

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG TP. HỒ CHÍ MINH

-----***-----

QUAN ĐIỂM TRANG

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN
TỶ SUẤT SINH LỜI CỦA DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

LUẬN VĂN THẠC SĨ

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2020

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGÂN HÀNG THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

-----***-----

QUAN ĐIỂM TRANG

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN
TỶ SUẤT SINH LỜI CỦA DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN
NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 8.34.02.01

LUẬN ÁN VĂN THẠC SĨ

Người hướng dẫn khoa : PGS. TS. LÊ PHAN THỊ DIỆU THẢO

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2020

TÓM TẮT

1. Phần tiếng việt

1.1. Tiêu đề

Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

1.2. Tóm tắt

Lý do chọn đề tài nghiên cứu: Thị trường bất động sản có vai trò quan trọng trong sự phát triển của nền kinh tế; vì thế doanh nghiệp bất động sản nên làm gì để duy trì hoạt động kinh doanh, tạo ra tỷ suất sinh lời cao. Mặt khác, để đạt được kết quả kinh doanh tốt và gia tăng giá trị doanh nghiệp thì doanh nghiệp nên nắm rõ các nhân tố nào ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của công ty.

Mục tiêu nghiên cứu: Kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp ngành bất động sản; từ đó đưa ra các gợi ý về chính sách nhằm nâng cao tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

Phương pháp nghiên cứu: Phương pháp thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích hồi quy dữ liệu bảng không cân bằng.

Kết quả nghiên cứu: Nghiên cứu đã xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết và đánh giá mức độ tác động của các nhân tố này đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản. Từ đó, nghiên cứu gợi ý các giải pháp để gia tăng tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

Kết luận và hàm ý: Kết quả nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng khẳng định các lý thuyết và các nghiên cứu trước về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, nghiên cứu cũng đưa ra các gợi ý mà các doanh nghiệp bất động sản có thể tham khảo trong tương lai nhằm quản lý, điều hành và phát triển doanh nghiệp theo hướng tích cực để đạt hiệu quả tài chính tốt hơn.

1.3. Từ khóa: Nhân tố ảnh hưởng, tỷ suất sinh lời, ROA, ROE, TOBIN's Q.

2. English

2.3. Title:

Factors affecting the profitability of real estate companies listed on the Vietnamese stock market.

2.2. Abstract

Reasons for writing: The real estate market plays an important role in the development of the economy; therefore, what should real estate companies do to maintain business activities and creating high profitability rates. On the other hand, enterprises should understand clearly which factors affect the company's financial to achieve good business results and increase business value.

Problem: Examining the factors affecting the profitability of real estate businesses; from there, the study gives suggestions on policies to improve the profitability of real estate businesses on the Vietnamese stock market in the future.

Methods: Descriptive statistical methods, analysis of correlation and regression analysis of unbalanced table data.

Results: The study has identified the factors affecting the profitability of real estate businesses and assessed the impact of these factors on the profitability of real estate businesses. From there, the study suggests solutions to increase the profitability of real estate companies listed on Vietnamese stock market in the future.

Conclusion: The research results provide additional evidence confirming theories and previous studies on the factors affecting the profitability of real estate companies listed on the Vietnamese stock market. Furthermore, the study also gives suggestions that real estate businesses are able to refer to in the future to manage, operate and develop businesses in a positive direction for better financial efficiency.

2.3 Keywords: Factors, profitability rate, ROA, ROE, TOBIN's Q.

LỜI CAM ĐOAN

Tôi tên Quan Diễm Trang là học viên lớp cao học CH21B1 tại trường Đại học Ngân Hàng TP.HCM niên khóa 2019 – 2021. Tôi là tác giả của luận văn tốt nghiệp “Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”

Luận văn tốt nghiệp này do tôi viết ra và chưa từng được trình nộp để lấy học vị thạc sỹ ở bất cứ một trường đại học nào. Luận văn là nghiên cứu của riêng tôi, kết quả nghiên cứu là trung thực, trong đó không có các nội dung đã công bố trước đây hoặc các nội dung do người khác thực hiện ngoại trừ các trích dẫn đã dẫn nguồn đầy đủ trong luận văn.

Tôi xin cam đoan những thông tin trên là hoàn toàn đúng sự thật và tôi sẽ chịu trách nhiệm về lời cam đoan này.

TP. Hồ Chí Minh, ngày tháng năm 2020

Người cam đoan

Quan Diễm Trang

LỜI CẢM ƠN

Trước tiên, tôi xin bày tỏ sự cảm ơn chân thành đến Quý Thầy Cô Trường Đại Học Ngân Hàng TP.HCM luôn luôn nhiệt tình truyền đạt không những về mặt kiến thức mà còn chia sẻ những kinh nghiệm thực tế trong suốt chương trình đào tạo thạc sỹ chuyên ngành Tài chính – Ngân hàng mà tôi đã được tham gia.

Đặc biệt, tôi trân trọng cảm ơn PGS. TS. Lê Phan Thị Diệu Thảo đã tận tình, chu đáo hướng dẫn phương pháp nghiên cứu khoa học, nội dung nghiên cứu đồng thời luôn sát cánh động viên tinh thần tôi để giúp tôi củng cố và mở rộng thêm kiến thức để có thể hoàn thành luận văn này.

Tôi cũng cảm ơn Thầy Cô Khoa Sau đại học đã hỗ trợ tôi và tập thể lớp CH21B1 hoàn thành khóa học chương trình Thạc sỹ Tài chính Ngân hàng.

Nhân đây, tôi gửi lời tri ân sâu sắc đến gia đình luôn luôn đồng hành cũng như tạo mọi điều kiện thuận lợi nhất để tôi có thể chuyên tâm dành thời gian để tham dự đầy đủ các buổi học cũng như hoàn thành luận văn.

Trong quá trình thực hiện luận văn, dù đã cố gắng trao đổi và tiếp thu những ý kiến đóng góp của Quý Thầy Cô cũng như không ngừng nghiên cứu các tài liệu để có thể hoàn thiện luận văn nhưng cũng khó tránh khỏi thiếu sót. Do đó, tôi rất mong Quý Thầy Cô thông cảm và có những đóng góp ý kiến để luận văn hoàn chỉnh hơn.

Quan Diễm Trang

MỤC LỤC

TÓM TẮT	i
ABSTRACT	Error! Bookmark not defined.
LỜI CAM ĐOAN	iii
LỜI CẢM ƠN	iv
MỤC LỤC.....	
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT	v
DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH.....	v
DANH MỤC BẢNG BIỂU	vi
DANH MỤC HÌNH	vi
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU	1
1.1 Lý do nghiên cứu.....	1
1.2 Mục tiêu nghiên cứu	4
1.3 Câu hỏi nghiên cứu	5
1.4 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu	5
1.5 Phương pháp nghiên cứu	5
1.6 Ý nghĩa nghiên cứu.....	6
1.7 Cấu trúc của luận văn	6
KẾT LUẬN CHƯƠNG 1	7
CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT	8
VÀ NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN.....	8
2.1 Tỷ suất sinh lời	8
2.2 Cơ sở lý thuyết.....	12
2.3 Các nghiên cứu có liên quan.....	13
Bảng 2.1. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm	22
2.4 Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời.....	30
KẾT LUẬN CHƯƠNG 2	34

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU	35
3.1 Giả thuyết nghiên cứu.....	35
3.2 Mô hình nghiên cứu	42
Hình 3.1. Khái quát mô hình nghiên cứu	43
3.3 Dữ liệu	46
Bảng 3.1. Thống kê dữ liệu mẫu nghiên cứu	47
Hình 3.2. Biểu đồ mẫu nghiên cứu trong giai đoạn 2008 – 2019	47
3.4 Trình tự nghiên cứu	48
Hình 3.3. Trình tự nghiên cứu.....	49
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3	54
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN.....	54
4.1 Thiết kế mô tả biến	54
Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến.....	55
4.2 Phân tích tương quan	58
Bảng 4.2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình ROA.....	59
Bảng 4.3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình ROE	59
Bảng 4.4. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình TOBIN's Q	60
4.3 Phân tích hồi quy	61
Bảng 4.5. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu ROA, ROE và TOBIN's Q	61
Bảng 4.6. Kết quả kiểm định F-test của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q	64
Bảng 4.7. Kết quả kiểm định Hausman của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q ...	64
Bảng 4.8. Kiểm định đa cộng tuyến.....	65
Bảng 4.9. Kiểm định phương sai sai số thay đổi của mô hình ROA, ROE	66
và TOBIN's Q	66
Bảng 4.10. Kiểm định tự tương quan.....	66
Bảng 4.11. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu ROA, ROE và TOBIN's Q theo GLS	67
4.4 Thảo luận kết quả phân tích.....	68
KẾT LUẬN CHƯƠNG 4	77

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH	78
5.1 Kết luận.....	78
Bảng 5.1. Bảng tóm tắt kết quả nghiên cứu	78
5.2 Gợi ý chính sách	80
5.3 Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo	86
KẾT LUẬN CHƯƠNG 5	87
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	
PHỤ LỤC 1: DANH SÁCH 60 DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN TRONG MẪU NGHIÊN CỨU	
PHỤ LỤC 2: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG VIỆT

Từ viết tắt	Cụm từ tiếng Việt
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
TNDN	Thu nhập doanh nghiệp
TP.HCM	Thành phố Hồ Chí Minh

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT TIẾNG ANH

Từ viết tắt	Cụm từ tiếng Anh	Cụm từ tiếng Việt
CPI	Consumer price index	Chỉ số giá tiêu dùng
FEM	Fixed effect model	Mô hình tác động cố định
GDP	Gross domestic product	Tổng sản phẩm trong nước
GLS	Generalized least squares	Bình phương tối thiểu tổng quát
GICS	Global industry Classification Standards	Chuẩn phân ngành toàn cầu
HOSE	Ho Chi Minh Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
HNX	Ha Noi Stock Exchange	Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội
OLS	Ordinary least squares	Phương pháp bình phương nhỏ nhất
Pooled OLS	Pooled ordinary least squares	Mô hình hồi quy gộp
REM	Random effect model	Mô hình tác động ngẫu nhiên
ROA	Return on Assets	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản
ROE	Return on Equity	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Bảng 2.1. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm	22
Bảng 3.1. Thống kê dữ liệu mẫu nghiên cứu	47
Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến.....	55
Bảng 4.2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình ROA	59
Bảng 4.3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình ROE	59
Bảng 4.4. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình TOBIN's Q	60
Bảng 4.5. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu ROA, ROE và TOBIN's Q	61
Bảng 4.6. Kết quả kiểm định F-test của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q	64
Bảng 4.7. Kết quả kiểm định Hausman của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q	64
Bảng 4.8. Kiểm định đa cộng tuyến.....	65
Bảng 4.9. Kiểm định phương sai sai số thay đổi của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q	66
Bảng 4.10. Kiểm định tự tương quan.....	66
Bảng 4.11. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu	67
Bảng 5.1. Bảng tóm tắt kết quả nghiên cứu	78

DANH MỤC HÌNH

Hình 3.1. Khái quát mô hình nghiên cứu	43
Hình 3.2. Biểu đồ mẫu nghiên cứu trong giai đoạn 2008 – 2019	47
Hình 3.3. Trình tự nghiên cứu.....	49

CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

Chương 1 trình bày lý do chọn đề tài nghiên cứu, qua đó xác định mục tiêu nghiên cứu tổng quát và mục tiêu nghiên cứu cụ thể gắn với các câu hỏi nghiên cứu, phạm vi, đối tượng nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu. Đồng thời, chương này cũng trình bày ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài. Cuối chương 1 là phần cấu trúc tổng thể các chương của đề tài.

1.1 Lý do nghiên cứu

Thị trường bất động sản đóng vai trò khá quan trọng quá trình thúc đẩy sự phát triển kinh tế - xã hội của đất nước; mặt khác nhu cầu về nhà ở của người dân không ngừng gia tăng do số lượng dân số ngày càng tăng cao. Theo điều tra của Tổng cục thống kê ngày 1/4/2015, dân số Việt Nam là 91,46 triệu người, tăng 6,5% so với năm 2005; riêng năm 2015, dân số sống tại Hà Nội là 7,18 triệu người và tại TP.HCM là 8,1 triệu người. Theo thông cáo báo chí kết quả tổng điều tra dân số và nhà ở năm 2019 tại thời điểm 0 giờ ngày 1/4/2019, dân số Việt Nam là 96,2 triệu người; trong đó dân số tại Hà Nội là 8,05 triệu dân và dân số tại TP.HCM là 8,99 triệu dân. Trong báo cáo tại hội nghị trực tuyến ngày 11/07/2019 nêu rằng mật độ dân số ở Việt Nam tăng từ 259 người/km² (năm 2009) lên 290 người/km² (năm 2019); trong đó ở TP.HCM, mật độ dân số năm 2019 là 4.363 người/km² còn Hà Nội là 2.398 người/km² (Nguyễn Bích Lâm, 2019). Với các số liệu thống kê có thể thấy TP.HCM được xem là thành phố đông dân nhất cả nước; do đó nhu cầu nhà ở của người dân khá lớn và được dự đoán sẽ tiếp tục tăng trong thời gian sắp tới. Theo thống kê từ Sở Xây dựng TP.HCM, tính đến tháng 06/2019, diện tích nhà ở bình quân đầu người tại TP.HCM đạt 19,9m²; dự kiến cuối năm 2020 sẽ đạt 20,3m²/người.

Giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2019, nền kinh tế Việt Nam nói chung gặp nhiều thăng trầm do bị ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 – 2009 vì cho vay dưới chuẩn và thị trường bất động sản cũng không nằm ngoài vòng xoáy ảnh hưởng đó và khiến cho thị trường bất động sản chuyển về trạng thái rơi tự do. Vào thời điểm năm 2007 với tín hiệu tích cực từ nền kinh tế khi Việt Nam mới vừa gia nhập WTO và sự bùng nổ của thị trường chứng khoán do đó nguồn vốn thặng dư lớn từ thị trường chứng khoán đã dịch chuyển sang thị trường bất động sản. Cụ

thể, giá đất tăng nhanh trong thời gian ngắn đã thu hút mọi thành phần trong xã hội kể cả doanh nghiệp tư nhân hay cả các tập đoàn lớn đều tham gia bỏ vốn vào kinh doanh bất động sản; thậm chí sử dụng nguồn vốn vay ở mức tối đa với mục tiêu giải ngân cho sản xuất kinh doanh sau đó lại rút ra để đầu tư bất động sản; đây được xem là cơn sốt đất thứ ba của thị trường bất động sản (cơn sốt đất thứ nhất là vào năm 1993 – 1994 và cơn sốt đất thứ hai là vào năm 2000 – 2002). Khi nguồn vốn vay năm 2008 bị thắt chặt và lãi suất huy động tăng vọt từ 9% - 10% lên 17% - 18% trong khi lãi suất cho vay tăng cao thậm chí lên 23% - 24%; hàng loạt dự án không thể triển khai và bong bóng bất động sản đã nổ ra khiến cho thị trường bất động sản đóng băng và rơi xuống đáy sâu trong giai đoạn 2010 - 2013. Thị trường bất động sản bắt đầu hồi phục vào cuối năm 2014 với sự hỗ trợ tích cực từ các chính sách vĩ mô của Nhà Nước nhằm kiềm chế lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; đặc biệt sự ra đời của Luật kinh doanh Bất động sản đã mở ra nhiều cơ hội phát triển cho thị trường bất động sản. Đến năm 2017 thị trường bất động sản phát triển mạnh mẽ trở lại và kéo dài sang năm 2018; song sang năm 2019 thị trường bất động sản được đánh giá có sự sụt giảm mạnh mẽ cả về nguồn cung và số lượng giao dịch. Nguyên nhân là do sự khủng hoảng về pháp lý cũng như động thái siết chặt tín dụng bất động sản của Chính phủ và sự tác động khách quan của nền kinh tế.

Trước áp lực gia tăng dân số ở hai thành phố lớn nhất nước đòi hỏi nhu cầu nhà ở tăng cao. Vì thế, nhiều công ty kinh doanh bất động sản đã được thành lập tạo nguồn cung cho thị trường bất động sản nói chung và thị trường nhà đất, căn hộ chung cư nói riêng. Do đó dẫn đến thị hiếu đầu tư vào bất động sản của các nhà đầu tư bên cạnh nhu cầu mua để ở của các khách hàng cũng có chiều hướng gia tăng. Mặt khác, với lợi nhuận khá cao đạt được từ thị trường bất động sản đã thúc đẩy nhiều doanh nghiệp mở rộng hơn nữa về quy mô hoạt động, từ đó cũng tạo nên những cơn sốt ảo trong khi nhu cầu thực của thị trường vẫn tồn tại nhưng chưa tiếp cận được với nguồn cung thực sự. Bên cạnh những thuận lợi, thị trường bất động sản cũng còn gặp phải những khó khăn như bị ảnh hưởng bởi các yếu tố vĩ mô, cụ thể là những chính sách nhằm kiềm chế lạm phát của Nhà nước như chính sách về lãi suất cho

vay, chính sách hạn chế vay phi sản xuất,...đã gây cho doanh nghiệp kinh doanh bất động sản nhiều khó khăn và thách thức.

Mặc dù vậy, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản vẫn còn gặp rất nhiều khó khăn do sự trầm lắng của thị trường bất động sản từ cuối năm 2018 đến cuối năm 2019, trong khi tình hình tài chính của các công ty cũng đầy khó khăn khi nguồn vốn của doanh nghiệp đã đổ vào các dự án nhưng khả năng tiêu thụ sản phẩm vẫn còn thấp. Doanh nghiệp vừa phải gánh nặng lãi vay ngân hàng, vừa phải xoay vòng nguồn tiền để thanh toán cho các nhà thầu vừa phải chịu áp lực về mặt pháp lý khi thực hiện dự án. Riêng đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết còn phải đối diện với việc phải đảm bảo quyền lợi cho cổ đông và gia tăng giá trị doanh nghiệp rồi phải đảm bảo sự công khai và minh bạch khi niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Với đặc trưng chu kỳ phát triển của thị trường bất động sản là 10 năm, khung thời gian nghiên cứu từ năm 2008 đến năm 2019 sẽ phản ánh đầy đủ diễn biến của thị trường bất động sản Việt Nam với những thăng trầm. Neil MacGregor (2020) nhận định rằng giữa năm 2008 là chu kỳ thoái trào của thị trường bất động sản; ở Việt Nam, nhà đất sụt giá, giảm ước tính 30% - 40% chỉ trong thời gian ngắn và tồn kho bất động sản năm 2012 lên tới trên 100.000 tỷ đồng. Theo số liệu thống kê của Bộ Xây Dựng về hàng tồn kho bất động sản tính đến ngày 20/12/2018 là khoảng 22.825 tỷ đồng. Tuy nhiên, Hiệp hội Bất động sản TP.HCM (HoREA) lại cho rằng con số này của Bộ Xây dựng phản ánh chưa đầy đủ vì với 65 doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết, tổng giá trị hàng tồn kho tới cuối năm 2018 đã xấp xỉ 202.000 tỷ đồng. Đối với doanh nghiệp bất động sản, hàng tồn kho thường có giá trị rất lớn, gây ảnh hưởng đáng kể đến chi phí và dẫn đến giảm lợi nhuận của doanh nghiệp; thậm chí có thể khiến cho doanh nghiệp phá sản.

Trước những thách thức như vậy, các doanh nghiệp bất động sản trong hơn một thập kỷ qua đã và đang đối mặt với nhiều khó khăn; thậm chí có nhiều doanh nghiệp đã không thể trụ lại với thị trường mà đành ngậm ngùi tuyên bố giải thể hay bị sáp nhập với doanh nghiệp cùng ngành mạnh hơn về vốn. Trải qua những giai

đoạn khó khăn của thị trường bất động sản, doanh nghiệp nào vững về tiềm lực và khả năng tài chính sẽ tiếp tục tạo ra nguồn cung cho thị trường.

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước về các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp như Vătavu (2014), Kanwal và Nadeem (2013), Ghafoorifard và các cộng sự (2014), Almajali và các cộng sự (2012), Omondi và Muturi (2013), Pratheepan (2014), Nireesh và Thirunavukkrasu (2014), Akben-Selcuk (2016), Huang (2017), Quan Minh Nhứt và Lý Thị Phương Thảo (2004), Trần Tiến Dũng (2018), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019), Đoàn Thị Thu Trang (2019) song bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản hầu như rất ít. Trong khi đó, thị trường bất động sản có vai trò quan trọng trong sự phát triển của nền kinh tế; vì thế doanh nghiệp bất động sản nên làm gì để duy trì hoạt động kinh doanh, tạo ra tỷ suất sinh lời cao là một câu hỏi lớn. Để đạt được kết quả kinh doanh tốt và gia tăng giá trị doanh nghiệp thì doanh nghiệp nên nắm rõ các nhân tố nào ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của công ty. Đó là lý do vì sao tôi quyết định chọn đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2019 làm luận văn tốt nghiệp của mình.

1.2 Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu của luận văn là kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; qua đó đưa ra các hàm ý và gợi ý về chính sách nhằm nâng cao tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

Đề tài nghiên cứu sẽ tập trung thực hiện các mục tiêu cụ thể như: (i) Xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; (ii) Kiểm định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; (iii) Gợi ý giải pháp nhằm nâng cao tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai.

1.3 Câu hỏi nghiên cứu

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu, luận văn sẽ đưa ra các câu hỏi nghiên cứu như: (i) Các nhân tố nào ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam? (ii) Mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như thế nào? (iii) Giải pháp nào để tăng tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam?

1.4 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu là các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, cụ thể trên HOSE và HNX.

Phạm vi nghiên cứu của luận văn tập trung vào các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008 - 2019.

1.5 Phương pháp nghiên cứu

Nhằm trả lời cho câu hỏi nghiên cứu cũng như thực hiện các mục tiêu nghiên cứu kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; luận văn sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính kết hợp với phương pháp nghiên cứu định lượng; cụ thể như sau:

- Phương pháp nghiên cứu định tính được sử dụng trong việc tiếp cận và phân tích cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm; thiết kế mô hình nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu nhằm đưa ra kết luận, trên cơ sở đó nêu các gợi ý khuyến nghị liên quan.

- Phương pháp nghiên cứu định lượng được sử dụng để xác định kết quả nghiên cứu, bao gồm các phương pháp như thống kê mô tả (Descriptive statistics), phân tích tương quan (Correlation analysis) và phân tích hồi quy dữ liệu bảng không cân bằng (Unpanel data regression).

1.6 Ý nghĩa nghiên cứu

Luận văn với đề tài nghiên cứu “Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam” trong giai đoạn 2008 – 2019 có ý nghĩa về mặt khoa học lẫn thực tiễn.

Về mặt khoa học, luận văn cung cấp thêm bằng chứng khẳng định các lý thuyết và so sánh với các nghiên cứu trước về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại HOSE và HNX.

Về mặt thực tiễn, luận văn cũng sẽ đưa ra các gợi ý, khuyến nghị mà các doanh nghiệp bất động sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể tham khảo trong tương lai nhằm quản lý, điều hành và phát triển doanh nghiệp theo hướng tích cực để đạt hiệu quả tài chính tốt hơn.

1.7 Cấu trúc của luận văn

Luận văn nghiên cứu được trình bày trong 05 chương.

- **Chương 1. Giới thiệu tổng quát** các vấn đề nghiên cứu bao gồm lý do nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu, câu hỏi nghiên cứu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, ý nghĩa nghiên cứu và cấu trúc luận văn được thực hiện trong các chương tiếp theo.

- **Chương 2. Cơ sở lý thuyết và nghiên cứu có liên quan.** Nội dung chương này trình bày các khái niệm, các chỉ tiêu đo lường tỷ suất sinh lời, tổng quan về cơ sở lý thuyết liên quan đến đề tài nghiên cứu và các nghiên cứu thực nghiệm đã công bố trước đây nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX.

- **Chương 3. Phương pháp nghiên cứu.** Xuất phát từ khung lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm trước đây của Chương 2, tác giả xây dựng giả thuyết nghiên cứu, mô hình về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX. Ngoài ra, trong chương này, tác giả cũng trình bày dữ liệu nghiên cứu và trình tự nghiên cứu của đề tài.

- **Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận.** Nội dung chương này trình bày các kết quả nghiên cứu và thảo luận kết hợp đối chiếu với các nghiên cứu liên quan

trước đây nhằm luận giải kết quả một cách logic về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX.

- **Chương 5. Kết luận và gợi ý chính sách.** Chương này tổng kết lại các kết quả nghiên cứu, đưa ra các gợi ý chính sách và giải pháp nhằm giúp cải thiện tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX trong tương lai, thông qua phát huy các nhân tố ảnh hưởng tích cực và hạn chế các nhân tố tác động ngược chiều. Mặt khác, chương này cũng phân tích các hạn chế của đề tài nghiên cứu và định hướng đề xuất cho nghiên cứu tiếp theo.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Chương 1 đã đưa ra vai trò quan trọng của tỷ suất sinh lời đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và sự cần thiết trong việc tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời để từ đó kết hợp với các bằng chứng thực nghiệm, đề tài đã khẳng định ý nghĩa khoa học và thực tiễn của vấn đề nghiên cứu.

Từ mục tiêu nghiên cứu tổng quát của đề tài, chương này cũng đưa ra 3 mục tiêu cụ thể và giải quyết các vấn đề đặt ra của đề tài thông qua việc trả lời các câu hỏi nghiên cứu tương ứng. Ngoài ra, đề tài cũng đã nêu ra đối tượng và phạm vi nghiên cứu; theo đó đề tài giới hạn nghiên cứu 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 12 năm, kể từ năm 2008 đến năm 2019. Bên cạnh đó, đề tài cũng nêu rõ phương pháp nghiên cứu dựa trên việc kết hợp cả 2 phương pháp nghiên cứu định tính và phương pháp nghiên cứu định lượng để trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu.

Dựa trên việc khái quát nguồn dữ liệu và phương pháp nghiên cứu, chương này cũng khẳng định ý nghĩa khoa học và đóng góp của đề tài đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Ngoài ra, tác giả cũng đã trình bày thông tin khái quát cấu trúc của đề tài với 05 chương.

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ NGHIÊN CỨU CÓ LIÊN QUAN

Chương 2 sẽ trình bày khái niệm và phương pháp đo lường tỷ suất sinh lời đồng thời trình bày các cơ sở lý thuyết vận dụng trong đề tài nghiên cứu. Trên cơ sở lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước, tác giả đã chỉ ra khoảng trống nghiên cứu của đề tài. Ngoài ra, tác giả sẽ trình bày các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

2.1 Tỷ suất sinh lời

2.1.1 Khái niệm

Tỷ suất sinh lời chính là lợi nhuận có được từ một đồng vốn đầu tư, thường được biểu thị bằng tỷ lệ phần trăm giữa mức lợi nhuận thu được và giá trị khoản đầu tư bỏ ra. Đây được xem là một trong những chỉ số quan trọng trong đầu tư, tỷ suất sinh lời càng lớn thì tiền nhận về sau đầu tư càng nhiều.

Việc đánh giá tỷ suất sinh lời thường tính theo kỳ hạn (tháng, quý, năm), thông thường tỷ suất sinh lời dự tính là tỷ suất sinh lời cần thiết tối thiểu phải đạt được khi thực hiện đầu tư sao cho có thể bù đắp được những rủi ro có thể xảy đến trong quá trình đầu tư.

Thị trường bất động sản được xem là một trong những kênh đầu tư hấp dẫn có tỷ suất sinh lời khá cao vì giá trị bất động sản tăng dần theo thời gian; ngoài ra, việc xuất hiện nhiều dự án với quy mô lớn dựa trên quy hoạch nhằm phát triển cơ sở hạ tầng của Nhà nước đã thu hút lượng vốn đầu tư đáng kể vào các dự án này từ các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

2.1.2 Phương pháp đo lường tỷ suất sinh lời

Almajali và các cộng sự (2012) lập luận rằng có nhiều phương pháp đo lường hiệu quả tài chính khác nhau như chỉ tiêu lợi nhuận trên doanh thu (ROS) cho biết công ty tạo ra lợi nhuận bao nhiêu so với doanh thu đạt được; lợi nhuận trên tài sản (ROA) cho biết khả năng sinh lời của công ty khi sử dụng tài sản đó và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) thể hiện lợi nhuận mà nhà đầu tư có được từ khoản đầu tư của mình.

Hiệu quả kinh doanh của công ty có thể đánh giá dựa trên 03 khía cạnh. Khía cạnh thứ nhất là năng suất của công ty hoặc quá trình sản xuất đầu vào thành đầu ra một cách hiệu quả; thứ hai là khía cạnh lợi nhuận hoặc là mức lợi nhuận công ty có được cao hơn chi phí bỏ ra; khía cạnh thứ ba là giá trị thị trường hoặc mức mà tại đó giá trị thị trường của công ty vượt quá giá trị sổ sách (Walker, 2001).

Cohen, Chang và Ledford (1997) cho rằng chỉ tiêu ROA được sử dụng rộng rãi như là một phương pháp đo lường hiệu quả tài chính bởi các nhà phân tích thị trường, bởi vì ROA đo lường hiệu quả của tài sản trong việc tạo ra lợi nhuận.

Việc phân tích tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp đóng vai trò rất quan trọng trong đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tỷ suất sinh lời được đo lường bởi các hệ số chỉ tiêu tài chính; đây là phương pháp phân tích và đánh giá đơn giản dựa trên các số liệu có sẵn trên báo cáo tài chính của các công ty bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX đã được kiểm toán và công bố công khai.

Thông qua việc đánh giá các chỉ tiêu tài chính, nhà quản trị và các nhà đầu tư có thể đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; trên cơ sở đó sẽ đưa ra các quyết định về mặt quản trị hay quyết định đầu tư phù hợp. Đối với nhà quản trị sẽ có những quyết định nhằm tối đa hóa lợi nhuận, giúp công ty cải thiện và phát triển hơn nữa về mặt tài chính; đối với nhà đầu tư sẽ đưa ra quyết định nên đầu tư hay không đầu tư vào doanh nghiệp.

Các chỉ tiêu tài chính thường được sử dụng đo lường tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp được sử dụng rộng rãi và phổ biến là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE); ngoài ra một số tác giả sử dụng chỉ số đánh giá hiệu quả đầu tư của doanh nghiệp dựa theo tỷ lệ Q, được gọi là TOBIN's Q. Trong luận văn này, tác giả sử dụng chỉ tiêu ROA, ROE và TOBIN's Q để đo lường tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX.

- **Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)**

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) là chỉ tiêu đo lường lợi nhuận trên mỗi đồng đầu tư vào tài sản; đây là phép đo cho biết một công ty đạt được lợi nhuận như thế nào khi sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận kinh doanh. Công thức tính ROA như sau:

$$\text{Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100$$

Đối với doanh nghiệp bất động sản, tài sản được hình thành từ tài sản ngắn hạn (bao gồm: tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn, các khoản phải thu ngắn hạn, hàng tồn kho và tài sản ngắn hạn khác) và tài sản dài hạn (bao gồm: các khoản phải thu dài hạn, tài sản cố định, bất động sản đầu tư, tài sản dở dang dài hạn, đầu tư tài chính dài hạn và tài sản khác). Chỉ tiêu ROA càng cao cho thấy doanh nghiệp sử dụng tài sản trong hoạt động đầu tư đạt hiệu quả, qua đó giúp công ty sẽ có chiến lược mở rộng nhà xưởng, đầu tư thêm máy móc – thiết bị, mở rộng thị trường tiêu thụ; riêng đối với các doanh nghiệp bất động sản, chỉ số ROA càng có ý nghĩa quan trọng bởi vì để tạo ra các bất động sản có giá trị lớn như nhà đất, chung cư cao cấp, khu thương mại, văn phòng, khu nghỉ dưỡng ... đòi hỏi các doanh nghiệp cần bỏ ra một khối lượng tài sản rất lớn để xây dựng, mở rộng quy mô hoạt động. Do đó, chỉ số ROA được xem là chỉ tiêu quan trọng nhằm đánh giá các công ty bất động sản đã sử dụng tài sản đạt hiệu quả cao hay không.

- **Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)**

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) phản ánh mức thu nhập ròng trên vốn chủ sở hữu của công ty. Chỉ số ROE là thước đo chính xác nhất để đánh giá một đồng vốn đã bỏ ra và đã tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận trong một kỳ (tháng, quý, năm). Công thức tính ROE như sau:

$$\text{Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \times 100$$

Với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết, chỉ số ROE đóng vai trò quan trọng; chỉ tiêu ROE càng cao cho thấy hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp càng tốt, góp phần nâng cao hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và ngược lại khi chỉ số ROE thấp thì doanh nghiệp cần xem xét và đánh giá lại hiệu quả sử dụng vốn của mình để có chiến lược đầu tư tốt hơn nhằm cải thiện chỉ số ROE. Ngoài ra, chỉ tiêu ROE thể hiện sự cân đối hài hòa giữa nguồn vốn vay và vốn cổ đông; từ đó doanh nghiệp có thể khai thác lợi thế cạnh tranh trong quá trình huy động vốn và mở rộng quy mô đầu tư.

Mặt khác, thông qua chỉ số ROE; các nhà đầu tư có thể đánh giá và lựa chọn cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán đưa vào danh mục đầu tư của mình giúp tăng khả năng huy động vốn của doanh nghiệp niêm yết đồng thời tăng tính thanh khoản cho chính cổ phiếu niêm yết đó. Thông thường, chỉ số ROE nhỏ hơn hoặc bằng lãi vay ngân hàng, nếu công ty có khoản vay ngân hàng tương đương hoặc cao hơn vốn cổ đông thì lợi nhuận sinh ra cũng chỉ đủ trả lãi vay ngân hàng; ngược lại, chỉ số ROE cao hơn lãi vay ngân hàng thì cần đánh giá xem công ty đã vay ngân hàng và khai thác hoàn toàn lợi thế cạnh tranh trên thị trường chưa để có dự báo công ty này có thể gia tăng tỷ lệ ROE trong thời gian tới hay không.

- **Hệ số TOBIN's Q**

Chỉ số TOBIN's Q được tính bằng tỷ số giữa giá thị trường của tài sản với giá trị sổ sách của tài sản. Công thức tính hệ số TOBIN's Q như sau:

$$\text{TOBIN's Q} = \frac{(\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị thị trường của các khoản nợ})}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

Trong công thức trên, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu được tính bằng cách lấy giá thị trường hiện tại trên mỗi cổ phiếu nhân với tổng số lượng cổ phiếu phổ thông đang lưu hành trên thị trường. Thị trường mua bán nợ tại Việt Nam quy mô còn rất nhỏ và còn nhiều hạn chế, đặc biệt là thiếu tính minh bạch nên giá trị thị trường của các khoản nợ phải trả được xem như bằng với giá trị sổ sách.

James Tobin cho rằng nếu giá thị trường (được đo lường trên thị trường chứng khoán) của một doanh nghiệp cao hơn giá trị sổ sách của doanh nghiệp đó thì đó là tín hiệu thị trường cho rằng doanh nghiệp này có triển vọng phát triển. Nếu TOBIN's Q lớn hơn 1, công ty sẽ đẩy mạnh tăng trưởng để đầu tư và ngược lại nếu TOBIN's Q nhỏ hơn 1 thì công ty sẽ bán bớt cổ phần hoặc giảm đầu tư xuống thấp hơn mức khấu hao để giá trị sổ sách tự động giảm dần. Như vậy, các nhà đầu tư sẽ lựa chọn các doanh nghiệp có TOBIN's Q lớn hơn 1 để đưa vào danh mục đầu tư.

2.2 Cơ sở lý thuyết về tỷ suất sinh lời

2.2.1 Lý thuyết của Modigliani và Miller (M&M)

Lý thuyết M&M dựa trên những giả định quan trọng như giả định về thuế, giả định về chi phí giao dịch, giả định về chi phí khó khăn tài chính và giả định về thị trường hoàn hảo.

Lý thuyết M&M (1958) phát biểu thành 2 mệnh đề. Mệnh đề 1 cho rằng giá trị của doanh nghiệp có sử dụng nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ, nghĩa là việc sử dụng nợ vay không đem lại bất kỳ khoản lợi ích tăng thêm và chi phí tăng thêm cho doanh nghiệp. Doanh nghiệp có giá trị không đổi hay nói cách khác giá trị của doanh nghiệp không bị ảnh hưởng bởi tỷ lệ vay nợ và vốn chủ sở hữu. Điều này đồng nghĩa với việc doanh nghiệp dù cho lựa chọn hình thức huy động vốn nào cũng không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp. Mệnh đề 2 cho rằng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu tăng lên nếu doanh nghiệp tăng nợ, nghĩa là doanh nghiệp càng sử dụng nợ vay nhiều thì tỷ suất sinh lời càng cao nhưng lợi tức cao hơn này chính xác là dùng để bù đắp cho rủi ro tăng lên từ tỷ lệ vốn vay so với tổng vốn.

Tiếp theo đó lý thuyết M&M (1963) cũng chỉ ra rằng trong trường hợp có thuế thu nhập công ty, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp vì chi phí lãi vay là chi phí hợp lý được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Do đó, giá trị của doanh nghiệp sử dụng nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ cộng với khoản lợi từ việc sử dụng nợ. Như vậy, doanh nghiệp sử dụng nợ càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp càng tăng.

Lý thuyết này được vận dụng để giải thích rằng khi doanh nghiệp sử dụng vốn vay càng nhiều thì sẽ tận dụng được lá chắn thuế dẫn đến lợi nhuận tăng do đó tỷ suất sinh lời tăng. Ngoài ra, doanh nghiệp càng sử dụng nợ vay nhiều thì giá trị doanh nghiệp cũng càng tăng cao.

2.2.2 Lý thuyết lợi thế kinh tế nhờ quy mô (Economies of scale theory)

Theo lý thuyết lợi thế kinh tế nhờ quy mô, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì chi phí trong dài hạn giảm do đó góp phần gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Một số ngành nghề riêng lẻ có tính chuyên môn hóa nếu một mình phải đảm đương tất cả các công việc nhưng nếu mở rộng quy mô kinh doanh bằng việc mở rộng sản xuất

và thuê thêm nhân công thì mỗi người công nhân có thể tập trung và giải quyết công việc hiệu quả hơn, nhờ đó sẽ góp phần giảm chi phí bình quân và gia tăng lợi nhuận. Ngoài ra, các doanh nghiệp có quy mô lớn thường có lợi thế về máy móc hiện đại với mức sản lượng cao thì chi phí khấu hao máy móc được phân bổ đều cho số lượng lớn sản phẩm cũng sẽ làm giảm chi phí bình quân.

Lập luận theo lý thuyết này, các công ty có quy mô lớn sẽ có lợi thế về tài sản, máy móc hiện đại, nhân công; những yếu tố này sẽ giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả và đạt tỷ suất sinh lời cao hơn so với các công ty có quy mô nhỏ.

2.2.3 Lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory)

Lý thuyết đánh đổi được đưa ra bởi Kraus và Litzenberger (1973) chỉ ra rằng khi doanh nghiệp phải đánh đổi lợi ích từ lá chắn thuế để đổi lấy chi phí lãi thấp hơn, giảm nguy cơ doanh nghiệp khó khăn tài chính và giảm nguy cơ phá sản. Lý thuyết này giải thích tại sao doanh nghiệp thường được tài trợ bằng một phần vốn vay và một phần vốn cổ phần. Lý do mà doanh nghiệp không thể tài trợ hoàn toàn một trăm phần trăm bằng vốn vay là vì bên cạnh lợi ích từ tấm chắn thuế, việc sử dụng vốn vay phát sinh nhiều chi phí lãi vay khiến cho chi phí doanh nghiệp tăng dẫn đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp giảm.

Lý thuyết này được sử dụng để giải thích khi doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ vay quá nhiều sẽ dẫn đến áp lực chi phí vay tăng; do đó lợi nhuận của doanh nghiệp có chiều hướng giảm vì thế tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp cũng sẽ giảm.

2.3 Các nghiên cứu có liên quan

Trong những năm qua đã có khá nhiều nghiên cứu trong nước và ngoài nước về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính, khả năng sinh lời hoặc tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp và ngân hàng trong các lĩnh vực khác nhau. Tác giả khảo lược qua các nghiên cứu thực nghiệm theo hai phần theo nghiên cứu trong nước và nước ngoài như sau:

2.3.1 Các nghiên cứu nước ngoài

Zeitun và Tian (2014) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn lên hiệu quả kinh doanh sử dụng mẫu dữ liệu bảng gồm 167 công ty tại Jordan trong giai đoạn 1989 – 2003 bằng phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu

thể hiện cấu trúc vốn của công ty có tác động ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh của công ty cả về giá trị sổ sách và giá trị thị trường; nợ ngắn hạn trên tổng tài sản ảnh hưởng cùng chiều đến thước đo hiệu suất thị trường (TOBIN's Q); khủng hoảng vùng vịnh 1990 – 1991 tác động cùng chiều đến kết quả hoạt động của các công ty ở Jordan. Các biến phụ thuộc bao gồm lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận trước thuế và lãi vay trừ đi tổng tài sản, TOBIN's Q, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; các biến độc lập sử dụng trong mô hình gồm có tổng nợ trên tổng tài sản, tăng trưởng, quy mô, độ lệch chuẩn của dòng tiền trong ba năm gần nhất, thuế, tài sản cố định trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu và tổng nợ trên tổng vốn.

San và Heng (2011) nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả kinh doanh của 49 công ty xây dựng ở Malaysia trong giai đoạn 2005 - 2008; sử dụng mô hình hồi quy gộp và phương pháp bình quân tối thiểu (OLS). Các biến độc lập gồm có nợ dài hạn trên vốn, nợ trên vốn, nợ trên tài sản, nợ trên giá trị thị trường của vốn, nợ trên vốn cổ phần phổ thông và nợ dài hạn trên vốn cổ phần phổ thông. Các biến phụ thuộc bao gồm tỷ suất sinh lời trên vốn, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS), biên lợi nhuận hoạt động, biên lợi nhuận ròng. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Đối với các công ty lớn, tỷ suất sinh lời trên vốn với nợ trên giá trị thị trường của vốn và lợi nhuận trên mỗi cổ phần với nợ dài hạn trên vốn có quan hệ cùng chiều trong khi lợi nhuận trên mỗi cổ phần với nợ trên vốn có quan hệ ngược chiều. Trong các công ty quy mô vừa, chỉ có biên lợi nhuận hoạt động với nợ dài hạn trên vốn cổ phần phổ thông có quan hệ cùng chiều và lợi nhuận trên mỗi cổ phần với nợ trên vốn có quan hệ ngược chiều.

Pouraghajan và cộng sự (2012) nghiên cứu tác động giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính của 400 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tehran thuộc 12 lĩnh vực trong giai đoạn 2006 – 2010, sử dụng tương quan Pearson và ước lượng của mô hình hồi quy đa biến. Trong nghiên cứu này biến ROA và ROE dùng để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy có

mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ nợ và ROA, ROE; vòng quay tài sản, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ tài sản hữu hình và cơ hội tăng trưởng có quan hệ cùng chiều với ROA và ROE. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng bằng cách giảm tỷ lệ nợ, nhà quản trị có thể gia tăng hiệu quả kinh doanh của công ty.

Rehman (2013) nghiên cứu mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính của 35 công ty niêm yết trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm ở Pakistan từ năm 2006 đến năm 2011, sử dụng phân tích tương quan. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu với ROA và tăng trưởng doanh thu; tồn tại tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu với EPS, tỷ suất lợi nhuận ròng và ROE.

Mule và Mukras (2015) nghiên cứu tác động của quy mô công ty lên hiệu quả tài chính và giá trị thị trường của 53 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Nairobi ở Kenya trong giai đoạn 2010– 2014; sử dụng phương pháp hồi quy đa biến với mô hình ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM). Biến phụ thuộc là hiệu quả tài chính được đo lường bởi ROE, ROA và TOBIN's Q, biến độc lập là quy mô được đo lường bởi logarit của tài sản và biến kiểm soát bao gồm đòn bẩy tài chính, tuổi đời công ty, sự tập trung quyền sở hữu, hiệu quả quản trị, tài sản hữu hình. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng có mối tương quan cùng chiều đáng kể giữa quy mô công ty với ROE và ROA, sự tập trung quyền sở hữu tác động cùng chiều với ROE, đòn bẩy tài chính tương quan ngược chiều với ROA và ROE, tài sản hữu hình và đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đáng kể đến TOBIN's Q.

Vătavu (2014) nghiên cứu các yếu tố quyết định hiệu quả tài chính của 126 công ty niêm yết Romani trên Sở giao dịch chứng khoán Bucharest trong giai đoạn 2003 – 2012; sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình GMM. Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) mang tính đại diện cho hiệu quả tài chính trong khi các biến được cho là có tác động đáng kể đến lợi nhuận bao gồm nợ, tài sản hữu hình, quy mô, thanh khoản, thuế, rủi ro, lạm phát và khủng hoảng. Kết quả hồi quy chỉ ra rằng các công ty có lợi nhuận hoạt động với các khoản vay hạn chế; tài sản hữu hình, rủi ro kinh doanh và mức thuế có tác động ngược chiều với tỷ suất sinh lợi trên tài

sản (ROA). Mặc dù lợi nhuận được tạo ra bởi nguồn doanh thu đáng kể, hiệu quả tài chính bị tác động bởi tỷ lệ lạm phát cao; trong giai đoạn các điều kiện kinh tế không ổn định, tỷ lệ lạm phát cao và các cuộc khủng hoảng tài chính hiện tại có tác động ngược chiều mạnh đến hiệu quả kinh doanh.

Kanwal và Nadeem (2013) nghiên cứu tác động của các biến vĩ mô đối với tỷ suất lợi nhuận của 18 ngân hàng thương mại niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Karachi ở Pakistan trong những năm 2002 – 2011; sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) để đánh giá tác động của 03 yếu tố ngoại sinh bao gồm tỷ lệ lạm phát, tăng trưởng kinh tế (GDP) và lãi suất thực đối với các yếu tố sinh lời như chỉ tiêu ROA, ROE và hệ số nhân vốn chủ sở hữu trong 03 mô hình riêng biệt. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối tương quan cùng chiều mạnh giữa lãi suất thực và ROA, ROE và hệ số nhân vốn chủ sở hữu; ngoài ra chỉ số GDP thực có tác động cùng chiều không mạnh với ROA nhưng có tác động ngược chiều với ROE và hệ số nhân vốn chủ sở hữu. Mặt khác, tỷ lệ lạm phát có tương quan ngược chiều với ROA, ROE và hệ số nhân vốn chủ sở hữu.

Doğan (2013) nghiên cứu tác động của quy mô công ty lên hiệu quả tài chính của 200 công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Istanbul trong giai đoạn 2008 – 2011. Hiệu quả tài chính được đo lường bởi ROA và các chỉ tiêu tổng tài sản, tổng doanh thu và số lượng nhân viên được dùng để đo lường quy mô; nghiên cứu sử dụng phương pháp tương quan và hồi quy đa biến. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa các chỉ tiêu quy mô và ROA; các biến kiểm soát như tuổi đời doanh nghiệp và tỷ lệ đòn bẩy có mối quan hệ ngược chiều với ROA, trong khi tỷ lệ thanh khoản và ROA tồn tại mối quan hệ cùng chiều.

Ghafoorifard và các cộng sự (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa quy mô công ty, tuổi đời và hiệu quả kinh doanh của 96 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tehran trong giai đoạn 2008 – 2011; nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy tuyến tính và phần mềm SPSS. Các biến độc lập bao gồm thời gian niêm yết được tính bằng thời gian doanh nghiệp được chấp thuận niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán đến thời điểm nghiên cứu và quy mô doanh nghiệp được tính bằng logarit của giá trị tổng tài sản. Biến phụ thuộc là hiệu quả kinh doanh được đo lường

bằng TOBIN's Q. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối tương quan cùng chiều đáng kể giữa quy mô, thời gian niêm yết đến hiệu quả kinh doanh của công ty (TOBIN's Q).

Almajali và các cộng sự (2012) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng hiệu quả kinh doanh của 25 công ty bảo hiểm ở Jordan niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Amman trong giai đoạn 2002 – 2007. Dữ liệu được phân tích dựa trên kỹ thuật thống kê cơ bản như kiểm định T và hồi quy đa biến. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các biến (đòn bẩy tài chính, thanh khoản, quy mô, tài sản hữu hình, chỉ số năng lực quản lý) có ảnh hưởng cùng chiều lên hiệu quả kinh doanh được đo lường bởi ROA của các công ty bảo hiểm ở Jordan và cường độ lao động có tác động ngược chiều lên kết quả kinh doanh của công ty.

Omondi và Muturi (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng hiệu quả kinh doanh của 29 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Nairobi ở Kenya trong giai đoạn 2006 – 2012. Dữ liệu được phân tích dựa trên kỹ thuật thống kê cơ bản; thống kê mô tả (trung bình và độ lệch chuẩn) và thống kê suy luận (tương quan Pearson) được sử dụng để xác định mối tương quan giữa các biến trong khi hồi quy đa biến được sử dụng để đánh giá mức ảnh hưởng của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều lên hiệu quả kinh doanh được đo lường bởi ROA. Mặt khác, các biến như thanh khoản, quy mô và tuổi đời công ty tác động cùng chiều đến ROA.

Pratheepan (2014) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng hiệu quả kinh doanh của 55 công ty sản xuất niêm yết ở Sri Lanka trong giai đoạn 2003 – 2012 sử dụng mô hình ước lượng bình phương bé nhất (OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) được dùng để đo lường hiệu quả kinh doanh là biến phụ thuộc; quy mô, đòn bẩy tài chính, thanh khoản và tài sản hữu hình là các biến độc lập. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô có ý nghĩa thống kê, tác động cùng chiều với ROA trong khi tài sản hữu hình có mối tương quan ngược chiều với ROA; đòn bẩy tài chính và thanh khoản có tác động không đáng kể tới ROA.

Niresh và Thirunavukkarasu (2014) nghiên cứu tác động của quy mô công ty lên hiệu quả tài chính của 15 công ty sản xuất niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Colombo ở Sri Lanka trong giai đoạn 2008 – 2012; sử dụng phương pháp phân tích tương quan và hồi quy đa biến. Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và lợi nhuận thuần được dùng để đo lường hiệu quả kinh doanh; trong khi tổng tài sản và tổng doanh thu dùng để đo lường quy mô công ty. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng không có mối quan hệ giữa quy mô công ty và hiệu quả tài chính của các công ty sản xuất niêm yết ở Sri Lanka.

Akben-Selcuk (2016) nghiên cứu tác động của tuổi công ty đến hiệu quả tài chính của 302 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Borsa Istanbul ở Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2005 – 2014; sử dụng mô hình tác động cố định với mô hình sai số chuẩn mạnh để ước lượng. Kết quả cho thấy có mối tương quan ngược chiều giữa thời gian niêm yết và hiệu quả tài chính được đo lường bởi ROA, ROE hoặc tỷ suất lợi nhuận gộp.

Al-Qudah và Jaradat (2013) nghiên cứu ảnh hưởng của các biến vĩ mô và các nhân tố nội tại của ngân hàng đến hiệu quả tài chính của 22 ngân hàng trong giai đoạn 2000 – 2011 ở Jordan; sử dụng phân tích dữ liệu bảng mô hình tác động cố định và phương pháp bình phương nhỏ nhất. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô ngân hàng có tác động cùng chiều với ROA và ROE; trong khi đòn bẩy tài chính được đo lường bởi tổng tiền gửi trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến ROA và ROE; thanh khoản tác động không đáng kể đến ROA và tương quan ngược chiều tới ROE. Ngoài ra, nghiên cứu còn chỉ ra rằng các nhân tố vĩ mô được đại diện bởi chỉ số chứng khoán Amman, số mét vuông được cấp phép xây dựng và tăng trưởng nguồn cung tiền là những nhân tố ảnh hưởng tốt đến khả năng sinh lời của các ngân hàng Islamic.

Sahara và Yanita (2013) nghiên cứu tác động của lạm phát, tỷ giá ngân hàng Indonesia và GDP đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của 13 ngân hàng ở Indonesia trong giai đoạn 2008 – 2010; sử dụng phân tích hồi quy đa biến. Kết quả nghiên cứu cho thấy biến lạm phát, GDP có tác động cùng chiều đến ROA, trong khi tỷ giá ngân hàng Indonesia ảnh hưởng ngược chiều đến ROA.

Jamal và cộng sự (2012) nghiên cứu các nhân tố vĩ mô ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của 8 ngân hàng nước ngoài và 8 ngân hàng trong nước ở Malaysia trong giai đoạn 2004 – 2011; sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng và kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng cho 16 ngân hàng được chia thành hai nhóm dựa theo cơ cấu sở hữu của ngân hàng. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố vĩ mô như lạm phát, lãi suất và GDP có tác động cùng chiều với ROA trong khi sự phát triển của thị trường chứng khoán tác động ngược chiều đến ROA. Kết quả tương tự cho cả hai nhóm ngân hàng trong nước và nước ngoài; ngoại trừ lãi vay của ngân hàng nước ngoài ảnh hưởng cùng với ROA nhưng không có tác động đến ROA của ngân hàng trong nước.

Huang (2017) nghiên cứu mối quan hệ giữa đầu tư hàng tồn kho, đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính của các công ty bất động sản niêm yết ở Trung Quốc trong giai đoạn 2007 – 2015; sử dụng mô hình hồi quy đa biến. Kết quả nghiên cứu cho thấy doanh thu hàng tồn kho, tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ chịu lãi có tác động ngược chiều đến ROA; tỷ lệ tín dụng thương mại và tỷ lệ tín dụng ngân hàng có ảnh hưởng cùng chiều đáng kể đến ROA; tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ chịu lãi, tỷ lệ tín dụng thương mại và tỷ lệ tín dụng ngân hàng có quan hệ ngược chiều với TOBIN's Q; doanh thu hàng tồn kho có tác động dương đến TOBIN's Q. Các kết quả cho thấy rằng “giảm hàng tồn kho” và “giảm đòn bẩy tài chính” sẽ nâng cao hiệu quả tài chính và giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết ở Trung Quốc.

2.3.1 Các nghiên cứu trong nước

Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004) nghiên cứu đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của 58 doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 – 2012. Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính đa biến dựa vào phương pháp bình phương bé nhất (OLS). Các biến độc lập gồm có tỷ lệ nợ của doanh nghiệp, tỷ lệ nợ vay ngân hàng trên tổng nợ, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tỷ lệ cổ phiếu quỹ trên tổng nguồn vốn, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng chi phí, giới tính lãnh đạo, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản, thời gian hoạt động của

doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động được đo lường bởi ROA và ROE. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng nếu doanh nghiệp bất động sản có tỷ lệ nợ vay và tài sản cố định càng cao thì hoạt động càng kém hiệu quả. Ngược lại, tỷ lệ cổ phiếu quỹ và việc chi cho công tác bán hàng cũng như quản lý doanh nghiệp hầu như tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, giới tính lãnh đạo và tốc độ tăng trưởng tổng tài sản hầu như không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu còn chỉ ra rằng một doanh nghiệp bất động sản sẽ có hiệu quả cao nếu thời gian hoạt động càng lớn.

Lê Thị Mỹ Phương (2017) nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính của 207 công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2010 - 2015 dựa trên phân tích tương quan và phân tích hồi quy bằng phương pháp FEM hoặc REM. Biến độc lập là quy mô hoạt động, cấu trúc vốn, khả năng thanh toán; biến kiểm soát là tốc độ tăng trưởng. ROE là biến phụ thuộc dùng để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn tác động tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Trần Tiến Dũng (2018) nghiên cứu xác định nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của 10 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HSX trong giai đoạn 2008 – 2016 nhằm; sử dụng hệ số tương quan giữa các biến và thực hiện các hồi quy tuyến tính với dữ liệu bảng bằng phương pháp mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ số nợ, quy mô doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định hữu hình, tuổi đời doanh nghiệp có tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh (ROE); tỷ số thanh toán ngắn hạn và thuế suất thu nhập doanh nghiệp tác động ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh (ROE).

Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của 693 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong năm 2015; sử dụng phương pháp hồi quy phân vị và mô hình bình phương bé nhất (OLS). Các biến độc lập bao gồm năng lực cạnh tranh, tiền lương, giới tính của giám đốc điều hành, thời gian niêm yết, cường độ sử dụng vốn và quy mô doanh nghiệp; hiệu quả kinh

doanh được đo lường bởi ROA, ROE và thu nhập ròng trên mỗi nhân viên. Kết quả nghiên cứu cho thấy giới tính của giám đốc điều hành không có ý nghĩa thống kê, cường độ sử dụng vốn có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả kinh doanh, quy mô doanh nghiệp có mối tương quan cùng chiều với hiệu quả kinh doanh, thời gian niêm yết và mức lương trung bình trên mỗi nhân viên tác động ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh.

Đoàn Thị Thu Trang (2019) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của 55 doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2010 – 2018. Nghiên cứu sử dụng ước lượng dữ liệu bảng bao gồm hồi quy Pooled OLS, FEM, REM và GMM; hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp được đo bằng ROA. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp tác động ngược chiều đến ROA; tuổi đời doanh nghiệp, tỷ lệ thanh toán hiện hành, lạm phát và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ tương quan cùng chiều với ROA.

Bảng 2.1. Tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Zeitun và Tian (2014)	167	1989 - 2003	REM	Tổng nợ trên tổng tài sản, tăng trưởng, quy mô, độ lệch chuẩn của dòng tiền trong ba năm gần nhất, thuế, tài sản cố định trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu và tổng nợ trên tổng vốn.	TOBIN's Q, ROE, lợi nhuận trước thuế và lãi vay trừ đi tổng tài sản, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu
San và Heng (2011)	49	2005 - 2008	OLS	Nợ dài hạn trên vốn, nợ trên vốn, nợ trên tài sản, nợ trên giá trị thị trường của vốn, nợ trên vốn cổ phần phổ thông, nợ dài hạn trên vốn cổ phần phổ thông	Lợi nhuận trên vốn, ROE, ROA, lợi nhuận trên mỗi cổ phần, biên lợi nhuận hoạt động, biên lợi nhuận thuần

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Pouraghajan và cộng sự (2012)	400	2006 - 2010	Tương quan Pearson và hồi quy đa biến	Tỷ lệ nợ, doanh thu trên tài sản, quy mô, tuổi đời hoạt động, tỷ lệ tài sản hữu hình, tăng trưởng của công ty, lĩnh vực hoạt động	ROE, ROA
Rehman (2013)	35	2006 - 2011	Phân tích tương quan	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	ROE, ROA, lợi nhuận trên mỗi cổ phần, biên lợi nhuận hoạt động, biên lợi nhuận thuần, tăng trưởng doanh thu
Mule và Mukras (2015)	53	2010 - 2014	REM	Quy mô công ty, tập trung quyền sở hữu, đòn bẩy tài chính (nợ dài hạn trên tổng vốn), tuổi đời công ty, hiệu quả quản trị, tài sản hữu hình	ROE, ROA và TOBIN's Q

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Vătavu (2014)	126	2003 - 2012	OLS, REM, FEM và GMM	Nợ (tổng nợ trên tổng tài sản), tài sản hữu hình, quy mô, thanh khoản, thuế, rủi ro, lạm phát và khủng hoảng	ROA
Kanwal và Nadeem (2013)	18	2002 - 2011	OLS	Tỷ lệ lạm phát, tăng trưởng kinh tế (GDP) và lãi suất thực	ROE, ROA, hệ số nhân vốn chủ sở hữu
Doğan (2013)	200	2008 - 2011	Phương pháp tương quan và hồi quy đa biến	Tổng tài sản, tổng doanh thu và số lượng nhân viên, tuổi đời doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tỷ lệ thanh khoản	ROA
Ghafoorifard và các cộng sự (2014)	96	2008 - 2011	Phương pháp hồi quy tuyến tính	Thời gian niêm yết và quy mô doanh nghiệp	TOBIN's Q

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Almajali và các cộng sự (2012)	25	2002 - 2007	Thống kê mô tả và hồi quy đa biến	Đòn bẩy tài chính (nợ trên vốn chủ sở hữu), thanh khoản, quy mô, tài sản hữu hình, chỉ số năng lực quản lý	ROA
Omondi và Muturi (2013)	29	2006 - 2012	Thống kê cơ bản; thống kê mô tả (trung bình và độ lệch chuẩn) và thống kê suy luận (tương quan Pearson)	Đòn bẩy tài chính (nợ trên vốn chủ sở hữu), thanh khoản, quy mô công ty, tuổi đời công ty	ROA
Pratheepan (2014)	55	2003 - 2012	OLS, FEM, REM	Quy mô, đòn bẩy tài chính (nợ trên tổng tài sản), thanh khoản và tài sản hữu hình	ROA

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Niresh và Thirunavukkarasu (2014)	15	2008 - 2012	Phân tích tương quan và hồi quy đa biến	Quy mô công ty	ROA và lợi nhuận thuần
Akben-Selcuk (2016)	302	2005 - 2014	Mô hình tác động cố định với mô hình sai số chuẩn mạnh	Thời gian niêm yết	ROA, ROE hoặc tỷ suất lợi nhuận gộp
Al-Qudah và Jaradat (2013)	22	2000 -2011	Mô hình tác động cố định và phương pháp bình phương nhỏ nhất	Quy mô ngân hàng, đòn bẩy tài chính (tổng tiền gửi trên tổng tài sản), thanh khoản, chỉ số chứng khoán Amman, số mét vuông được cấp phép xây dựng và tăng trưởng nguồn cung tiền	ROA và ROE

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Sahara và Yanita (2013)	13	2008 - 2010	Phân tích hồi quy đa biến	Lạm phát, tỷ giá ngân hàng Indonesia và GDP	ROA
Jamal và cộng sự (2012)	16	2004 -2011	Dữ liệu bảng không cân bằng và kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng	Lạm phát, lãi suất, GDP và sự phát triển của thị trường chứng khoán.	ROA
Huang (2017)		2007 -2015	Mô hình hồi quy đa biến	Doanh thu hàng tồn kho, tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ chịu lãi, tỷ lệ tín dụng thương mại, tỷ lệ tín dụng ngân hàng và tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản.	ROA, TOBIN's Q

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004)	58	2010 - 2012	OLS	Tỷ lệ nợ của doanh nghiệp (tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu), tỷ lệ nợ vay ngân hàng trên tổng nợ, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tỷ lệ cổ phiếu quỹ trên tổng nguồn vốn, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng chi phí, giới tính lãnh đạo, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản, thời gian hoạt động của doanh nghiệp	ROE, ROA
Lê Thị Mỹ Phương (2017)	207	2020 - 2015	Phân tích tương quan, phân tích hồi quy bằng FEM hoặc REM	Quy mô hoạt động, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán, tỷ lệ TSCD, tốc độ tăng trưởng.	ROE

Tên tác giả	Mẫu	Giai đoạn	Phương pháp nghiên cứu	Biến độc lập	Biến phụ thuộc
Trần Tiến Dũng (2018)	10	2008 - 2016	Phân tích tương quan và phân tích hồi quy bằng Pooled OLS, FEM và REM	Tỷ số nợ trên tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định hữu hình, tuổi đời doanh nghiệp, tỷ số thanh toán ngắn hạn và thuế suất thu nhập doanh nghiệp	ROE
Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019)	693	2015	Phương pháp hồi quy phân vị và mô hình bình phương bé nhất (OLS)	Năng lực cạnh tranh, tiền lương, giới tính của giám đốc điều hành, thời gian niêm yết, cường độ sử dụng vốn và quy mô doanh nghiệp	ROA, ROE và thu nhập ròng trên mỗi nhân viên
Đoàn Thị Thu Trang (2019)	55	2010 -2018	Hồi quy Pooled OLS, FEM, REM và GMM	Đòn bẩy tài chính (tổng nợ trên tổng tài sản), quy mô doanh nghiệp, tuổi đời doanh nghiệp, tỷ lệ thanh toán hiện hành, tăng trưởng doanh thu, lạm phát và tăng trưởng kinh tế.	ROA

Nguồn: Tác giả tổng hợp

2.4 Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời

Kinh doanh bất động sản là ngành kinh doanh có những đặc thù riêng và khác biệt so với các lĩnh vực khác; cụ thể sản phẩm bất động sản thường có giá trị lớn, thời gian hình thành và bàn giao sản phẩm cho khách hàng dài (từ 2 đến 4 năm), nguồn vốn đầu tư cho bất động sản cao, sản phẩm có tồn kho nhưng không cần lưu kho hàng hóa; tuổi thọ của sản phẩm bất động sản khá bền lâu ví dụ như một tòa nhà chung cư có thể có tuổi thọ hơn 30 năm. Ngoài ra, bất động sản có tính cá biệt và khan hiếm của đất đai; tính khan hiếm của đất đai là do diện tích đất ở mỗi quốc gia, mỗi lãnh thổ, mỗi địa phương, mỗi vùng miền có giới hạn và đất đai không thể di dời được nên nó mang tính cá biệt.

Các sản phẩm bất động sản chịu sự ảnh hưởng lẫn nhau rất lớn, giá trị của bất động sản này có thể bị tác động bởi giá trị của bất động sản khác. Bên cạnh đó, hàng hóa bất động sản đòi hỏi khả năng và chi phí quản lý cao so với các hàng hóa thông thường khác. Theo Luật kinh doanh bất động sản, tùy theo quy mô diện tích của dự án chủ đầu tư phải có vốn chủ sở hữu 15% hoặc 20% vốn đầu tư; còn lại 80% - 85% nhu cầu vốn chủ yếu dựa vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng hoặc vốn huy động từ khách hàng.

Trong quá trình tìm hiểu và nghiên cứu dựa trên nghiên cứu thực nghiệm trước đây, tác giả nhận thấy có rất nhiều nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản. Dựa vào cơ sở lý thuyết của mục 2.2 và các nghiên cứu trước đây của mục 2.3 như nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), San và Heng (2011), Mule và Mukras (2015), Pouraghajan và cộng sự (2012), Rehman (2013), Vătavu (2014), Ghafoorifard và các cộng sự (2014), Kanwal và Nadeem (2013), Akben-Selcuk (2016), Huang (2017), Quan Minh Nhứt và Lý Thị Phương Thảo (2004), Trần Tiến Dũng (2018), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019), Đoàn Thị Thu Trang (2019); luận văn chia thành hai nhóm nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là nhóm các nhân tố nội tại và nhóm các nhân tố vĩ mô

2.4.1 Các nhân tố nội tại

- **Quy mô doanh nghiệp**

Quy mô doanh nghiệp được xem là yếu tố đầu tiên để các nhà đầu tư biết đến công ty bởi vì các công ty lớn sẽ có lợi thế cạnh tranh trên thị trường hơn; mặt khác, các công ty lớn thường có hiệu quả kinh doanh tốt hơn so với các công ty nhỏ do việc giảm giá khi mua số lượng lớn, lãi suất vay được ưu đãi tốt hơn và lợi thế khi phân bổ chi phí cố định trên số lượng lớn sản phẩm. Ngoài ra, các công ty lớn có những lao động chuyên môn hóa cao, có thể tận dụng lợi thế về nguồn vốn lớn, gia tăng khả năng cạnh tranh với các đối thủ khác trong cùng ngành để đạt lợi nhuận tốt hơn.

Các nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến ROA, ROE và TOBIN's Q gồm có nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), San và Heng (2011), Pouraghajan và cộng sự (2012), Mule và Mukras (2015), Vătavu (2014), Almajali và các cộng sự (2012), Omondi và Muturi (2013), Pratheepan (2014), Doğan (2013), Ghafoorifard và các cộng sự (2014), Nireesh và Thirunavukkarasu (2014); Al-Qudah và Jaradat (2013), Trần Tiến Dũng (2018), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019), Đoàn Thị Thu Trang (2019).

- **Nợ trên vốn chủ sở hữu**

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu dùng đo lường quy mô tài chính của doanh nghiệp, cho biết trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp thì nợ chiếm bao nhiêu phần trăm. Thông thường nếu hệ số này lớn hơn 1 nghĩa là tài sản của doanh nghiệp được tài trợ chủ yếu bởi các khoản nợ; ngược lại nếu hệ số này nhỏ hơn 1 thì tài sản của doanh nghiệp được tài trợ chủ yếu bởi nguồn vốn chủ sở hữu. Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu càng nhỏ thì nợ phải trả chiếm tỷ lệ nhỏ so với tổng tài sản hay tổng nguồn vốn thì doanh nghiệp ít gặp khó khăn hơn trong tài chính; hệ số này càng lớn thì khả năng gặp khó khăn trong việc trả nợ hoặc phá sản của doanh nghiệp càng lớn.

Các nghiên cứu thực nghiệm về tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu được trình bày trong bảng 2.1 gồm có Zeitun và Tian (2014), Pouraghajan và cộng sự (2012), Rehman (2013), Almajali và các cộng sự (2012), Omondi và Muturi (2013), Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004), Lê Thị Mỹ Phương (2017).

- **Hàng tồn kho trên tổng tài sản**

Không giống như doanh nghiệp sản xuất, thương mại; hàng tồn kho của doanh nghiệp bất động sản dựa theo chuẩn mực kế toán số 02 được ban hành và công bố theo Quyết định 149/2001/QĐ-BTC ngày 31/12/2001 thì hàng tồn kho bao gồm: hàng hóa (sản phẩm hoàn thiện như căn hộ, nhà ở) và chi phí sản phẩm dở dang (giá trị quyền sử dụng đất, chi phí lãi vay đã được vốn hóa, chi phí thiết kế, chi phí xây dựng ... của các dự án đang trong giai đoạn triển khai). Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản càng cao cho thấy doanh nghiệp gặp vấn đề trong khâu tiêu thụ sản phẩm trên thị trường hoặc các dự án đều đang trong giai đoạn triển khai xây dựng. Đối với vấn đề sản phẩm không tiêu thụ được sẽ ảnh hưởng rất lớn đến tỷ suất lợi nhuận và dòng tiền của doanh nghiệp.

Nghiên cứu Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2014), Huang (2017) xem xét ảnh hưởng của tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản đến ROA, ROE và TOBIN's Q.

- **Thời gian niêm yết**

Thời gian niêm yết dài có thể cho thấy uy tín, thương hiệu của công ty cao do đó khả năng vay nợ dễ dàng; từ đó doanh nghiệp có thể tận dụng lợi ích của lá chắn thuế và tính hấp dẫn của cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ tăng dẫn đến giá trị thị trường của doanh nghiệp cao. Mặt khác, doanh nghiệp có thời gian niêm yết ngắn sẽ nỗ lực thực hiện tốt hoạt động quan hệ nhà đầu tư, minh bạch hóa thông tin để nhà đầu tư biết đến doanh nghiệp nhiều hơn và thuận lợi hơn trong việc huy động vốn phát triển dự án đem lại tỷ suất sinh lời cao hơn.

Các nghiên cứu thực nghiệm gồm có nghiên cứu của Ghafoorifard và các cộng sự (2014), Akben-Selcuk (2016), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019).

- **Thuế**

Thuế được hiểu là thuế thu nhập doanh nghiệp, là thuế trực thu, đánh vào thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp bao gồm thu nhập từ hoạt động sản xuất, kinh doanh hàng hóa, dịch vụ và thu nhập khác theo quy định của Pháp luật. Các doanh nghiệp có tỷ lệ số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp trên lợi nhuận trước thuế càng lớn thể hiện doanh nghiệp kinh doanh đạt hiệu quả tốt và dẫn đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp càng cao.

Nghiên cứu thực nghiệm được trình bày ở bảng 2.1 về ảnh hưởng của thuế thu nhập doanh nghiệp đến tỷ suất sinh lời gồm có nghiên cứu của Vătavu (2014), Trần Tiên Dũng (2018).

2.4.2 Các nhân tố vĩ mô

- **Lạm phát**

Lạm phát là tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tính trên tất cả hàng hóa và dịch vụ. Về mặt lý thuyết, lạm phát và thị trường bất động sản thường không có mối liên hệ trực tiếp; mối liên hệ chỉ được phản ánh qua các chính sách tiền tệ, tình trạng của nền kinh tế và tâm lý kỳ vọng của người dân. Lạm phát cao thường là biểu hiện của sự tăng cung tiền quá mức, hiệu quả kinh tế kém hoặc sự tăng giá của hàng hóa. Thị trường bất động sản tăng giảm liên quan chặt chẽ tới cung tiền trong nền kinh tế, dòng vốn đầu tư nước ngoài, tâm lý đầu cơ. Khi chính sách tiền tệ nới lỏng, lãi suất thấp thì người dân và doanh nghiệp vay tiền nhiều hơn. Điều này đồng nghĩa với tiền sẽ đổ vào kênh đầu tư bất động sản khiến cho thị trường này khởi sắc. Ngoài ra, trong thời gian tiền được bơm nhiều vào nền kinh tế cũng khiến kinh tế tăng trưởng nhanh hơn; vào thời điểm đó người dân thường có tâm lý lạc quan và họ sẽ đầu tư mạnh vào thị trường bất động sản với kỳ vọng kiếm lời nhanh. Tuy nhiên, việc bơm tiền nhiều ra nền kinh tế và lạc quan tiêu dùng quá mức thường làm cho lạm phát tăng mạnh; lúc đó Ngân hàng Nhà nước sẽ buộc phải thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt và điều này có tác dụng ngược lại sẽ làm cho thị trường bất động sản sụt giảm. Khi thị trường bất động sản tăng mạnh

hay sụt giảm sẽ tác động đến doanh nghiệp kinh doanh bất động sản; cụ thể ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ hàng hóa và lợi nhuận của doanh nghiệp bất động sản.

Nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của lạm phát đến tỷ suất sinh lời gồm có nghiên cứu của Vătavu (2014), Kanwal và Nadeem (2013), Sahara và Yanita (2013), Jamal và cộng sự (2012), Đoàn Thị Thu Trang (2019).

- **Tăng trưởng kinh tế**

Tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng của tổng sản phẩm quốc nội (GDP), là chỉ số cơ bản để đánh giá sự phát triển kinh tế của một quốc gia. Khi nền kinh tế tăng trưởng cao sẽ thu hút dòng vốn đầu tư từ nước ngoài, hỗ trợ cho các doanh nghiệp trong nước phát triển. Tăng trưởng kinh tế dẫn đến tích lũy tiết kiệm của người dân tăng hay dòng tiền nhàn rỗi của họ tăng do đó họ sẽ mua nhà hoặc đầu tư vào bất động sản vì giá trị của bất động sản không giảm giá theo thời gian. Chính vì thế, doanh nghiệp bất động sản sẽ được hưởng lợi khi tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp sẽ tăng.

Các nghiên cứu của Kanwal và Nadeem (2013), Sahara và Yanita (2013), Jamal và cộng sự (2012), Đoàn Thị Thu Trang (2019) đều cho thấy tăng trưởng kinh tế có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trong chương 2; tác giả đã trình bày cơ sở lý thuyết về tỷ suất sinh lời và các lý thuyết vận dụng trong đề tài nghiên cứu. Đề tài đã thực hiện lược khảo 18 nghiên cứu nước ngoài và 05 nghiên cứu trong nước; qua đó đã chỉ ra khoảng trống nghiên cứu của đề tài. Ngoài ra, tác giả cũng đã trình bày các nhân tố nội tại bao gồm quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản, thời gian niêm yết, thuế và nhân tố vĩ mô gồm có lạm phát, tăng trưởng kinh tế có ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản. Dựa trên cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu thực nghiệm và các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ

suất sinh lời trong chương 2, tác giả sẽ trình bày các giả thuyết nghiên cứu, lựa chọn biến và xây dựng mô hình nghiên cứu trong chương 3.

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Chương 3 sẽ trình bày giả thuyết nghiên cứu, xây dựng mô hình nghiên cứu và mô tả các biến trong mô hình; sau đó sẽ giới thiệu về dữ liệu nghiên cứu và cuối cùng là trình tự nghiên cứu.

3.1 Giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở kết quả đạt được từ các nghiên cứu thực nghiệm đã được chứng minh, kế thừa và vận dụng vào tình hình thực tế tại Việt Nam, tác giả đưa ra một số giả thuyết về các nhân tố nội tại và các nhân tố kinh tế vĩ mô tác động đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

3.1.1 Ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến tỷ suất sinh lời

Đối với doanh nghiệp bất động sản, quy mô tổng tài sản càng lớn càng có nhiều cơ hội đa dạng hóa đầu tư nên cho phép duy trì hoặc gia tăng lợi nhuận và ngược lại. Hơn nữa, các doanh nghiệp bất động sản có quy mô lớn sẽ có nhiều cơ hội hơn trong việc được giao chủ trương thực hiện các dự án lớn đồng thời tạo được niềm tin về chất lượng sản phẩm cũng như uy tín thương hiệu khi khách hàng lựa chọn sản phẩm do các công ty bất động sản này cung cấp.

Đoàn Thị Thu Trang (2019) cho rằng quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều với ROA. Song, San và Heng (2011) và Nireesh và Thirunavukkarasu (2014) lại cho rằng không có mối quan hệ giữa quy mô công ty với ROA và ROE.

Trên khía cạnh ngược lại, Pouraghjan và cộng sự (2012) cho rằng có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp với ROA; cùng quan điểm này còn có các nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), Mule và Mukras (2015), Vătavu (2014), Doğan (2013), Almajali và các cộng sự (2012), Omondi và Muturi (2013), Pratheepan (2014), Al-Qudah và Jaradat (2013), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019).

Các nghiên cứu của Pouraghjan và cộng sự (2012), Mule và Mukras (2015), Al-Qudah và Jaradat (2013), Trần Tiến Dũng (2018), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019) khẳng định rằng quy mô cũng tác động cùng chiều với ROE.

Zeitun và Tian (2014) cũng cho rằng quy mô công ty có tác động cùng chiều đáng kể với TOBIN's Q; quan điểm này phù hợp với nghiên cứu của Ghafoorifard và các cộng sự (2014).

Theo lý thuyết lợi thế kinh tế theo quy mô; doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì tỷ suất sinh lợi sẽ cao hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn. Mặt khác, doanh nghiệp bất động sản có quy mô lớn sẽ có ưu thế khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng hoặc uy tín và cơ hội thành công trong việc huy động nguồn vốn từ kênh phát hành trái phiếu hay cổ phiếu doanh nghiệp; từ đó sẽ có vốn để đầu tư phát triển dự án và thu về lợi nhuận cao hơn dẫn đến gia tăng tỷ suất sinh lời. Ngoài ra, cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết có quy mô lớn sẽ đảm bảo sự an tâm cho nhà đầu tư. Nghiên cứu kỳ vọng rằng quy mô doanh nghiệp và tỷ suất sinh lời có mối quan hệ cùng chiều.

H1: Quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.1.2 Ảnh hưởng của tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu đến tỷ suất sinh lời

Tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu phản ánh quy mô tài chính của doanh nghiệp, cho biết tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng để chi trả cho hoạt động của mình. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là một trong những đòn bẩy tài chính thông dụng nhất.

Rehman (2013) cho rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ cùng chiều với ROA; đồng nhất với quan điểm của Rehman (2013) còn có nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2014). Mặt khác, nghiên cứu của Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2004) kết luận rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu không tác động đến ROA.

Nghiên cứu của Lê Thị Mỹ Phương (2017), Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004) cho rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ảnh hưởng cùng chiều với ROE.

Ngược lại, Pouraghjan và cộng sự (2012) cho rằng có mối quan hệ ngược chiều đáng kể giữa tỷ lệ nợ và ROA, ROE. Đồng nhất với quan điểm tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tác động ngược chiều đến ROA còn có nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), Omondi và Muturi (2013). Riêng Rehman (2013) lại khẳng định rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tuy ảnh hưởng cùng chiều với ROA nhưng lại tác động ngược chiều đến ROE. Trong khi Zeitun và Tian (2014) cho rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu ngược chiều không đáng kể đến TOBIN's Q.

Đối với doanh nghiệp bất động sản; vốn đầu tư dự án rất lớn do đó ngoài nguồn vốn chủ sở hữu, doanh nghiệp còn huy động thêm nguồn vốn vay để tài trợ cho dự án. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu thấp hàm ý doanh nghiệp chịu độ rủi ro thấp trong việc thanh toán nợ nhưng nó có thể cho thấy doanh nghiệp chưa biết vay nợ để kinh doanh, khai thác lợi ích hiệu quả của tiết kiệm thuế và gia tăng lợi tức cho cổ đông từ đó sức hấp dẫn cổ phiếu của công ty trên thị trường chứng khoán sẽ giảm. Vì thế, việc doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao ảnh hưởng tích cực đến giá trị của doanh nghiệp.

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao cho thấy doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay; trong trường hợp lãi cho vay cao sẽ dẫn đến chi phí trả lãi vay tăng, giá vốn của dự án tăng và sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận cũng như tỷ suất sinh lời của công ty. Nghiên cứu của Myers (1984) cho rằng doanh nghiệp càng sử dụng nợ nhiều, thuế thu nhập phải nộp ít hơn nhưng rủi ro tài chính càng lớn nếu họ không thể thanh toán các khoản nợ. Như vậy, nghiên cứu kỳ vọng dấu của tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có thể tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời.

H2: Tổng nợ trên vốn chủ sở hữu có tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.1.3 Ảnh hưởng của tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản đến tỷ suất sinh lời

Hàng tồn kho là các tài sản có tính thanh khoản thấp nhất trong tổng tài sản lưu động, mất nhiều thời gian và dễ bị lỗ nhất khi bán; tuy nhiên đối với doanh nghiệp bất động sản hàng tồn kho có giá trị rất lớn. Theo số liệu thống kê của Hiệp hội Bất động sản TP.HCM vào tháng 03/2020, tổng giá trị hàng tồn kho của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán năm 2019 lên đến 223.474 tỷ đồng, tăng 38% so với năm 2018. Trong đó, có đến 24 doanh nghiệp có giá trị hàng tồn kho trên 1.000 tỷ đồng, có 04 tập đoàn có giá trị hàng tồn kho từ 4.200 tỷ đồng đến 7.397 tỷ đồng; riêng 02 tập đoàn hàng đầu lại có lượng hàng tồn kho chiếm đến 63% tổng giá trị hàng tồn kho. Hàng tồn kho bất động sản là một trong những gánh nặng cho doanh nghiệp và nền kinh tế nếu hàng tồn kho là bán thành phẩm đang gặp vướng mắc về thủ tục, pháp lý nên dự án bị dừng triển khai dẫn đến không ra được sản phẩm trong khi đó vẫn phát sinh các chi phí và lãi vay hoặc là thành phẩm nhưng không bán được hoặc chưa bán được hay nói cách khác không có tính thanh khoản sẽ dẫn đến doanh nghiệp có nguy cơ phá sản.

Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2004) cho rằng tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản không có tác động đến ROA và ROE. Ở nghiên cứu khác; Huang (2017) cho rằng tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản có quan hệ ngược chiều với TOBIN's Q. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản cao cho thấy doanh nghiệp bất động sản đã bỏ vốn nhiều vào trong dự án nhưng chưa tiêu thụ được sản phẩm dẫn đến chưa tạo ra được doanh thu và điều này ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp. Thực tế, chưa có nhiều nghiên cứu về tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản của các doanh nghiệp bất động sản nên qua nghiên cứu này tác giả kỳ vọng rằng dấu của tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản sẽ mang dấu âm.

H3: Hàng tồn kho trên tổng tài sản có tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.1.4 Ảnh hưởng của thời gian niêm yết đến tỷ suất sinh lời

Thời gian niêm yết của doanh nghiệp được xác định từ khi doanh nghiệp chính thức được chấp thuận niêm yết trên HOSE hoặc HNX bởi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đến thời điểm nghiên cứu.

Ghafoorifard và các cộng sự (2014) khẳng định thời gian niêm yết tác động cùng chiều với TOBIN's Q.

Akben-Selcuk (2016) cho rằng quan hệ giữa thời gian niêm yết và hiệu quả tài chính được đo lường bởi ROA và ROE là ngược chiều. Đồng quan điểm trên còn có nghiên cứu của Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019).

Thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng chuyên nghiệp hóa và hướng tới chất lượng của doanh nghiệp niêm yết nhiều hơn so với việc chỉ gia tăng số lượng doanh nghiệp niêm yết như trước đây. Diễn hình như Ủy ban Chứng khoán Nhà Nước đưa ra các quy định chặt chẽ hơn về điều kiện tài chính cho doanh nghiệp niêm yết, tăng cường các quy định về quản trị doanh nghiệp để nâng cao chất lượng của các công ty niêm yết. Chính vì thế, các doanh nghiệp mới niêm yết thường năng động hơn, dễ dàng thích ứng với những thay đổi về các chính sách Pháp luật mới ban hành cũng như thích nghi và hội nhập nhanh trong điều kiện môi trường kinh doanh ngày càng quốc tế hóa và sử dụng công nghệ cao. Chính vì vậy việc tìm kiếm dự án mới, xây dựng và phát triển dự án cũng như chiến lược kinh doanh và bán hàng sẽ có nhiều thuận lợi hơn; do đó, doanh nghiệp sẽ tiêu thụ sản phẩm tốt và đạt tỷ suất sinh lời cao hơn.

Ngoài ra, các doanh nghiệp mới niêm yết thường có sự chuẩn bị tốt về quan hệ nhà đầu tư để nâng sức hấp dẫn của cổ phiếu doanh nghiệp mình nhằm thu hút nhà đầu tư nhất là các tổ chức hay quỹ đầu tư nước ngoài; từ đó giá cổ phiếu doanh nghiệp và tính thanh khoản sẽ tăng dẫn đến giá trị doanh nghiệp cũng tăng.

H4: Thời gian niêm yết có tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.1.5 Ảnh hưởng của thuế đến tỷ suất sinh lời

Lĩnh vực bất động sản mang tính đặc thù riêng nên việc tính thuế thu nhập doanh nghiệp từ chuyển nhượng bất động sản khác nhiều so với các ngành nghề khác và được áp dụng theo Thông tư 78/2014/TT-BTC và Thông tư 96/2015/TT-BTC do Bộ Tài Chính ban hành. Các thông tư này cũng quy định rõ các trường hợp tính thuế thu nhập doanh nghiệp theo mức thuế suất do Chính phủ ban hành, trường hợp được ưu đãi về thuế và tùy vào từng trường hợp cụ thể sẽ có mức tính thuế khác nhau. Ngoài ra, doanh nghiệp thực hiện nộp thuế TNDN từ chuyển nhượng bất động sản nhưng chưa xác định được chi phí tương ứng với doanh thu thì kê khai tạm nộp thuế thu nhập doanh nghiệp theo tỷ lệ 1% trên doanh thu thu được tiền và doanh thu này chưa phải tính vào doanh thu tính thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm.

Zeitun và Tian (2014) cho rằng công ty có khoản nộp thuế càng cao thì tỷ suất sinh lời càng cao.

Ở hướng ngược lại, Vătavu (2014) cho rằng thuế có tác động ngược chiều với ROA; nghiên cứu của Trần Tiến Dũng (2018) cũng xác định thuế suất thu nhập doanh nghiệp có tác động ngược chiều với ROE.

Doanh nghiệp thường sử dụng nguồn tài trợ từ kênh tín dụng nhiều hơn sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu do tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế do lãi vay mang lại theo lý thuyết của Modigliani và Miller (1963) và điều này sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả tài chính đồng thời tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp sẽ cao hơn. Tuy nhiên, việc các doanh nghiệp bất động sản sử dụng đòn bẩy tài chính quá nhiều khiến chi phí kiệt quệ tài chính tăng cao làm cho lợi ích của lá chắn thuế thấp hơn chi phí kiệt quệ tài chính. Chính vì vậy, tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp giảm.

H5: Thuế thu nhập doanh nghiệp có tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.1.6 Ảnh hưởng của lạm phát đến tỷ suất sinh lời

Trong các biến số vĩ mô, lạm phát ảnh hưởng rất lớn đến chi phí đầu vào của doanh nghiệp như chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công, chi phí sản xuất, chi phí quản lý ... dẫn đến tổng chi phí tăng, giảm lợi nhuận của doanh nghiệp.

Vătavu (2014) cho rằng lạm phát có tác động ngược chiều đến ROA; bên cạnh đó, Kanwal và Nadeem (2013) cũng cho rằng lạm phát cao có tác động ngược chiều đến ROA và ROE. Ngược lại, Sahara và Yanita (2013); Jamal và cộng sự (2012); Đoàn Thị Thu Trang (2019) đều cho rằng lạm phát có mối tương quan cùng chiều với ROA.

Khi lạm phát tăng dẫn đến giá trị đồng tiền giảm do đó nhà đầu tư sẽ lựa chọn đầu tư vào bất động sản do bất động sản có giá trị tăng dần và bền vững theo thời gian. Ngoài ra, bất động sản là tài nguyên thiên nhiên và mang tính hữu hạn trong khi nhu cầu nhà ở của người dân ngày càng lớn do sự gia tăng dân số. Do đó, lạm phát tăng dẫn đến giá bất động sản tăng theo. Chính vì vậy các doanh nghiệp bất động sản vẫn có khả năng tiêu thụ sản phẩm nếu có chiến lược quảng bá tiếp thị sản phẩm tốt, vị trí dự án đắc địa, chất lượng sản phẩm đi liền với uy tín thương hiệu của doanh nghiệp. Nhờ đó, lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn có thể duy trì và tỷ suất sinh lời vẫn đảm bảo cao.

Mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp đã được nhiều tác giả nghiên cứu song cụ thể về mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hầu như rất ít. Dựa vào những kiến thức nghiên cứu về thị trường bất động sản trong suốt thời gian qua cũng như các nghiên cứu thực nghiệm có tính tương đồng; tác giả kỳ vọng lạm phát mang dấu dương trong mô hình.

H6: Lợi nhuận có tương quan cùng chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.1.7 Ảnh hưởng của tăng trưởng kinh tế đến tỷ suất sinh lời

Quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao chứng tỏ trong năm đã sản xuất ra nhiều hàng hóa, dịch vụ; khi GDP tăng sẽ tạo ra môi trường có những điều kiện tốt tạo dựng niềm tin cho nhà đầu tư trong và ngoài nước; từ đó sẽ thu hút nhiều vốn đầu tư vào thị trường bất động sản dẫn đến sản phẩm bất động sản tiêu thụ tốt từ đó gia tăng tỷ suất sinh lời cho doanh nghiệp bất động sản. Ngoài ra, tăng trưởng kinh tế kéo theo thu nhập người dân được cải thiện dẫn đến nhu cầu về nhà ở tăng cao; do đó doanh nghiệp bất động sản sẽ đạt tỷ suất sinh lợi cao hơn.

Kanwal và Nadeem (2013) cho rằng GDP có tác động cùng chiều với ROA và tác động ngược chiều với ROE. Trong khi đó, Sahara và Yanita (2013), Jamal và cộng sự (2012), Đoàn Thị Thu Trang (2019) cho rằng GDP có tương quan cùng chiều đến ROA.

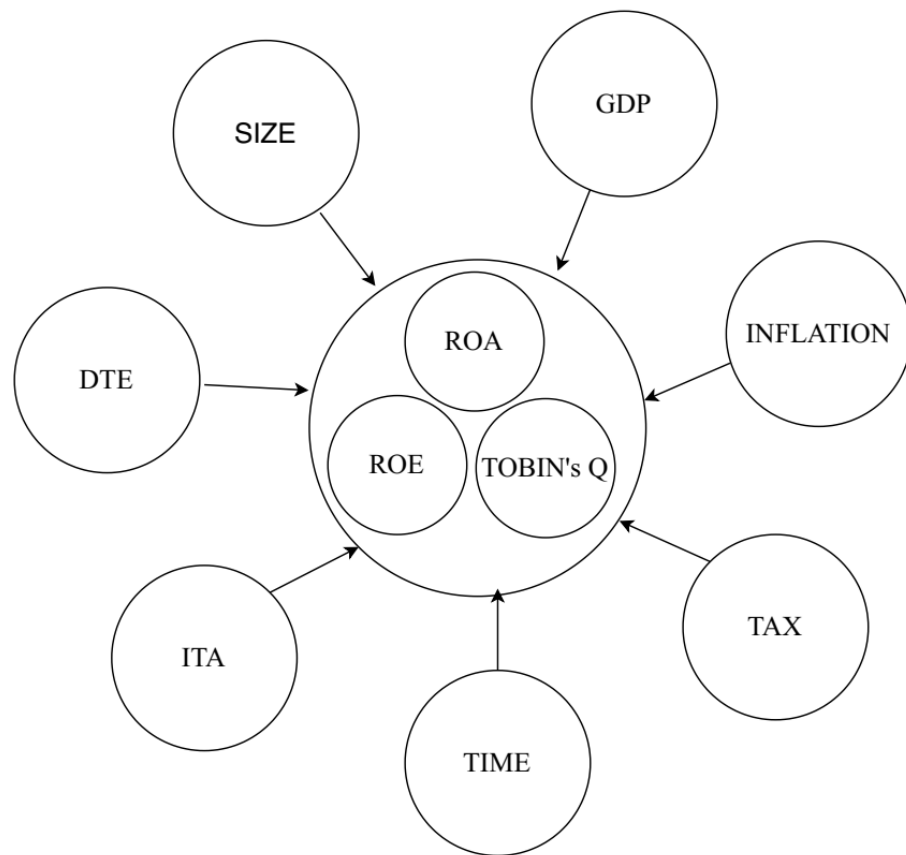
Do đó, tác giả kỳ vọng dấu của GDP sẽ mang dấu dương trong mô hình.

H7: Tốc độ tăng trưởng kinh tế có tương quan cùng chiều với tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2 Mô hình nghiên cứu

3.2.1 Khái quát mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các lược khảo nghiên cứu thực nghiệm đã trình bày tại mục 2.2 và 2.3 về nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp niêm yết của các tác giả trong và ngoài nước kết hợp với tình hình thực trạng của các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam; đề tài lựa chọn thiết kế mô hình nghiên cứu dựa trên các nghiên cứu của Kanwal và Nadeem (2013), Almajali và các cộng sự (2012) có điều chỉnh trên cơ sở kết hợp với nghiên cứu của Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2004). Mô hình nghiên cứu được khái quát qua hình 3.1



Hình 3.1. Khái quát mô hình nghiên cứu

Theo mô hình nghiên cứu thể hiện ở hình 3.1, đề tài sử dụng mô hình gồm 07 nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, mô hình hồi quy tuyến tính có dạng lần lượt như sau:

- **Mô hình ROA: Tỷ suất sinh lời được đo lường bằng ROA**

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 DTE_{it} + \beta_3 ITA_{it} + \beta_4 TIME_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 INFLATION_t + \beta_7 GDP_t + \epsilon_{it}$$

- **Mô hình ROE: Tỷ suất sinh lời được đo lường bằng ROE**

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 DTE_{it} + \beta_3 ITA_{it} + \beta_4 TIME_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 INFLATION_t + \beta_7 GDP_t + \epsilon_{it}$$

- **Mô hình TOBIN's Q: Tỷ suất sinh lời được đo lường bằng TOBIN's Q**

$$\text{TOBIN's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{DTE}_{it} + \beta_3 \text{ITA}_{it} + \beta_4 \text{TIME}_{it} + \beta_5 \text{TAX}_{it} + \beta_6 \text{INFLATION}_t + \beta_7 \text{GDP}_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc gồm có:
 - ROA: tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản
 - ROE: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
 - TOBIN's Q: giá trị thị trường
- Biến độc lập bao gồm:
 - SIZE: quy mô công ty
 - DTE (Debt to Equity): tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu
 - ITA (Inventory to Assets): tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản
 - TIME: thời gian niêm yết
 - TAX: tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế
 - INFLATION: lạm phát
 - GDP: tăng trưởng kinh tế
- β_0 : hệ số chặn, phản ánh mức độ ảnh hưởng của các nhân tố khác đến tỷ suất sinh lời.
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: hệ số ước lượng, hệ số này phản ánh mức độ ảnh hưởng của biến độc lập tới biến phụ thuộc ROA, ROE và TOBIN's Q.
- i và t : tương ứng với công ty và năm
- ε_{it} : sai số ngẫu nhiên

3.2.2 Giải thích biến

Mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như đề cập tại mục 3.2.1 bao gồm các biến độc lập được giải thích như sau:

- Quy mô công ty

Quy mô công ty có thể được đo lường bằng tổng doanh thu hoặc tổng tài sản, trong nghiên cứu này tác giả sử dụng tổng tài sản để đo lường quy mô công ty; cụ thể quy mô công ty được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản trong kỹ thuật hồi quy phân tích dữ liệu vì tổng tài sản thường có giá trị tuyệt đối lớn.

$$SIZE = \ln (\text{Tổng tài sản})$$

Khoản mục tổng tài sản được thu thập từ bảng cân đối số phát sinh trong báo cáo tài chính năm đã được kiểm toán của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

- Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu được tính bằng cách lấy tổng nợ phải trả (bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) chia cho vốn chủ sở hữu tại thời điểm cuối năm. Công thức tính như sau:

$$DTE = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \times 100$$

- Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản

Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản được tính bằng cách lấy hàng tồn kho chia cho tổng tài sản tại thời điểm cuối năm. Công thức tính như sau:

$$ITA = \frac{\text{Hàng tồn kho}}{\text{Tổng tài sản}} \times 100$$

- Thời gian niêm yết

Thời gian niêm yết được tính bằng số năm doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán; theo đó thời điểm gốc là năm doanh nghiệp chính thức được chấp nhận niêm yết so với thời điểm nghiên cứu. Công thức tính như sau:

$$TIME = \text{Năm nghiên cứu} - \text{Năm chính thức niêm yết}$$

- Thuế

Thuế là thuế thu nhập doanh nghiệp được tính bằng số thuế công ty phải nộp trong năm trên lợi nhuận trước thuế. Công thức tính như sau:

$$TAX = \frac{\text{Số thuế thu nhập doanh nghiệp nộp trong năm}}{\text{Lợi nhuận trước thuế}}$$

- Lạm phát

Lạm phát được đo lường bởi chỉ số giá tiêu dùng bình quân được thu thập từ báo cáo của tổng cục thống kê. Công thức tính lạm phát như sau:

$$INFLATION = \frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \times 100$$

Trong đó:

- CPI_t : chỉ số giá tiêu dùng năm t
- CPI_{t-1} : chỉ số giá tiêu dùng năm t-1

- Tăng trưởng kinh tế

Tăng trưởng kinh tế là sự gia tăng quy mô sản lượng của nền kinh tế trong một thời kỳ nhất định. Tăng trưởng kinh tế được đo lường bởi mức tăng tổng sản phẩm quốc nội (GDP). Tổng sản phẩm quốc nội là giá trị thị trường của tất cả hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất ra trong phạm vi một nước trong một thời kỳ nhất định so với kỳ gốc; sự gia tăng này được thể hiện cả ở quy mô và tốc độ. Quy mô tăng trưởng phản ánh sự gia tăng tuyệt đối trong khi tốc độ tăng trưởng thể hiện sự so sánh tương đối giữa các thời kỳ (Mankiw, 2012). Công thức tính GDP như sau:

$$GDP = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_{t-1}} \times 100$$

Trong đó:

- GDP_t : tổng sản phẩm quốc nội năm t
- GDP_{t-1} : tổng sản phẩm quốc nội năm t-1

3.3 Dữ liệu

Mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2019. Việc phân ngành các doanh nghiệp bắt

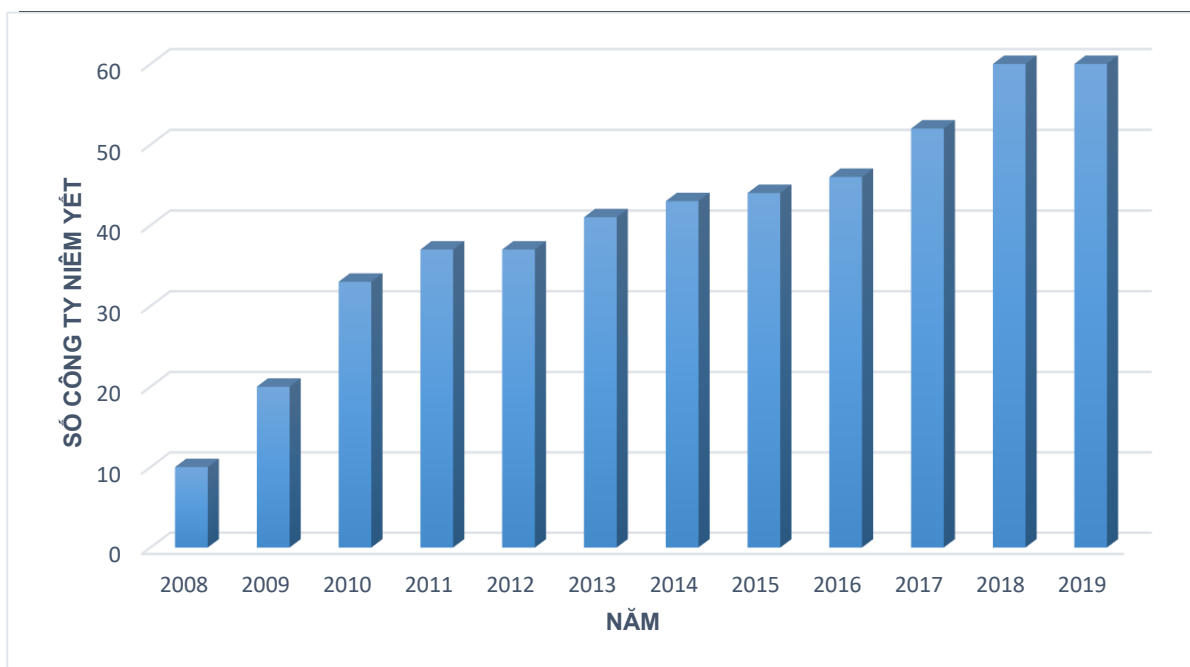
động sản dựa vào chuẩn phân ngành GICS, có 45 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và 15 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (Xem Phụ lục 1)

Bảng 3.1. Thống kê dữ liệu mẫu nghiên cứu

ĐVT: Công ty

Năm	Số lượng công ty niêm yết tại HOSE	Số lượng công ty niêm yết tại HNX	Tổng cộng
2008	7	3	10
2009	15	5	20
2010	26	7	33
2011	29	8	37
2012	29	8	37
2013	32	9	41
2014	32	11	43
2015	33	11	44
2016	35	11	46
2017	40	12	52
2018	45	15	60
2019	45	15	60

Nguồn: Tác giả tổng hợp



Hình 3.2. Biểu đồ mẫu nghiên cứu trong giai đoạn 2008 – 2019

Hình 3.2 minh họa số lượng doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tăng dần theo thời gian, cụ thể năm 2008 số lượng doanh nghiệp niêm yết khoảng 10 công ty, đến năm 2019 số lượng công ty niêm yết trong mẫu nghiên cứu là 60 công ty.

Dữ liệu thu thập dựa trên cơ sở dữ liệu thứ cấp trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội. Các doanh nghiệp trong mẫu niêm yết bảo đảm niêm yết liên tục, có đầy đủ thông tin minh bạch về tài chính dựa trên báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2019. Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dữ liệu bảng không cân bằng với trục không gian là 60 doanh nghiệp bất động sản và trục thời gian gồm 12 năm.

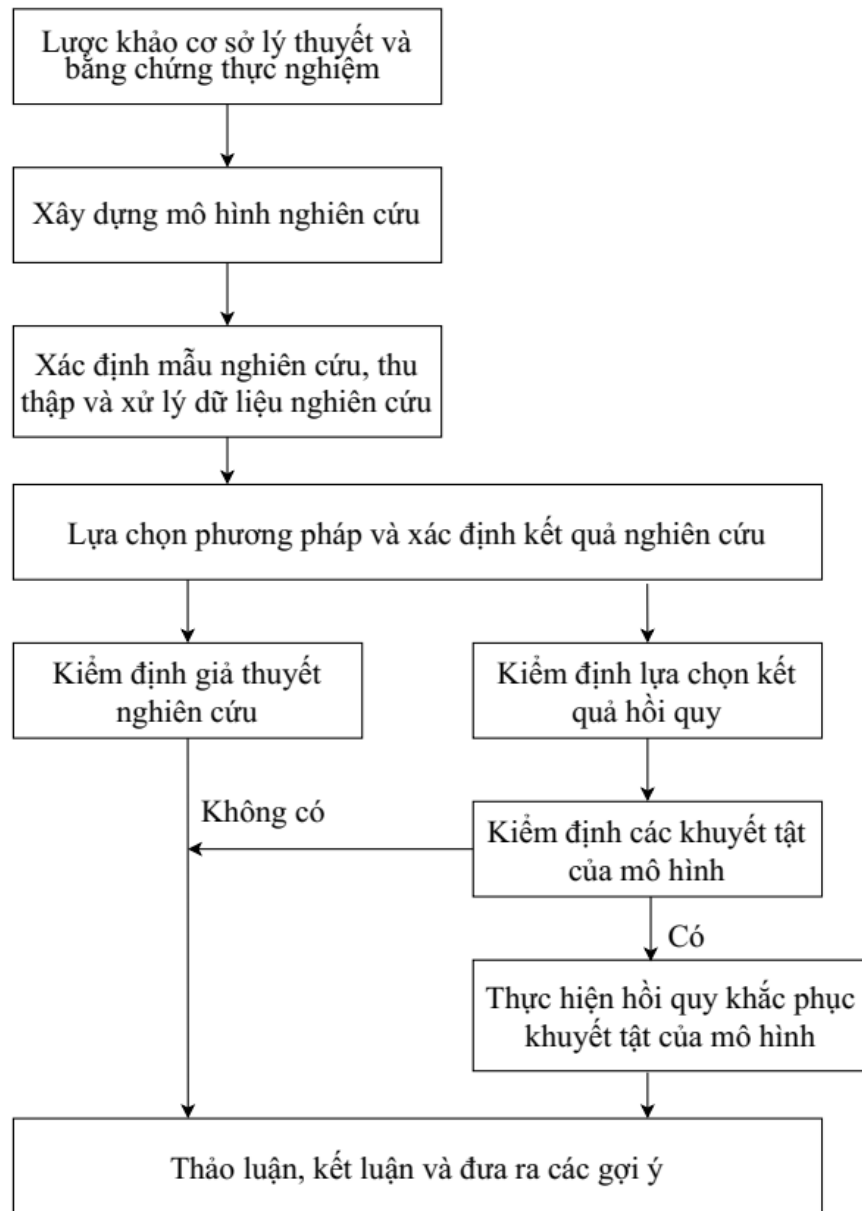
Đối với các dữ liệu vĩ mô, tác giả tiến hành thu thập dữ liệu như sau:

- Dữ liệu về lạm phát được đo lường bởi chỉ số giá tiêu dùng bình quân (CPI) tính cho một năm được thu thập trên trang thông tin điện tử của Tổng cục thống kê cho giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2019.

- Dữ liệu về tăng trưởng kinh tế (GDP) được thu thập từ trang thông tin điện tử của Tổng cục thống kê trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2019.

3.4 Trình tự nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; tác giả thực hiện theo trình tự nghiên cứu được thiết kế gồm 07 bước theo hình 3.3 như sau:



Hình 3.3. Trình tự nghiên cứu

- Bước 1: Lược khảo cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm có liên quan, sau đó dựa trên các nghiên cứu đã được thực hiện trước đây nhằm xác định khoảng trống nghiên cứu và định hướng thiết kế mô hình nghiên cứu cho đề tài.

- Bước 2: Căn cứ cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, đề tài xây dựng giả thuyết và mô hình nghiên cứu, dự kiến phương trình hồi quy và giải thích các biến trong phương trình.

- Bước 3: Xác định mẫu nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu; sau đó thực hiện thu thập số liệu và xử lý dữ liệu theo mô hình nghiên cứu tại bước 2.

○ Số liệu thứ cấp của đề tài được thu thập từ Báo cáo tài chính đã kiểm toán gồm bảng cân đối kế toán, kết quả kinh doanh, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và thuyết minh báo cáo tài chính. Sau đó, sẽ nhập số liệu thứ cấp vào file Excel và được hiệu chỉnh, mã hóa trên file này.

○ Tiếp theo là tiến hành làm sạch dữ liệu nhằm phát hiện các sai sót, sai thông tin và tiến hành hoàn thiện ma trận dữ liệu.

- Bước 4: Lựa chọn phương pháp và xác định kết quả nghiên cứu, cụ thể như sau:

○ Thống kê mô tả: Phương pháp này được sử dụng nhằm cung cấp thông tin khái quát về các biến trong mô hình nghiên cứu là quy mô, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, thuế, lạm phát, tăng trưởng kinh tế ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX. Đồng thời phương pháp này cũng cho biết khái quát về các chỉ tiêu thống kê mô tả bao gồm: giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, độ lệch chuẩn và số quan sát.

○ Phân tích tương quan: Phương pháp này dùng để xác định mức độ tương quan cùng chiều hay ngược chiều, tương quan mạnh hay yếu giữa biến phụ thuộc với từng biến độc lập và giữa các biến độc lập với nhau.

○ Phân tích hồi quy: Phân tích hồi quy dữ liệu bảng để kiểm định xu hướng và mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX. Tác giả sử dụng ba phương pháp ước lượng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với phương pháp mô hình Pooled OLS, mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM), mô hình tác động ngẫu nhiên

(Random Effects Model - REM). Hệ số P-value của kết quả hồi quy phân tích cho biết mức độ tác động của các biến độc lập lên từng biến phụ thuộc. Các mức thống kê có ý nghĩa sử dụng là 1%, 5%, 10% hay nói cách khác là độ tin cậy 99%, 95%, 90%.

- Bước 5: Kiểm định các giả thuyết nghiên cứu và kiểm định lựa chọn kết quả hồi quy, cụ thể sử dụng kiểm định F để lựa chọn mô hình Pooled OLS hay FEM; đồng thời tiến hành kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM hay REM nhằm chọn ra mô hình phù hợp nhất.

○ Kiểm định F-Test để lựa chọn mô hình phù hợp: Mặc dù mô hình Pooled OLS không phân biệt theo năm nên không kiểm soát được từng đặc điểm riêng của mỗi doanh nghiệp dẫn đến kết quả ước lượng có thể không hiệu quả; song tác giả vẫn thực hiện kiểm định F-test để chọn lựa mô hình phù hợp giữa mô hình Pooled OLS hoặc FEM với giả thuyết sau:

H_0 : mô hình Pooled OLS là phù hợp

H_1 : mô hình FEM là phù hợp

Kết quả kiểm định F-test có giá trị Prob > F lớn hơn 5% thì chấp nhận H_0 , bác bỏ H_1 nghĩa là mô hình Pooled OLS là phù hợp; ngược lại giá trị Prob > F nhỏ hơn 5% thì bác bỏ H_0 , chấp nhận H_1 nghĩa là mô hình FEM là phù hợp.

○ Kiểm định Hausman Test để lựa chọn mô hình phù hợp: Để lựa chọn một trong hai mô hình REM hoặc FEM, tác giả sử dụng kiểm định Hausman Test để xem xét có tồn tại tự tương quan giữa ε_{it} với các biến độc lập hay không với các cặp giả thuyết như sau:

H_0 : ε_{it} với các biến độc lập không tương quan

H_1 : ε_{it} với các biến độc lập có tương quan

Trường hợp giá trị P-value < 0,05 thì bác bỏ H_0 , chấp nhận H_1 khi đó ε_{it} với các biến độc lập có tương quan với nhau và sử dụng mô hình tác động cố định (FEM). Ngược lại sẽ chấp nhận H_0 , bác bỏ H_1 khi đó ε_{it} với các biến độc lập không tương quan với nhau do đó sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên (REM).

- Bước 6: Tiến hành kiểm định các khuyến tật của mô hình, bao gồm hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi, tự tương quan. Nếu mô hình có khuyến tật thì khắc phục bằng phương pháp GLS để đưa ra kết quả hồi quy cuối cùng.

- Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến: Đa cộng tuyến là hiện tượng các biến độc lập trong mô hình tương quan tuyến tính với nhau hay nói cách khác các biến độc lập có tương quan mạnh với nhau. Hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình có thể được phát hiện bằng hệ số tương quan giữa các cặp biến độc lập và nhân tử phóng đại phương sai (VIF). Nếu hệ số tương quan của một cặp biến độc lập bất kỳ có giá trị tuyệt đối cao hơn 0,8 thì mô hình có thể gặp lỗi đa cộng tuyến nghiêm trọng (Gujarati và Porter, 2009). Trong khi đó, Allison (1999) đưa ra tiêu chí chặt hơn khi chọn hệ số tương quan lớn hơn 0,775. Theo Gujarati (2011) và Goldberger (1991) thì có ba cách để xử lý hiện tượng đa cộng tuyến, thứ nhất là bỏ biến có mức độ tương quan cao với biến số khác, thứ hai là sử dụng phương pháp phân tích thành phần chính và thứ ba là không tác động gì.

Song, ma trận hệ số tương quan ít được sử dụng vì vẫn có những trường hợp hệ số tương quan khá thấp nhưng vẫn xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Do đó, để hạn chế sai sót và đảm bảo tính bền vững của mô hình nghiên cứu, tác giả sử dụng chỉ số phóng đại phương sai (VIF).

- Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi: Phương sai sai số thay đổi là hiện tượng phương sai của các số hạng này không giống nhau. Khi phương sai của các sai số thay đổi thì các ước lượng của các hệ số hồi quy không hiệu quả, kiểm định t và F không còn đáng tin cậy từ đó dẫn đến hiện tượng ngộ nhận các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu có ý nghĩa. Tác giả sử dụng kiểm định Breusch-Pagan trong mô hình REM và kiểm định Modified Wald trong mô hình FEM với giả thuyết là:

H_0 : Mô hình không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi

H_1 : Mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Kết luận dựa vào giá trị P-value; trường hợp P-value $< 5\%$ thì bác bỏ H_0 , chấp nhận H_1 nghĩa là mô hình xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi; ngược lại P-value $> 5\%$ thì chấp nhận H_0 , bác bỏ H_1 nghĩa là mô hình không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

- Kiểm định hiện tượng tự tương quan: Tự tương quan là tương quan giữa các thành phần của chuỗi quan sát được sắp xếp theo thứ tự thời gian (trong chuỗi thời gian) hoặc không gian (trong số liệu chéo). Hiện tượng tự tương quan được thực hiện bằng kiểm định Wooldridge với giả thuyết

H_0 : Mô hình không có hiện tượng tự tương quan

H_1 : Mô hình có hiện tượng tự tương quan

Nếu kết quả kiểm định cho thấy P-value $> 5\%$ thì chấp nhận H_0 , bác bỏ H_1 nghĩa là mô hình không xảy ra hiện tượng tự tương quan và ngược lại trường hợp P-value $< 5\%$ thì bác bỏ H_0 , chấp nhận H_1 nghĩa là mô hình có hiện tượng tự tương quan.

- Khắc phục khuyết tật của mô hình: Trong trường hợp mô hình xảy ra khuyết tật như đa cộng tuyến hay phương sai sai số thay đổi hoặc tự tương quan; tác giả thực hiện phân tích hồi quy theo mô hình ước lượng bình phương tổng quát Generalized Least Squares (GLS) để khắc phục. Phương pháp GLS thực chất là phương pháp bình phương bé nhất OLS sử dụng cho các biến được thay đổi để đáp ứng được các giả thuyết đã đặt ra. Do đó, các tham số ước lượng từ mô hình mới sẽ đáng tin cậy hơn so với các tham số từ mô hình đã vi phạm giả thuyết trước đó.

Bước 7: Căn cứ kết quả hồi quy, đề tài tiến hành thảo luận, rút ra kết luận và đưa ra các gợi ý, khuyến nghị có liên quan.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Trong chương 3, tác giả đã xây dựng 7 giả thuyết liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, tác giả cũng đã thiết lập mô hình nghiên cứu bao gồm ba biến phụ thuộc, bảy biến độc lập dựa theo mô hình của Kanwal và Nadeem (2013), Almajali và các cộng sự (2012) có điều chỉnh trên cơ sở kết hợp với nghiên cứu của Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2004).

Trên cơ sở giải thích mẫu và dữ liệu nghiên cứu, chương 3 cũng đã trình bày trình tự nghiên cứu theo đó sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính kết hợp với nghiên cứu định lượng; trong đó kết quả nghiên cứu được xác định theo phương pháp thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích hồi quy dữ liệu bảng theo Pooled OLS, FEM, REM hoặc GLS nếu mô hình có khuyết tật đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi hay tự tương quan.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Chương 4 sẽ trình bày kết quả và thảo luận nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích hồi quy dữ liệu bảng theo Pooled OLS, FEM, REM. Sau khi kiểm định các khuyết tật của mô hình, nếu mô hình có xảy ra khuyết tật thì kết quả hồi quy sẽ được xác định theo GLS.

4.1 Thiết kế mô tả biến

Thống kê mô tả các biến trong mô hình của đề tài được trình bày tại bảng 4.1 theo tiêu chí giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, độ lệch chuẩn và số lượng quan sát nhằm mô tả thông tin chung của các biến trong mô hình. Kết quả thống kê mô tả biến được trình bày qua bảng 4.1.

Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
BIẾN PHỤ THUỘC					
ROA	482	0.03754	0.07900	-0.85259	0.60048
ROE	482	0.07746	0.40980	-7.33261	3.30962
TOBIN'S Q	482	0.88858	0.35550	0.08614	2.65186
BIẾN ĐỘC LẬP					
SIZE	482	28.10297	1.54729	20.98325	33.63179
DTE	482	1.65292	2.00350	0.00057	18.25519
ITA	482	0.31906	0.25559	0	0.91276
TIME	482	5.42946	3.21512	1	13
TAX	482	0.20498	0.20801	-1.03998	2.91982
INFLATION	482	0.05923	0.05140	0.0063	0.2297
GDP	482	0.06347	0.00639	0.0525	0.0708

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Theo kết quả thống kê bảng 4.1 cho thấy tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản có giá trị trung bình lần lượt là 0.077 và 0.038 cho thấy các doanh nghiệp bất động sản có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao hơn tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản. Giá trị doanh nghiệp đo lường bởi TOBIN's Q có giá trị trung bình là 0.89.

Thứ nhất, ROA dao động trong khoảng -85.25% đến 60.05%; giá trị trung bình là 3.8%. Điều này cho thấy có một số doanh nghiệp sử dụng tài sản trong hoạt động kinh doanh không hiệu quả dẫn đến chỉ số ROA mang dấu âm. Mặt khác, cũng có doanh nghiệp đạt hiệu quả tốt trong việc sử dụng tài sản mang lại tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản khá cao. Sự biến động chênh lệch quá nhiều giữa giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của ROA cho thấy sự cạnh tranh trên thị trường bất động sản khá khốc liệt cũng như thể hiện năng lực kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản có tiềm lực thực sự. Độ lệch chuẩn là 7.9% cho thấy có sự khác biệt không lớn trong ROA giữa các doanh nghiệp bất động sản trong mẫu nghiên cứu. Trường hợp ROA lớn nhất là công ty cổ phần Sara Việt Nam năm

2018 và thấp nhất là công ty Cổ phần bất động sản du lịch Ninh Vân Bay năm 2017.

Thứ hai, ROE đạt giá trị nhỏ nhất là -7.33 và đạt giá trị lớn nhất là 3.31 cho thấy khoảng biến động của ROE trong mô hình nghiên cứu không lớn; qua đó cho thấy đã có doanh nghiệp thua lỗ trong giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng khi sản phẩm chưa thể đưa ra thị trường hoặc không thể tiêu thụ được. Giá trị trung bình ROE trong nghiên cứu đạt 0.077 cho thấy các doanh nghiệp bất động sản sử dụng vốn chủ sở hữu đạt hiệu quả chưa cao dẫn đến khả năng tạo ra lợi nhuận thấp. Độ lệch chuẩn là 40.9% cho thấy mẫu nghiên cứu có sự khác biệt khá lớn trong ROE giữa các doanh nghiệp bất động sản. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu có giá trị lớn nhất là công ty cổ phần phát triển đô thị công nghiệp số 2 năm 2010 và có giá trị thấp nhất là công ty cổ phần đầu tư và phát triển nhà đất Cotec năm 2019.

Thứ ba, TOBIN's Q có giá trị trung bình là 0.89 và TOBIN's Q dao động trong khoảng từ 0.086 đến 2.65; qua đó cho thấy khoảng biến động của TOBIN's Q trong mẫu nghiên cứu không quá lớn. Trường hợp TOBIN's Q có giá trị thấp nhất là công ty cổ phần đầu tư và phát triển công nghiệp Bảo Thư năm 2014 và giá trị TOBIN's Q có giá trị cao nhất là trường hợp của công ty cổ phần Vinhomes năm 2018. Độ lệch chuẩn là 35.55% thể hiện mẫu nghiên cứu có sự khác biệt lớn.

Thứ tư, biến SIZE thể hiện quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng logarit của tổng tài sản doanh nghiệp và có giá trị trung bình là 28.1%; khoảng biến động giá trị thấp nhất và giá trị lớn nhất của biến SIZE lần lượt là 20.98 và 33.63 cho thấy mẫu nghiên cứu có sự đa dạng về quy mô của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX. Trong số các doanh nghiệp bất động sản niêm yết; tập đoàn Vingroup năm 2019 là trường hợp có quy mô lớn nhất, công ty cổ phần Vạn Phát Hưng năm 2009 là trường hợp có quy mô nhỏ nhất. Trong giai đoạn 2008 – 2019, tổng tài sản của các doanh nghiệp bất động sản tăng

liên tục nhằm mục tiêu mở rộng quy mô và tăng sức cạnh tranh trên thị trường bất động sản.

Thứ năm, biến DTE thể hiện tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, có khoảng biến động giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất từ 0.00057 đến 18.25. Trường hợp giá trị lớn nhất là công ty cổ phần COMA 18 năm 2015 do nợ vay tăng trong khi vốn chủ sở hữu giảm; doanh nghiệp mất kiểm soát mọi hoạt động, tình hình tài chính mất cân đối, áp lực thanh toán nợ đến hạn cao và đứng trước nguy cơ phá sản. Đồng thời, đây cũng là bằng chứng cho việc kinh doanh trái ngành nghề khi doanh nghiệp thiếu kinh nghiệm, tầm nhìn chiến lược về thị trường hạn chế cũng như tiềm lực tài chính chưa đủ mạnh và khi đứng trước cơn sốt bất động sản đã bất chấp lao vào. Cụ thể, doanh nghiệp từ lĩnh vực lắp đặt thiết bị, xây lắp công trình sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản nhưng sai lầm trong chiến lược đầu tư loại hình, phân khúc sản phẩm bất động sản; cũng như vượt ngoài khả năng phát triển của doanh nghiệp khi có quá nhiều dự án đầu tư quy mô lớn trong lúc thị trường bất động sản gặp khó khăn. Trường hợp giá trị nhỏ nhất là công ty cổ phần Việt Tiên Sơn địa ốc năm 2019. Giá trị trung bình của biến DTE là 1.65 cho thấy các doanh nghiệp bất động sản sử dụng vốn vay nhiều hơn nguồn vốn tự có của doanh nghiệp. Độ lệch chuẩn của biến DTE là 2.003 thể hiện không có sự khác biệt lớn giữa tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bất động sản trong giai đoạn nghiên cứu.

Thứ sáu, biến ITA thể hiện tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản có giá trị trung bình là 0.31 với độ lệch chuẩn là 0.25 cho thấy mức độ tương đồng cao về tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản giữa các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX. Giá trị lớn nhất của biến ITA là 0.91; trường hợp này là công ty cổ phần phát triển bất động sản Phát Đạt năm 2013. Giá trị nhỏ nhất của biến ITA là 0; trường hợp này bao gồm các công ty như công ty cổ phần Thống Nhất từ năm 2017 đến năm 2018; công ty cổ phần DRH Holdings trong các năm 2010, 2015, 2016; công ty cổ phần ngoại thương và phát triển đầu tư TP.HCM năm 2015.

Thứ bảy, biến TIME thể hiện thời gian niêm yết của các doanh nghiệp bất động sản tính từ thời điểm niêm yết đến thời điểm thực hiện nghiên cứu. Giá trị trung bình là 5.42 với độ lệch chuẩn là 3.21 cho thấy mức độ tương đồng khá cao về thời gian niêm yết trong mẫu nghiên cứu. Các doanh nghiệp có thời gian niêm yết lâu nhất trong mẫu nghiên cứu là 13 năm gồm có công ty cổ phần đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp Sông Đà, công ty cổ phần phát triển nhà Thủ Đức, tập đoàn Vingroup.

Thứ tám, biến TAX thể hiện số thuế thu nhập doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế của công ty. Giá trị nhỏ nhất là -1.04, đó là trường hợp công ty cổ phần Long Hậu năm 2015 do khoản hoàn nhập thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại trên 37 tỷ đồng vì thay đổi tỷ lệ diện tích đất tính thuế. Giá trị lớn nhất là 2.92 thuộc về công ty cổ phần đầu tư kinh doanh nhà Khang Điền năm 2011. Giá trị trung bình của biến TAX là 0.2 với độ lệch chuẩn là 0.2 cho thấy hầu như không có sự sai khác biệt về số thuế thu nhập doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế các doanh nghiệp bất động sản phải nộp trong mẫu nghiên cứu.

Thứ chín, biến INFLATION thể hiện lạm phát; giá trị trung bình là 0.06, độ lệch chuẩn là 0.05, giá trị thấp nhất là 0.0063 vào năm 2015 và giá trị lớn nhất là 0.2297 vào năm 2008.

Thứ mười, biến GDP thể hiện sự tăng trưởng kinh tế đạt giá trị trung bình là 0.063 với độ lệch chuẩn là 0.0063. Năm 2012, biến GDP đạt giá trị nhỏ nhất là 0.0525 và đạt giá trị lớn nhất là 0.0708 vào năm 2018.

4.2 Phân tích tương quan

4.2.1 Phân tích tương quan mô hình ROA

Bảng 4.2. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình ROA

	ROA	SIZE	DTE	ITA	TIME	TAX	INFLATION	GDP
ROA	1.0000							
SIZE	0.0737	1.0000						
DTE	-0.1605	0.0958	1.0000					
ITA	-0.0336	0.2758	0.2560	1.0000				
TIME	-0.0629	0.1665	0.0342	0.0615	1.0000			
TAX	0.0888	0.1146	0.0326	0.1118	-0.0363	1.0000		
INFLATION	0.0085	-0.1527	0.0174	0.0432	-0.4913	0.0667	1.0000	
GDP	0.1122	0.1886	0.0129	-0.1517	0.4099	0.0491	-0.4227	1.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Theo kết quả phân tích tương quan giữa các biến tại bảng 4.2 cho thấy ROA tương quan mạnh nhất với DTE (-0.1605) và tương quan yếu nhất với INFLATION (0.0085). Farrar và Glauber (1967) cho rằng nếu hệ số tương quan giữa các biến độc lập lớn hơn 0.8 thì mối quan hệ giữa các cặp biến sẽ rất chặt chẽ, có sự ảnh hưởng lẫn nhau và mô hình có khả năng mắc đa cộng tuyến. Trong mô hình ROA, hệ số tương quan giữa các biến độc lập là thấp; điều này có thể khẳng định rằng trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến với nhau. Bảng 4.2 cũng cho thấy các biến SIZE, TAX, INFLATION và GDP tác động cùng chiều đến ROA; ngược lại các biến DTE, ITA và TIME tác động ngược chiều đến ROA.

4.2.2 Phân tích tương quan mô hình ROE

Bảng 4.3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình ROE

	ROE	SIZE	DTE	ITA	TAX	TIME	INFLATION	GDP
ROE	1.0000							
SIZE	0.0784	1.0000						
DTE	-0.2362	0.0958	1.0000					
ITA	-0.0285	0.2758	0.2560	1.0000				
TIME	-0.1117	0.1665	0.0342	0.0615	1.0000			
TAX	0.0832	0.1146	0.0326	0.1118	-0.0363	1.0000		
INFLATION	0.0623	-0.1527	0.0174	0.0432	-0.4913	0.0667	1.0000	
GDP	0.0105	0.1886	0.0129	-0.1517	0.4099	0.0491	-0.4227	1.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Bảng 4.3 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc ROE là thấp; biến SIZE, TAX, INFLATION và GDP tác động dương đến ROE; biến DTE, ITA và TIME tác động âm đến ROE. Mô hình ROE cũng khó có thể xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả bảng 4.3 thể hiện ROE tương quan mạnh nhất với biến DTE (-0.2362) và tương quan yếu nhất với biến GDP (0.0105).

4.2.3 Phân tích tương quan mô hình TOBIN's Q

Bảng 4.4. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến của mô hình TOBIN's Q

	TOBIN'S Q	SIZE	DTE	ITA	TAX	TIME	INFLATION	GDP
TOBIN'S Q	1.0000							
SIZE	0.3275	1.0000						
DTE	0.1550	0.0958	1.0000					
ITA	0.0095	0.2758	0.2560	1.0000				
TIME	0.0756	0.1665	0.0342	0.0615	1.0000			
TAX	0.1013	0.1146	0.0326	0.1118	-0.0363	1.0000		
INFLATION	-0.0606	-0.1527	0.0174	0.0432	-0.4913	0.0667	1.0000	
GDP	0.1357	0.1886	0.0129	-0.1517	0.4099	0.0491	-0.4227	1.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Bảng 4.4 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình TOBIN's Q là thấp. Biến SIZE, DTE, ITA, TIME, TAX và GDP có quan hệ cùng chiều với biến TOBIN's Q. Biến INFLATION có quan hệ ngược chiều với biến TOBIN's Q. Trong mô hình TOBIN's Q, biến có tương quan mạnh nhất là biến SIZE; trong khi đó biến ITA có tương quan yếu nhất đến TOBIN's Q.

4.3 Phân tích hồi quy

4.3.1 Phân tích hồi quy Pooled OLS, FEM và REM

Bảng 4.5. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu ROA, ROE và TOBIN's Q

BIẾN ĐỘC LẬP		ROA			ROE			TOBIN'S Q		
		Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM
SIZE	Hệ số β	0.0036	0.0237***	0.0071**	0.0281**	0.1109***	0.0281**	0.0756***	0.0092**	0.0644***
	P-value	0.132	0.000	0.032	0.025	0.002	0.025	0.000	0.708	0.000
DTE	Hệ số β	-0.0067***	-0.0079***	-0.0073***	-0.0510***	-0.0717***	-0.0510***	0.0267***	0.0203**	0.0209***
	P-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.015	0.009
ITA	Hệ số β	0.0039	-0.0484**	-0.0118	0.0214	-0.1260	0.0214	-0.1686**	-0.2809***	-0.2339***
	P-value	0.796	0.047	0.530	0.784	0.342	0.784	0.011	0.002	0.004
TIME	Hệ số β	-0.0029**	-0.0101***	-0.0049***	-0.0156**	-0.0524***	-0.0156**	0.0013	-0.0044*	-0.0106
	P-value	0.025	0.000	0.000	0.020	0.000	0.019	0.813	0.556	0.083
TAX	Hệ số β	0.0268	0.0162	0.0184	0.1326	0.1436	0.1326	0.1181	-0.0003	0.0143
	P-value	0.118	0.365	0.281	0.132	0.142	0.132	0.111	0.996	0.830
INFLATION	Hệ số β	0.0394	-0.1779*	-0.0324	0.3443	-0.8557*	0.3443	0.1062	-0.5435	-0.5302*
	P-value	0.631	0.050	0.687	0.413	0.084	0.413	0.764	0.113	0.098
GDP	Hệ số β	1.9674***	2.8211***	2.2262***	3.9107	9.3622**	3.9107	2.8598	4.2515	4.5841*
	P-value	0.003	0.000	0.000	0.241	0.017	0.240	0.308	0.116	0.071
CONS	Hệ số β	-0.1730**	-0.7186***	-0.2651***	-0.8479**	-3.1699***	-0.8479**	-1.4466***	0.4718	-1.0851**
	P-value	0.019	0.000	0.005	0.025	0.001	0.024	0.000	0.485	0.017
n		482	482	482	482	482	482	482	482	482
R ²		0.0643	0.0401	0.0590	0.0896	0.0672	0.0896	0.1440	0.0275	0.1182

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Ghi chú: (*): mức ý nghĩa 10%, (**): mức ý nghĩa 5%, (***): mức ý nghĩa 1%

- Mô hình ROA

Kết quả hồi quy tại bảng 4.5 theo mô hình ROA dựa trên phương pháp Pooled OLS cho thấy các biến độc lập DTE và GDP được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROA với mức ý nghĩa 1%; biến độc lập TIME được chấp nhận giải thích cho ROA với độ tin cậy 95%; trong khi đó, các biến độc lập SIZE, ITA, TAX và INFLATION không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy theo mô hình ROA dựa trên phương pháp FEM cho thấy các biến độc lập SIZE, DTE, TIME và GDP được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROA với mức ý nghĩa 1%; biến độc lập ITA được chấp nhận giải thích cho biến ROA với độ tin cậy là 95%; biến độc lập INFLATION được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROA với mức ý nghĩa 10%; chỉ có biến độc lập TAX không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy theo mô hình ROA dựa trên phương pháp REM cho thấy các biến độc lập DTE, TIME và GDP được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROA với độ tin cậy 99%; biến độc lập SIZE được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROA với mức ý nghĩa 5%; ngoài ra, các biến độc lập ITA, TAX và INFLATION không có ý nghĩa thống kê.

- Mô hình ROE

Kết quả hồi quy tại bảng 4.5 trong mô hình ROE dựa trên phương pháp Pooled OLS cho thấy các biến độc lập DTE được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với độ tin cậy 99%; biến độc lập SIZE và TIME được chấp nhận để giải thích cho biến ROE với mức ý nghĩa 5%; các biến độc lập ITA, TAX, INFLATION và GDP không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy theo mô hình ROE dựa trên phương pháp FEM cho thấy các biến độc lập SIZE, DTE và TIME được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với mức ý nghĩa 1%; biến độc lập GDP được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với mức ý nghĩa 5%; biến độc lập INFLATION được

chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với mức ý nghĩa 10%. Ngoài ra, các biến độc lập ITA và TAX không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy theo mô hình ROE dựa trên phương pháp REM cho thấy các biến độc lập DTE được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với mức ý nghĩa 1%; biến độc lập SIZE và TIME được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với mức ý nghĩa 5%; trong khi đó, các biến độc lập ITA, TAX, INFLATION và GDP không có ý nghĩa thống kê.

- **Mô hình TOBIN's Q**

Kết quả hồi quy theo mô hình TOBIN's Q dựa trên phương pháp Pooled OLS cho thấy các biến độc lập SIZE và DTE được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc TOBIN's Q với mức ý nghĩa 1%; biến độc lập ITA được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc TOBIN's Q với độ tin cậy 95%. Ngoài ra, các biến độc lập TIME, TAX, INFLATION và GDP không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy theo mô hình TOBIN's Q dựa trên phương pháp FEM cho thấy các biến độc lập ITA được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc TOBIN's Q với độ tin cậy 99%; biến độc lập SIZE và DTE được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc TOBIN's Q với mức ý nghĩa 5%; biến độc lập TIME được chấp nhận giải thích cho biến phụ thuộc với mức ý nghĩa 10%. Ngoài ra, các biến độc lập TAX, INFLATION và GDP không có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy theo mô hình TOBIN's Q dựa trên phương pháp REM cho thấy các biến độc lập SIZE, DTE và ITA được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc TOBIN's Q với độ tin cậy 99%; biến độc lập INFLATION và GDP được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc TOBIN's Q với độ tin cậy 90 %. Ngoài ra, các biến độc lập TIME và TAX không có ý nghĩa thống kê.

4.3.2 Lựa chọn phương pháp hồi quy

Gujarati (2003) cho rằng mô hình Pooled OLS sử dụng dữ liệu bảng như một dữ liệu chéo thông thường, không phân biệt theo năm nên không kiểm soát được từng đặc điểm riêng của mỗi doanh nghiệp; do đó sẽ bóp méo mối quan hệ

thực tế giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập dẫn đến kết quả ước lượng có thể bị chệch lệch. Để lựa chọn phương pháp hồi quy từ bảng 4.5, tác giả thực hiện kiểm định F-test để chọn lựa mô hình FEM hay mô hình Pooled OLS và kiểm định ước lượng theo mô hình FEM với giả thuyết H_0 là chấp nhận Pooled OLS và H_1 là chấp nhận FEM được trình bày tại bảng 4.6

Bảng 4.6. Kết quả kiểm định F-test của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q

Mô hình ROA			Mô hình ROE			Mô hình TOBIN's Q		
Giá trị	P-value	Kết luận	Giá trị	P-value	Kết luận	Giá trị	P-value	Kết luận
F(59,415) = 2.96	Prob>F = 0.0000	FEM	F(59,415) = 1.76	Prob>F = 0.0009	FEM	F(59,415) = 5.95	Prob>F = 0.0000	FEM

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Kết quả tại bảng 4.6 cho thấy giá trị Prob > F tại kết quả ước lượng theo FEM trong cả 3 mô hình (ROA, ROE và TOBIN's Q) đều nhỏ hơn 5%. Như vậy, bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 nghĩa là mô hình FEM phù hợp hơn mô hình Pooled OLS.

Tác giả tiếp tục thực hiện kiểm định Hausman (Hausman test) để lựa chọn giữa mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) nhằm ước lượng mức độ ảnh hưởng của một số nhân tố đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2008 – 2019 trình bày tại bảng 4.7

Bảng 4.7. Kết quả kiểm định Hausman của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q

Mô hình ROA			Mô hình ROE			Mô hình TOBIN's Q		
Giá trị	P-value	Kết luận	Giá trị	P-value	Kết luận	Giá trị	P-value	Kết luận
chi2= 18.96	Prob>chi2 = 0.0083	FEM	chi2= 27.20	Prob>chi2 = 0.0003	FEM	chi2= 11.89	Prob>chi2 = 0.1043	REM

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Qua kết quả kiểm định Hausman được trình bày ở bảng 4.7 cho thấy đối với mô hình ROA và mô hình ROE thì mô hình tác động cố định là phù hợp hơn mô hình tác động ngẫu nhiên. Riêng mô hình TOBIN's Q cho thấy mô hình tác động ngẫu nhiên là phù hợp hơn mô hình tác động cố định. Vì thế, trong phần trình bày tiếp theo tác giả sử dụng kết quả từ mô hình tác động cố định để thực hiện các kiểm định và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến ROA và ROE; bên cạnh đó tác giả sử dụng kết quả từ mô hình tác động ngẫu nhiên để thực hiện các kiểm định và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến TOBIN's Q.

4.3.3 Kiểm định mô hình

Đảm bảo sự vững chắc cho mô hình nghiên cứu, tác giả tiếp tục thực hiện kiểm định khuyến tật của các mô hình bao gồm hiện tượng đa cộng tuyến, hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

- Kiểm định đa cộng tuyến

Kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến cho mô hình nghiên cứu thể hiện qua bảng 4.8

Bảng 4.8. Kiểm định đa cộng tuyến

BIẾN	VIF	1/VIF
SIZE	1.17	0.856943
DTE	1.07	0.930408
ITA	1.24	0.809445
TIME	1.44	0.692808
TAX	1.04	0.964366
INFLATION	1.45	0.691125
GDP	1.41	0.711454

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Qua bảng 4.8 cho thấy mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến vì giá trị VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10.

- Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Tác giả sử dụng kiểm định Breusch-Pagan trong mô hình REM và kiểm định Modified Wald trong mô hình FEM để nhận biết các mô hình lựa chọn có bị hiện tượng phương sai sai số thay đổi hay không.

Bảng 4.9. Kiểm định phương sai sai số thay đổi của mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q

Mô hình ROA		Mô hình ROE		Mô hình TOBIN's Q	
Giá trị	P-value	Giá trị	P-value	Giá trị	P-value
chibar2= 68809.09	Prob>chi2= 0.0000	chi2= 6.5e+05	Prob>chi2= 0.0000	chibar2= 166.70	Prob>chi2= 0.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Kết quả bảng 4.9 cho thấy cả ba mô hình (mô hình ROA, mô hình ROE và mô hình TOBIN's Q) đều xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi do P-value đều nhỏ hơn 5%.

- Kiểm định tự tương quan

Tác giả dùng kiểm định Wooldridge để nhận biết các mô hình lựa chọn có hiện tượng tự tương quan hay không. Kết quả kiểm định tự tương quan của 3 mô hình được trình bày trong bảng 4.10

Bảng 4.10. Kiểm định tự tương quan

Mô hình ROA		Mô hình ROE		Mô hình TOBIN's Q	
Giá trị	P-value	Giá trị	P-value	Giá trị	P-value
F = 0.008	Prob > F = 0.9291	F = 0.466	Prob > F = 0.4982	F = 46.509	Prob>F = 0.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Qua kết quả của bảng 4.10 cho thấy mô hình ROA và mô hình ROE không bị hiện tượng tự tương quan do P-value > 0.05, trong khi đó mô hình TOBIN's Q xuất hiện hiện tượng tự tương quan do P-value < 0.05.

4.3.4 Phân tích hồi quy GLS

Sau khi tiến hành hồi quy ba mô hình (mô hình ROA, mô hình ROE và mô hình TOBIN's Q), thực hiện các kiểm định để lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp cũng như tiến hành kiểm định các khuyến nghị; tác giả đưa ra các kết luận như

sau: (i) Mô hình ROA không có hiện tượng đa cộng tuyến, không có hiện tượng tự tương quan nhưng xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi; (ii) Mô hình ROE không có hiện tượng đa cộng tuyến, không có hiện tượng tự tương quan nhưng xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi; (iii) Mô hình TOBIN's Q không có hiện tượng đa cộng tuyến nhưng xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

Do đó, tác giả sử dụng mô hình hồi quy bé nhất tổng quát Generalized Least Squares (GLS) (Wooldridge, 2002) để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi của mô hình ROA, mô hình ROE và khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan của mô hình TOBIN's Q.

Bảng 4.11. Kết quả hồi quy mô hình nghiên cứu ROA, ROE và TOBIN's Q theo GLS

BIẾN ĐỘC LẬP		TỶ SUẤT SINH LỜI		
		ROA	ROE	TOBIN'S Q
SIZE	Hệ số β	0.0016	0.0132***	0.0483***
	P-value	0.155	0.000	0.000
DTE	Hệ số β	-0.0045***	-0.0031	0.0178***
	P-value	0.000	0.592	0.000
ITA	Hệ số β	-0.0157**	-0.0415*	-0.0407
	P-value	0.028	0.054	0.419
TIME	Hệ số β	-0.0026***	-0.0139***	0.0062
	P-value	0.000	0.000	0.143
TAX	Hệ số β	0.0088	0.0367	0.0317
	P-value	0.425	0.231	0.399
INFLATION	Hệ số β	0.0729**	0.0412	-0.1717
	P-value	0.044	0.704	0.389
GDP	Hệ số β	1.5524***	4.7826***	1.0716
	P-value	0.000	0.000	0.502
CONS	Hệ số β	-0.0838**	-0.4930***	-0.6369**
	P-value	0.016	0.000	0.026
n		482	482	482
Wald chi2		150.46	211.29	76.67
Prob>chi2		0.0000	0.0000	0.0000

Nguồn: Trích xuất kết quả từ Stata 15

Ghi chú: (*): mức ý nghĩa 10%, (**): mức ý nghĩa 5%, (***): mức ý nghĩa 1%

Bảng 4.11 cho thấy kết quả phân tích hồi quy theo phương pháp GLS trong mô hình ROA có biến độc lập DTE, TIME và GDP có ý nghĩa thống kê và được chấp nhận để giải thích cho sự phụ thuộc của biến ROA với độ tin cậy 99%; trong khi đó biến độc lập ITA và INFLATION được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROA với độ tin cậy 95%. Biến độc lập SIZE và TAX không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này được viết theo phương trình như sau:

$$\text{ROA} = -0.0838 - 0.0045\text{DTE} - 0.0157\text{ITA} - 0.0026\text{TIME} \\ + 0.0729\text{INFLATION} + 1.5524 \text{ GDP}$$

Kết quả trong bảng 4.11 trong mô hình ROE thể hiện các biến độc lập SIZE, TIME, và GDP có ý nghĩa thống kê và được chấp nhận để giải thích cho biến phụ thuộc ROE với độ tin cậy 99%; biến độc lập ITA được chấp nhận giải thích cho biến ROE với mức ý nghĩa là 10%; các biến độc lập DTE, TAX và INFLATION không có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROE. Kết quả này được viết theo phương trình có dạng như sau:

$$\text{ROE} = -0.4930 + 0.0132\text{SIZE} - 0.0415\text{ITA} - 0.0139\text{TIME} \\ + 4.7826\text{GDP}$$

Trong mô hình TOBIN's Q, các biến độc lập SIZE và DTE có ý nghĩa thống kê và được chấp nhận để giải thích cho sự phụ thuộc của biến phụ thuộc TOBIN's Q với độ tin cậy 99%. Trong khi đó, các biến độc lập còn lại bao gồm biến ITA, TIME, TAX, INFLATION và GDP không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này được viết theo phương trình như sau:

$$\text{TOBIN's Q} = -0.6369 + 0.0483 \text{ SIZE} + 0.0178 \text{ DTE}$$

4.4 Thảo luận kết quả phân tích

Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX; tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu từ các bằng chứng thực nghiệm trong và ngoài nước. Mẫu nghiên cứu bao gồm 60 công ty bất động sản trong giai đoạn 2008 – 2019; giai đoạn này là một bức tranh

toàn diện thể hiện thời kỳ sôi động cũng như ảm đạm của thị trường bất động sản Việt Nam hơn một thập kỷ qua. Số liệu sử dụng phân tích trong nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán, báo cáo thường niên và các yếu tố vĩ mô thu thập từ Tổng cục Thống kê; được xử lý thông qua phần mềm Stata 15. Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả trình bày mối quan hệ giữa các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX như sau:

4.4.1 Ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp đến tỷ suất sinh lời

Biến SIZE có mối quan hệ cùng chiều đến ROE. Theo đó, khi quy mô doanh nghiệp tăng lên 1% thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu tăng lên 0.0132%. Kết quả nghiên cứu cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của Pouraghajan và cộng sự (2012), Mule và Mukras (2015), Al-Qudah và Jaradat (2013), Trần Tiến Dũng (2018), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019).

Biến SIZE cũng có tương quan cùng chiều đến TOBIN's Q; khi quy mô doanh nghiệp tăng lên 1% thì giá trị của doanh nghiệp tăng lên 0.0483%. Kết quả nghiên cứu cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), Ghafoorifard và các cộng sự (2014).

Mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp và biến phụ thuộc ROE và TOBIN's Q với mức ý nghĩa thống kê là 1%; điều này cho thấy quy mô tài sản doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và giá trị thị trường của doanh nghiệp trên Sở giao dịch chứng khoán. Khi doanh nghiệp mở rộng quy mô thông qua việc đầu tư thêm tài sản, phát triển thêm các dự án có quy mô lớn thì tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và giá trị doanh nghiệp gia tăng.

Kết quả này phù hợp với kỳ vọng do tác giả đặt ra và đã cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm củng cố tác động cùng chiều của quy mô doanh nghiệp đến tỷ suất sinh lời. Kết quả cũng cho thấy lý thuyết kinh tế theo quy mô một lần

nữa đã được khẳng định trong mẫu nghiên cứu 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2008 – 2019.

Thực tế cho thấy các doanh nghiệp bất động sản có quy mô tài sản lớn trong mẫu nghiên cứu như tập đoàn Vingroup và công ty cổ phần Vinhomes thu hút được sự quan tâm rất lớn của các nhà đầu tư không những trên thị trường bất động sản mà còn cả trên thị trường chứng khoán; do đó tỷ suất sinh lời không ngừng tăng cao. Các sản phẩm dự án bất động sản của các công ty này được tung ra thị trường với mức giá cao phù hợp với phân khúc chất lượng sản phẩm tọa lạc tại những vị trí đắc địa và được tiêu thụ rất tốt.

4.4.2 Ảnh hưởng của tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu đến tỷ suất sinh lời

Trong mô hình ROA, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản với độ tin cậy là 99%; điều này đúng như kỳ vọng ban đầu của tác giả. Khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng 1% thì ROA của doanh nghiệp sẽ giảm 0.0045%. Khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay cao sẽ dẫn đến chi phí trả lãi vay và nợ gốc tăng do đó lợi nhuận doanh nghiệp sẽ giảm và tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản theo chiều hướng đi xuống. Ngoài ra, doanh nghiệp sẽ gặp phải áp lực trả nợ vay nhiều hơn khiến doanh nghiệp gặp khó khăn và rủi ro hơn so với doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay thấp. Kết quả nghiên cứu này đồng nhất với lý thuyết đánh đổi của Kraus và Litzenberger (1973) khi cho rằng bên cạnh lợi ích từ tầm chắn thuế, việc sử dụng vốn vay quá nhiều dẫn đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp giảm.

Kết quả nghiên cứu cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu trước đây như nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), Pouraghajan và cộng sự (2012), Omondi và Muturi (2013) nhưng không đồng nhất với nghiên cứu của Rehman (2013), Almajali và các cộng sự (2012). Đối với các doanh nghiệp bất động sản đã phải gánh chịu những khoản chi phí lãi vay rất cao (trên 18%) với các khoản vay trung và dài hạn vào năm 2011 đồng thời đây là thời điểm thị trường bất động sản trong nước liên tiếp có những đợt giảm sâu thậm chí xuất hiện tình trạng “bán tháo” dự

án và “bong bóng” thị trường bất động sản có thể vỡ tung. Trong khi đó hầu hết các doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc rất lớn vào nguồn vốn vay ngân hàng cho nên việc sử dụng nợ vay với tỷ lệ quá cao dẫn đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản của doanh nghiệp đạt hiệu quả không cao. Theo Zheng và Cheng (2015) cho rằng vốn ngân hàng là kênh dễ tiếp cận cùng với đó là việc huy động vốn từ nguồn khác ngoài thị trường chứng khoán mang tính đơn giản. Chính vì lãi cho vay quá cao nên nhiều doanh nghiệp bất động sản đã chuyển đổi kênh huy động vốn từ vay ngân hàng sang phát hành nợ trên thị trường chứng khoán. Nhiều doanh nghiệp bất động sản đã phát hành cổ phiếu trên HOSE và HNX hoặc phát hành trái phiếu chuyển đổi để tối đa hóa việc huy động vốn từ thị trường này. Tuy nhiên, để thu hút nhà đầu tư tham gia mua cổ phiếu phát hành thêm hoặc trái phiếu chuyển đổi, doanh nghiệp cũng phải chi trả mức cổ tức, trái tức phù hợp với kỳ vọng của nhà đầu tư.

Mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu theo kết quả nghiên cứu tại bảng 4.11 là không có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu chưa đồng nhất với nghiên cứu của Rehman (2013), Pouraghajan và cộng sự (2012), Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004), Lê Thị Mỹ Phương (2017).

Theo kết quả nghiên cứu trong bảng 4.11; tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tương quan dương với TOBIN's Q với độ tin cậy là 99%. Khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng 1% thì TOBIN's Q tăng 0.0178%. Doanh nghiệp sử dụng nợ nhiều hơn cho việc đầu tư phát triển dự án như gia tăng quỹ đất, phát triển nhiều sản phẩm bất động sản cho thấy doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong tương lai. Chính vì thế, cổ phiếu của doanh nghiệp sẽ có tính hấp dẫn đối với nhà đầu tư hơn; do đó, giá trị của doanh nghiệp ngày càng tăng. Kết quả nghiên cứu này chưa đồng nhất với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), tuy nhiên kết quả này phù hợp với lý thuyết M&M (1963) cho rằng khi doanh nghiệp sử dụng nợ vay càng nhiều thì giá trị doanh nghiệp càng tăng cao.

4.4.3 Ảnh hưởng của tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản đến tỷ suất sinh lời.

Dựa trên kết quả nghiên cứu bảng 4.11, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản có tác động ngược chiều với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản với độ tin cậy là 95%; điều này phù hợp với giả thuyết đã đặt ra. Hệ số hồi quy của biến ITA ở mô hình ROA là -0.0157 cho thấy khi tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản tăng 1% thì ROA của doanh nghiệp giảm 0.0157%.

Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản có tương quan ngược chiều đến ROE với độ tin cậy là 90%. Khi tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản tăng 1% tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu giảm 0.0415%.

Kết quả nghiên cứu này chưa đồng nhất với nghiên cứu của Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004) do giai đoạn nghiên cứu khác nhau. Thời gian nghiên cứu của Quan Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2004) chỉ gồm ba năm từ năm 2010 đến năm 2012, sau thời gian đó thị trường bất động sản tiếp tục trầm lắng và kéo dài đến gần hết năm 2013 buộc Chính phủ phải đưa ra một số giải pháp nhằm hỗ trợ và tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp bất động sản giải quyết hàng tồn kho.

Hàng tồn kho của doanh nghiệp bất động sản chủ yếu nằm trong nhóm dự án vướng mắc về pháp lý hoặc bị dừng triển khai nên không đưa được sản phẩm ra thị trường dẫn đến tăng gánh nặng chi phí lãi vay. Chính vì thế, lượng hàng tồn kho trên tổng tài sản tăng dẫn đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản giảm.

Trên thị trường bất động sản, doanh nghiệp càng có nhiều dự án nằm trong hạng mục hàng tồn kho sẽ giảm khả năng cạnh tranh về tiêu thụ sản phẩm cũng như thu hút đầu tư. Ngoài ra, doanh nghiệp tốn nhiều chi phí hơn để xử lý các vấn đề liên quan nhằm tháo gỡ ách tắc để có thể tiếp tục triển khai dự án sớm hoàn thành và tiêu thụ hết sản phẩm. Vì vậy, tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng theo chiều hướng đi xuống nếu tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản ngày càng tăng. Mặt khác, khi nguồn cung trên thị trường bất động sản quá nhiều trong khi đó chưa tiếp cận được với nhu cầu của khách hàng sẽ dẫn đến tình trạng sản

phẩm không tiêu thụ được và khi đó tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản tăng. Điều này dẫn đến doanh thu không tăng trong khi chi phí cho dự án như chi phí đầu tư xây dựng, chi phí lãi vay, chi phí vận hành ... vẫn phát sinh; đó chính là nguyên nhân dẫn đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản giảm.

Kết quả bảng 4.11 cho thấy tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản không có ý nghĩa thống kê trong mô hình TOBIN's Q hay nói cách khác tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản không tác động đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Kết quả này chưa phù hợp với nghiên cứu thực nghiệm trước đây của Huang (2017) do có sự khác biệt về giai đoạn nghiên cứu cũng như điều kiện kinh tế, chính trị ở mỗi quốc gia là khác nhau.

4.4.4 Ảnh hưởng của thời gian niêm yết đến tỷ suất sinh lời

Theo kết quả nghiên cứu cho thấy biến thời gian niêm yết có tác động ngược chiều với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với độ tin cậy 99%. Điều này nghĩa là khi thời gian niêm yết tăng lên 1 năm thì biến ROA và ROE lần lượt giảm tương ứng là 0.0026% và 0.0139%. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu thực nghiệm trước đây của Akben-Selcuk (2016), Vũ Thị Hạnh và cộng sự (2019).

Thời gian niêm yết không có ý nghĩa thống kê trong mô hình TOBIN's Q. Kết quả này chưa phù hợp với nghiên cứu của Ghafoorifard và các cộng sự (2014).

Các doanh nghiệp mới niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thường có kết quả kinh doanh rất tốt nhằm đáp ứng các điều kiện của Nghị định 58/2012/NĐ-CP về các quy định niêm yết trên HOSE và HNX ban hành ngày 20/07/2012, trong đó có quy định về tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu phải trên 5%. Ngoài ra, các doanh nghiệp mới niêm yết cần tạo sức hấp dẫn cho cổ phiếu đến với nhà đầu tư để có thể huy động thêm nguồn vốn từ thị trường chứng khoán nên luôn muốn gia tăng tỷ suất sinh lời cao. Các doanh nghiệp mới niêm yết thường năng động, có nhiều tư duy sáng tạo cũng như tiên phong trong việc sử dụng công nghệ tiên tiến, hiện đại góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu này phù hợp

với thực trạng các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; như trường hợp công ty cổ phần Vinhomes có thời gian niêm yết khoảng 2 năm nhưng đã có tỷ suất sinh lời cao hơn so với doanh nghiệp có thời gian niêm yết lâu.

4.4.5 Ảnh hưởng của thuế đến tỷ suất sinh lời

Qua bảng kết quả nghiên cứu cho thấy biến thuế thu nhập doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q. Kết quả nghiên cứu này chưa đồng nhất với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2014), Vătavu (2014), Trần Tiến Dũng (2018).

Tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp trên lợi nhuận trước thuế không tác động đến tỷ suất sinh lời trong trường hợp các doanh nghiệp bất động sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này có thể không giống với các nghiên cứu trước đây do có sự khác biệt về đặc điểm của nền kinh tế, môi trường kinh doanh, quy định pháp luật, đặc điểm ngành nghề

Thực trạng việc chuyển nhượng bất động sản tại Việt Nam trong những năm qua rất đa dạng dưới nhiều hình thức khác nhau cho nên việc xác định thuế TNDN đối với hoạt động này cần có nghiên cứu sâu hơn.

4.4.6 Ảnh hưởng của lạm phát đến tỷ suất sinh lời

Bảng 4.11 cho thấy biến lạm phát có mối quan hệ cùng chiều với ROA với mức ý nghĩa thống kê là 5%; điều này phù hợp với giả thuyết đặt ra. Kết quả lạm phát có tác động dương đến ROA là phù hợp với nghiên cứu của Sahara và Yanita (2013), Jamal và cộng sự (2012), Đoàn Thị Thu Trang (2019) nhưng chưa đồng nhất với nghiên cứu của Vătavu (2014), Kanwal và Nadeem (2013).

Trong mô hình ROA, hệ số hồi quy của biến lạm phát là 0.0729 thể hiện khi lạm phát tăng 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản tăng 0.0729%. National và Low (2000) cho rằng bất động sản là hàng rào bảo hiểm tốt nhất chống lại lạm phát; trong khi đó Limmack và Ward (1988) cho rằng nhà đầu tư bất động sản có thể kỳ vọng lợi nhuận sẽ cao hơn trong giai đoạn lạm phát dự kiến lớn hơn. Lạm

phát tăng dẫn đến giá trị của đồng tiền bị giảm xuống, do đó các nhà đầu tư thường lựa chọn đầu tư vào bất động sản khi mà các kênh đầu tư khác như vàng, chứng khoán, tiết kiệm không còn đủ hấp dẫn và mang tính rủi ro cao. Giá trị của bất động sản tăng dần theo thời gian vì giá trị sử dụng của nó bền vững, đặc biệt khi diện tích đất đai không thể mở rộng nhưng dân số ngày càng tăng cụ thể là tại các trung tâm kinh tế - tài chính hoặc các thành phố lớn của cả nước. Sự chọn lựa đầu tư của người dân vào thị trường bất động sản dẫn đến sản phẩm bất động sản được tiêu thụ nhanh và các doanh nghiệp bất động sản có lợi nhuận cao hơn; do đó tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản tăng.

Kết quả bảng 4.11 cho thấy biến lạm phát không có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROE và mô hình TOBIN's Q là do có sự khác biệt về điều kiện kinh tế vĩ mô, thể chế chính trị, chính sách điều hành, đặc thù ngành nghề.

4.4.7 Ảnh hưởng của tăng trưởng kinh tế đến tỷ suất sinh lời

Tốc độ tăng trưởng kinh tế có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy cao trong mô hình ROA và ROE với mức ý nghĩa 1% nhưng lại không có ý nghĩa thống kê trong mô hình TOBIN's Q. Hệ số hồi quy của biến GDP trong mô hình ROA và ROE lần lượt là 1.5524 và 4.7862 nghĩa là khi GDP tăng 1% thì tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản tăng 1.5524% và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu tăng 4.7862%.

Thực trạng nền kinh tế Việt Nam từ năm 2008 bắt đầu có dấu hiệu đi xuống sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007 và liên tiếp những năm tiếp theo tốc độ tăng trưởng kinh tế chững lại chỉ đạt khoảng 5% – 6%. Vào tháng 05/2009, Chính phủ đã tung ra gói kích cầu trị giá 143.000 tỷ đồng (tương đương 8 tỷ USD) sau đó tăng lên 160.000 tỷ đồng (tương đương 9 tỷ USD); gói kích cầu có một số hiệu quả nhất định như kích thích nhu cầu tăng dẫn đến tăng GDP song từ cuối năm 2009, Chính phủ bắt buộc phải dừng gói kích cầu vì nó khiến tình hình kinh tế bất ổn định gây ra lạm phát tăng cao như đã phân tích ở trên.

Từ năm 2015 đến năm 2019, Chính phủ Việt Nam và Ngân hàng nhà nước đã có những động thái chủ động và tích cực trong chính sách điều hành, cụ thể

phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô nhằm ổn định và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Theo đó, GDP của Việt Nam trong giai đoạn này dao động khoảng 7%; khi tăng trưởng kinh tế cao đồng nghĩa nền kinh tế Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ. Năm 2013, NHNN ban hành Thông tư 11/2013/TT-NHNN ngày 15/05/2013 quy định về cho vay hỗ trợ nhà ở theo Nghị quyết 02/NQ-CP ngày 07/01/2013 của Chính Phủ liên quan đến gói tín dụng 30.000 tỷ đồng; nhờ đó doanh nghiệp bất động sản có cơ hội tiếp cận với nguồn vốn tín dụng để phát triển dự án đã giúp thị trường bất động sản phần nào được hồi phục và trở nên sôi động hơn trước. Thời điểm đó, các doanh nghiệp bất động sản dường như đã nhận ra nguồn cung quá nhiều nhưng chưa đáp ứng đúng nhu cầu của khách hàng, đặc biệt là những người có thu nhập trung bình – thấp. Vì vậy, hàng loạt doanh nghiệp đã chuyển đổi từ dự án cao cấp thành các dự án trung bình – thấp hoặc chuyển từ nhà ở thương mại sang nhà ở xã hội. Nhờ đó, các doanh nghiệp bất động sản đã chạm được đến nhu cầu thực sự của khách hàng, doanh thu các công ty bất động sản gia tăng dẫn đến tỷ suất sinh lời tăng trưởng.

Mối quan hệ cùng chiều giữa GDP và tỷ suất sinh lời trong mô hình ROA một lần nữa củng cố thêm bằng chứng thực cùng với các nghiên cứu trước của Kanwal và Nadeem (2013), Sahara và Yanita (2013), Jamal và cộng sự (2012), Đoàn Thị Thu Trang (2019).

GDP có ảnh hưởng cùng chiều với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu; điều này chưa đồng nhất với nghiên cứu của Kanwal và Nadeem (2013).

Biến GDP không có ý nghĩa thống kê trong mô hình TOBIN's Q nguyên nhân là do có sự khác biệt về đặc điểm của nền kinh tế, môi trường kinh doanh, đặc điểm ngành nghề.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

Trong chương 4, tác giả đã thực hiện thống kê mô tả trong ba mô hình nghiên cứu theo các tiêu chí giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, độ lệch chuẩn và số quan sát.

Thực hiện phân tích tương quan nhằm xác định mối tương quan giữa các biến trong mô hình ROA, ROE và TOBIN's Q. Sau đó, tác giả đã sử dụng mô hình Pooled OLS, FEM và REM để thực hiện phân tích hồi quy dữ liệu bảng. Đề tài sử dụng kiểm định F-test để lựa chọn giữa mô hình Pooled OLS và FEM, kết quả là mô hình FEM phù hợp hơn mô hình Pooled OLS. Đối với mô hình ROA và mô hình ROE, kết quả kiểm định Hausman đưa ra sự lựa chọn mô hình phù hợp là mô hình FEM; trong khi đó mô hình TOBIN's Q, kết quả kiểm định Hausman đưa ra sự lựa chọn mô hình REM là mô hình phù hợp.

Tác giả đã kiểm định khuyết tật của ba mô hình và phát hiện ra cả ba mô hình đều có hiện tượng phương sai sai số thay đổi; riêng mô hình TOBIN's Q ngoài hiện tượng phương sai sai số thay đổi còn xuất hiện hiện tượng tự tương quan. Cuối cùng, tác giả sử dụng mô hình hồi quy GLS để xác định các nhân tố đảm bảo mức ý nghĩa thống kê khi giải thích yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu cho thấy biến SIZE có tương quan dương với mô hình ROE và TOBIN's Q, biến DTE tác động ngược chiều với ROA nhưng cùng chiều với TOBIN's Q, biến ITA và biến TIME có mối quan hệ ngược chiều với ROA và ROE, biến INFLATION có tác động cùng chiều với ROA, biến GDP có tương quan dương với ROA và ROE. Còn lại là các trường hợp không có ý nghĩa thống kê.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Chương 5 sẽ rút ra kết luận về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, từ đó đưa ra các gợi ý chính sách nhằm gia tăng tỷ suất sinh lời cho doanh nghiệp. Ngoài ra, trong chương này, tác giả cũng sẽ trình bày những hạn chế của đề tài và gợi ý hướng nghiên cứu tiếp theo có liên quan.

5.1 Kết luận

Trên cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, tác giả đã thiết kế mô hình nghiên cứu, lựa chọn phương pháp phù hợp với mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu. Thông qua phân tích hồi quy GLS, tác giả đã đưa ra kết quả nghiên cứu được tóm tắt qua bảng sau:

Bảng 5.1. Bảng tóm tắt kết quả nghiên cứu

BIẾN	ROA			ROE			TOBIN'S Q		
	KỶ VỌNG DẤU	KẾT QUẢ	MỨC Ý NGHĨA	KỶ VỌNG DẤU	KẾT QUẢ	MỨC Ý NGHĨA	KỶ VỌNG DẤU	KẾT QUẢ	MỨC Ý NGHĨA
SIZE	+	0.0016	Không có ý nghĩa	+	0.0132	1%	+	0.0483	1%
DTE	-	-0.0045	1%	-	-0.0031	Không có ý nghĩa	-	0.0178	1%
ITA	-	-0.0157	5%	-	-0.0415	10%	-	-0.0407	Không có ý nghĩa
TIME	-	-0.0026	1%	-	-0.0139	1%	-	0.0062	Không có ý nghĩa
TAX	+	0.0088	Không có ý nghĩa	+	0.0367	Không có ý nghĩa	+	0.0317	Không có ý nghĩa
INFLATION	+	0.0729	5%	+	0.0412	Không có ý nghĩa	+	-0.1717	Không có ý nghĩa
GDP	+	1.5524	1%	+	4.7826	1%	+	1.0716	Không có ý nghĩa

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 15

Qua bảng tóm tắt về kết quả nghiên cứu đã xác định các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và đánh giá mức độ tác động của các nhân tố này đến tỷ suất sinh lời như thế nào. Nghiên cứu cũng đã loại bỏ các biến không có ý nghĩa thống kê. Theo đó, nghiên cứu xác định các nhân tố ảnh hưởng và mức độ tác động của các biến độc lập đến tỷ suất sinh lời như sau:

Mô hình ROA: biến INFLATION và biến GDP có mối quan hệ cùng chiều với ROA; biến DTE, ITA và TIME tương quan ngược chiều với ROA. Khi INFLATION, GDP tăng (giảm) 1% thì ROA lần lượt tăng (giảm) là 0.0729% và 1.5524%; trong khi biến DTE, ITA và TIME tăng (giảm) 1% thì ROA lần lượt giảm (tăng) 0.0045%, 0.0157% và 0.0026%.

Mô hình ROE: biến SIZE và biến GDP có tác động cùng chiều với ROE; nghĩa là khi SIZE và GDP tăng (giảm) 1% thì ROE lần lượt tăng (giảm) là 0.0132% và 4.7826%. Trong khi đó, biến ITA và TIME tương quan ngược chiều với ROE; khi ITA và TIME tăng (giảm) 1% thì ROE lần lượt giảm (tăng) 0.0415% và 0.0139%.

Mô hình TOBIN's Q: biến SIZE và DTE có tương quan cùng chiều với TOBIN's Q; nghĩa là khi SIZE và DTE tăng (giảm) 1% thì TOBIN's Q lần lượt tăng (giảm) 0.0483% và 0.0178%.

Trong một mức độ nào đó, việc doanh nghiệp mở rộng quy mô sẽ giúp doanh nghiệp nâng tầm vị thế của mình trên thương trường. Nội dung này phù hợp với lý thuyết lợi thế kinh tế nhờ quy mô. Ngoài ra, với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ làm giảm tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản; điều này chưa phù hợp với lý thuyết M&M của Modigliani và Milla (1963) khi cho rằng công ty sẽ có lợi khi sử dụng nhiều nợ nhờ tác dụng của lá chắn thuế nhưng phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng vì bên cạnh lợi ích từ tấm chắn thuế, việc sử dụng vốn vay phát sinh nhiều chi phí lãi vay khiến cho chi phí doanh nghiệp tăng dẫn đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp giảm. Mặt khác, với TOBIN's Q thì lý thuyết M&M là phù hợp

khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng sẽ làm tăng TOBIN's Q; điều này nghĩa là khi công ty vay nợ nhiều hơn vốn chủ sở hữu thì giá trị thị trường của doanh nghiệp tăng.

Đối với doanh nghiệp bất động sản tỷ lệ hàng tồn kho trên tài sản quá nhiều dẫn đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản giảm, tuy nhiên hàng tồn kho bất động sản có đặc thù riêng nên để giải quyết cần nhiều thời gian và chi phí. Đối với doanh nghiệp bất động sản niêm yết càng lâu càng trải qua nhiều thăng trầm biến động của nền kinh tế nói chung và thị trường bất động sản nói riêng thì càng bị thâm đôn do đó tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu thấp hơn so với các doanh nghiệp mới niêm yết đã có sự chuẩn bị sẵn về sức mạnh tài chính cũng như quỹ đất lớn nên tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp này cao. Tuy nhiên, các doanh nghiệp bất động sản niêm yết càng lâu còn trụ lại trên thị trường chứng khoán thì đã chứng minh uy tín và cổ phiếu của các công ty này vẫn được nhà đầu tư quan tâm.

Bên cạnh các nhân tố nội tại, nhân tố vĩ mô là lạm phát và GDP cũng có ảnh hưởng lớn đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Song, các nhân tố này nằm ngoài khả năng kiểm soát của doanh nghiệp; doanh nghiệp chỉ có thể đưa ra các giải pháp nhằm giảm thiểu rủi ro khi lạm phát tăng và tận dụng cơ hội phát triển doanh nghiệp khi nền kinh tế tăng trưởng tốt.

5.2 Gợi ý chính sách

Dựa trên kết luận nghiên cứu đã trình bày, tác giả đưa ra một số giải pháp liên quan đến các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhằm giúp doanh nghiệp có những định hướng nâng cao tỷ suất sinh lời.

5.2.1 Quy mô doanh nghiệp

Theo kết quả nghiên cứu trên, doanh nghiệp bất động sản cần tận dụng lợi thế kinh tế về quy mô tổng tài sản để nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh và

gia tăng tỷ suất sinh lời. Doanh nghiệp cần tăng các khoản tiền và tương đương tiền thông qua việc gia tăng các khoản phải thu từ khách hàng; từ đó doanh nghiệp sẽ có dòng tiền chủ động để thanh toán chi phí vay cũng như tái đầu tư và phát triển thêm các dự án bất động sản khác.

Ngoài ra, doanh nghiệp cần nâng cao năng lực cạnh tranh, uy tín thương hiệu của doanh nghiệp trên thị trường bất động sản. Chất lượng sản phẩm, thủ tục pháp lý đầy đủ khi bàn giao sản phẩm cho khách hàng cũng như chính sách chăm sóc khách hàng tốt sẽ là các yếu tố củng cố địa vị của doanh nghiệp trên thị trường bất động sản. Đó là những nội dung mà doanh nghiệp bất động sản cần chú trọng và đẩy mạnh hơn nữa vì những yếu tố này sẽ giúp nâng cao tỷ suất sinh lời của chính doanh nghiệp.

5.2.2 Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu

Doanh nghiệp bất động sản có tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu càng cao thì tỷ suất sinh lời càng thấp; do đó để nâng cao tỷ suất sinh lời các doanh nghiệp cần cơ cấu lại tỷ lệ vốn vay cụ thể giảm tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu ở mức hợp lý thông qua việc tăng nguồn vốn chủ sở hữu. Doanh nghiệp có thể thực hiện các giải pháp sau:

Thứ nhất là doanh nghiệp huy động vốn từ phát hành cổ phiếu trên thị trường chứng khoán thông qua hình thức phát hành cổ phiếu thưởng, trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc phát hành thêm cổ phiếu mới để huy động vốn phát triển dự án. Trong bối cảnh tình hình thế giới đã và đang “gồng mình” chống chọi với dịch bệnh Covid-19, nguồn vốn đầu tư nước ngoài đổ vào thị trường trong nước phần nào sẽ giảm; các doanh nghiệp bất động sản niêm yết hẵn nhiên cũng sẽ gặp khó khăn trong việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Thay vào đó, doanh nghiệp có thể thực hiện việc thanh toán cổ tức bằng cổ phiếu hoặc phát hành thêm cổ phiếu để tăng nguồn vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, việc phát hành thêm cổ phiếu mới sẽ giúp doanh nghiệp nâng số lượng cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán và

tránh việc bị “thâu tóm” do giá cổ phiếu giảm trong tình hình chung của nền kinh tế Việt Nam và tình hình thị trường bất động sản cũng như thị trường chứng khoán nói riêng đang gặp nhiều khó khăn và đầy thử thách.

Thứ hai là doanh nghiệp thực hiện phát hành trái phiếu ra công chúng. Theo Nghị định 163/2018/NĐ-CP ban hành ngày 04/12/2018 quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp; theo đó doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu không chuyển đổi hoặc trái phiếu chuyển đổi kèm theo các điều kiện khác nhằm đảm bảo lợi ích cho nhà đầu tư. Để doanh nghiệp phát hành trái phiếu và tăng vốn chủ sở hữu thành công, doanh nghiệp nên có sẵn chiến lược, định hướng kinh doanh cũng như phương án phát hành và sử dụng nguồn vốn thu được một cách hiệu quả. Nhà đầu tư có nhiều sự quan tâm cũng như chấp nhận bỏ vốn cho doanh nghiệp khi doanh nghiệp minh bạch hóa thông tin, rõ ràng trong việc huy động và sử dụng nguồn vốn này thông qua phương án phát hành cũng như xây dựng mức lãi suất hợp lý có thể đem lại lợi nhuận cao cho nhà đầu tư.

Thứ ba là doanh nghiệp có thể thực hiện đánh giá lại tài sản hiện có của doanh nghiệp; đối với các doanh nghiệp bất động sản thì bao gồm hàng tồn kho, giá trị nhà đất của doanh nghiệp và các tài sản bất động sản khác. Trong thời gian tới, việc chuyển đổi từ chuẩn mực kế toán VAS sang chuẩn mực kế toán IFRS sẽ có nhiều thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc đánh giá lại tài sản vì theo IFRS bất động sản được định giá theo giá trị hợp lý không phải giá gốc như chuẩn mực VAS.

Phương án huy động thêm từ nguồn vốn chủ sở hữu là một trong những giải pháp vừa có lợi cho doanh nghiệp và cả nhà đầu tư; đây cũng là một kênh huy động vốn đầy hiệu quả và mang tính dài hạn cho các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại HOSE và HNX.

5.2.3 Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản

Vấn đề hàng tồn kho trên tổng tài sản là một đề tài mà hầu hết các doanh nghiệp bất động sản đều gặp phải và đây không phải là vấn đề giải quyết một cách dễ dàng trong thời gian ngắn; tuy nhiên, tác giả cũng đưa ra một số định hướng nhằm khắc phục nội dung này để nâng cao tỷ suất sinh lời cho doanh nghiệp. Cụ thể như sau:

- Tháo gỡ về mặt pháp lý

Doanh nghiệp cần có chiến lược xử lý hàng tồn kho sớm; đối với hàng tồn kho là các dự án bất động sản gặp vấn đề về pháp lý, doanh nghiệp cần tìm “nút thắt” để có thể gỡ nhanh và chính xác nhằm sớm đưa ra thị trường.

- Thay đổi công năng – mục đích sản phẩm bất động sản

Theo Nghị quyết 41/NQ-CP ngày 09/04/2020 về phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 03/2020; Chính phủ đã đưa ra các giải pháp thúc đẩy phát triển nhà ở xã hội; cụ thể giao Bộ Kế hoạch và Đầu tư cân đối thêm 1.000 tỷ đồng cho Ngân hàng Chính sách xã hội theo Nghị quyết 71/2018 của Quốc hội ngày 12/11/2018 và bổ sung 2.000 tỷ đồng để cấp bù lãi suất cho bốn ngân hàng thương mại do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chỉ định để thực hiện hỗ trợ cho vay nhà ở xã hội. Vì thế, doanh nghiệp bất động sản nên tận dụng cơ hội này để thay đổi công năng của sản phẩm bất động sản nhằm đa dạng hóa và khai thác đúng nhu cầu thật sự của khách hàng nhằm đưa sản phẩm đến tay nhiều đối tượng khách hàng như phát triển sản phẩm nhà ở xã hội, nhà cho người có thu nhập thấp; nhờ vậy doanh nghiệp sẽ có nguồn thu và giảm gánh nặng chi phí lãi vay để có tỷ suất sinh lời cao hơn.

Với các dự án có vị trí gần khu công nghiệp, khu công nghệ cao nơi tập trung nhiều chuyên gia và người lao động nước ngoài; doanh nghiệp có thể chuyển từ bán sang cho thuê lại bất động sản. Hoạt động này tạo nguồn thu cho doanh

nghiệp trong thời gian chưa bán được sản phẩm nhưng vẫn phải chịu áp lực về tài chính.

- Đa dạng hóa chính sách bán hàng và chính sách Marketing

Doanh nghiệp cần xây dựng chính sách Marketing linh hoạt và hiện đại. Doanh nghiệp đẩy mạnh các hoạt động quảng bá sản phẩm trên các phương tiện truyền thông xã hội như Facebook, Linkedin vừa tiết giảm chi phí vừa có mức độ tiếp cận rộng lớn đến nhiều đối tượng khách hàng. Ngoài ra, trong thời điểm dịch bệnh Covid-19 doanh nghiệp có thể sử dụng các ứng dụng công nghệ thông tin thông qua việc tham quan sản phẩm bất động sản dưới dạng các video clip hoặc phát trực tiếp (livestream) tại vị trí dự án để quảng bá sản phẩm đến khách hàng một cách nhanh chóng và phù hợp với tình hình xã hội. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể đưa sản phẩm đến gần hơn với khách hàng, không cần đến trực tiếp dự án nhưng khách hàng vẫn có đầy đủ thông tin của sản phẩm. Mô hình giao dịch trực tuyến trong lĩnh vực bất động sản dự đoán sẽ phát triển mạnh trong thời gian sắp tới khi dịch bệnh Covid-19 vẫn còn tồn tại.

Mặt khác, doanh nghiệp cần hỗ trợ khách hàng vay vốn khi mua sản phẩm bất động sản bằng việc ký hợp đồng liên kết với các ngân hàng để ngân hàng thay mặt khách hàng thanh toán cho doanh nghiệp. Vì vậy, doanh nghiệp có thể giảm lượng hàng tồn kho và có dòng tiền để tái đầu tư. Việc giảm hàng tồn kho bất động sản trong doanh nghiệp có thể thực hiện với các chính sách bán hàng đa dạng như kéo dài thời gian thanh toán cho khách hàng để khách hàng có thể sắp xếp nguồn tiền phù hợp hoặc chính sách giảm giá cho khách hàng nếu thanh toán ngay hoặc mua với số lượng lớn sản phẩm bất động sản.

Doanh nghiệp cần có chiến lược kinh doanh dài hạn, cụ thể cần giảm bớt hàng tồn kho là các sản phẩm bất động đã hoàn thành và chưa được tiêu thụ hết; thay vào đó là tăng lượng hàng tồn kho là các sản phẩm dở dang, như là giá trị quyền sử dụng đất hay nói cách khác doanh nghiệp cần chủ động, tích cực và

nhANH NHAY TRONG VIỆC TÌM KIẾM, GIA TĂNG QUỸ ĐẤT MỚI. BỒI VÌ NẾU DOANH NGHIỆP KHÔNG CÓ NHIỀU QUỸ ĐẤT DỰ TRỮ ĐỂ PHÁT TRIỂN CHO CÁC DỰ ÁN TRONG TƯƠNG LAI THÌ TỶ SUẤT SINH LỜI CỦA DOANH NGHIỆP TRONG THỜI GIAN TỚI SẼ BỊ ẢNH HƯỞNG.

5.2.4 Thời gian niêm yết

Các doanh nghiệp đã có thời gian niêm yết lâu trên HOSE hoặc HNX thì nên vận dụng lợi thế về uy tín, thương hiệu trong việc gia tăng quy mô hoạt động để nâng cao tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp này cũng cần xác định cơ cấu nợ trên vốn chủ sở hữu tối ưu nhằm đem lại hiệu quả kinh doanh tốt nhất. Bên cạnh đó, giảm tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản cũng nên sớm được triển khai với những chính sách bán hàng hấp dẫn nhà đầu tư để có thể tiêu thụ hết sản phẩm tạo lợi nhuận cao cho doanh nghiệp; từ đó nâng cao tỷ suất sinh lời. Tác giả đã trình bày một số giải pháp về mở rộng quy mô, cơ cấu lại tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu, giảm tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản ở mục 5.2.1, 5.2.2 và 5.2.3.

5.2.5 Các nhân tố vĩ mô

Lạm phát và tăng trưởng kinh tế có ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Song, các nhân tố vĩ mô nằm ngoài khả năng kiểm soát của doanh nghiệp. Do đó, doanh nghiệp cần theo dõi, bám sát và có dự báo phân tích dựa trên các thông tin chính xác và độ tin cậy cao. Từ đó, doanh nghiệp có các định hướng cũng như giải pháp phù hợp với từng điều kiện của nền kinh tế Việt Nam nói riêng và thế giới nói chung để xây dựng các chiến lược kinh doanh tốt nhất cho doanh nghiệp. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể hạn chế được rủi ro không tiêu thụ được sản phẩm; thiếu chủ động về nguồn vốn, nhân công, nguyên vật liệu và quỹ đất.

Thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán hoạt động dưới dạng bình thông hơi. Khi thị trường chứng khoán phát triển mạnh mẽ thì dòng tiền sẽ từ thị trường chứng khoán chảy sang thị trường bất động sản và từ đó thị trường

bất động sản sẽ trở nên sôi động. Vì thế, doanh nghiệp ngoài việc quan sát thị trường bất động sản cũng cần theo dõi sát sao thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, thị trường tín dụng cũng tạo điều kiện và thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển nên việc quan tâm đến thị trường này cũng nên được các doanh nghiệp chú trọng.

Các nhân tố vĩ mô không chỉ là thách thức đối với các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản mà còn là bệ đỡ cho doanh nghiệp phát triển trong điều kiện nền kinh tế phát triển thể hiện qua tốc độ tăng trưởng kinh tế cao.

5.3 Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Đến ngày 31/12/2019, có 64 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó có 47 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và 17 doanh nghiệp niêm yết trên HNX nhưng do hạn chế về thông tin dữ liệu nên tác giả chỉ thực hiện nghiên cứu với 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2019. Điều này cho thấy mẫu nghiên cứu chưa thật đầy đủ, chưa đại diện hết tất cả các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bên cạnh đó, phạm vi nghiên cứu của đề tài chỉ mới tập trung nghiên cứu một số nhân tố là quy mô, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, thuế, thời gian niêm yết, lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Song trên thực tế có rất nhiều yếu tố tác động đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản như thanh khoản, tài sản cố định hữu hình, tuổi đời doanh nghiệp

Nhằm khắc phục các hạn chế nêu trên, nếu có điều kiện thực hiện các nghiên cứu tiếp theo thì tác giả sẽ theo hướng như sau:

(i) Tiến hành mở rộng cơ sở dữ liệu với nhiều doanh nghiệp bất động sản hơn, không chỉ dừng lại với các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX mà có thể bổ sung doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên UPCOM để đánh giá tổng thể và chính xác hơn.

(ii) Mở rộng nội dung theo hướng phân tích thêm nhiều nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản hơn nữa như thanh khoản, tài sản cố định hữu hình, tuổi đời doanh nghiệp

KẾT LUẬN CHƯƠNG 5

Chương 5 đã rút ra kết luận về các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, theo đó các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết bao gồm 6 yếu tố: quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản, thời gian niêm yết, lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Trong đó, quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng cùng chiều đến ROE và TOBIN's Q, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tác động ngược chiều đến ROA nhưng tác động cùng chiều đến TOBIN's Q, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản và thời gian niêm yết có ảnh hưởng ngược chiều đến ROA và ROE, lạm phát tác động cùng chiều đến ROA, tăng trưởng kinh tế ảnh hưởng cùng chiều đến ROA và ROE.

Trên cơ sở đó, tác giả cũng trình bày các khuyến nghị nhằm góp phần nâng cao tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo đó, doanh nghiệp cần mở rộng quy mô; cơ cấu lại tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu hợp lý, đẩy mạnh giải quyết hàng tồn kho; tập trung xây dựng chiến lược ứng phó với các yếu tố vĩ mô.

Cuối cùng, chương này cũng đưa ra một số hạn chế của đề tài, từ đó đưa ra các gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo liên quan đến không gian, thời gian, nội dung và phương pháp nghiên cứu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Trần Tiến Dũng (2018). Nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HSX. *Tạp chí Tài chính*, <http://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/nhan-to-anh-huong-den-hieu-qua-kinh-doanh-cua-doanh-nghiep-bat-dong-san-niem-yet-tren-hsx-136874.html>, [truy cập ngày 12/07/2020]
2. Vũ Thị Hạnh và các cộng sự (2019). Determinants of Vietnamese listed firm performance: Competition, wage, CEO, firm size, age, and international trade. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 62.
3. Phương Hiền (2019). HoREA: Tồn kho bất động sản gấp 9 lần số liệu của Bộ Xây dựng, Địa chỉ: <http://tphcm.chinhphu.vn/horea-ton-kho-bat-dong-san-gap-9-lan-so-lieu-cua-bo-xay-dung>, [truy cập ngày 12/07/2020].
4. Quan Minh Nhựt và 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*, 65-71.
5. Lê Thị Mỹ Phương (2017). Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp sản xuất. *Tạp chí tài chính*, <http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/moi-quan-he-giua-cau-truc-von-va-hieu-qua-tai-chinh-tai-cac-doanh-nghiep-san-xuat-126668.html>, [truy cập ngày 12/07/2020]
6. Bộ Tài chính (2012), *Thông tư 214/2012/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định về hệ thống chuẩn mực kiểm toán Việt Nam*, ban hành ngày 06/12/2012.
7. Bộ Tài chính (2013), *Thông tư 78/2014/TT-BTC của Bộ Tài chính quy định về hướng dẫn thi hành Nghị định số 218/2013/NĐ-CP của Chính phủ quy định và hướng dẫn thi hành Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp*, ban hành ngày 18/06/2014.
8. Bộ Tài chính (2015), *Thông tư 96/2015/TT-BTC của Bộ Tài chính hướng dẫn*

về thuế thu nhập doanh nghiệp bổ sung một số điều của Thông tư 78/2014/TT-BTC, Thông tư 119/2014/TT-BTC ngày 25/08/2014, Thông tư 151/2014/TT-BTC ngày 10/10/2014, ban hành ngày 22/06/2015.

9. Chính phủ (2012), *Nghị định 58/2012/NĐ-CP của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán*, ban hành ngày 20/07/2012.

10. Ngân hàng Nhà nước (2019), *Thông tư 22/2019/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam về việc quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 15/11/2019.

11. Tổng cục thống kê Việt Nam 2019, *Thông báo tình hình kinh tế xã hội năm 2019*, Địa chỉ: <https://www.gso.gov.vn/default.aspx?tabid=621>, [truy cập ngày 30/05/2020]

Tiếng Anh

12. Akben-Selcuk, E. (2016). Does Firm Age Affect Profitability. *Evidence from turkey. International Journal of Economic Sciences*, 5(3), 1-9.

13. Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management research*, 4(2), 266.

14. Al-Qudah, A. M., & Jaradat, M. A. (2013). The impact of macroeconomic variables and banks characteristics on Jordanian Islamic banks profitability: Empirical evidence. *International Business Research*, 6(10), 153.

15. Cohen, S. G., Chang, L., & Ledford Jr, G. E. (1997). A hierarchical construct of self-management leadership and its relationship to quality of work life and perceived work group effectiveness. *Personnel psychology*, 50(2), 275-308.

16. Doğan, M. (2013). Does firm size affect the firm profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53-59.

17. Farrar, D. E., & Glauber, R. R. (1967). Multicollinearity in regression analysis: the problem revisited. *The Review of Economic and Statistics*, 92-107.
18. Ghafoorifard, M., Sheykh, B., Shakibae, M., & Joshaghan, N. S. (2014). Assessing the relationship between firm size, age and financial performance in listed companies on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Scientific Management and Development*, 2(11), 631-635.
19. Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2003). Basic econometrics (ed.). *Singapore: McGraw Hill Book Co.*
20. Huang, S. (2017). Inventory Investment, financial leverage and firm performance: Evidence from Chinese listed companies of real estate. *DEStech Transactions on Economics, Business and Management*, (eced).
21. Jamal, A. A. A., Hamidi, M., & Karim, M. R. A. (2012). Determinants of commercial banks' return on asset: panel evidence from Malaysia. *International Journal of Commerce, Business and Management*, 1(3), 55-62.
22. Kanwal, S., & Nadeem, M. (2013). The impact of macroeconomic variables on the profitability of listed commercial banks in Pakistan. *European journal of business and social sciences*, 2(9), 186-201.
23. Limmack, R. J., & Ward, C. W. R. (1988). Property returns and inflation. *Land Development Studies*, 5(1), 47-55.
24. 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.
25. Myers, S. C. (1984). *Capital structure puzzle* (No. w1393). National Bureau of Economic Research.
26. Naceur, S. B., & Kandil, M. (2009). The impact of capital requirements on banks' cost of intermediation and performance: The case of Egypt. *Journal of Economics and Business*, 61(1), 70-89.

27. National, T. F., & Low, S. H. (2000). The inflation-hedging characteristics of real estate and financial assets in Singapore. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 6(4), 373-385.
28. MacGregor, N. (2020). Vietnamese property overview 1995 – 2020. Address: https://www.savills.com.vn/blog/article/184876/vietnam-eng/vietnamese-property-overview-1995-2020.aspx?_ga=2.104718912.1104542217.1606706065-1841621244.1606706065, [truy cập ngày 12/07/2020].
29. Nireesh, A., & Thirunavukkarasu, V. (2014). Firm size and profitability: A study of listed manufacturing firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(4).
30. Omondi, M. M., & 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.
31. Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. M. (2012). The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
32. Pratheepan, T. (2014). A Panel Data Analysis of Profitability Determinants: Empirical Results from Sri Lankan Manufacturing Companies. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2(12).
33. Rehman, S. S. F. U. (2013). Relationship between financial leverage and financial performance: Empirical evidence of listed sugar companies of Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*.
34. Sahara, Y., & YANITA, A. (2013). Analisis pengaruh inflasi, suku bunga BI, dan produk domestik bruto terhadap return on asset (ROA) bank syariah di Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 1(1).

35. San, O. T., & Heng, T. B. (2011). Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), 28-36.
36. Vătavu, S. (2014). The determinants of profitability in companies listed on the Bucharest stock exchange. *Annals of the University of Petrosani Economics*, 14(1).
37. Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, *Forthcoming*.

**PHỤ LỤC 1: DANH SÁCH 60 DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG
SẢN TRONG MẪU NGHIÊN CỨU**

STT	TÊN DOANH NGHIỆP	MÃ CHỨNG KHOÁN
1	CTY CP VIỆT TIỀN SƠN ĐỊA ỐC	AAV
2	TẬP ĐOÀN SAO MAI	ASM
3	CTY CP THỐNG NHẤT	BAX
4	CTY CPĐT & PT CÔNG NGHIỆP BẢO THƯ	BII
5	CTY CP DỊCH VỤ BẾN THÀNH	BSC
6	CTY CP ĐT & PT ĐT DẦU KHÍ CỬU LONG	CCL
7	CTY CP TẬP ĐOÀN CEO	CEO
8	CTY CP COMA18	CIG
9	CTY CP ĐT PT NHÀ ĐẤT COTEC	CLG
10	CTY CP BẤT ĐỘNG SẢN THỂ KỶ	CRE
11	CTY CP PT ĐÔ THỊ CÔNG NGHIỆP SỐ 2	D2D
12	CTY CP DRH HOLDINGS	DRH
13	CTY CP ĐỆ TAM	DTA
14	CTY CP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH	DXG
15	CTY CP NGOẠI THƯƠNG & PTĐT TPHCM	FDC
16	CTY CP ĐỊA ỐC FIRST REAL	FIR
17	CTY CP TẬP ĐOÀN FLC	FLC
18	CTY CP ĐT TM BĐS AN DƯƠNG THẢO ĐIỀN	HAR
19	CTY CP PT NHÀ BÀ RỊA - VŨNG TÀU	HDC
20	CTY CP ĐT & PT BĐS HUDLAND	HLD
21	CTY CP ĐT HẢI PHÁT	HPX
22	CTY CP TV TM DV HOÀNG QUÂN	HQC
23	CTY CP HƯNG THỊNH INCONS	HTN
24	CTY CP THƯƠNG MẠI HÀ TÂY	HTT
25	CTY CP XÂY DỰNG SÔNG HỒNG	ICG
26	CTY CP ĐT TC QUỐC TẾ & PTDN IDJ	IDJ
27	CTY CP ĐT & KD NHÀ	ITC
28	TỔNG CTY PT ĐÔ THỊ KINH BẮC	KBC
29	CTY CP ĐT & KD NHÀ KHANG ĐIỀN	KDH
30	CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ LDG	LDG
31	CTY CP BĐS ĐIỆN LỰC MIỀN TRUNG	LEC
32	CTY CP LONG HẬU	LHG
33	CTY CP ĐT NĂM BẢY BẢY	NBB

STT	TÊN DOANH NGHIỆP	MÃ CHỨNG KHOÁN
34	CTY CP ĐT PT NHÀ ĐÀ NẴNG	NDN
35	CTY CP ĐẦU TƯ NAM LONG	NLG
36	CTY CP BĐS NETLAND	NRC
37	CTY CP PT ĐT TỪ LIÊM	NTL
38	CTY CP TẬP ĐOÀN ĐỊA ỐC NOVA	NVL
39	CTY CP BĐS DL NINH VÂN BAY	NVT
40	CTY CP PT BĐS PHÁT ĐẠT	PDR
41	CTY CP ĐT HẠ TẦNG & ĐÔ THỊ DẦU KHÍ PVC	PTL
42	CTY CP ĐẦU TƯ NHÀ ĐẤT VIỆT	PVL
43	CTY CP QUỐC CƯỜNG GIA LAI	QCG
44	CTY CP ĐỊA ỐC SG THƯƠNG TÍN	SCR
45	CTY CP ĐT XD & PT ĐT SÔNG ĐÀ	SDU
46	CTY CP ĐỊA ỐC SÀI GÒN	SGR
47	CTY CP SÔNG ĐÀ 1.01	SJC
48	CTY CPĐT PTĐT & KCN SÔNG ĐÀ	SJS
49	CTY CP SARA VIỆT NAM	SRA
50	CTY CP SONADEZI LONG THÀNH	SZL
51	CTY CP KD & PT BÌNH DƯƠNG	TDC
52	CTY CP PT NHÀ THỦ ĐỨC	TDH
53	CTY CP BĐS & XD TRƯỜNG THÀNH	TEG
54	CTY CP SXKD XNK DV & ĐT TÂN BÌNH	TIX
55	CTY CP XÂY DỰNG SỐ 3	VC3
56	CTY CP VINHOMES	VHM
57	TẬP ĐOÀN VINGROUP	VIC
58	CTY CP VẠN PHÁT HÙNG	VPH
59	CTY CP ĐẦU TƯ VĂN PHÚ - INVEST	VPI
60	CTY CP VINCOM RETAIL	VRE

PHỤ LỤC 2: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

THỐNG KÊ MÔ TẢ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

sum roa roe TOBINSQ size dte ita time tax inflation gdp

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
roa	482	.0375436	.0790078	-.852589	.600478
roe	482	.0774683	.4098064	-7.332609	3.309622
TOBINSQ	482	.8885791	.3555068	.086147	2.651863
size	482	28.10297	1.547297	20.98325	33.63179
dte	482	1.652923	2.003505	.000578	18.25519
ita	482	.319066	.2555907	0	.91276
time	482	5.429461	3.215122	1	13
tax	482	.2049865	.2080139	-1.039986	2.91982
inflation	482	.0592361	.0514067	.0063	.2297
gdp	485	.0634759	.0063939	.0525	.0708

PHÂN TÍCH TƯƠNG QUAN

. corr roa size dte ita time tax inflation gdp
(obs=482)

	roa	size	dte	ita	time	tax	inflat~n	gdp
roa	1.0000							
size	0.0737	1.0000						
dte	-0.1605	0.0958	1.0000					
ita	-0.0336	0.2758	0.2560	1.0000				
time	-0.0629	0.1665	0.0342	0.0615	1.0000			
tax	0.0888	0.1146	0.0326	0.1118	-0.0363	1.0000		
inflation	0.0085	-0.1527	0.0174	0.0432	-0.4913	0.0667	1.0000	
gdp	0.1122	0.1886	0.0129	-0.1517	0.4099	0.0491	-0.4227	1.0000

corr roe size dte ita time tax inflation gdp
(obs=482)

	roe	size	dte	ita	time	tax	inflat~n	gdp
roe	1.0000							
size	0.0784	1.0000						
dte	-0.2362	0.0958	1.0000					
ita	-0.0285	0.2758	0.2560	1.0000				
time	-0.1117	0.1665	0.0342	0.0615	1.0000			
tax	0.0832	0.1146	0.0326	0.1118	-0.0363	1.0000		
inflation	0.0623	-0.1527	0.0174	0.0432	-0.4913	0.0667	1.0000	
gdp	0.0105	0.1886	0.0129	-0.1517	0.4099	0.0491	-0.4227	1.0000

. corr TOBINSQ size dte ita time tax inflation gdp
(obs=482)

	TOBINSQ	size	dte	ita	time	tax	inflat~n	gdp
TOBINSQ	1.0000							
size	0.3275	1.0000						
dte	0.1550	0.0958	1.0000					
ita	0.0095	0.2758	0.2560	1.0000				
time	0.0756	0.1665	0.0342	0.0615	1.0000			
tax	0.1013	0.1146	0.0326	0.1118	-0.0363	1.0000		
inflation	-0.0606	-0.1527	0.0174	0.0432	-0.4913	0.0667	1.0000	
gdp	0.1357	0.1886	0.0129	-0.1517	0.4099	0.0491	-0.4227	1.0000

KẾT QUẢ HỒI QUY ROA THEO POOLED OLS

reg roa size dte ita time tax inflation gdp

Source		SS	df	MS	Number of obs	=	482
-----+					F(7, 474)	=	4.66
Model		.193130423	7	.02759006	Prob > F	=	0.0000
Residual		2.80938171	474	.005926966	R-squared	=	0.0643
-----+					Adj R-squared	=	0.0505
Total		3.00251214	481	.006242229	Root MSE	=	.07699

	roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	size	.0036966	.0024507	1.51	0.132	-.0011191	.0085122
	dte	-.0067592	.0018164	-3.72	0.000	-.0103284	-.00319
	ita	.0039451	.0152653	0.26	0.796	-.0260509	.0339411
	time	-.0029471	.0013117	-2.25	0.025	-.0055246	-.0003696
	tax	.0268799	.0171842	1.56	0.118	-.0068868	.0606466
inflation		.0394248	.0821383	0.48	0.631	-.1219755	.2008251
	gdp	1.967408	.6508621	3.02	0.003	.6884758	3.246339
	_cons	-.1730779	.0736284	-2.35	0.019	-.3177563	-.0283995

KẾT QUẢ HỒI QUY ROA THEO FEM

. xtreg roa size dte ita time tax inflation gdp, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	482
Group variable: code	Number of groups	=	60

R-sq:	Obs per group:
within = 0.1219	min = 2
between = 0.0775	avg = 8.0
overall = 0.0401	max = 12

corr(u_i, Xb) = -0.6166	F(7,415) = 8.23
	Prob > F = 0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0237657	.0065147	3.65	0.000	.0109599	.0365716
dte	-.0079417	.0022144	-3.59	0.000	-.0122945	-.0035889
ita	-.0484254	.0242965	-1.99	0.047	-.0961849	-.0006659
time	-.0101006	.0019997	-5.05	0.000	-.0140315	-.0061698
tax	.0162669	.0179233	0.91	0.365	-.0189649	.0514986
inflation	-.177913	.0906151	-1.96	0.050	-.3560348	.0002089
gdp	2.821189	.7139928	3.95	0.000	1.417696	4.224682
_cons	-.7186885	.1789119	-4.02	0.000	-1.070375	-.367002

sigma_u		.05950512
sigma_e		.06901941
rho		.42637641 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(59, 415) = 2.96	Prob > F = 0.0000
--	-------------------

KẾT QUẢ HỒI QUY ROA THEO REM

. xtreg roa size dte ita time tax inflation gdp, re

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	482
Group variable: code	Number of groups	=	60
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.1036	min =		2
between = 0.0998	avg =		8.0
overall = 0.0590	max =		12
	Wald chi2(7)	=	42.83
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0071189	.003323	2.14	0.032	.0006059	.0136318
dte	-.007373	.001977	-3.73	0.000	-.0112479	-.003498
ita	-.0118482	.0188496	-0.63	0.530	-.0487927	.0250964
time	-.0049674	.0014214	-3.49	0.000	-.0077533	-.0021815
tax	.01844	.0171	1.08	0.281	-.0150754	.0519554
inflation	-.0324726	.0804762	-0.40	0.687	-.1902031	.1252578
gdp	2.226259	.6349373	3.51	0.000	.9818045	3.470713
_cons	-.2651493	.0934165	-2.84	0.005	-.4482422	-.0820563
sigma_u	.03165196					
sigma_e	.06901941					
rho	.17376497	(fraction of variance due to u_i)				

KẾT QUẢ HỒI QUY ROE THEO POOLED OLS

. reg roe size dte ita time tax inflation gdp

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	482
Model	7.23402507	7	1.03343215	F(7, 474)	=	6.66
Residual	73.5457514	474	.155159813	Prob > F	=	0.0000
Total	80.7797765	481	.167941323	R-squared	=	0.0896
				Adj R-squared	=	0.0761
				Root MSE	=	.3939

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.0281967	.0125391	2.25	0.025	.0035576	.0528359
dte	-.0510121	.0092937	-5.49	0.000	-.0692741	-.0327501
ita	.0214408	.0781049	0.27	0.784	-.1320339	.1749155
time	-.0156824	.0067114	-2.34	0.020	-.0288701	-.0024946
tax	.1326032	.0879233	1.51	0.132	-.0401644	.3053708
inflation	.3443299	.4202612	0.82	0.413	-.4814755	1.170135
gdp	3.910719	3.330139	1.17	0.241	-2.632942	10.45438
_cons	-.847982	.3767201	-2.25	0.025	-1.58823	-.107734

KẾT QUẢ HỒI QUY ROE THEO FEM

```
. xtreg roe size dte ita time tax inflation gdp, fe
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       482
Group variable: code                  Number of groups =       60

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.1447                      min =          2
    between = 0.0846                     avg =         8.0
    overall = 0.0672                     max =        12

corr(u_i, Xb) = -0.6402                F(7,415)         =      10.03
                                         Prob > F         =      0.0000
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.1109685	.0355416	3.12	0.002	.0411045	.1808325
dte	-.0717484	.0120808	-5.94	0.000	-.0954956	-.0480012
ita	-.1260888	.1325527	-0.95	0.342	-.3866472	.1344696
time	-.0524928	.0109096	-4.81	0.000	-.0739379	-.0310478
tax	.1436875	.0977829	1.47	0.142	-.0485241	.3358991
inflation	-.8557095	.4943633	-1.73	0.084	-1.827478	.1160589
gdp	9.36223	3.895286	2.40	0.017	1.705279	17.01918
_cons	-3.169921	.9760787	-3.25	0.001	-5.088595	-1.251246
sigma_u	.25933747					
sigma_e	.37654492					
rho	.32173402	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0: F(59, 415) = 1.76				Prob > F = 0.0009		

KẾT QUẢ HỒI QUY ROE THEO REM

```
. xtreg roe size dte ita time tax inflation gdp, re
Random-effects GLS regression      Number of obs   =       482
Group variable: code              Number of groups =       60

R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.1179                      min =          2
    between = 0.0729                     avg =         8.0
    overall = 0.0896                     max =        12

corr(u_i, X) = 0 (assumed)          Wald chi2(7)     =      46.62
                                         Prob > chi2      =      0.0000
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0281967	.0125391	2.25	0.025	.0036205	.052773
dte	-.0510121	.0092937	-5.49	0.000	-.0692275	-.0327967
ita	.0214408	.0781049	0.27	0.784	-.131642	.1745236
time	-.0156824	.0067114	-2.34	0.019	-.0288365	-.0025283
tax	.1326032	.0879233	1.51	0.132	-.0397233	.3049296
inflation	.3443299	.4202612	0.82	0.413	-.4793669	1.168027
gdp	3.910719	3.330139	1.17	0.240	-2.616234	10.43767
_cons	-.847982	.3767201	-2.25	0.024	-1.58634	-.1096242
sigma_u	0					
sigma_e	.37654492					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

KẾT QUẢ HỒI QUY TOBIN's Q THEO POOLED OLS

. reg TOBINSQ size dte ita time tax inflation gdp

Source		SS	df	MS	Number of obs	=	482
-----+					F(7, 474)	=	11.39
Model		8.75410632	7	1.25058662	Prob > F	=	0.0000
Residual		52.0371312	474	.109782977	R-squared	=	0.1440
-----+					Adj R-squared	=	0.1314
Total		60.7912375	481	.126385109	Root MSE	=	.33134

TOBINSQ		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+							
size		.075635	.0105474	7.17	0.000	.0549095	.0963604
dte		.0267672	.0078175	3.42	0.001	.011406	.0421284
ita		-.1686234	.0656986	-2.57	0.011	-.29772	-.0395268
time		.0013377	.0056454	0.24	0.813	-.0097554	.0124307
tax		.1181472	.0739574	1.60	0.111	-.0271778	.2634721
inflation		.1062564	.3535063	0.30	0.764	-.588377	.8008897
gdp		2.859836	2.801175	1.02	0.308	-2.644421	8.364093
_cons		-1.446626	.3168813	-4.57	0.000	-2.069292	-.8239598

KẾT QUẢ HỒI QUY TOBIN's Q THEO FEM

. xtreg TOBINSQ size dte ita time tax inflation gdp, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	482
Group variable: code	Number of groups	=	60

R-sq:	Obs per group:
within = 0.0567	min = 2
between = 0.0476	avg = 8.0
overall = 0.0275	max = 12

	F(7,415)	=	3.56
corr(u_i, Xb) = -0.1144	Prob > F	=	0.0010

TOBINSQ		Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+							
size		.0092334	.0246	0.38	0.708	-.0391228	.0575895
dte		.0203451	.0083617	2.43	0.015	.0039086	.0367817
ita		-.2809417	.0917459	-3.06	0.002	-.4612864	-.100597
time		-.0044535	.0075511	-0.59	0.556	-.0192966	.0103896
tax		-.0003765	.0676802	-0.01	0.996	-.1334152	.1326621
inflation		-.5435872	.3421721	-1.59	0.113	-1.216194	.1290193
gdp		4.251548	2.696111	1.58	0.116	-1.048188	9.551284
_cons		.4718547	.6755899	0.70	0.485	-.8561501	1.79986
-----+							
sigma_u		.3186321					
sigma_e		.26062442					
rho		.59914733	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(59, 415) = 5.95	Prob > F = 0.0000
--	-------------------

KẾT QUẢ HỒI QUY TOBIN's Q THEO REM

```
. xtreg TOBINSQ size dte ita time tax inflation gdp, re
```

Random-effects GLS regression

Group variable: code

```
Number of obs      =      482
```

Number of groups = 60

R-sq:

Obs per group:

within = 0.0446

$$\min = 2$$

between = 0.3098

```
avg =      8.0
```

```
overall = 0.1182
```

$$\max = 12$$

Wald chi2(7) = 40.86

$$\text{corr}(u_i, X) = 0 \text{ (assumed)}$$

```
Prob > chi2      = 0.0000
```

TOBINSQ	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0644399	.016387	3.93	0.000	.0323219	.0965579
dte	.0209333	.0080243	2.61	0.009	.005206	.0366606
ita	-.2339348	.082165	-2.85	0.004	-.3949752	-.0728945
time	-.0106374	.0061461	-1.73	0.083	-.0226836	.0014088
tax	.0143931	.0669335	0.22	0.830	-.1167942	.1455803
inflation	-.5302532	.3207289	-1.65	0.098	-1.15887	.0983639
gdp	4.584128	2.535133	1.81	0.071	-.3846424	9.552897
_cons	-1.085105	.4548579	-2.39	0.017	-1.97661	-.1935999
sigma_u	.21760539					
sigma_e	.26062442					
rho	.41076732	(fraction of variance due to u i)				

KIỂM ĐỊNH HAUSMAN GIỮA FEM VÀ REM MÔ HÌNH ROA

```
. hausman fixed random
```

	---- Coefficients ----			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed	random	Difference	S.E.
size	.0237657	.0071189	.0166468	.0056034
dte	-.0079417	-.007373	-.0005688	.0009974
ita	-.0484254	-.0118482	-.0365772	.01533
time	-.0101006	-.0049674	-.0051333	.0014066
tax	.0162669	.01844	-.0021731	.0053697
inflation	-.177913	-.0324726	-.1454403	.0416495
gdp	2.821189	2.226259	.5949302	.3265584

b = consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg
B = inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg

Test: H_0 : difference in coefficients not systematic

```
chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 18.96
Prob>chi2 = 0.0083
(V b-V B is not positive definite)
```

KIỂM ĐỊNH HAUSMAN GIỮA FEM VÀ REM MÔ HÌNH ROE

```
. hausman fixed random

      ---- Coefficients ----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      |      fixed      random      Difference      S.E.
-----+-----
      size |      .1109685      .0281967      .0827718      .0332562
      dte  |      -.0717484      -.0510121      -.0207363      .0077183
      ita  |      -.1260888      .0214408      -.1475296      .1070973
      time |      -.0524928      -.0156824      -.0368105      .008601
      tax  |      .1436875      .1326032      .0110843      .0427902
inflation |      -.8557095      .3443299      -1.200039      .2603375
      gdp  |      9.36223      3.910719      5.451511      2.02075
-----+-----

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

      chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      27.20
      Prob>chi2 =      0.0003
      (V_b-V_B is not positive definite)
```

KIỂM ĐỊNH HAUSMAN GIỮA FEM VÀ REM MÔ HÌNH TOBIN's Q

```
. hausman fixed random

      ---- Coefficients ----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      |      fixed      random      Difference      S.E.
-----+-----
      size |      .0092334      .0644399      -.0552065      .0183474
      dte  |      .0203451      .0209333      -.0005882      .0023513
      ita  |      -.2809417      -.2339348      -.0470069      .0408196
      time |      -.0044535      -.0106374      .0061839      .0043868
      tax  |      -.0003765      .0143931      -.0147696      .0100255
inflation |      -.5435872      -.5302532      -.013334      .1192255
      gdp  |      4.251548      4.584128      -.3325796      .9176667
-----+-----

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

      chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      11.89
      Prob>chi2 =      0.1043
      (V_b-V_B is not positive definite)
```

KIỂM ĐỊNH ĐA CỘNG TUYẾN

```
. vif

Variable |      VIF      1/VIF
-----+-----
inflation |      1.45      0.691125
      time |      1.44      0.692808
      gdp  |      1.41      0.711454
```


ita	1.24	0.809445
size	1.17	0.856943
dte	1.07	0.930408
tax	1.04	0.964366
-----+-----		
Mean VIF	1.26	

KIỂM ĐỊNH PHƯƠNG SAI SAI SỐ THAY ĐỔI MÔ HÌNH ROA

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

```
chi2 (60) = 68809.09
Prob>chi2 = 0.0000
```

KIỂM ĐỊNH PHƯƠNG SAI SAI SỐ THAY ĐỔI MÔ HÌNH ROE

```
. xttest3
```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

```
chi2 (60) = 6.5e+05
Prob>chi2 = 0.0000
```

KIỂM ĐỊNH PHƯƠNG SAI SAI SỐ THAY ĐỔI MÔ HÌNH TOBIN's Q

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

```
TOBINSQ[code,t] = Xb + u[code] + e[code,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
TOBINSQ	.1263851	.3555068
e	.0679251	.2606244
u	.0473521	.2176054

Test: Var(u) = 0

```
chibar2(01) = 166.70
Prob > chibar2 = 0.0000
```

KIỂM ĐỊNH TỰ TƯƠNG QUAN MÔ HÌNH ROA

```
. xtserial roa size dte ita time tax inflation gdp
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first order autocorrelation

```
F( 1, 50) = 0.008
Prob > F = 0.9291
```

KIỂM ĐỊNH TỰ TƯƠNG QUAN MÔ HÌNH ROE

```
. xtserial roe size dte ita time tax inflation gdp
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first order autocorrelation

F(1, 50) = 0.466

Prob > F = 0.4982

KIỂM ĐỊNH TỰ TƯƠNG QUAN MÔ HÌNH TOBIN's Q

```
. xtserial TOBINSQ size dte ita time tax inflation gdp
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first order autocorrelation

F(1, 50) = 46.509

Prob > F = 0.0000

KHẮC PHỤC KHUYẾT TẬT BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS (ROA)

```
. xtgls roa size dte ita time tax inflation gdp, panels(h)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	60	Number of obs	=	482
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	60
Estimated coefficients	=	8	Obs per group:		
			min	=	2
			avg	=	8.033333
			max	=	12
			Wald chi2(7)	=	150.46
			Prob > chi2	=	0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0016549	.0011627	1.42	0.155	-.0006238	.0039337
dte	-.0045114	.0006497	-6.94	0.000	-.0057847	-.0032381
ita	-.0157063	.0071694	-2.19	0.028	-.029758	-.0016545
time	-.0026583	.00045	-5.91	0.000	-.0035403	-.0017763
tax	.0087736	.0109971	0.80	0.425	-.0127803	.0303276
inflation	.0729037	.0361245	2.02	0.044	.0021011	.1437064
gdp	1.552435	.2709	5.73	0.000	1.021481	2.083389
_cons	-.0837769	.0346164	-2.42	0.016	-.1516237	-.01593

KHẮC PHỤC KHUYẾT TẬT BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS (ROE)

```
. xtgls roe size dte ita time tax inflation gdp, panels(h)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	60	Number of obs	=	482
-----------------------	---	----	---------------	---	-----

```

Estimated autocorrelations =      0      Number of groups =      60
Estimated coefficients      =      8      Obs per group:
                                         min =      2
                                         avg =    8.033333
                                         max =      12
                                         Wald chi2(7) =    211.29
                                         Prob > chi2    =    0.0000

```

roesize	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0131686	.0033011	3.99	0.000	.0066985	.0196387
dte	-.0030946	.0057719	-0.54	0.592	-.0144074	.0082183
ita	-.0415005	.0215646	-1.92	0.054	-.0837663	.0007653
time	-.0138706	.0013661	-10.15	0.000	-.016548	-.0111931
tax	.0366762	.0306499	1.20	0.231	-.0233966	.0967489
inflation	.0411972	.1085983	0.38	0.704	-.1716514	.2540459
gdp	4.782647	.8204401	5.83	0.000	3.174614	6.39068
_cons	-.4929619	.0897904	-5.49	0.000	-.6689478	-.316976

KHẮC PHỤC KHUYẾT TẬT BẰNG PHƯƠNG PHÁP GLS (TOBIN's Q)

```
. xtgls TOBINsQ size dte ita time tax inflation gdp, panels(h) corr(ar1)
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.4419)

```

Estimated covariances      =      60      Number of obs      =      482
Estimated autocorrelations =      1      Number of groups   =      60
Estimated coefficients      =      8      Obs per group:
                                         min =      2
                                         avg =    8.033333
                                         max =      12
                                         Wald chi2(7) =    76.67
                                         Prob > chi2    =    0.0000

```

TOBINsQsize	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
size	.0483014	.0102013	4.73	0.000	.0283072	.0682956
dte	.0178027	.0031274	5.69	0.000	.0116732	.0239323
ita	-.0407921	.0504685	-0.81	0.419	-.1397085	.0581243
time	.0062062	.004241	1.46	0.143	-.002106	.0145185
tax	.031733	.0376201	0.84	0.399	-.042001	.105467
inflation	-.1717876	.1992882	-0.86	0.389	-.5623852	.21881
gdp	1.071604	1.59759	0.67	0.502	-2.059615	4.202823
_cons	-.6369703	.2857365	-2.23	0.026	-1.197004	-.0769371