năm 2017; giá trị lớn nhất là 2.038,04

thuộc mã PVL vào năm 2017. Biến SIZE có giá trị trung bình là 3,56; giá trị nhỏ nhất là 1,49 thuộc mã chứng khoán SRA vào năm 2017; giá trị lớn nhất là 5,63 thuộc mã VIC (Tập đoàn Vingroup - Công ty Cổ phần) vào năm 2021. Biến INF có giá trị trung bình là 1,01; giá trị nhỏ nhất là -0,98 vào năm 2020 và giá trị lớn nhất là 2,54 vào năm 2018. Biến AT có giá trị trung bình là 0,41; giá trị nhỏ nhất là 0,01 thuộc mã chứng khoán ICG (Công ty Cổ phần Xây dựng Sông Hồng) vào năm 2021; giá trị lớn nhất là 5,77 thuộc mã chứng khoán DTA (Công ty Cổ phần Đệ Tam) vào năm 2021. Biến LEV có giá trị trung bình là 2,42; giá trị nhỏ nhất là 0 thuộc mã chứng khoán SZB (Công ty Cổ phần Sonadezi Long Bình) vào năm 2018; giá trị lớn nhất là 12,99 thuộc mã chứng khoán AGG (Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản An Gia) vào năm 2017. Biến LIQ có giá trị trung bình là 1,33; giá trị nhỏ nhất là 0,12 thuộc mã chứng khoán NDN (Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Nhà Đà Nẵng) vào năm 2018; giá trị lớn nhất là 41,37 thuộc mã chứng khoán SRA vào năm 2021.

Kết quả phân tích tương quan cho thấy, các biến: DT, SIZE và LEV có tương quan âm ngược chiều với ROA, trong khi các biến còn lại có tương quan dương. Hệ số tương quan giữa tất cả các cặp biến đều có giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 0,7, nên hiện tượng đa cộng tuyến trong dữ liệu nghiên cứu là không đáng kể (Bảng 3).

Bảng 4 trình bày tóm tắt kết quả hồi quy theo các ước lượng, gồm: bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM) và bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS). Kiểm định F-test để lựa chọn giữa mô hình OLS và mô hình FEM, thì FEM được lựa chọn. Kiểm định Hausman cho kết quả là chọn mô hình FEM để tiếp tục nghiên cứu. Tuy nhiên, mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi (kiểm định Breusch - Pagan Lagrangian multiplier) và có hiện tượng tự tương quan (kiểm định Wooldridge). Do đó, để khắc phục các khuyết tật của mô hình, thì phương pháp ước lượng GLS được sử dụng để giải thích kết quả.

Dựa vào kết quả ước lượng GLS trong Bảng 4 cho thấy, DT tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS ở Việt Nam. Đây là một phát hiện thú vị, vì tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên thị

BẢNG 1: TÓM TẮT CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Ký hiệu	Tên biến	Phương pháp đo lường
<b>Biến phụ thuộc</b>		
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
<b>Các biến độc lập</b>		
DT	Tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu năm sau - doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit (Tổng tài sản)
INF	Lạm phát	$(CPI_t - CPI_{t-1})/CPI_{t-1}$
AT	Vòng quay tổng tài sản	Tổng doanh thu/Bình quân giá trị tài sản trong năm
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản
LIQ	Khả năng thanh toán ngắn hạn	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn

BẢNG 2: THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Tên biến	Đơn vị	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
ROA	Lần	0,59	-0,195	0,812	0,08
DT	Động	10,16	-0,93	2,038,04	137,40
SIZE	Động	3,56	1,49	5,63	0,76
INF	%	1,01	-0,98	2,54	1,59
AT	Vòng	0,41	0,01	5,77	0,62
LEV	Lần	2,42	0	12,99	1,32
LIQ	Lần	1,33	0,12	41,37	2,84

BẢNG 3: HỆ SỐ TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC CẶP BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

	ROA	DT	SIZE	INF	AT	LEV
DT	-0,211	1,0000				
SIZE	-0,0944	-0,076	1,0000			
INF	0,1113	0,0671	-0,0939	1,0000		
AT	0,2272	0,0345	-0,1509	0,0684	1,0000	
LEV	-0,0589	0,0188	0,1930	0,0518	-0,0517	1,0000
LIQ	0,1221	-0,0147	-0,1453	-0,0742	0,0034	-0,1751

BẢNG 4: TÓM TẮT KẾT QUẢ HỒI QUY

Biến	Bình phương nhỏ nhất	Tác động cố định	Tác động ngẫu nhiên	Bình phương nhỏ nhất tổng quát
DT	-0,0001***	-0,0012***	-0,0001***	-0,0013***
SIZE	-0,0048	-0,0068	-0,0045	-0,0051
INF	0,0058*	0,0041*	0,0047**	0,0018*
AT	0,0279***	0,0793***	0,0529***	0,0735***
LEV	-0,0012	-0,0138***	-0,0084**	-0,0078***
LIQ	0,0032*	-0,0032**	-0,0018	-0,0002
Cons	0,0587	0,0861	0,0728	0,0631
Số quan sát	220	220	220	220
Kiểm định F-test	Prob > F = 0,0000			
Kiểm định Hausman	Prob > chi <sup>2</sup> = 0,0088			
Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	Prob > chi <sup>2</sup> = 0,0000			
Kiểm định Wooldridge	Prob > F = 0,0001			

Chú thích: (\*), (\*\*), (\*\*\*) thể hiện mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 10%, 5%, 1%

Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu nghiên cứu của nhóm tác giả

trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2017-2021 tăng, nhưng có thể do tốc độ tăng chi phí nhanh hơn, nên sự tăng trưởng doanh thu tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lời trên tài sản của các doanh nghiệp.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, biến SIZE không có ý nghĩa thống kê. Do đó, trong giai đoạn 2017-2021, quy mô của các doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam tác động không đáng kể đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này. Nói cách khác, kết quả này không ủng hộ cho giả thuyết H2.

INF tác động tích cực đến ROA, có ý nghĩa thống kê 10% đã xác nhận giả thuyết H3. Có thể thấy, lạm phát vừa phải và có kiểm soát, là yếu tố vĩ mô kích

thích tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp BĐS. Khi nền kinh tế có dấu hiệu lạm phát gia tăng, thì người dân sẽ tìm kênh trú ẩn để tránh sự mất giá của đồng tiền, nên yếu tố này có tác động tích cực đến lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS Việt Nam trong giai đoạn 2017-2021 là hợp lý.

AT tác động có ý nghĩa đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS với độ tin cậy 99%. Dấu tác động của biến AT là dương cho thấy, khi vòng quay tài sản tăng, thì Hiệu quả hoạt động kinh doanh của một doanh nghiệp cũng tăng.

LEV có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho thấy, biến này tác động có ý nghĩa đến Hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS Việt Nam và xác nhận giả thuyết H5. Biến LEV có dấu âm cho thấy, khi Đòn bẩy tài chính tăng, thì Hiệu quả hoạt động kinh doanh giảm.

Kết quả nghiên cứu chưa tìm thấy LIQ tác động đến Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp BĐS Việt Nam. Nói cách khác, kết quả này không ủng hộ giả thuyết H6.

## KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

### Kết luận

Hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam chịu tác động của các yếu tố: Lạm phát; Tăng trưởng doanh thu; Đòn bẩy tài chính; Vòng quay tài sản. Kết quả này là cơ sở tham khảo đối với doanh

nh nghiệp, nhà đầu tư và cơ quan quản lý vĩ mô, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS.

### Kiến nghị

Đối với doanh nghiệp BĐS, cần nâng cao hệ số vòng quay tài sản của doanh nghiệp, để vốn được luân chuyển nhanh hơn nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh. Cần xác định cấu trúc vốn hợp lý, nhằm tối ưu hóa việc sử dụng nợ.

Đối với nhà đầu tư, trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng với tỷ lệ lạm phát thấp, thì việc tăng nhẹ tỷ lệ lạm phát chủ động sẽ tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời của của các doanh nghiệp BĐS. Tăng trưởng doanh thu, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính, là những yếu tố mà nhà đầu tư cần lưu tâm xem xét khi lựa chọn những doanh nghiệp BĐS để đầu tư.

Đối với các nhà hoạch định chính sách vĩ mô, kết quả nghiên cứu cho thấy, yếu tố vĩ mô như lạm phát có ý nghĩa quan trọng đối với sự phát ổn định và hiệu quả của các doanh nghiệp. Giai đoạn 2017-2021, tỷ lệ lạm phát của Việt Nam là tương đối ổn định. Do đó, việc tiếp tục ổn định kinh tế với mức lạm phát vừa phải là một trong những điều kiện vĩ mô giúp doanh nghiệp tăng trưởng bền vững. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Ngô Thị Ngọc, Đinh Thị Thùy Linh và Nguyễn Thu Hà (2020). Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các doanh nghiệp trong nhóm ngành dầu khí niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế và Quản lý*, số 146, 31-40
2. Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên (2015). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, số 215, 59-66
3. Alghusin, N. A. S. (2015). Do financial leverage, growth and size affect profitability of Jordanian industrial firms listed, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 5(4), 335-348
4. Alghusin, N. A. S. (2015). The impact of financial leverage, growth, and size on profitability of Jordanian industrial listed companies, *Research journal of Finance and Accounting*, 6(16), 86-93
5. Khalifa, K. M., and Shafii, Z. (2013). Financial performance and identify affecting factors in this performance of non-oil manufacturing companies listed on Libyan Stock Market (LSM), *European Journal of Business and Management*, 5(12), 82-99
6. Maleya, M.O., and Muturi, W. (2013). Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya, *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(15), 99-104
7. Nurlaela, S., Mursito, B., Kustiyah, E., Istiqomah, I., and Hartono, S. (2019). Asset turnover, capital structure and financial performance consumption industry company in Indonesia stock exchange, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(3), 297
8. Odusanya, I. A., Yinusa, O. G., and Ilo, B. M. (2018). Determinants of firm profitability in Nigeria: Evidence from dynamic panel models, *SPOUDAI-Journal of Economics and Business*, 68(1), 43-58
9. Tan, Y., and Floros, C. (2012). Bank profitability and inflation: the case of China, *Journal of Economic Studies*, 39(6), 675-696