
NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT BẤT ĐỘNG SẢN VÀ XÂY DỰNG

Đinh Thị Ngọc Mai

Trường Đại học Công đoàn

Email: maidtn@dhcd.edu.vn

Trần Đình Vân

Trường Đại học Công đoàn

Email: vantd@dhcd.edu.vn

Mã bài: JED-643

Ngày nhận: 26/04/2022

Ngày nhận bản sửa: 13/05/2022

Ngày duyệt đăng: 24/05/2022

Tóm tắt:

Trong bài viết này, dữ liệu bảng thu thập từ báo cáo tài chính theo quý của 107 doanh nghiệp bất động sản và xây dựng niêm yết tại Việt Nam 2015 - 2020, hồi quy bằng OLS, FEM, REM và GLS để kiểm định nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh xem có tương đồng hay khác biệt gì so với kết quả nghiên cứu trước đây bằng dữ liệu năm. Kết quả cho thấy quy mô doanh nghiệp đo bằng tổng tài sản tác động ngược chiều, còn quy mô doanh nghiệp đo bằng doanh thu và ROS tác động cùng chiều tới hiệu quả kinh doanh, tương đồng với kết quả nghiên cứu trước đây bằng dữ liệu năm; quy mô doanh thu tác động ngược chiều tới ROA, quy mô của hội đồng quản trị tác động ngược chiều tới vòng quay tài sản, kết quả này khác với kết quả nghiên cứu trước đây bằng dữ liệu năm. Bài viết khuyến nghị doanh nghiệp chú trọng hoạch định quy mô vốn và cấu trúc vốn hợp lý, tăng cường quản trị tài sản cố định, quản trị doanh thu, kiểm soát chi phí.

Từ khóa: Bất động sản và xây dựng, doanh nghiệp niêm yết, dữ liệu quý, hiệu quả kinh doanh, nhân tố tác động.

Mã JEL: G32, G30

Factors affecting performance of listed real estate and construction firms

Abstract

In this paper, panel data was collected from quarterly financial statements of 107 real estate and construction firms listed in Vietnam 2015 - 2020, analyzed by OLS, FEM, REM and GLS regression to test factors influencing performance to find out whether there is any similarity or difference compared to previous researches which based on annual data. The results show that firm size by total assets has the negative effect while firm size by revenue and return on sales have positive impacts on performance, similar to previous researches results using annual data; revenue has a negative effect on return on assets, scale of board has a negative effect on asset turnover, these results are different from studies based on annual data. We recommend that real estate & construction firms focus on planning reasonable capital scale and capital structure, strengthening fixed asset management, revenue management, and cost control.

Keywords: Real estate and construction, listed firm, quarterly data, performance, impact factor

JEL Codes: G32, G30

1. Đặt vấn đề

Việt Nam đang hội nhập ngày càng sâu rộng vào nền kinh tế thế giới đã mở ra nhiều cơ hội đầu tư, thu nhập gia tăng nên nhu cầu của người dân đặc biệt là nhu cầu về nhà ở ngày càng tăng. Vì thế, sự phát triển của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản là một tất yếu. Tuy nhiên, trong bối cảnh đại dịch Covid-19 xuất hiện thời gian qua và lan rộng trên toàn cầu, diễn biến phức tạp đã tác động đến mọi mặt của đời sống kinh tế - xã hội, ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, trong đó có các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản. Vì vậy những thông tin về tình hình hoạt động của doanh nghiệp là thông tin cực kỳ hữu ích cho các nhà quản trị, nhà đầu tư trong việc tối ưu hóa các quyết định quản lý, quyết định đầu tư, hoạch định các chính sách phát triển kinh doanh của doanh nghiệp.

Chính vì vậy, việc đánh giá và phân tích, đánh giá biến động hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản thông qua mẫu nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán trong bối cảnh hiện nay sẽ cung cấp thông tin và bằng chứng thực tế về xu hướng và đặc điểm biến động của hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, cung cấp thông tin hữu ích cho các nhà quản trị, nhà đầu tư, và các nhà hoạch định chính sách.

Cải thiện, nâng cao hiệu quả kinh doanh là mục tiêu quan trọng trong quản trị doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính doanh nghiệp nói riêng. Hiệu quả kinh doanh tốt lên đồng nghĩa với việc gia tăng lợi ích cho cổ đông, cho người lao động và cho xã hội. Do đó, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp còn được các nhà đầu tư, cơ quan quản lý nhà nước và toàn xã hội quan tâm, là mục tiêu hàng đầu mà các doanh nghiệp hướng tới. Các thông tin về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp luôn có ý nghĩa cho các nhà quản trị doanh nghiệp để tối ưu hóa các quyết định quản trị, hoạch định các chính sách phát triển hoạt động kinh doanh. Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp nói chung còn là thông tin cực kỳ hữu ích cho các nhà phân tích và hoạch định chính sách, là thông tin không thể thiếu đối với các nhà đầu tư trong quá trình tối đa hóa giá trị danh mục đầu tư của họ.

Đứng trên góc độ quản trị tài chính doanh nghiệp, giải quyết bài toán nâng cao hiệu quả kinh doanh nhất thiết phải bắt đầu từ nhiệm vụ nhận diện các nhân tố ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp tới hiệu quả kinh doanh. Có thể nhận định, hiệu quả kinh doanh là kết quả đầu ra chịu ảnh hưởng từ rất nhiều nhân tố khác nhau, khách quan lẫn chủ quan. Việc đánh giá, lượng hóa và phân tích ảnh hưởng của các nhân tố trên nhiều góc độ là nguồn cung cấp thông tin giá trị cho các quyết định quản trị tài chính nói chung, quản trị doanh nghiệp nói riêng, hướng tới mục tiêu nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các thông tin về ảnh hưởng của các nhân tố tới hiệu quả kinh doanh càng thể hiện tầm quan trọng với các công ty thuộc lĩnh vực bất động sản và xây dựng trong bối cảnh gần đây nền kinh tế có nhiều biến động, ngành bất động sản và xây dựng đối mặt với nhiều thách thức cả từ môi trường bên ngoài lẫn môi trường bên trong.

Khi tham khảo các kết quả nghiên cứu trước đây về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và các yếu tố ảnh hưởng, nhóm tác giả nhận thấy hầu hết các nghiên cứu được thực hiện dựa trên dữ liệu theo năm của các doanh nghiệp được lựa chọn vào mẫu nghiên cứu. Các tác giả đặt nghi vấn rằng liệu khi đo lường hiệu quả kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng bằng dữ liệu với kỳ hạn không phải kỳ hạn năm thì các kết luận có tương tự hay không. Các kết quả nghiên cứu hiện tại chưa cung cấp câu trả lời đầy đủ và rõ ràng cho nghi vấn đó. Do đó, nhóm tác giả kế thừa những kết quả nghiên cứu đã công bố, thực nghiệm nghiên cứu tác động của một số nhân tố lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết ở Việt Nam để góp phần làm sáng tỏ nghi vấn nói trên.

2. Tổng quan nghiên cứu

Trước hết, trong các nghiên cứu đã thực hiện thường sử dụng ROE - tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu, hoặc ROA - tỷ suất sinh lời tổng tài sản, hoặc cả ROA lẫn ROE để phản ánh hiệu quả kinh doanh. Chẳng hạn, Xu & cộng sự (2005) sử dụng ROE, còn Zeitun & Tian (2014) lại lựa chọn ROA. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong nước và nước ngoài gần đây về chủ đề hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp có xu hướng sử dụng cả ROA lẫn ROE để phản ánh hiệu quả kinh doanh của một doanh nghiệp, như các nghiên cứu của Salim & Yadav (2012), Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014), Đặng Ngọc Hùng (2015), Mule & cộng sự (2015), Vu, T. & cộng sự (2020), Hoàng Tuấn Sinh (2021). Tuy vậy, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp còn được phản ánh bằng một số chỉ tiêu khác, chẳng hạn Dương Thu Minh (2017) còn đề cập đến hiệu quả kinh doanh bằng vòng quay tài sản.

Về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, với nhiều góc độ tiếp cận và phương pháp nghiên cứu, các nghiên cứu trước đây đã đề cập đến nhiều nhân tố khác nhau:

Cơ cấu vốn và cơ cấu tài sản

Xu & cộng sự (2005) nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh bằng dữ liệu của 1.130 công ty niêm yết tại Thượng Hải, chỉ ra rằng hiệu quả kinh doanh có mối liên hệ có ý nghĩa thống kê với cấu trúc vốn và quy mô công ty. Về sau này, nhiều nghiên cứu đã bổ sung thêm hoặc phát triển thêm nhằm khẳng định mối quan hệ tác động của cấu trúc vốn tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, chẳng hạn nghiên cứu của Salim & Yadav (2012) với doanh nghiệp Malaysia, nghiên cứu của Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014), của Đặng Ngọc Hùng (2015), Trần Thị Kim Anh & Đỗ Thành Trung (2016) và nghiên cứu của Nguyễn Lê Cường & Nguyễn Phương Anh (2020) với doanh nghiệp Việt Nam.

Bên cạnh đó, ảnh hưởng của cơ cấu tài sản tới hiệu quả kinh doanh cũng được đề cập tới và chứng minh bằng thực nghiệm. Với các doanh nghiệp Việt Nam, điển hình có thể kể tới nghiên cứu của Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014), Tô Thị Thanh Trúc & Nguyễn Đình Thiên (2015), Trần Thị Kim Anh & Đỗ Thành Trung (2016), Nguyễn Lê Cường & Nguyễn Phương Anh (2020), Vu, T. & cộng sự (2020).

Hiệu suất sử dụng tài sản

Raheman & cộng sự (2010) khi nghiên cứu hiệu quả của doanh nghiệp ở Pakistan, đã chứng minh rằng hiệu suất sử dụng tài sản tác động ngược chiều lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ở Việt Nam,

Đặng Ngọc Hùng (2015) cũng thực nghiệm với 453 công ty niêm yết giai đoạn 2010 - 2013, kết quả đã chứng minh vòng quay tài sản (phản ánh hiệu suất sử dụng tài sản) có tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Quy mô công ty

Ngoài Xu & cộng sự (2005) đề cập tới ảnh hưởng của quy mô công ty lên hiệu quả kinh doanh, Prasetyantoko & Parmono (2012) dựa trên số liệu của 238 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Indonesia trong giai đoạn 1944 - 2004, nghiên cứu sự thay đổi trong mối quan hệ giữa quy mô tài sản với hiệu quả kinh doanh khi nền kinh tế có những biến động trong thời kỳ trước và sau khủng hoảng, cho thấy quy mô tài sản có tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Nhận định này cũng được Younis & Sundarakani (2019) ủng hộ. Kết quả này cũng được Đặng Ngọc Hùng (2015), Nguyễn Lê Cường & Nguyễn Phương Anh (2020) thực nghiệm và chứng minh với công ty niêm yết tại Việt Nam.

Ngoài những nghiên cứu sử dụng quy mô tài sản (hồi quy bằng giá trị logarit của tổng tài sản) thì cũng có nghiên cứu sử dụng quy mô doanh thu để đại diện quy mô công ty trong phân tích. Mule & cộng sự (2015) phản ánh quy mô công ty đo bằng logarit tự nhiên của doanh thu, đã kết luận rằng quy mô công ty tác động dương và có ý nghĩa thống kê lên ROE nhưng lại không tác động tới ROA của doanh nghiệp.

Vậy, trong các phân tích có thể sử dụng quy mô tài sản, quy mô doanh thu hoặc sử dụng đồng thời cả 2 cách để đo lường quy mô công ty.

Nhân tố khác thuộc đặc điểm hoạt động của doanh nghiệp

Ngoài các nhân tố kể trên, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được chứng minh là chịu ảnh hưởng từ một số nhân tố khác thuộc đặc điểm hoạt động doanh nghiệp. Đặng Thị Hương & Nguyễn Thị Hồng Nga (2018) dựa trên kết quả biến đổi phương trình Dupont và các nghiên cứu trước đây, sử dụng dữ liệu từ 154 doanh nghiệp xây dựng niêm yết 2012-2016 để phân tích, đã đưa ra những nhận định về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong đó có ROS (tác động cùng chiều tới ROA).

Mặt khác, khi phản ánh hiệu quả kinh doanh bằng ROE, trong các nghiên cứu kể trên cũng nhận định rằng ROA của doanh nghiệp cũng có mối quan hệ tác động, có ý nghĩa thống kê, tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Quy mô của hội đồng quản trị

Chu Thị Thu Thủy (2020) đã chứng minh quy mô của hội đồng quản trị có ảnh hưởng cùng chiều đến hiệu quả tài chính (ROA) của doanh nghiệp bằng dữ liệu của 654 công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2016 - 2018. Ngoài kết luận này, nghiên cứu của Chu Thị Thu Thủy (2020) còn đưa ra nhiều kết luận có ý nghĩa về các đặc trưng khác của hội đồng quản trị lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cùng chủ đề nghiên cứu, Younis & Sundarakani (2019) cũng tiến hành thực nghiệm và phát hiện ra quy mô doanh nghiệp, quy mô hội đồng quản trị có mối quan hệ thuận chiều với hiệu quả hoạt động tại UEA.

Như vậy, chủ đề nghiên cứu về hiệu quả kinh doanh đã có nhiều nghiên cứu thực hiện, công bố trong và ngoài nước. Song ***các nghiên cứu thường đánh giá hiệu quả kinh doanh và nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh trên cơ sở đo lường các*** chỉ tiêu theo năm. Nhóm tác giả đã tìm hiểu các kết quả nghiên cứu trước đây về hiệu quả kinh doanh, về các nhân tố ảnh hưởng, để xem liệu rằng trong các kỳ hạn ngắn hơn (chẳng hạn theo kỳ hạn các quý), thì các nhân tố như vòng quay tài sản, quy mô công ty, cấu trúc vốn và cấu trúc tài sản, tỷ suất lợi nhuận biên hay quy mô hội đồng quản trị có còn thể hiện quan hệ tác động có ý nghĩa thống kê tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp hay không. Kết quả tìm hiểu cho thấy rằng, phân tích bằng một bộ dữ liệu theo quý một mặt có thể giúp kiểm chứng thêm mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, mặt khác góp phần bổ sung thêm minh chứng thực tế từ kết quả nghiên cứu bằng bộ dữ liệu theo quý. Hơn nữa, trong những nghiên cứu cùng chủ đề về nhóm công ty niêm yết xây dựng, bất động sản chưa thấy những nghiên cứu khái quát một cách hệ thống mối quan hệ ảnh hưởng của các nhân tố đã đề cập ở trên tới hiệu quả kinh doanh ở cả ba góc độ đánh giá là ROE, ROA và vòng quay tài sản trong cùng phạm vi thời gian và không gian nghiên cứu.

3. Phương pháp nghiên cứu

Cũng từ kết quả tổng quan tài liệu, hiệu quả kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được lựa chọn và đưa vào mô hình nghiên cứu dự kiến như trình bày trong Bảng 1.

Để thực hiện phân tích thực nghiệm, nhóm tác giả tổng hợp dữ liệu từ 107 công ty xây dựng và bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015 - 2020 (gồm 24 quý). Dữ liệu bảng được thu thập và tổng hợp từ dữ liệu trên website www.finance.vietstock.vn từ 107 công ty xây dựng và bất động sản có đủ dữ liệu của 24 quý nói trên.

Hiệu quả kinh doanh thường được phản ánh bằng ROE, ROA, VQTS, do đó, nhóm tác giả phân tích mối quan hệ giữa các nhân tố với hiệu quả kinh doanh bằng 3 mô hình:

Mô hình 1: ROE và các nhân tố ảnh hưởng

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 VQTS + \beta_3 QMO + \beta_4 QMO2 + \beta_5 HSN + \beta_6 TSNH_TS + \beta_7 TSCD_TS + \beta_8 ROS +$$

Bảng 1: Các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Xác định	Nghiên cứu đã sử dụng
Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu bình quân	Xu & cộng sự (2005) Đặng Ngọc Hùng (2015) Vu, T. & cộng sự (2020) Hoàng Tuấn Sinh (2021)
Tỷ suất sinh lời tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tài sản bình quân	Zeitun & Tian (2014) Đặng Ngọc Hùng (2015) Vu, T. & cộng sự (2020) Hoàng Tuấn Sinh (2021)
Vòng quay tài sản	VQTS	Doanh thu/ Tài sản bình quân	Dương Thu Minh (2017) Raheman & cộng sự (2010)
Quy mô công ty: + Tổng tài sản + Doanh thu	QMO QMO2	Giá trị tổng tài sản Tổng doanh thu (Tổng tài sản và tổng doanh thu sử dụng giá trị logarit khi hồi quy)	Prasetyantoko & Parmono (2012) Mule & cộng sự (2015) Nguyễn Lê Cường & Nguyễn Phương Anh (2020) Younis & Sundarakani (2019)
Hệ số nợ	HSN	Tổng nợ/ Tổng tài sản	Salim & Yadav (2012) Trần Thị Kim Anh & Đỗ Thành Trung (2016)
Tỷ lệ tài sản ngắn hạn	TSNH_TS	Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	Tô Thị Thanh Trúc & Nguyễn Đình Thiên (2015)
Tỷ lệ tài sản cố định	TSCD_TS	Tài sản cố định/ Tổng tài sản	Trần Thị Kim Anh & Đỗ Thành Trung (2016) Vu, T. & cộng sự (2020)
Tỷ suất lợi nhuận biên	ROS	Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	Phương trình Dupont; Đặng Thị Hương & Nguyễn Thị Hồng Nga (2018)
Quy mô hội đồng quản trị	C_SIZE	Tổng số thành viên hội đồng quản trị	Chu Thị Thu Thủy (2020) Younis & Sundarakani (2019)

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

$$\beta_9 C_SIZE + i$$

Mô hình 2: ROA và các nhân tố ảnh hưởng

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 VQTS + \beta_2 QMO + \beta_3 QMO2 + \beta_4 HSN + \beta_5 TSNH_TS + \beta_6 TSCD_TS + \beta_7 ROS + \beta_8 C_SIZE + i$$

Mô hình 3: Vòng quay tài sản và các nhân tố ảnh hưởng

$$VQTS = \beta_0 + \beta_1 QMO + \beta_2 QMO2 + \beta_3 HSN + \beta_4 TSNH_TS + \beta_5 TSCD_TS + \beta_6 ROS + \beta_7 C_SIZE + i$$

Từ dữ liệu bảng đã thu thập, các mô hình hồi quy được phân tích bằng STATA 16.0 lần lượt theo quy trình sau:

- Hồi quy bằng OLS
- Hồi quy bằng mô hình tác động cố định FEM
- Hồi quy bằng mô hình tác động ngẫu nhiên REM
- Sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn FEM hay REM
- Hồi quy GLS để khắc phục các sai sót của mô hình (nếu có)

Mô hình nghiên cứu cũng được kiểm định nhằm phát hiện các sai sót như hiện tượng đa cộng tuyến (kiểm định hệ số VIF), hiện tượng phương sai sai số thay đổi (Wald-test), hiện tượng tự tương quan (Wooldridge-test) để khắc phục nếu có.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Sau khi thu thập dữ liệu theo phương pháp nghiên cứu nói trên, bằng STATA 16.0, kết quả phân tích thống kê mô tả của các biến được lựa chọn nghiên cứu thể hiện trong Bảng 2.

Kết quả phân tích hồi quy và kiểm định sai sót của các mô hình như sau:

Mô hình 1: ROE và các nhân tố ảnh hưởng

Bảng 2: Kết quả phân tích thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
ROE	2.568	0,2256247	3,532887	-8,883978	166,9356
ROA	2.568	0,1035847	2,566036	-2,707071	128,2448
VQTS	2.568	0,1465646	0,1450003	-0,0804124	1,281553
QMO	2.568	6,78293	1,438983	3,135494	12,04123
QMO2	2.530	4,222496	1,625042	-3,218876	9,108197
HSN	2.568	0,6062786	0,2043451	0	1
TS_NH	2.568	0,6905745	0,3098401	0	8,432351
TS_CD	2.568	0,0833623	0,1199356	0	0,9133965
ROS	2.534	1,420278	14,97015	-46,6	482,8039
C_SIZE	2.568	1,678315	0,229481	0,6931472	2,397895

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0.

Bảng 3: Kết quả phân tích hồi quy Mô hình 1

	OLS_ROE	FEM_ROE	REM_ROE	GLS_ROE
ROA	1,258***	1,254***	1,256***	1,672***
VQTS	-0,331*	-0,507**	-0,357*	-0,0191
QMO	-0,0717***	0,0614	-0,0741***	-0,00628***
QMO2	0,0627***	0,113***	0,0774***	0,00660***
HSN	0,443***	1,008***	0,657***	0,0685***
TS_NH	-0,0112	0,0907	0,0329	-0,00320
TS_CD	-0,282*	-0,00123	-0,239	-0,0175
ROS	0,0193***	0,0163***	0,0173***	0,00939***
C_SIZE	-0,0482	0,237**	0,0926	-0,00494
_cons	0,181	-1,818***	-0,259	0,000367
	Prob > F = 0,0000	Prob > F = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000
N	2530	2530	2530	2530
R-sq	0,944	0,947		

Hausman-test
Prob>chi2 = 0,0000

Chú thích: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0.

Từ kết quả phân tích bằng STATA16.0 được tổng hợp và trình bày trong Bảng 3 có thể thấy các mô hình phân tích là phù hợp với mức ý nghĩa $\alpha < 5\%$, giá trị R-sp (R^2) khá cao cho biết các biến độc lập giải thích được trên 94% biến động của ROE. Kết quả kiểm định F-test và Hausman-test để lựa chọn mô hình phù hợp cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn.

Kết quả kiểm định nhằm phát hiện sai sót của mô hình nghiên cứu trình bày trong Bảng 4 cho thấy các hệ số VIF cao nhất là 4,20 (trung bình 2,17), vậy có thể chấp nhận mô hình không có hiện tượng Đa cộng tuyến, tuy nhiên có hiện tượng phương sai sai số thay đổi, không có hiện tượng tự tương quan. Khắc phục sai sót của mô hình bằng kiểm định GLS, kết quả đã trình bày trong Bảng 3.

Vậy, với kết quả phân tích hồi quy của Mô hình 1 sau khi khắc phục các sai sót của mô hình bằng kiểm định GLS thì thấy ROA, doanh thu DT (QMO2), hệ số nợ HSN, ROS có tác động cùng chiều với ROE trong khi quy mô tài sản (QMO) có tác động ngược chiều, độ tin cậy $\alpha < 1\%$. Vòng quay tài sản trong các phân tích OLS, FEM và REM có tác động ngược chiều với ROE (mức ý nghĩa $\alpha < 10\%$) song trong kết quả hồi quy GLS thì không thấy có ý nghĩa thống kê. Tương tự, trong mô hình FEM thì quy mô Hội đồng quản trị C_SIZE có tác động cùng chiều với ROE ở mức ý nghĩa $\alpha < 5\%$ song kết quả hồi quy GLS cũng không có ý nghĩa thống kê.

Mô hình 2: ROA và các nhân tố ảnh hưởng

Từ kết quả phân tích tổng hợp trong Bảng 5 có thể thấy ở kết quả hồi quy OLS, FEM và REM đều thấy

Bảng 4: Kết quả kiểm định sai sót của Mô hình 1

Sai sót	Kết quả kiểm định	Có/Không
Đa cộng tuyến	VIF \leq 4,20 (Mean VIF = 2,17)	KHÔNG
Phương sai sai số thay đổi	Prob>chi2 = 0,0000	CÓ
Tự tương quan	Prob > F = 0,3550	KHÔNG

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0.

Bảng 5: Kết quả phân tích hồi quy Mô hình 2

	OLS_ROA	FEM_ROA	REM_ROA	GLS_ROA
VQTS	-1,288***	-1,319***	-1,288***	-0,0676
QMO	-0,296***	-0,398**	-0,296***	-0,0290***
QMO2	0,315***	0,444***	0,315***	0,0269***
HSN	0,0690	0,420	0,0690	0,00211
TS_NH	-0,0201	0,110	-0,0201	0,00113
TS_CD	-0,387	-0,568	-0,387	-0,0175
ROS	0,123***	0,129***	0,123***	0,0669***
C_SIZE	0,0500	-0,0170	0,0500	-0,00579
_cons	0,714*	0,678	0,714*	0,0941*
	Prob > F = 0,0000	Prob > F = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000
N	2530	2530	2530	2530
R-sq	0,495	0,465		
	Hausman-test Prob>chi2 = 0,0000			

Chú thích: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0

VQTS tác động ngược chiều tới ROA với độ tin cậy khá tốt, song kết quả hồi quy GLS lại cho thấy mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê. Trong kết quả hồi quy GLS chỉ có quy mô tài sản QMO có tác động ngược chiều còn quy mô doanh thu QMO2 và ROS tác động cùng chiều (mức ý nghĩa 1%) tới ROA.

Kết quả kiểm định nhằm phát hiện sai sót của mô hình thể hiện trong Bảng 6.

Bảng 6: Kết quả kiểm định sai sót của Mô hình 2

Sai sót	Kết quả kiểm định	Có/Không
Đa cộng tuyến	VIF \leq 4,13 (Mean VIF = 2,05)	KHÔNG
Phương sai sai số thay đổi	Prob>chi2 = 0,0000	CÓ
Tự tương quan	Prob > F = 0,0000	CÓ

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0

Khắc phục các sai sót về phương sai sai số thay đổi và tự tương quan bằng kiểm định GLS, kết quả đã trình bày trong Bảng 5.

Mô hình 3: VQTS và các nhân tố ảnh hưởng

Kết quả kiểm định nhằm phát hiện sai sót của mô hình thể hiện trong Bảng 8:

Khắc phục các sai sót về phương sai sai số thay đổi bằng kiểm định GLS, kết quả đã trình bày trong Bảng 7. Từ kết quả hồi quy, quy mô tài sản QMO và tỷ lệ tài sản cố định TSCD_TS, quy mô thành viên hội đồng quản trị C_SIZE có tác động ngược chiều với vòng quay tài sản (độ tin cậy 1%), trong khi quy mô doanh thu QMO2 và ROS tác động cùng chiều độ tin cậy lần lượt là 1% và 5%.

4.2. Thảo luận

Từ kết quả phân tích hồi quy của 3 mô hình, quy mô tài sản thể hiện quan hệ tác động ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản trong khi quy mô doanh thu có tác động cùng chiều đến hiệu quả kinh doanh ở cả 3 mô hình. Kết quả này hàm ý khi quy mô tài sản của doanh nghiệp tăng lên thì ROA, ROE và vòng quay tài sản giảm xuống. Thực tế khi quy mô tài sản của một doanh nghiệp

Bảng 7: Kết quả phân tích hồi quy Mô hình 3

	OLS_VQTS	FEM_VQTS	REM_VQTS	GLS_VQTS
QMO	-0,0837***	-0,0599***	-0,0786***	-0,0775***
QMO2	0,0827***	0,0846***	0,0835***	0,0791***
HSN	-0,00126	0,0572***	0,0500***	0,00215
TS_NH	-0,00789	-0,00232	-0,00471	-0,00122
TS_CD	-0,0306*	-0,0393	-0,0466**	-0,0299***
ROS	0,000411***	0,000404***	0,000418***	0,000261**
C_SIZE	-0,0351***	-0,0163	-0,0229**	-0,0392***
_cons	0,433***	0,193***	0,343***	0,387***
	Prob > F = 0,0000	Prob > F = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000	Prob > chi2 = 0,0000
N	2530	2530	2530	2530
R-sq	0,617	0,488		
Hausman-test				
Prob>chi2 = 0,0001				

Chú thích: * p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0

Bảng 8: Kết quả kiểm định sai sót của Mô hình 3

Sai sót	Kết quả kiểm định	Có/Không
Đa cộng tuyến	VIF ≤ 1,92 (Mean VIF = 1,39)	KHÔNG
Phương sai sai số thay đổi	Prob>chi2 = 0,0000	CÓ
Tự tương quan	Prob > F = 0,3604	KHÔNG

Nguồn: Kết quả phân tích từ STATA16.0

tăng lên trong điều kiện các yếu tố khác không đổi thì vòng quay tài sản thường chậm lại đồng thời các chỉ tiêu sinh lời như ROE và ROA giảm đi. Kết quả nghiên cứu này cũng phù hợp với những nhận định trước đây của Prasetyantoko & Parmono (2012) về tác động của quy mô tài sản lên ROE. Điều đó cũng chứng tỏ là khi phân tích bằng bộ dữ liệu theo quý cũng cho kết quả tương tự về tác động của quy mô tài sản lên hiệu quả kinh doanh tương tự như bộ dữ liệu theo năm.

Kết quả kiểm định tác động của quy mô doanh thu lên ROA và ROE bổ sung thêm một kết luận ủng hộ nhận định của Mule & cộng sự (2015) khi chỉ ra mối quan hệ cùng chiều của quy mô công ty (qua logarit của doanh thu) lên ROE đồng thời chứng minh tác động cùng chiều của ROA lên ROE. Như vậy, kết quả thực nghiệm bằng bộ dữ liệu theo quý tương đồng với kết quả kiểm định bằng bộ dữ liệu theo năm. Tuy vậy, kết quả nghiên cứu đã bổ sung thêm một kết quả khác biệt so với nghiên cứu của Mule & cộng sự (2015) khi chứng minh quan hệ cùng chiều của quy mô doanh thu lên hiệu quả kinh doanh phản ánh bằng ROA của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản. Kết quả này chứng tỏ có sự khác biệt khi thực nghiệm bằng dữ liệu theo quý.

Các kết quả kiểm định về mối quan hệ tác động giữa vòng quay tài sản lên ROA và ROE trong nghiên cứu này chưa cho thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê của VQTS tác động tới ROA và ROE như kết quả phân tích bằng bộ dữ liệu theo năm của Raheman & cộng sự (2010) trên doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Parkistan.

Về mối quan hệ tác động của cơ cấu nguồn vốn lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam, các kết quả kiểm định đã chỉ ra rằng hệ số nợ (tỷ lệ nợ trên tổng tài sản) thể hiện tác động cùng chiều lên ROE của nhóm doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, có nghĩa là khi các yếu tố khác không đổi tỷ lệ nợ tăng lên làm cải thiện ROE của doanh nghiệp. Kết quả này cho thấy sự tương đồng với những kết quả phân tích từ bộ dữ liệu theo năm của doanh nghiệp. Tuy vậy, các kết quả phân tích trong nghiên cứu này chưa đủ cơ sở để kết luận về mối quan hệ của hệ số nợ, tỷ lệ tài sản ngắn hạn, tỷ lệ tài sản cố định lên ROA của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Trong Mô hình 3, kết quả thực nghiệm chứng minh tỷ lệ tài sản cố định tác động ngược chiều lên hiệu quả hoạt động phản ánh qua vòng quay tài sản. Thực tế mức sử dụng tài sản cố định gia tăng thường làm chậm vòng quay tài sản của

doanh nghiệp, điều đó chứng tỏ kết quả phân tích bằng dữ liệu theo quý cho kết quả tương tự như những nghiên cứu bằng dữ liệu theo năm trước đây.

Tỷ suất lợi nhuận biên ROS tác động cùng chiều lên hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Kết quả này tương đồng với những kết quả nghiên cứu đã công bố trước đó.

Về quy mô (số lượng) thành viên của hội đồng quản trị, trong Mô hình 1 và Mô hình 2 kết quả kiểm định chưa đủ chứng minh tác động của quy mô hội đồng quản trị lên hiệu quả kinh doanh song kết quả kiểm định của Mô hình 3 lại cho thấy tác động ngược chiều của biến này lên vòng quay tài sản, tức là khi quy mô hội đồng quản trị lớn hơn thì vòng quay tài sản của doanh nghiệp giảm xuống. Nhóm tác giả có trao đổi kết quả này với một số chuyên gia về quản trị tài chính doanh nghiệp để làm sáng tỏ kết quả kiểm định thống kê của mô hình. Kết quả này có thể lý giải rằng ở những doanh nghiệp lớn thường có số lượng thành viên hội đồng quản trị lớn, đồng thời những doanh nghiệp này có quy mô tài sản lớn hơn so với mặt bằng chung các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản trong mẫu nghiên cứu. Từ kết quả phân tích trước đó về quan hệ ngược chiều của quy mô tài sản lên hiệu quả kinh doanh, có thể giải thích được mối quan hệ ngược chiều của quy mô hội đồng quản trị lên hiệu quả kinh doanh phản ánh bằng vòng quay tài sản.

5. Kết luận và khuyến nghị

Từ những kết quả nghiên cứu thực nghiệm, có thể rút ra rằng khi phân tích bằng bộ dữ liệu theo quý của doanh nghiệp ngành xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam cho thấy những kết quả tương tự như những kết quả nghiên cứu bằng bộ dữ liệu theo năm đã công bố trước đó, tuy nhiên cũng có những kết quả thể hiện sự khác biệt. Quy mô tài sản tác động ngược chiều tới hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh thu tác động cùng chiều tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam, kết luận này tương tự những nghiên cứu trước đây. Quy mô doanh thu tác động cùng chiều tới hiệu quả kinh doanh đo bằng ROA, đây là kết quả khác biệt với những kết luận từ các nghiên cứu trước đây tiến hành trên bộ dữ liệu theo năm. Các kết luận về tác động của tỷ lệ tài sản cố định, tỷ suất lợi nhuận biên ROS cũng tương tự như những kết quả thực nghiệm bằng dữ liệu theo năm trước đây. Tuy vậy, nghiên cứu này cũng chứng minh được với bộ dữ liệu theo quý có tác động ngược chiều giữa quy mô hội đồng quản trị với hiệu quả kinh doanh đo bằng vòng quay tài sản của doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết.

Cũng từ những kết quả của nghiên cứu, có thể rút ra một số khuyến nghị cho doanh nghiệp bất động sản và xây dựng như sau:

Thứ nhất, hướng tới mục tiêu nâng cao hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp bất động sản nên chú trọng vấn đề phân tích, xác định nhu cầu vốn để có cơ sở hoạch định quy mô vốn đầu tư tối ưu, tránh đầu tư dàn trải vừa lãng phí vốn vừa tốn kém chi phí vốn. Mặt khác, xác định quy mô vốn tối ưu có thể xem là giải pháp cơ sở giúp các doanh nghiệp tránh được vấn đề giảm hiệu suất sử dụng vốn và hiệu quả kinh doanh khi quy mô tài sản tăng nhanh hơn kết quả kinh doanh. Bên cạnh đó, việc xác định cơ cấu vốn hợp lý cũng là vấn đề quan trọng cần chú ý trong quản trị tài chính các doanh nghiệp bất động sản và xây dựng vì những ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến doanh nghiệp không chỉ dừng ở vấn đề hiệu quả kinh doanh, mà còn ảnh hưởng tới rủi ro, chi phí vốn, giá trị doanh nghiệp, an ninh tài chính của doanh nghiệp.

Thứ hai, doanh nghiệp bất động sản và xây dựng cần tăng cường quản trị doanh thu và kiểm soát chi phí. Kết quả nghiên cứu đã chứng minh doanh thu và ROS có tác động thuận lên hiệu quả kinh doanh, do đó các hoạt động nhằm tăng cường quản trị doanh thu và chi phí, hướng tới kết quả gia tăng doanh thu đồng thời kiểm soát tốt chi phí sẽ tạo ra những tín hiệu tích cực về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp bởi khi đó vòng quay tài sản, ROS cũng được cải thiện theo.

Thứ ba, do cấu trúc tài sản có ảnh hưởng trực tiếp tới hiệu quả kinh doanh, nên các doanh nghiệp bất động sản và xây dựng nên quan tâm hơn nữa đến vấn đề đầu tư sử dụng tài sản, nhất là tài sản cố định. Do đặc thù sản xuất kinh doanh của ngành bất động sản và xây dựng, đảm bảo tốt công tác quản trị và sử dụng hiệu quả tài sản cố định là thiết thực, đảm bảo hoạt động kinh doanh ổn định đồng thời có thể kiểm soát rủi ro hoạt động liên quan đến cấu trúc tài sản của doanh nghiệp.

Thứ tư, cần chú trọng công tác phân tích và dự báo, vì kết quả phân tích và dự báo giữ vai trò quan trọng, cung cấp thông tin hữu ích cho các nhà quản trị doanh nghiệp, là căn cứ hoạch định kế hoạch kinh doanh và xây dựng chiến lược điều hành, phát triển doanh nghiệp.

Các tác giả cũng đề xuất rằng để các kết luận có độ chính xác, khách quan hơn, cần có những phân tích dựa trên kết quả kiểm định so sánh giữa bộ dữ liệu theo năm và bộ dữ liệu theo quý, đồng thời cần mở rộng quy mô mẫu nghiên cứu để các kết luận thực nghiệm có tính đại diện cao hơn, hệ thống các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được bổ sung đầy đủ và toàn diện hơn.

Tài liệu tham khảo

- Chu Thị Thu Thủy (2020), 'Tác động của đặc trưng hội đồng quản trị đến hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(3), 43-60.
- Đặng Ngọc Hùng (2015), 'Nghiên cứu các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Phát triển khoa học và Công nghệ*, 29(2015), 84-89.
- Đặng Thị Hương & Nguyễn Thị Hồng Nga (2018), 'Yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm từ dữ liệu của các doanh nghiệp Xây dựng Việt Nam niêm yết', *Tạp chí Khoa học & Công nghệ*, 46(2018), 68-72.
- Dương Thu Minh (2017), 'Nghiên cứu lý luận về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp', *Tạp chí Tài chính*, 665(2017), 48-50.
- Hoàng Tuấn Sinh (2021), 'Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến kết quả hoạt động của các công ty niêm yết Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, 757, 30-32.
- Mule, K. R., Mukras, M. S., & Nzioka, O. M. (2015), 'Corporate size, profitability and market value: An econometric panel analysis of listed firms in Kenya', *European Scientific Journal*, 11(13), 376-396.
- Nguyễn Lê Cường & Nguyễn Phương Anh (2020), 'Yếu tố tác động đến hiệu quả kinh doanh: Thực tiễn các công ty chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, 728, 44-46.
- Prasetyantoko, A., & Parmono, R. (2012), 'Does firm size matter? An empirical study of firm performance in Indonesia', *International Research Journal of Business Studies*, 2(2), 87-97.
- Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo, (2014), 'Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 33, 65-71
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., & Bodla, M. A. (2010), 'Working capital management and corporate performance of manufacturing sector in Pakistan', *International Research Journal of Finance and Economics*, 47(1), 156-169.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Tô Thị Thanh Trúc & Nguyễn Đình Thiên (2015) 'Ảnh hưởng của chính sách vốn lưu động đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, 10(2), 101-110.
- Trần Thị Kim Anh & Đỗ Thành Trung (2016), 'Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty cổ phần niêm yết trong lĩnh vực Vận tải - Kho bãi', *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, 85(2016), 103-112
- Vu, T., Le, T., & Nguyen, T. (2020), 'The impact of capital structure on the performance of construction companies: A study from Vietnam stock exchange', *Accounting*, 6(2), 169-176.
- Xu, W., Xu, X., & Zhang, S. (2005), 'An empirical study on relationship between corporation performance and capital structure', *China-USA Business Review*, 4(4), 49-53.
- Younis, H., & Sundarakani, B. (2019), 'The impact of firm size, firm age and environmental management certification on the relationship between green supply chain practices and corporate performance', *Benchmarking: An International Journal*, 27(1), 319-346.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014), 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan', *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1, 40-53.