

Các nhân tố tác động đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán Hose

Tóm tắt: Trong giai đoạn phát triển nào, ngành bất động sản cũng đóng vai trò quan trọng. Đặc biệt trong giai đoạn công nghiệp hóa- hiện đại hóa, để trở thành nước công nghiệp phát triển. Khi kinh tế đất nước ngày càng phát triển, nhu cầu bất động sản cũng ngày càng tăng hơn, từ quỹ đất xây dựng nhà cửa, cơ sở hạ tầng, khu công nghiệp, ... Để giải quyết vấn đề này, các doanh nghiệp bất động sản đóng vai trò quan trọng. Bài viết nghiên cứu về các nhân tố tác động đến tỷ suất sinh lời của ngành Bất động sản nói chung và ngành Bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE nói riêng. Bài viết đánh giá tác động của các yếu tố đến tỷ suất sinh lời, trong 9 yếu tố nghiên cứu thì có 5 yếu tố có tác động ý nghĩa đến ROE của các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết trên sàn HOSE ở mức ý nghĩa từ 1% đến 5% là yếu tố: Tốc độ tăng trưởng; Khả năng hoạt động; Tỷ lệ nợ; Kỳ thu tiền bình quân; Hệ số chi phí và 4 yếu tố tài chính không có ý nghĩa là Khả năng thanh toán; Tỷ lệ tài sản cố định; Quy mô doanh nghiệp; Thời gian kinh doanh. Từ đó tác giả đề xuất một số kiến nghị cho doanh nghiệp Bất động sản, để doanh nghiệp tham khảo và đánh giá mức độ đạt được ROE mục tiêu của mình.

Từ khóa: hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp bất động sản, sàn chứng khoán HOSE.

Factors affecting the profitability ratio of real estate businesses listed on the HoSE stock exchange

Abstract: In any stage of development, the real estate industry also plays an important role. Especially in the period of industrialization and modernization, to become a developed industrial country. As the country's economy grows, the demand for real estate is also increasing, from land funds for building houses, infrastructure, industrial parks, etc. To solve this problem, real estate businesses Real estate plays an important role. This article studies the factors affecting the profitability of the real estate industry in general and the real estate industry listed on the HOSE stock exchange in particular. The article evaluates the impact of factors on profitability ratios. Among the 9 factors studied, there are 5 factors that have a meaningful impact on the ROE of real estate businesses listed on HOSE at a meaningful level. From 1% to 5% is the factor: Growth rate; Operability; Debt ratio; Average collection period; Cost coefficient and 4 financial factors are not meaningful: Solvency; Fixed assets ratio; Enterprise scale; Business time. From there, the author proposes a number of recommendations for real estate businesses, for them to refer to and evaluate the level of achieving their target ROE.

Keywords: business efficiency, real estate businesses, HOSE stock exchange.

1. Đặt vấn đề

Trong thời gian qua, hiệu quả hoạt động của những doanh nghiệp kinh doanh bất động sản có những điểm tối như thua lỗ, đóng cửa, tình trạng giá cả bất động sản ảo, nhu cầu đầu cơ giá, ... Qua tìm hiểu và nghiên cứu, tác giả nhận thấy có nguyên nhân từ các yếu tố tác động đến tỷ suất sinh lời. Từ đó, tác giả nghiên cứu thêm các điểm mới về các yếu tố tác động đến tỷ suất sinh lời của ngành Bất động sản nói chung và ngành Bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE nói riêng, cũng như hoạch định chiến lược cho các nhà quản trị theo đặc thù riêng của từng công ty.

2. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu.

- Giả thuyết nghiên cứu và các biến độc lập

- ✓ Tỷ lệ tài sản cố định (TP)

Theo Clyde P. Stickney & Roman L. Weil (1997), thì tỷ lệ tài sản cố định được xác định như sau:

$$\text{Tỷ lệ tài sản cố định} = \frac{\text{Tổng tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Theo nghiên cứu của R. Zeitun and G.G. Tian (2007), Quan Minh Nhật và Lý Phương Thảo (2014), Athar Iqbal and Madhu Mati (2012), Camelia Burja (2011), Abbasali Pouraghajan, Esfandiar Malekian, Milad Emamgholipour, Vida Lotfollahpour & Mohammad Mohammadpour Bagheri (2012).

H1: Tỷ lệ tài sản cố định có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời.

- ✓ Tỷ lệ nợ

Tổng số nợ của doanh nghiệp bao gồm nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Theo Clyde P. Stickney & Roman L. Weil (1997):

$$\text{Tỷ lệ nợ} = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Theo Saad, N. M (2010), Quan Minh Nhật và Lý Phương Thảo (2014), Mohamed M. Khalifa Tailab (2014), T.A.N.R. Jayarathnea (2014), Mahfuzah Salim & Dr. Raj Yadav (2012), Abbasali Pouraghajan, Esfandiar Malekian, Milad Emamgholipour, Vida Lotfollahpour & Mohammad Mohammadpour Bagheri (2012), R. Zeitun and G.G. Tian (2007), Dr. Ong Tze San and Teh Boon Heng (2009), Saeedi & Mahmoodi (2011), Alexander Klingensjö & Caroline Kihlgren (2015), Md. Imran Hossain (2016).

H2: Tỷ lệ nợ có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Kỳ thu tiền bình quân

Theo Bùi Văn Vân, Vũ Văn Ninh (2013):

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \frac{\text{Các khoản phải thu bình quân}}{\text{Doanh thu thuần bình quân 1 ngày}}$$

Theo nghiên cứu của Deloof (2003), Pedro Juan Garcia- Teruel and Pedro Martinez- Solano (2007), Đàm Thanh Tú (2015), T.A.N.R. Jayarathnea (2014).

H3: Kỳ thu tiền bình quân có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Hệ số chi phí

Hệ số chi phí được xác định:

$$\text{Hệ số chi phí} = \frac{\text{Chi phí}}{\text{Doanh thu}}$$

- Trong đó:

+ Chi phí: Gồm giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, chi tài chính và chi phí khác.

+ Doanh thu: Gồm doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ, doanh thu hoạt động tài chính, thu nhập khác.

Theo Quan Minh Nhật và Lý Phương Thảo (2014), Đường Nguyễn Hưng (2017), Camelia Burja (2011), Đàm Thanh Tú (2015).

H4: Hệ số chi phí có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Quy mô doanh nghiệp

Burca và Batrinca (2014) đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản của DN.

$$\text{Quy mô doanh nghiệp} = \ln(\text{doanh thu thuần})$$

Theo Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007); Taani và Banykhaled (2011); Adekunle và Kajola (2010); Odalo và cộng sự (2016), Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012), Malik (2011), Ismail (2013).

H5: Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Tốc độ tăng trưởng

Theo Krishnan và Moyer (1997), Zeitun và Tian (2007, Frank (1988).

$$\text{Tốc độ tăng trưởng} = \frac{\text{Doanh thu kỳ } t - \text{Doanh thu kỳ } (t-1)}{\text{Doanh thu kỳ } (t-1)}$$

H6: Tốc độ tăng trưởng có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Khả năng hoạt động

$$\text{Vòng quay tổng tài sản} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

Theo Seema et al. (2011), Ding và Sha (2011).

H7: Khả năng hoạt động có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Khả năng thanh toán

$$\text{Hệ số khả năng thanh toán nhanh} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Hàng tồn kho}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

NCS: Đồng Hữu Phú - Trường Đại học Tài chính – Marketing.

Theo Adams và Buckle (2003), Fazzari và cộng sự. (1988), Hu và các cộng sự (2006), Seema và cộng sự. (2011).

H8: Khả năng thanh toán có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời.

✓ Thời gian kinh doanh

Thời gian kinh doanh = Số năm kể từ khi doanh nghiệp thành lập đến thời điểm nghiên cứu

Theo Easterbrook và Fischel (1999), Kipesha (2013), Diamond (1989, 1991).

H9: Thời gian kinh doanh có quan hệ cùng chiều tỷ suất sinh lời.

- Mô hình nghiên cứu:

Dựa vào các mô hình nghiên cứu trước, Juan Garcia- Teruel and Pedro Martinez- Solano (2007), R.Zeitun and G.G.Tian (2007), Taani và Banykhaled (2011); Adekunle và Kajola (2010), Deloof (2003), Camelia Burja (2011), Krishnan và Moyer (1997), Seema et al. (2011); Ding và Sha (2011), Adams và Buckle (2003), (Easterbrook và Fischel, 1999); Diamond (1989, 1991); Kipesha (2013). Tác giả kế thừa và xây dựng mô hình hồi qui tuyến tính sau:

$$ROE_{i,t} = b_0 + b_1TP + b_2DR + b_3 SIZE + b_4USB + b_5CF + b_6GROWTH + b_7TM + b_8SM + b_9AGE + u_{it}$$

Trong đó:

- Biến phụ thuộc

ROE: Tỷ suất sinh lời.

- Biến độc lập:

+ TP: Tỷ lệ tài sản cố định

+ DR: Tỷ lệ nợ

+ SIZE: Quy mô doanh nghiệp

+ USB: Kỳ thu tiền bình quân

+ CF: Hệ số chi phí

+ GROWTH: Tốc độ tăng trưởng

+ TM: Khả năng hoạt động

+ SM: Khả năng thanh toán

+ AGE: Thời gian kinh doanh

+ u: Số hạng nhiễu (Sai số ngẫu nhiên).

Bảng 1. Thông tin dữ liệu của 22 công ty bất động sản trên sàn Hose.

STT	Tên doanh nghiệp	Mã CK	Năm	SM	GROWTH	TM	TP	DR	SIZE	USB	CF	AGE	ROE
1	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2	D2D	2012	89.31%	18.31%	37.93%	0.038334	0.572856	12.59385	165.7293	0.8097	8	0.1236
2	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2	D2D	2013	90.20%	-19.23%	24.46%	0.039413	0.64029	12.3803	209.1368	0.739785	9	0.1356
3	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2	D2D	2014	113.29%	24.16%	26.55%	0.057881	0.660847	12.59672	143.9018	0.772122	10	0.1545
4	CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2	D2D	2015	158.66%	-6.28%	24.96%	0.031793	0.651743	12.53191	125.6859	0.778225	11	0.1380
.....
250	CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	2021	91.05%	134.83%	27.94%	0.004167	0.45658	15.46523	152.3577	0.74572	30	0.1459
251	CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	2022	100.10%	-16.65%	17.11%	0.004569	0.470581	15.28312	235.3887	0.780723	31	0.0644

252	CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	2023	89.93%	-26.68%	11.42%	0.005283	0.517956	14.97284	414.797	0.841355	32	0.0596
-----	----------------------	-----	------	--------	---------	--------	----------	----------	----------	---------	----------	----	--------

(Nguồn: Theo tính toán tác giả)

- Phương pháp nghiên cứu:

Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích định lượng bằng phần mềm Stata 14 chạy mô hình hồi quy để ước lượng và kiểm định, từ đó xác định chiều hướng và mức độ tác động của các nhân tố tác động đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên sàn chứng khoán Hose.

Các bước thực hiện gồm:

- Bước 1: Thống kê mô tả nhằm cung cấp bảng tổng hợp mô tả số liệu của các biến.

- Bước 2: Phân tích ma trận hệ số tương quan nhằm đo lường mối quan hệ tuyến tính giữa các biến và kiểm định giả thuyết về trị trung bình của 2 mẫu.

- Bước 3: Chạy mô hình thực hiện như sau:

Chạy mô hình hồi quy tuyến tính theo, kiểm tra đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan, nếu bị phương sai thay đổi, tự tương quan thì chạy Fixed effect model(FEM) (mô hình hiệu ứng cố định) Pooled OLS model và chạy Random effect model(REM) (mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên), sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn FEM hay REM. Nếu chọn REM thì tiếp tục kiểm định nhân tử Lagrange để chọn REM hay Pooled OLS. Nếu chọn FEM thì tiếp tục kiểm định kiểm tra đa cộng tuyến, phương sai thay đổi, tự tương quan, nếu bị phương sai thay đổi, tự tương quan thì sử dụng phương pháp khắc phục GLS (Generalized Least Squares).

3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

3.1. Phân tích thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROE	252	.077342	.1265227	-.7072744	.5901681
SM	252	1.00788	.7263491	-.5970092	6.557654
GROWTH	252	.4518007	2.569554	-.9834855	29.00613
TM	252	.2788898	.2303294	.0016585	1.116866
TP	252	.0983686	.1338749	.0001485	.6271914
DR	252	.5354028	.1316503	.0479871	.8465334
SIZE	252	13.46121	1.456518	8.229244	16.12699
USB	252	1137.823	4846.41	25.71622	62193.92
CF	252	.882078	.3307116	.2126064	3.888374
AGE	252	18.83333	6.875964	7	36

(Nguồn: Theo kết quả mô hình)

Bảng 3. Phân tích mối tương quan giữa các biến.

	ROE	SM	GROWTH	TM	TP	DR	SIZE	USB	CF	AGE
ROE	1.0000									
SM	0.1688	1.0000								
GROWTH	-0.0123	0.0188	1.0000							
TM	0.2940	0.0652	0.0433	1.0000						
TP	-0.1171	-0.0008	-0.0818	0.3257	1.0000					
DR	-0.0314	-0.4058	0.0214	-0.0487	-0.0528	1.0000				
SIZE	0.2482	0.0287	0.0398	0.3336	0.1076	0.2714	1.0000			
USB	-0.1449	-0.0284	-0.0607	-0.2006	-0.1060	-0.0026	-0.3316	1.0000		
CF	-0.5734	-0.1669	0.1462	-0.1124	0.0257	0.1100	-0.3226	0.6629	1.0000	
AGE	-0.0159	-0.1265	-0.0821	-0.1265	0.2122	0.1897	0.3915	-0.0430	-0.0100	1.0000

(Nguồn: Theo kết quả mô hình)

Kết quả bảng 2 cho thấy:

NCS: Đồng Hữu Phú - Trường Đại học Tài chính – Marketing.

Biến ROE có giá trị bình quân là 7,73 %; độ lệch chuẩn là 12,65%; giá trị lớn nhất là 59,02% và giá trị nhỏ nhất là -70,72%.

Biến SM có giá trị bình quân là 100%; độ lệch chuẩn là 72,63%; giá trị lớn nhất là 600,56% và giá trị nhỏ nhất là -59,70%.

Biến GROWTH có giá trị bình quân là 45,18%; độ lệch chuẩn là 200,56 %; giá trị lớn nhất là 2900% và giá trị nhỏ nhất là -98,35%.

Biến TM có giá trị bình quân là 27,89%; độ lệch chuẩn là 23,03%; giá trị lớn nhất là 100,12% và giá trị nhỏ nhất là 0,16%.

Biến TP có giá trị bình quân là 9,83%; độ lệch chuẩn là 13,38%; giá trị lớn nhất là 62,72% và giá trị nhỏ nhất là 0,014 %.

Biến DR có giá trị bình quân là 53,54%; độ lệch chuẩn là 13,16%; giá trị lớn nhất là 84,65% và giá trị nhỏ nhất là 4,80%.

Biến SIZE có giá trị bình quân là 13,46; độ lệch chuẩn là 1,46; giá trị lớn nhất là 16,13 và giá trị nhỏ nhất là 8,23.

Biến USB có giá trị bình quân là 1137,82; độ lệch chuẩn là 4846,41; giá trị lớn nhất là 62.193,92 và giá trị nhỏ nhất là 25,72.

Biến CF có giá trị bình quân là 88,21%; độ lệch chuẩn là 33,07%; giá trị lớn nhất là 300,89% và giá trị nhỏ nhất là 21,26%.

Biến AGE có giá trị bình quân là 18,83; độ lệch chuẩn là 6,88; giá trị lớn nhất là 36 và giá trị nhỏ nhất là 7.

3.2. Kết quả nghiên cứu

❖ Kết quả mô hình POOL.

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	252
				F(9, 242)	=	34.22
Model	2.2499172	9	2499908	Prob > F	=	0.0000
Residual	1.76809104	242	.007306161	R-squared	=	0.5600
				Adj R-squared	=	0.5436
Total	4.01800824	251	.016008001	Root MSE	=	.08548

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	Beta
SM	.010294	.0083668	1.23	0.220	.0590962
GROWTH	.0062452	.0022131	2.82	0.005	.126834
TM	.2041994	.0285006	7.16	0.000	.3717367
TP	-.1528203	.045497	-3.36	0.001	-.1617006
DR	.0908955	.0484636	1.88	0.062	.0945792
SIZE	-.0044591	.0050745	-0.88	0.380	-.0513323
USB	.0000131	1.58e-06	8.31	0.000	.5030198
CF	-.3426252	.0240252	-14.26	0.000	-.8955713
AGE	.0018069	.0009561	1.89	0.060	.0981957
_cons	.2868383	.0639779	4.48	0.000	

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

Với mức ý nghĩa 5% và dựa vào kết quả chạy mô hình, ta có kết quả: Prob > F = 0.0000, kết luận: mô hình phù hợp.

❖ Kiểm tra đa cộng tuyến bằng VIF cho mô hình POOL

Variable | VIF 1/VIF
Từ kết quả, tất cả hệ số VIF < 10, nên không có hiện tượng đa cộng tuyến.

CF	2.17	0.461087
USB	2.02	0.495853
SIZE	1.88	0.532849
AGE	1.48	0.673490
TM	1.48	0.675474
DR	1.40	0.715058
TP	1.27	0.784605
SM	1.27	0.788149
GROWTH	1.11	0.900083
Mean VIF	1.56	

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

❖ Kiểm tra phương sai thay đổi cho mô hình POOL

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	193.34	54	0.0000
Skewness	28.43	9	0.0008
Kurtosis	2.42	1	0.1201
Total	224.19	64	0.0000

Với mức ý nghĩa 5% và dựa vào bảng số liệu ta có:
α = 0,05
Prob > chi2 = 0,000

Sig. < 5% nên kết luận: Mô hình POOL hiện tượng phương sai thay đổi.

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

❖ Kết quả mô hình FEM

❖ Kiểm tra tự tương quan cho mô hình POOL

Với Sig. (Prob > F = 0.0001) < 5%, nên mô hình có hiện tượng tự tương quan.

Woolridge test for autocorrelation in panel data	
H0: no first-order autocorrelation	
F(1, 20) = 24.454	
Prob > F = 0.0001	

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs = 252
Group variable: MãCKMH                Number of groups = 21
R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.5336                    min = 12
    between = 0.3908                   avg = 12.0
    overall = 0.4708                   max = 12
                                     F(9,222)
                                     = 28.22
corr(u_i, Xb) = -0.2239                Prob > F = 0.0000
-----+-----
ROE |   Coef.   Std. Err.   t   P>|t|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
SM |   .0244906   .0105152   2.33   0.021   .0037683   .0452128
GROWTH |   .005365   .002119   2.53   0.012   .001189   .009541
TM |   .1697719   .0484861   3.50   0.001   .07422   .2653239
TP |  -1.136344   .061171   -1.86   0.065   -2.341845   .0069157
DR |   .1971703   .0691011   2.85   0.005   .0609923   .333484
SIZE |   .021583   .011891   1.93   0.055   -.0004675   .0436335
USB | .0000131   1.64e-06   7.97   0.000   9.87e-06   .0000163
CF |  -2.883951   .0250363  -11.52   0.000   -.3377344   -2.390558
AGE |  -.002993   .0020294   -1.47   0.142   -.0069924   .0010064
     _cons | -0.861914   1.260284   -0.68   0.495   -3.345565   .1621737
-----+-----
sigma_u |   .0621642
sigma_e |   .0748973
rho |   .40789426   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
F test that all u_i=0: F(20, 222) = 4.66                Prob > F = 0.0000
    
```

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

❖ **Kết quả mô hình REM**

```

Random-effects GLS regression      Number of obs = 252
Group variable: MãCKMH           Number of groups = 21
R-sq:                              Obs per group:
    within = 0.5228                min = 12
    between = 0.5986               avg = 12.0
    overall = 0.5469               max = 12
                                     Wald chi2(9) = 273.85
corr(u_i, X) = 0 (assumed)         Prob > chi2 = 0.0000
-----+-----
ROE |   Coef.   Std. Err.   z   P>|z|   [95% Conf. Interval]
-----+-----
SM |   .0161123   .0093527   1.72   0.085   -.0022187   .0344433
GROWTH |   .005989   .0020905   2.86   0.004   .0018917   .0100863
TM |   .1998106   .0362178   5.52   0.000   .128825   .2707963
TP |  -1.380172   .0528925  -2.61   0.009   -2.416846   -.0343498
DR |   .1407951   .0588196   2.39   0.017   .0255107   .2560794
SIZE |   .0027553   .0072831   0.38   0.705   -.0115194   .01703
USB |   .0000124   1.52e-06   8.17   0.000   9.44e-06   .0000154
CF |  -3.087675   .0238134  -12.97   0.000   -.355441   -.2620941
AGE |   .0004047   .001326   0.31   0.760   -.0021943   .0030037
     _cons | .1543772   .0879101   1.76   0.079   -.0179234   .3266779
-----+-----
sigma_u |   .03683901
sigma_e |   .0748973
rho |   .19479939   (fraction of variance due to u_i)
    
```

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

❖ **Kiểm định phương sai thay đổi trên mô hình FEM.**

```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

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

chi2( 21) = 2969.49
Prob>chi2 = 0.0000
    
```

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

❖ **Dùng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình FEM hay REM.**

Kết quả kiểm định Hausman

Note: the rank of the differenced variance matrix (8) does not equal the number of coefficients being tested (9); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

Với kết quả kiểm định Hausman, Sig. (Prob>chi2 = 0.0206) < 5%, nên mô hình FEM được lựa chọn.

```

----- Coefficients -----
      |   (b)   (B)   (b-B)   sqrt(diag(V_b-V_B))
      |   fc   re   Difference   S.E.
-----+-----
SM |   .0244906   .0161123   .0083783   .0048057
GROWTH |   .005365   .005989   -.000624   .0003466
TM |   .1697719   .1998106   -.0300387   .0322362
TP |  -1.136344   -1.380172   .243828   .030729
DR |   .1971703   .1407951   .0563752   .0362659
SIZE |   .021583   .0027553   .0188277   .0084943
USB |   .0000131   .0000124   8.84e-07   6.23e-07
CF |  -2.883951   -3.087675   .203724   .0077291
AGE |  -.002993   .0004047   -.0033977   .0015363
-----+-----
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(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
      = 18.09
Prob>chi2 = 0.0206
(V_b-V_B is not positive definite)
    
```

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

Kết quả cho thấy Prob>chi2 = 0.0000 < 5%, chấp nhận H1, mô hình FEM xảy ra hiện tượng phương sai thay đổi.

❖ **Kiểm định tự tương quan cho mô hình FEM:**

Kết quả cho thấy Prob>chi2 = 0.0001 < 5%, mô hình FEM xảy ra hiện tượng tự tương quan.

```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 20) = 24.454
Prob > F = 0.0001
    
```

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

❖ **Kiểm định đa cộng tuyến trên mô hình FEM:**

Kết quả cho thấy, hệ số VIF đều nhỏ 10, nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Để khắc phục mô hình FEM bị phương sai thay đổi, bị tự tương quan, tác giả sử dụng:

❖ **Mô hình GLS (Generalized Least Squares) để khắc phục.**

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SM	.0141873	.0075984	1.87	0.062	-.0007052 .0290798
GROWTH	.0045296	.0013772	3.29	0.001	.0018304 .0072288
TM	.1917568	.0255757	7.50	0.000	.1416294 .2418843
TP	-.0246631	.0465177	-0.53	0.596	-.115836 .065099
DR	.0986511	.0420572	2.35	0.019	.0162206 .1810817
SIZE	.0055469	.0043512	1.27	0.202	-.0029814 .0140751
USB	8.60e-06	1.16e-06	7.42	0.000	6.33e-06 .0000109
CF	-.2407211	.0165568	-14.54	0.000	-.2731718 -.2082705
AGE	.0010444	.00081	1.29	0.197	-.0005431 .002632
_cons	.0717622	.0572809	1.25	0.210	-.0405062 .1840307

Kết quả hồi quy GLS cho thấy trong 9 yếu tố tài chính được kiểm định thì có 5 yếu tố có tác động ý nghĩa đến ROE của các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết trên sàn HOSE ở mức ý nghĩa từ 1% đến 5% là yếu tố: Tốc độ tăng trưởng; Khả năng hoạt động; Tỷ lệ nợ; Kỳ thu tiền bình quân; Hệ số chi phí và 4 yếu tố tài chính không có ý nghĩa là Khả năng thanh toán; Tỷ lệ tài sản cố định; Quy mô doanh nghiệp; Thời gian kinh doanh.

(Nguồn: Theo tính toán của tác giả trên Sata14)

4. Kết luận và đề xuất

Kết quả chạy mô hình GLS, chỉ có 5 yếu tố có ý nghĩa, thực sự tác động đến ROE, còn lại 4 yếu tố không có ý nghĩa. Cụ thể:

- Giả thuyết 1 (H1): Tỷ lệ tài sản cố định (TP) có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình **không có ý nghĩa thống kê**.

- Giả thuyết 2 (H2): Tỷ lệ nợ (DR) có mối quan hệ **ngược chiều** với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình cho thấy, yếu tố này có ý nghĩa thống kê với mức 5% và tỷ lệ **cùng chiều** với ROE, nên bác bỏ giả thuyết. Hệ số hồi quy biến này $b_2 = 0.098$, với sự tác động này, nên các doanh nghiệp Bất động sản trên sàn chứng khoán HOSE cần tận dụng những lợi thế về nợ ngắn hạn hay dài hạn, có những chính sách trong ngắn và dài hạn về tín dụng thương mại, tín dụng tài chính, ngân hàng, để tạo ra tỷ lệ vốn tối ưu, tận dụng tối ưu đòn bẩy tài chính, từ đó khếch đại ROE giúp doanh nghiệp ngày phát triển hơn.

- Giả thuyết 3 (H3): Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có mối quan hệ **cùng chiều** với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình **không có ý nghĩa thống kê**.

- Giả thuyết 4 (H4): Kỳ thu tiền bình quân (USB) có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình cho thấy, yếu tố này có ý nghĩa thống kê với mức 1% và tỷ lệ **cùng chiều** với ROE, nên bác bỏ giả thuyết. Hệ số hồi quy của biến này $b_5 = 8,60$; hệ số này dương, cùng chiều với ROE, nên để khếch đại ROE, các doanh nghiệp Bất động sản cần chú tâm đến kỳ thu tiền bình quân như theo dõi các khoản thu đến hạn, chưa đến hạn, lập kế hoạch thu hồi nợ, có chính sách tín dụng thương mại hợp lý để tăng doanh thu bằng cách bán nợ, tăng cạnh tranh, nhưng cũng phải thu hồi nợ hợp lý để tránh thiếu vốn cũng như suất sinh lời từ các khoản nợ này.

- Giả thuyết 5 (H5): Hệ số chi phí (CF) có mối quan hệ **cùng chiều** với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình cho thấy, yếu tố này có ý nghĩa thống kê với mức 1% và tỷ lệ **ngược chiều** với ROE, nên bác bỏ giả thuyết. Hệ số hồi quy của biến này $b_5 = -0.24$, hệ số này âm, ngược chiều với ROE, nên hệ số chi phí càng cao làm cho tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu càng giảm. Do đó, các doanh nghiệp Bất động sản trên sàn HOSE cần quản lý, kiểm soát chi phí kinh doanh tốt nhất bằng cách cải tiến kỹ thuật công nghệ máy móc xây dựng, chính sách lao động tối ưu, nâng cao chất lượng sản phẩm, tiết giảm những chi phí không hợp lý điện, nước, chi phí quản lý, khoản vay, ... để giảm giá thành sản phẩm và chi phí tối ưu.

- Giả thuyết 6 (H6): Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) có mối quan hệ cùng chiều với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình cho thấy, yếu tố này có ý nghĩa thống kê với mức 1% và tỷ lệ **cùng chiều** với ROE, nên chấp nhận giả thuyết. Hệ số hồi quy của biến này $b_7 = 0.0045$, hệ số này cùng chiều với ROE, nên doanh nghiệp càng tăng tỷ lệ biến này thì tỷ suất lợi nhuận vốn sở hữu càng tăng cao. Như đề ra các chính sách bán hàng như khuyến mãi, hậu mãi, bảo hành tốt, chính sách bán nợ, ... Từ đó doanh thu tăng, thúc đẩy ROE tăng lên và tốt cho doanh nghiệp.

- Giả thuyết 7 (H7): Khả năng hoạt động (TM) có mối quan hệ **cùng chiều** với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình cho thấy, yếu tố này có ý nghĩa thống kê với mức 1% và tỷ lệ **cùng chiều** với ROE, nên chấp nhận giả thuyết. Hệ số hồi quy của biến này $b_7 = 0.192$, hệ số này cùng chiều với ROE, nên doanh nghiệp càng tăng tỷ lệ biến này thì tỷ suất lợi nhuận vốn sở hữu càng tăng cao. Tỷ số này được đo bằng Doanh thu thuần trên Tổng tài sản bình quân. Do đó, doanh nghiệp Bất động sản trên sàn HOSE cần tăng doanh thu thuần như tăng sản lượng, chất lượng sản phẩm, quảng cáo sản phẩm, có chế độ hậu mãi tốt, ... để tăng khách hàng. Ngoài ra,

NCS: Đồng Hữu Phú - Trường Đại học Tài chính – Marketing.

doanh nghiệp cần cải tiến các tài sản cố định phục vụ sản xuất, đồng thời giảm, thanh lý các tài sản lạc hậu để tối ưu tổng tài sản công ty.

- Giả thuyết 8 (H8): Khả năng thanh toán (SM) có mối quan hệ **cùng chiều** với tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình **không có ý nghĩa thống kê**.

- Giả thuyết 9 (H9): Thời gian kinh doanh (AGE) có quan hệ **cùng chiều** tỷ suất sinh lời. Kết quả từ mô hình **không có ý nghĩa thống kê**.

Tài liệu tham khảo

1. Athar Iqbal and Madhu Mati. (2012). *Relationship between Non-current Assets & Firms Profitability*.
2. Burca, A. M., and Batrinca, G. (2014), "The determinants of financial performance in the Romanian insurance market", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), pp.299-308.
3. Camelia Burja. (2011). *Factors Influencing The Companies' Profitability*. Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, Faculty of Sciences.
4. Clyde P. Stickney & Roman L. Weil. (1997). *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses*. Publisher Dryden, USA.
5. Deloof M. (2003). "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?". *Journal of Business, Finance and Accounting* 30, 573-587.
6. Ding Hua and Sha Rui (2011), "Empirical Analysis of the Impact of Capital Structure on Performance in Jilin Forest Industry Co., Ltd", *Issues of Forestry Economics*, 31 (2), p. 141-144.
7. Đàm Thanh Tú. (2015). *Vận dụng mô hình kinh tế lượng để phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán, số 11(148)-2015.
8. Đường Nguyễn Hưng. (2017). *Mức độ biến động của các nhân tố phản ánh các chính sách quản trị để làm rõ hơn mối quan hệ giữa các nhân tố đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2015*. Tạp Chí Tài Chính.
9. Lê Thanh Huyền (2021), *Luận án tiến sỹ kinh tế*, Trường Đại học Thương Mại.
10. <https://www.cophieu68.vn/companylist.php>
11. <https://thoibaotaichinhvietnam.vn/muc-do-dong-gop-cua-bat-dong-san-doi-voi-nen-kinhte111731>.