

MỘT SỐ NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH (HOSE)

● HUỲNH THÁI BẢO

TÓM TẮT:

Trong những năm gần đây, tình hình khủng hoảng kinh tế nói chung và khủng hoảng tài chính nói riêng đã được kiểm soát và làm giảm tác động, nhiều doanh nghiệp trong ngành Bất động sản nói chung và các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE nói riêng ngày càng giảm khó khăn: Doanh thu có sự tăng trưởng trở lại, hàng tồn kho sụt giảm,... đặc biệt hiệu quả kinh doanh (HQKD) được cải thiện và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp: Trả được nợ, mạnh dạn chi trả cổ tức cũng như cải thiện các chỉ tiêu tài chính,... Trong bài nghiên cứu này, tác giả làm rõ một số nhân tố tài chính tác động đến HQKD của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE. Mặc dù, có khá nhiều nghiên cứu về HQKD nhưng đối với các doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản trong giai đoạn này chưa nhiều. Điều này cho thấy việc nghiên cứu này là rất cần thiết. Bên cạnh đó, để kết quả nghiên cứu có tính thuyết phục cao về mặt dữ liệu nghiên cứu, bài viết lựa chọn các doanh nghiệp cổ phần đã niêm yết trên HOSE.

Từ khóa: hiệu quả kinh doanh, công ty cổ phần niêm yết, Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

1. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

1.1. Cơ sở lý thuyết

Theo Behn (2003), HQKD có thể chịu tác động bởi nhiều nhân tố khác nhau, như: mục tiêu kinh doanh, quy mô hay tuổi đời doanh nghiệp... Hiện nay, có rất nhiều chỉ tiêu đo lường HQKD của doanh nghiệp, trong đó các chỉ tiêu thường được sử dụng nhiều nhất trong các nghiên cứu với các

hệ số giá trị kế toán, còn gọi là các hệ số về lợi nhuận, gồm: tỷ số lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần (ROS), tỷ số lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA), hay tỷ số lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE)... Theo Shah và cộng sự (2011), Le và cộng sự (2011), Shahid (2003), họ cho rằng: Chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh, như: lợi nhuận trên doanh thu (ROS) hay

lợi nhuận trên tài sản (ROA)... cũng gần tương tự như ROE. Tuy nhiên, ROE phản ánh thêm rằng: với 1 đồng vốn chủ sở hữu đầu tư sẽ mang về bao nhiêu lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và đây là vấn đề chủ sở hữu quan tâm nhất khi đầu tư. Do đó, bài viết chọn ROE là đại diện cho HQKD.

Ngoài ra, một số bằng chứng nghiên cứu của một số tác giả trong và ngoài nước liên quan đến hiệu quả hoạt động kinh doanh, như: Zeitun và cộng sự (2007), cho rằng: Có mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính (Leverage), tuổi đời doanh nghiệp (Age), quy mô doanh nghiệp (Size), rủi ro (Stdvcf: Độ lệch chuẩn của dòng tiền - thu nhập ròng cộng khấu hao), thuế suất thu nhập doanh nghiệp (Tax) và tỷ trọng tài sản cố định hữu hình (Tangibility) với hiệu quả hoạt động kinh doanh. Thêm nữa, Trần Hùng Sơn và cộng sự (2008), cho rằng: Tỷ số nợ có tác động tích cực đến HQKD, tuy nhiên, chưa có bằng chứng về mối quan hệ của quy mô doanh nghiệp (Size) với hiệu quả hoạt động kinh doanh. Trên cơ sở các bằng chứng thực nghiệm, nghiên cứu kế thừa một số ý tưởng từ các nghiên cứu trước, đồng thời bổ sung, cũng như có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với nội dung nghiên cứu: Một số nhân tố ảnh hưởng đến HQKD của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE, tác giả đưa ra các biến nghiên cứu cũng như mô hình nghiên cứu đề xuất như Hình 1.

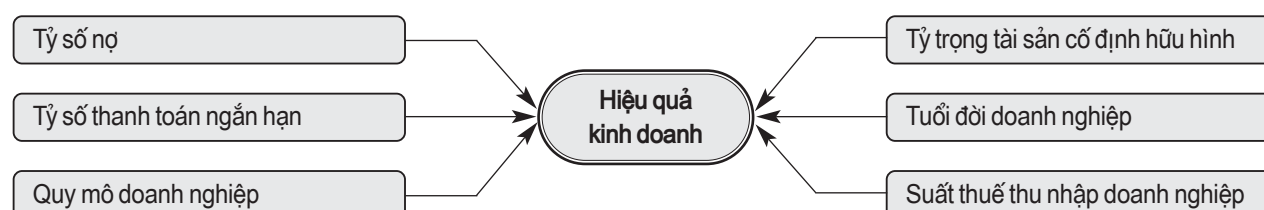
Biến đại diện cho HQKD (biến phụ thuộc): Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) đo lường bởi lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân.

Biến đại diện cho các nhân tố khác (biến độc lập):

(1) Biến đại diện cho cấu trúc vốn: Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DA) đo lường bởi tổng nợ/tài sản.

(2) Nhóm biến thanh khoản: Tỷ số thanh toán ngắn hạn (CR) đo lường bằng tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn.

Hình 1: Mô hình nghiên cứu đề xuất



(3) Nhóm biến liên quan đến đặc điểm của doanh nghiệp, gồm: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản; tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (TANG) đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản; tuổi đời doanh nghiệp (AGE) đo lường bằng từ khi doanh nghiệp thành lập đến thời điểm nghiên cứu; thuế suất thu nhập doanh nghiệp (TAX) đo lường bằng chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp/lợi nhuận trước thuế.

1.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA + \beta_2 CR + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 AGE + \beta_6 TAX_{it} + u_{it}$$

Với: β_0 là hằng số và $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_6$ là hệ số góc.

1.3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

- Dữ liệu nghiên cứu: Mẫu được chọn bao gồm 10 doanh nghiệp được niêm yết trên HOSE giai đoạn từ năm 2010 - 2018 (9 năm), như vậy có tổng cộng 90 quan sát.

- Phương pháp nghiên cứu: Bài viết kiểm định tính dừng, phân tích hệ số tương quan giữa các biến và thực hiện các hồi quy tuyến tính với dữ liệu bảng bằng các phương pháp: (1) Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), (2) Mô hình tác động cố định (FEM) và (3) Mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Sau khi hồi quy, nghiên cứu sẽ thực hiện các kiểm định, như: F-test, Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM), Hausman test để lựa chọn mô hình phù hợp. Ngoài ra, nghiên cứu còn kiểm tra các khuyết tật của mô hình, như: Phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến. Nếu có các hiện tượng này xảy ra sẽ khắc phục bằng phương pháp phù hợp hơn.

2. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

2.1. Kết quả nghiên cứu

2.1.1. Kiểm tra tính dừng của các chuỗi số liệu

Kết quả kiểm tra tính dừng các chuỗi số liệu của từng biến trong mô hình thể hiện trên Bảng 1.

Bảng 1. Kết quả kiểm tra tính dừng

Tên biến	DA	CR	SIZE	TANG	AGE	TAX
P-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Kết luận	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng	Dừng

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

Kết quả kiểm định thể hiện trên Bảng 1 cho thấy tất cả các chuỗi số liệu của từng biến đều dừng và có ý nghĩa thống kê.

2.1.2. Phân tích hệ số tương quan

Kết quả hệ số tương quan giữa các biến được trình bày ở Bảng 2.

($\alpha = 5\%$): Có ý nghĩa về mặt thống kê. Tuy nhiên, hệ số hồi quy riêng của biến CR không có ý nghĩa thống kê do có P-value $> \alpha$ ($\alpha = 5\%$).

- Đối với mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM): Có Prob $> F = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha = 5\%$): Bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là kiểm định F-test phù hợp

Bảng 2. Kết quả hệ số tương quan Pearson (r)

	DA	CR	SIZE	TANG	AGE	TAX
DA	1.0000					
CR	0.0073	1.0000				
SIZE	0.1361	-0.0991	1.0000			
TANG	0.4123	0.0840	-0.0577	1.0000		
AGE	0.0814	-0.0142	-0.0533	0.0048	1.0000	
TAX	-0.0654	-0.0873	0.0145	-0.2401	-0.0092	1.0000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

Theo Gujarati và cộng sự (2009); Lane và cộng sự (2011), kết quả thể hiện trên Bảng 2 cho thấy giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan rất thấp. Vậy, bài viết tiếp tục phân tích hồi quy.

2.2. Kết quả hồi quy

2.2.1. Kết quả hồi quy bằng phương pháp Pooled OLS, FEM, REM và GLS

Kết quả ở Bảng 3 cho thấy:

- Đối với mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS): Có R^2 là 41.53% - tức là các biến độc lập giải thích được 41.53% sự thay đổi của biến ROE và Prob $> F = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha = 5\%$): Bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là kiểm định F-test phù hợp với mô hình tổng thể cũng đồng nghĩa với P-value < 0.05 : Có ý nghĩa về mặt thống kê.

- Đối với mô hình hồi quy tác động cố định (FEM): Có F-test $= 0.0000 < \alpha$ ($\alpha = 5\%$): Bác bỏ giả thuyết H_0 , nghĩa là kiểm định F-test phù hợp với mô hình tổng thể cũng đồng nghĩa với P-value $< \alpha$

với mô hình tổng thể cũng đồng nghĩa với P-value < 0.05 : Có ý nghĩa về mặt thống kê. Tuy nhiên, hệ số hồi quy riêng của biến CR không có ý nghĩa thống kê do có P-value $> \alpha$ ($\alpha = 5\%$).

- Căn cứ vào kết quả kiểm định F được trình bày ở Bảng 3, có: Prob $> F = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha = 5\%$): Giả thuyết H_0 bị bác bỏ: FEM sẽ phù hợp hơn so với Pooled OLS.

- Căn cứ vào kết quả kiểm định Hausman được trình bày ở Bảng 3, có: Prob $> \chi^2 = 0.0000 < \alpha$ ($\alpha = 5\%$): giả thuyết H_0 bị bác bỏ: FEM là phù hợp hơn so với REM.

Kết luận: Các kết quả kiểm định lựa chọn mô hình đều cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn. Tuy nhiên, cần phải kiểm tra thêm các khuyết tật của mô hình bằng các kiểm định, như: Hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến và nếu có khuyết tật sẽ khắc phục bằng phương pháp hồi quy GLS.

Bảng 3. Tổng hợp kết quả hồi quy bằng phương pháp Pooled OLS, FEM, REM và GLS

Tên biến	Hệ số hồi quy			
	Pooled OLS	FEM	REM	GLS
DA	0.1600***	0.2209***	0.1691***	0.1804***
CR	-0.0627**	0.0180	0.0542	-0.0845**
SIZE	0.0257***	0.0196***	0.0109***	0.0223***
TANG	0.2017***	0.0935***	0.1133***	0.0715***
AGE	0.0257***	0.0096***	0.0109***	0.0132***
TAX	-0.0084***	-0.0039***	-0.0042***	-0.0421***
_cons	-0.4553***	-2.2710***	-1.6529***	-1.9243***
Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	
R-squared	0.4153	0.3849	0.5383	
Kiểm định lựa chọn mô hình				
F-test	0.0000			
Hausman test		0.0000		

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

2.2.2. Kiểm tra tính khuyết tật của mô hình

Với kết quả kiểm tra thể hiện ở Bảng 4, mô hình có khuyết tật: Hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên nghiên cứu sẽ thực hiện hồi quy bằng phương pháp GLS để khắc phục các khuyết tật này. Kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS cũng được thể hiện trên Bảng 3.

Kết luận: Với kết quả nghiên cứu bằng phương pháp GLS thể hiện trên Bảng 3, tất cả các biến độc lập đều tác động đến HQKD và đều có ý nghĩa

thống kê cao. Để làm rõ kết quả nghiên cứu, bài viết đi vào thảo luận nghiên cứu.

2.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

2.3.1. Nhóm 1: Nhóm biến có tác động cùng chiều với hiệu quả kinh doanh

- Biến DA: Tỷ số nợ tác động tích cực (+) đến HQKD và có độ tin cậy 99%. Kết quả nghiên cứu này chỉ ra rằng: Nếu doanh nghiệp tăng tỷ số nợ thì HQKD sẽ tăng. Điều này có thể lý giải: Nếu doanh nghiệp quyết định duy trì mức tỷ số nợ cao

Bảng 4. Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi, đa cộng tuyến và tự tương quan

Kiểm định	ROE	Kết quả
Phương sai thay đổi	Prob > chi2 = 0.0000	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Đa cộng tuyến	VIF < 10	Không có hiện tượng đa cộng tuyến
Tự tương quan	Prob > F = 0.0000	Có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 12.0

Bảng 5. Bảng tổng hợp các biến tác động cùng chiều với HQKD

Tên biến	DA	SIZE	TANG	AGE
Hệ số hồi quy	0.1804***	0.0223***	0.0715***	0.0132***

sẽ làm tăng thêm rủi ro nhưng tận dụng tốt đòn bẩy tài chính đối với doanh nghiệp. Do đó, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ mang lại HQKD cao hơn cho các chủ sở hữu để đền bù cho rủi ro tăng thêm này. Phát hiện này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012), nhưng ngược lại với Maleya và cộng sự (2013).

- *Biến SIZE*: Quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều (+) đến hiệu quả kinh doanh và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho thấy: Nếu DN tăng quy mô thông qua chỉ tiêu tài sản sẽ giúp cải thiện HQKD. Điều này có thể lý giải việc nếu doanh nghiệp đầu tư để mở rộng quy mô, đặc biệt tăng tài sản cố định sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm có chất lượng, tính thẩm mỹ,... cao hơn. Bên cạnh đó, khi quy mô doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp thường có uy tín càng cao hơn những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, do vậy họ tăng cạnh tranh với các doanh nghiệp khác, điều này giúp họ cải thiện lợi nhuận, cũng như HQKD. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012), Maleya và cộng sự (2013).

- *Biến TANG*: Tỷ trọng tài sản cố định hữu hình tác động cùng chiều (+) đến HQKD và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này chỉ ra rằng: khi doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản cao, chứng tỏ doanh nghiệp đầu tư mang tính dài hạn và có khuynh hướng hiện đại hóa máy móc, thiết bị nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm; điều này giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường, giúp DN nhanh chóng cải thiện lợi nhuận và nâng cao HQKD. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Farooq và cộng sự (2016).

- *Biến AGE*: Tuổi đời doanh nghiệp tác động tích cực (+) đến HQKD và có độ tin cậy 99%. Điều này có thể lý giải: Các doanh nghiệp thành lập trước thường có lợi thế hơn về thị trường, uy tín cũng như kinh nghiệm quản lý,... so với doanh nghiệp thành lập sau, vì vậy, doanh nghiệp thành lập càng lâu, hoạt động có thể hiệu quả hơn. Phát hiện này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Maleya và cộng sự (2013).

2.3.2. Nhóm 2: Nhóm biến có tác động ngược chiều với hiệu quả kinh doanh

- *Biến CR*: Tỷ số thanh toán ngắn hạn tác động

Bảng 6. Bảng tổng hợp các biến tác động ngược chiều với HQKD

Tên biến	CR	TAX
Hệ số hồi quy	-0.0845**	-0.0421***

ngược chiều (-) đến HQKD và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Kết quả này chỉ ra rằng: với doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn là một chỉ tiêu rất quan trọng mà nhà quản trị quan tâm khi hoạt động. Tuy nhiên, nếu tỷ số này quá cao, chứng tỏ doanh nghiệp có quá nhiều tài sản ngắn hạn => có thể sử dụng tài sản ngắn hạn kém hiệu quả. Nó có thể là nguyên nhân gián tiếp làm giảm HQKD. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Anastasia (2010) nhưng lại hoàn toàn trái ngược với kết quả nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012).

- *Biến TAX*: Thuế suất thu nhập doanh nghiệp tác động ngược chiều (-) đến HQKD và có độ tin cậy 99%. Kết quả này chỉ ra rằng: khi thuế suất thu nhập doanh nghiệp càng cao, doanh nghiệp sẽ tìm nguồn tài trợ bằng nợ (sẽ giảm sử dụng vốn chủ sở hữu) do có lợi ích từ là chắn thuế lãi vay mang lại và nó phù hợp với nghiên cứu của Modigliani và Miller (1963), điều này, giúp cải thiện HQKD. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong ngành Bất động sản giai đoạn này đã sử dụng nợ quá cao, dẫn đến làm cho chi phí kiệt quệ tài chính tăng cao. Chính điều này, khiến cho lợi ích của lá chắn thuế thấp hơn chi phí kiệt quệ tài chính và đó là nguyên nhân làm giảm HQKD.

3. Kết luận

Với một doanh nghiệp, HQKD bị tác động của rất nhiều nhân tố cả tài chính lẫn phi tài chính. Tuy nhiên, căn cứ vào lý thuyết HQKD và các bằng chứng nghiên cứu trong và ngoài nước, bài viết này chỉ đưa ra 6 nhân tố ảnh hưởng đến HQKD của doanh nghiệp. Trong 6 nhân tố, 4 nhân tố: DA, SIZE, TANG, AGE có tác động tích cực đến HQKD, nhưng 2 nhân tố CR và TAX cho kết quả ngược lại và tất cả đều có ý nghĩa thống kê cao. Các nhân tố này là cơ sở để các nhà quản lý có thêm bằng chứng khoa học trong quá trình hoạt động, nhằm giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro và nâng cao HQKD ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Almajali, Amal Yassin, Alamro, Sameer Ahmed., Al-Soub, Yahya Zakarea (2012). Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research Macro Think*, 4(2). 266-289.
2. Anastasia Paris (2010). The Evolution of capital Productivity in Greek Manufacturing. *Global business and Management Research: An International Journal*, 2(2&3), 141-161.
3. Maleya M. Omondi., Willy Muturi (2013). Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(15), 99-105.
4. Trần Hùng Sơn và Trần Viết Hoàng (2008). Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế phát triển*, 218, 36- 41.

Ngày nhận bài: 11/8/2022

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 7/9/2022

Ngày chấp nhận đăng bài: 17/9/2022

Thông tin tác giả:

ThS. HUỲNH THÁI BẢO

Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh

SOME FACTORS AFFECTING THE BUSINESS PERFORMANCE OF LISTED REAL ESTATE ENTERPRISES IN HO CHI MINH CITY STOCK EXCHANGE

● Master. **HUYNH THAI BAO**
Ho Chi Minh City Open University

ABSTRACT:

In recent years, when the economic crisis in general and the financial crisis in particular have been controlled, the business performance of many businesses in the real estate industry including listed real estate enterprises in Ho Chi Minh City Stock Exchange (HoSE) have been improved. A stronger business performance has allowed them to pay off debt and dividends. This study is to examine the factors affecting the business performance of listed real estate enterprises in HoSE. The study uses data from selected real estate enterprises listing in HoSE and the study's results are highly convincing in terms of research data.

Keywords: business performance, listed joint stock companies, Ho Chi Minh City Stock Exchange.