



ISSN 1859-3666
E-ISSN 2815-5726

Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI



Năm thứ 25 - số 215
7/2026



khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

PHỤ TRÁCH TẠP CHÍ:

NGUYỄN ĐỨC NHUẬN

PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG

❑ Tòa soạn

Phòng 202 nhà T

Trường Đại học Thương mại

Số 79 đường Hồ Tùng Mậu

Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

❑ Điện thoại: 024.37643219 máy lẻ 2102

❑ Fax: 024.37643228

❑ Email: tckhtm@tmu.edu.vn

❑ Website: tckhtm.tmu.edu.vn

❑ GP hoạt động báo chí:

Số 195/GP-BTTTT ngày 05/6/2023

❑ Chế bản tại: Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

❑ In tại: Cty TNHH In & TM Hải Nam

❑ Nộp lưu chiểu: 7/2026

HỘI ĐỒNG BIÊN TẬP

Họ tên	Cơ quan công tác	Quốc gia	Nhiệm vụ
Nguyễn Đức Nhuận	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Chủ tịch
Nguyễn Hoàng	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Hoàng Việt	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Bùi Hữu Đức	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Hà Văn Sự	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Trần Thọ Đạt	Đại học Kinh tế Quốc dân	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Đông Phong	Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Quang Thuần	Viện Hàm lâm KHXH Việt Nam	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Văn Tiến	Học viện Ngân Hàng	Việt Nam	Ủy viên
Lê Quốc Hội	Đại học Kinh tế Quốc dân	Việt Nam	Ủy viên
Trương Bá Thanh	Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng	Việt Nam	Ủy viên
T. Ramayah	Đại học Khoa học Malaysia (USM)	Malaysia	Ủy viên
S. Mostafa Rasoolimanesh	Đại học Edith Cowan (ECU)	Australia	Ủy viên
Jayaraman Krishnaswamy	Đại học Alliance	Ấn Độ	Ủy viên
Hervé B. Boismery	Đại học Reunion	Pháp	Ủy viên
Noor Hazlina Ahmad	Đại học Khoa học Malaysia (USM)	Malaysia	Ủy viên
Imran Mahmud	Đại học Quốc tế Daffodil	Bangladesh	Ủy viên
H. Eric Boutin	Đại học Toulon	Pháp	Ủy viên
Hee Cheol Moon	Trường Đại học Quốc Gia Chungnam	Hàn Quốc	Ủy viên
Nastaran Taghizadeh	Đại học RMIT	Australia	Ủy viên
Nguyễn Việt Cường	Viện Nghiên cứu phát triển Mekong; Đại học Quốc gia Hà Nội	Việt Nam	Ủy viên
Đặng Tùng Lâm	Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng	Việt Nam	Ủy viên
Mai Thanh Lan	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Lê Như Tuyền	Grenoble École de Management	Pháp	Ủy viên
Đỗ Thị Bình	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Vũ Mạnh Chiến	Đại học Québec en Outaouais (UQO)	Canada	Ủy viên
Nguyễn Vũ Hùng	Đại học Kinh tế Quốc dân	Việt Nam	Ủy viên
Phạm Đức Hiếu	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Trần Quang Tuyền	Đại học Quốc gia Hà Nội	Việt Nam	Ủy viên
Trần Văn Trang	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Lê Ba Phong	Đại học Công nghiệp Hà Nội	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Thành Hưng	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Hoàng Xuân Trung	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Vũ Văn Hường	Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội	Việt Nam	Ủy viên
Trịnh Thị Hường	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Thị Uyên	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Nguyễn Thế Ninh	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên
Phạm Minh Đạt	Trường Đại học Thương mại	Việt Nam	Ủy viên

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Đỗ Thị Hoa Liên và Nguyễn Văn Hiếu** - Tác động của thương mại hàng hóa ICT đến cường độ năng lượng và tính bền vững môi trường: bằng chứng từ các quốc gia châu Á.
Mã số: 215.1TrEM.11 3
The Impact of ICT Goods Trade on Energy Intensity and Environmental Sustainability: Evidence from Asia Countries
- 2. Hoàng Thanh Hiền, Doãn Thị Tường Vy, Ngô Công Minh và Huỳnh Thị Diệu Linh** - Tác động trực tiếp và gián tiếp của hàng không giá rẻ đến cung du lịch quốc tế: bằng chứng từ các nước Asean. **Mã số: 215.1HIEM.11** 15
Direct and Indirect Effects of Low-Cost Carriers on International Tourism Supply: Evidence from ASEAN Countries
- 3. Huỳnh Công Minh** - Chất lượng quản trị địa phương và kinh tế ngầm: bằng chứng thực nghiệm cấp tỉnh từ Việt Nam. **Mã số: 215.1DEco.11** 26
Local governance quality and the shadow economy: Provincial-level empirical evidence from Vietnam
- 4. Phan Thu Trang** - Vai trò trung gian của động lực làm việc trong mối quan hệ giữa đào tạo số, lãnh đạo số và hiệu quả công việc tại các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. **Mã số: 215.1IBMg.11** 37
Mediating Role of Work Motivation in the Relationship Between Digital Training, Digital Leadership, and Work Performance: Evidence from Vietnamese Exporting Enterprises

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 5. Nguyễn Hồ Phương Thảo và Nguyễn Thị Nhật Phương** - Các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty ngành bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 215.2FiBa.21** 48
Determinants of Firm Performance in Listed Real Estate Companies on the Vietnamese Stock Exchange

- 6. Trần Thị Thu Hương, Trần Thành Đạt và Vũ Tiến Đạt** - Nghiên cứu các yếu tố của hệ thống truy xuất nguồn gốc trong chuỗi cung ứng thực phẩm ảnh hưởng đến ý định mua của người tiêu dùng tại Việt Nam. **Mã số: 215.2BAdm.21** 62

Exploring the Factors of Traceability System in Food Supply Chain Impact on Consumers' Purchase Intentions in Vietnam

- 7. Trịnh Thị Hồng Minh, Cao Minh Trí và Bảo Trung** - Tác động của trò chơi hóa đến đồng sáng tạo giá trị: vai trò trung gian của trải nghiệm và tình yêu thương hiệu. **Mã số: 215.2BMkt.21** 79

The Impact of Gamification on Value Co-creation: The Mediating Role of Customer Experience and Brand Love

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Bùi Hữu Đức và Bùi Khánh Linh** - Tác động của minh bạch thông tin đến quyết định lựa chọn cơ sở giáo dục đại học của sinh viên: Nghiên cứu thực nghiệm tại Hà Nội. **Mã số: 215.3OMIs.31** 92

Mediating Role of Trust in the Relationship Between "Three Disclosures" Information Transparency and University Choice Decisions: An Empirical Study in Hanoi

- 9. Nguyễn Việt Dũng, Nguyễn Thị Hân, Đào Hương Giang, Phan Thu Ngân, Nguyễn Thị Hạnh và Dương Xuân Cường** - Ảnh hưởng của marketing đa giác quan đến ý định quay trở lại không gian học tập và làm việc phi chính thức của khách hàng thế hệ Z: Vai trò của sự hứng thú, tính chân thực và sự gắn bó. **Mã số: 215.3BMkt.31** 104

The Impact of Sensory Marketing on the Revisit Intention to Informal Learning and Working Spaces of Generation Z Customers In Vietnam: The Roles of Perceived Enjoyment, Perceived Authenticity, and Place Attachment

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Hồ Phương Thảo

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế

Email: nhpthao@hueuni.edu.vn

Nguyễn Thị Nhật Phương

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế

Email: nhatphuongnguyen1803@gmail.com

Ngày nhận: 26/08/2025

Ngày nhận lại: 13/12/2025

Ngày duyệt đăng: 16/12/2025

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố nội bộ đến hiệu quả hoạt động nhóm công ty ngành bất động sản niêm yết. Sử dụng dữ liệu bảng cân bằng gồm 380 quan sát năm công ty của 76 công ty thuộc lĩnh vực bất động sản niêm yết tại hai sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2020 đến năm 2024. Các phát hiện của nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm tác động thuận chiều của quy mô công ty, vòng quay tổng tài sản và tăng trưởng doanh thu đến hiệu quả hoạt động (ROA) ở các công ty niêm yết thuộc phân nhóm ngành bất động sản. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng chỉ ra tương quan nghịch biến của tỷ lệ đòn bẩy của các công ty với hệ số ROA. Xét ở cấp độ doanh nghiệp, những phát hiện về ảnh hưởng của các nhân tố nội bộ này của nghiên cứu sẽ giúp các nhà quản lý, các chủ sở hữu của công ty hay các cổ đông trong việc định hướng các hoạt động quản trị tài chính nhằm đảm bảo hiệu quả bền vững của công ty. Đồng thời, những phát hiện của nghiên cứu cũng có thể là chỉ dẫn cho nhiều nhà đầu tư xác định được các mục tiêu đầu tư để đạt hiệu quả tối ưu.

Từ khóa: Bất động sản, đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động, vòng quay tổng tài sản.

Keywords: Real estate, financial leverage, operational efficiency, total asset turnover.

JEL Classifications: G34, F65.

DOI: 10.54404/JTS.2026.215V.05

1. Giới thiệu

Hiệu quả hoạt động của các công ty là thông tin quan trọng đối với các nhà quản lý, các cổ đông và các nhà đầu tư (Vieira và cộng sự, 2019). Có nhiều nhân tố tác động đến hiệu quả công ty, chẳng hạn như các biến nội bộ và bên ngoài. Trong đó, một số nghiên cứu về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp ngành bảo hiểm, ngành xây dựng, ngành công nghệ và ngành du lịch chịu ảnh hưởng từ các đặc

điểm công ty đã được tiên hành ở các quốc gia (Kourtzidis và Tzeremes, 2020; Mahmood và cộng sự, 2021; Mijoč, 2024; Soni và cộng sự, 2023). Tại Việt Nam, ngành bất động sản là ngành có mức vốn hoá thị trường lớn, cụ thể vào ngày 20/8/2025 mức vốn hoá thị trường chiếm 16,81%, xếp vị trí thứ hai trên thị trường chứng khoán chỉ sau ngành Tài chính (Vietstock, 2025), do đó có ảnh hưởng quan trọng đối với sự phát triển

kinh tế xã hội. Lĩnh vực bất động sản bao gồm các công ty tham gia phát triển và vận hành bất động sản, nó cũng bao gồm các công ty cung cấp các dịch vụ liên quan đến bất động sản và quỹ tín thác đầu tư bất động sản. Nghiên cứu này của nhóm tác giả nhằm mục đích phân tích tác động các yếu tố thuộc về đặc điểm bên trong của các công ty lĩnh vực bất động sản tới chỉ tiêu hiệu quả hoạt động, cụ thể nghiên cứu chọn tỷ lệ ROA đo lường cho hiệu quả hoạt động của các công ty. Sử dụng dữ liệu bảng cân bằng gồm các quan sát ở những công ty đang niêm yết trên hai sở giao dịch chứng khoán Việt Nam là HOSE và HNX giai đoạn từ 2020 đến 2024. Tác động chi phối của các nhân tố khác nhau đến hiệu quả ở nhóm công ty bất động sản đã chỉ ra trong một số nghiên cứu tại Việt Nam như ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu, ngưỡng tỷ lệ nợ cũng như các nhân tố tài chính rút trích từ các báo cáo hàng quý của các công ty (Le và cộng sự, 2025; Mai và Vân, 2022; Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo, 2014). Tuy nhiên, các phát hiện không nhất quán ngay cả đối với cùng một yếu tố. Ngoài ra, những thay đổi trên thị trường quốc tế nói chung và các biến động về kinh tế, chính trị, xã hội ở từng giai đoạn là khác nhau, do đó việc xem xét lại các yếu tố quyết định đến chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của các công ty là cần thiết. Nghiên cứu này bổ sung bằng chứng thực nghiệm dựa trên việc xem xét hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty thuộc ngành bất động sản với một khoảng thời gian nghiên cứu hoàn toàn khác biệt, giai đoạn mà thị trường bất động sản chịu nhiều ảnh hưởng từ đại dịch Covid-19 và sự ra đời của các bộ luật mới về bất động sản và kinh doanh bất động sản. Nghiên cứu kỳ vọng cung cấp một kết quả khác biệt trong bối cảnh mới, từ đó có thể cung cấp góc nhìn quan trọng về hiệu quả của những công ty thuộc lĩnh vực bất động sản, hỗ trợ cho những nhà hoạch định chính sách, nhà quản lý cũng như các chỉ dẫn hữu ích cho các nhà đầu tư.

2. Tổng quan nghiên cứu và đề xuất giả thuyết

Vòng quay tổng tài sản giải thích khả năng sử dụng tài sản của công ty để có thể gia tăng doanh thu. Một số nghiên cứu đã chứng minh bằng thực nghiệm rằng hiệu quả hoạt động tốt hơn có liên quan đến việc sử dụng tài sản của công ty đó (Youssef và cộng sự, 2023). Soni và cộng sự (2023) cho rằng các công ty có nhiều tài sản hơn đồng nghĩa với việc doanh thu được tạo ra nhiều hơn, từ đó đạt được lợi nhuận tương đối cao hơn. Các nghiên cứu trên đều sử dụng doanh thu thuần so với tổng tài sản để biểu hiện cho hiệu quả sử dụng hay vòng quay tổng tài sản. Từ những nghiên cứu nói trên có thể thấy vòng quay tổng tài sản ảnh hưởng rõ ràng tới hiệu quả hoạt động công ty, do đó giả thuyết H1 được đề xuất là:

H1: Vòng quay tổng tài sản tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động các công ty bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Quy mô của công ty là một yếu tố đặc thù được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm, có thể được đo lường bằng nhiều biến số khác nhau như số lượng nhân viên; logarit tự nhiên của tổng doanh thu hoặc tổng tài sản; quy mô về nguồn vốn hoặc tài sản, hay thậm chí là quy mô mạng lưới tiêu thụ. Mỗi liên hệ cùng chiều giữa quy mô công ty và hiệu quả hoạt động đã được chỉ ra trong nhiều nghiên cứu trước đây (Na và cộng sự, 2022; Seetanah và cộng sự, 2014; Vieira và cộng sự, 2019). Cụ thể, Na và cộng sự (2022) dựa trên kết quả nghiên cứu từ hồi quy FEM chỉ ra rằng quy mô đo bằng tổng tài sản tác động có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của 15 công ty bất động sản theo chiều hướng tích cực. Bài báo của Seetanah và cộng sự (2014) cũng khá thú vị khi phát hiện chiều hướng tác động tương tự giữa hiệu quả hoạt động và quy mô công ty, với ý nghĩa thống kê lần lượt là 1%, 10% và 5% cho mẫu toàn bộ doanh nghiệp, mẫu con các doanh nghiệp phi tài chính và mẫu con các doanh nghiệp tài chính. Lý giải được các tác giả đưa ra là các doanh nghiệp

lớn có hoạt động đa dạng, chịu mức độ rủi ro phi hệ thống thấp hơn và ít biến động về dòng tiền, do đó họ có vị thế tốt hơn để khám phá các cơ hội sinh lời, có thu nhập dương và tạo ra lợi nhuận bền vững. Từ các nghiên cứu nói trên, có thể thấy các doanh nghiệp có thể gặt hái được tính kinh tế nhờ quy mô, do đó nghiên cứu đề xuất giả thuyết H2 là:

H2: Quy mô công ty có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động các công ty bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tăng trưởng doanh thu bán hàng phản ánh sự gia tăng hàng năm trong doanh số bán sản phẩm hoặc cung cấp dịch vụ của một công ty. Doanh thu gia tăng không chỉ làm cho doanh nghiệp nâng cao khả năng sinh lời mà còn tạo điều kiện để mở rộng thị trường, đa dạng hóa sản phẩm và phát triển các chiến lược kinh doanh linh hoạt. Nhiều nghiên cứu đã sử dụng tăng trưởng doanh thu bán hàng để đánh giá hiệu suất tài chính của doanh nghiệp (Faccio và cộng sự, 2016; Sila và cộng sự, 2016). Mijoč (2024) đã tìm ra tác động cùng chiều của doanh thu tăng trưởng ở các công ty ngành công nghệ Croatia với ROA của các công ty đó. Tung và cộng sự (2020) lại cho rằng sức khỏe tài chính và hiệu quả kinh doanh của một công ty được phản ánh thông qua sự tăng trưởng trong doanh thu, tác giả cho rằng tác động này khác nhau ở các công ty tùy thuộc vào ngưỡng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tuy vậy thì kết quả nghiên cứu vẫn ủng hộ mối tương quan cùng chiều giữa doanh thu tăng trưởng và hiệu quả của các công ty. Chính vì vậy nghiên cứu đã đề xuất giả thuyết H3:

H3: Tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động các công ty bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Thời gian hoạt động của công ty hay tuổi đời của nó đã được một số tác giả chứng minh có tác động thực tế đến hiệu quả công ty (Soni và cộng sự, 2023; Youssef và cộng sự, 2023). Những công ty ở giai đoạn non trẻ có xu hướng đổi mới và linh hoạt, họ sẵn sàng chấp

nhận rủi ro cao hơn, họ mở rộng và tuyển dụng, và theo đuổi tăng trưởng cao hơn. Họ đang trong quá trình áp dụng và phát triển khuôn khổ cho các quy tắc và quy định và phân biệt các cấp quản lý. Các công ty ở giai đoạn trưởng thành có tất cả những điều trên, có vị thế vững chắc trên thị trường và kinh nghiệm đáng kể trong lĩnh vực của mình (Kourtzidis và Tzeremes, 2020). Một số nghiên cứu thực nghiệm cho thấy kết quả trái chiều về ảnh hưởng của tuổi đời của công ty đến hiệu suất. Na và cộng sự (2022) và Soni và cộng sự (2023) cùng kết luận rằng tuổi đời của công ty càng lớn thì hiệu quả càng cao. Trong khi đó, Youssef và cộng sự (2023) phân tích dữ liệu được thu thập từ Thomson Reuters Data Stream cho 93 công ty vừa và nhỏ niêm yết tại Anh từ năm 2012 đến năm 2020 để chỉ ra tác động ngược hướng của tuổi đời với chỉ tiêu hiệu quả của công ty. Từ bằng chứng của nghiên cứu nêu trên, có thể nhận thấy thời gian hoạt động của doanh nghiệp ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả, việc tích lũy kinh nghiệm trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh có thể dẫn đến chi phí hoạt động thấp hơn, do đó nhóm tác giả đề xuất giả thuyết H4 như sau:

H4: Thời gian hoạt động sẽ tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động các công ty bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Cấu trúc vốn biểu thị mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu tài chính của một công ty và thường được đo bằng nợ phải trả so với tổng tài sản. Jensen, M. C., và Meckling (1976) và Rajan và Zingales (1995) là những tác giả tiên phong xem xét cấu trúc vốn trong các công ty, các nghiên cứu của họ chỉ ra sự khác biệt về cấu trúc vốn có ảnh hưởng tới hiệu suất của các công ty. Rất nhiều nhà khoa học trong lĩnh vực tài chính đương đại đã sử dụng các bộ dữ liệu ở các khu vực khác nhau nhằm làm sáng tỏ hơn mối quan hệ đó. Điền hình như Seetanah và cộng sự (2014) tiến hành nghiên cứu trên mẫu 33 công ty đã niêm yết ở thị trường chứng khoán chính thức của

Mauritius trong giai đoạn 2005-2011 để chứng minh rằng cơ cấu vốn có tác động tới hiệu quả hoạt động, phát hiện của các tác giả là những doanh nghiệp hoạt động tốt hơn sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp hơn. Na và cộng sự (2022); Tung và cộng sự (2020) tiến hành trên mẫu các công ty ở Việt Nam cũng cho ra kết quả tương tự. Ngược lại, Mijoč (2024); Youssef và cộng sự (2023) lập luận rằng tỷ lệ nợ so với vốn chủ sở hữu cao hơn dẫn đến ROA cao hơn trong các công ty ở Croatia và Vương quốc Anh. Từ việc xem xét tổng quan nghiên cứu và dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận để tài trợ cho các dự án mới và nhờ đó giảm mức nợ, do đó giả thuyết H5 được đề xuất như sau:

H5: Tỷ lệ đòn bẩy có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của công ty ngành bất động sản niêm yết ở thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tính thanh khoản của công ty đề cập đến năng lực có thể thanh toán các khoản nợ khi đáo hạn. Nhiều nghiên cứu đã khẳng định tương quan cùng chiều giữa tính thanh khoản và hiệu quả kinh doanh của công ty. Soni và cộng sự (2023) phân tích mối tương quan giữa thanh khoản và lợi nhuận ở 440 công ty dịch vụ nhà hàng khách sạn trong 11 năm từ 2010 - 2020 ở Ấn Độ, các tác giả tìm thấy bằng chứng cho thấy thanh khoản ảnh hưởng cùng chiều với ROA, kết luận rằng các nhà quản lý sẽ khiến lợi nhuận của công ty tăng lên nếu họ đầu tư hiệu quả vào tài sản thanh khoản. Ngoài ra, Youssef và cộng sự (2023) thực hiện trên nhóm 93 doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Anh đã phản ánh mối liên quan tích cực nhưng không đáng kể của thanh khoản đến tỷ lệ sinh lợi ở hai mô hình hồi quy với ROA và ROE là các biến phụ thuộc. Từ tổng quan tài liệu ở trên cho thấy thanh khoản trực tiếp ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động, tỷ lệ này nếu được các công ty duy trì ở mức hợp lý có thể đạt lợi nhuận tối ưu. Do đó, nhóm tác giả tiếp tục đưa ra giả thuyết H6:

H6: Tỷ lệ thanh khoản có quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động các công ty bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tài sản cố định hữu hình mang hình thái vật chất trong khi đó các tài sản như kiến thức, thông tin, kỹ năng, đào tạo, mối liên hệ mật thiết với khách hàng, văn hóa kinh doanh tốt, danh tiếng, hệ thống thông tin và quy trình tổ chức được gọi là tài sản vô hình. Trong một nghiên cứu với bộ dữ liệu các công ty được lấy từ Cơ quan đăng ký doanh nghiệp Serbia trong giai đoạn 2017 đến 2020, Dzenopoljac và cộng sự (2024) đã thực hiện hồi quy đa biến tuyến tính và kết luận rằng tài sản vô hình có tác động tích cực tới cả bốn tỷ lệ gồm tỷ suất lợi nhuận ròng, EBITDA, ROA và ROE, ngụ ý rằng các công ty ở Serbia nên ưu tiên đầu tư và sử dụng tài sản vô hình hiệu quả sẽ cải thiện được lợi nhuận và khả năng cạnh tranh. Nghiên cứu của Na và cộng sự (2022) cũng chỉ ra rằng biến tài sản cố định so với tổng tài sản tác động cùng chiều với cả 3 biến số đại diện hiệu quả công ty là ROA, ROE, ROCE. Tuy nhiên, qua xem xét cơ cấu tài sản của các công ty bất động sản tại Việt Nam, xuất phát từ tính chất kinh doanh nên các tài sản như nền đất, dự án khu dân cư, căn hộ chung cư,... được xem là hàng hoá tồn kho của các công ty bất động sản niêm yết. Tài sản cố định thường là các chương trình phần mềm hoặc mặt bằng kinh doanh, chủ yếu phục vụ hoạt động của công ty. Do đó, tỷ lệ tài sản cố định tăng lên ngược lại sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty. Từ việc xem xét thực tiễn bối cảnh các công ty ngành bất động sản tại Việt Nam, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết H7:

H7: Tỷ lệ tài sản cố định sẽ tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động các công ty bất động sản niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo năm của các công ty thuộc phân cấp ngành bất động

sản niêm yết ở hai sở giao dịch chứng khoán HOSE và HNX của Việt Nam thuộc giai đoạn từ năm 2020 đến năm 2024. Lý do lựa chọn các công ty nói trên là vì quy mô khá lớn, cấu trúc vốn hỗn hợp bao gồm cả vốn chủ sở hữu và nợ, họ công bố nhiều thông tin hơn cho công chúng, giúp dễ dàng tiếp cận dữ liệu cho nghiên cứu hơn. Dữ liệu đặc điểm hoạt động và tình hình tài chính của các công ty được thu thập thủ công từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của các công ty trên website của Vietstock. Bài viết thu thập dữ liệu gồm những công ty có thông tin sẵn có trong ít nhất năm năm liên tiếp. Dữ liệu cuối cùng là bảng dữ liệu cân bằng gồm 76 công ty bắt đầu sản được niêm yết giai đoạn 2020 - 2024, tương đương 380 quan sát năm công ty.

Nghiên cứu áp dụng hồi quy dữ liệu bảng thông thường Pooled OLS và các mô hình hiệu ứng cố định (Fixed Effects Model - FEM), mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM) để phân tích ảnh hưởng của các nhân tố. Để xác định mô hình phù hợp nhất với dữ liệu, bài viết tiến hành các kiểm định. Trước tiên, kiểm định F dùng để so sánh giữa hồi quy OLS và FEM. Giả sử xác suất ($\text{Prob} > F$) bé hơn mức ý nghĩa 5%, mô hình FEM được đánh giá là phù hợp hơn so với OLS. Sau đó, kiểm định Hausman dùng vào việc chọn lựa giữa FEM hoặc REM. Nếu giá trị xác suất ($\text{Prob} > \chi^2$) của kiểm định Hausman nhỏ hơn 5%, kết quả chỉ ra FEM phù hợp hơn REM. Từ việc xác định được mô hình phù hợp nhất, chúng tôi tiến hành kiểm định các giả định cơ bản của mô hình hồi quy nhằm đảm bảo sự tin cậy và độ chính xác của các ước lượng mô hình gồm đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai không đồng nhất. Nếu các giả định nói trên vi phạm, nghiên cứu sẽ xem xét áp dụng theo phương pháp bình phương bé nhất khái quát hóa GLS (Generalized Least Squares) để giải quyết các khuyết tật trong mô hình.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở các giả thuyết, nhóm tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TAT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 REV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 FAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

β_j : Các hệ số hồi quy, với j nhận giá trị từ 0 đến 7

ε_{it} : Sai số

i: Công ty thứ i

t: Năm thứ t

Biến phụ thuộc: Hiệu quả hoạt động là nhân tố thường được đo lường thông qua mối liên hệ giữa các loại thu nhập khác nhau với tài sản, thu nhập và/hoặc vốn như chỉ tiêu ROA, ROE, EBITDA. Trong đó, ROE cho biết khoản lợi nhuận sau thuế được tạo ra từ chính vốn của chủ sở hữu, chỉ tiêu này cũng đại diện cho hiệu quả nhưng chưa thể hiện được tính hiệu quả chung của công ty. Chỉ tiêu EBITDA (lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao trên tổng tài sản) thường sử dụng để biết sức sinh lợi hay hiệu quả của công ty khi chưa loại trừ các nghĩa vụ. Trong bài viết này, dựa trên các nghiên cứu có liên quan (bảng 1), nhóm tác giả chọn ROA là biến số biểu thị cho hiệu quả hoạt động công ty. ROA cho thấy hiệu quả tạo ra từ việc quản lý và đầu tư vào các tài sản sinh lời, do đó đây là thước đo mang tính chất kinh tế, cho phép đánh giá chất lượng quản lý nội bộ của các công ty.

Trọng tâm của bài viết là phân tích nhóm nhân tố đặc thù của công ty có ảnh hưởng tới hiệu quả của nhóm công ty ngành bất động sản đang niêm yết tại thị trường Việt Nam hay không. Tất cả nhân tố được xem xét trong mô hình (1) được liệt kê trong Bảng 1, bao gồm các kỹ thuật đo lường của biến.

4. Kết quả của nghiên cứu

Bảng 2 cho thấy giá trị của biến hiệu quả hoạt động (ROA) của các công ty ngành bất động sản niêm yết trong giai đoạn 2020-2024 có giá trị nhỏ nhất là -41,37 ở CTCP đầu tư tài sản Koji trong năm 2024, giá trị lớn nhất là 29,43 ở CTCP Phát triển Đô thị Từ Liêm năm 2024, giá trị trung bình là 3,058895 và độ lệch chuẩn rất lớn (6,100803), cho thấy sự biến động lớn giữa các quan sát trong mẫu.

Bảng 1: Đo lường các biến sử dụng trong mô hình

Biến số	Đo lường biến	Nghiên cứu
Hiệu quả hoạt động (ROA)	Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản	(Le và cộng sự, 2025; Seetanah và cộng sự, 2014; Youssef và cộng sự, 2023)
Vòng quay tổng tài sản (TAT)	Doanh thu thuần/Tổng tài sản	(Mai và Vân, 2022; Youssef và cộng sự, 2023)
Quy mô công ty (SIZE)	Ln (Tổng tài sản)	(Mijoč, 2024; Seetanah và cộng sự, 2014; Vieira và cộng sự, 2019)
Tăng trưởng doanh thu (REV)	(Doanh thu năm nay - Doanh thu năm trước)/Doanh thu năm trước	(Mijoč, 2024)
Thời gian hoạt động (AGE)	Năm tài chính hiện hành - Năm thành lập	(Seetanah và cộng sự, 2014; Tung và cộng sự, 2020)
Hệ số nợ (LEV)	Nợ phải trả/Tổng Tài sản	(Seetanah và cộng sự, 2014; Tung và cộng sự, 2020; Vieira và cộng sự, 2019)
Tỷ lệ thanh khoản (LIQ)	Tổng tài sản/Nợ	(Mijoč, 2024; Youssef và cộng sự, 2023)
Tỷ lệ tài sản cố định (FAR)	Tài sản cố định/Tổng tài sản	(Mai và Vân, 2022; Mijoč, 2024)

(Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ tổng quan tài liệu)

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	380	3,058895	6,100803	-41,37	29,43
SIZE	380	8,234841	1,59062	4,60517	13,64022
REV	380	0,6288418	7,578676	-1,19171	144,3333
AGE	380	2,980209	0,4633664	1,609438	4,007333
TAT	380	0,2445053	0,2358615	-0,02	1,71
LEV	380	0,5099929	0,1885792	0,0027778	0,8748222
LIQ	380	3,373273	8,040485	0,0306122	105,6667
FAR	380	0,0499225	0,0808787	0	0,504379

(Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ dữ liệu)

Qua đó cũng có thể thấy rằng có sự hiện diện của các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động rất thấp (hoặc thậm chí âm) và một số công ty có hiệu quả hoạt động rất cao. Một số công ty khác cũng có giá trị ROA âm khá lớn như CTCP phát triển Nhà Thủ Đức năm 2024 (-30,18), CTCP Ngoại thương và Phát triển Đầu tư Thành phố Hồ Chí Minh năm 2022 (-27,86). Do ảnh hưởng từ môi trường kinh doanh không thuận lợi, chi phí tài chính cao, một số dự án không thanh khoản được, tồn kho lớn dẫn đến ROA âm. Đây cũng là đặc trưng của ngành bất động sản, một ngành vốn được đánh giá là có độ rủi ro rất cao.

Tương tự, các biên độc lập của nghiên cứu thể hiện sự biến động khá lớn. Quy mô công ty (SIZE) có giá trị trung bình ở mức 8,23 và dao động từ 4,61 đến 13,64, cho thấy sự phân hoá rộng về quy mô công ty trong mẫu nghiên cứu, với một số công ty lớn và một số công ty nhỏ, cụ thể Công ty cổ phần Vinhomes lớn nhất với quy mô là 13.237 tỷ đồng (2024) và công ty có giá trị tài sản nhỏ nhất là Công ty cổ phần Chương Dương với quy mô 6.310 tỷ đồng (2020). Nhân tố tăng trưởng doanh thu (REV) mặc dù giá trị trung bình thấp (0,63), nhưng lại có độ lệch chuẩn khá cao (7,58), chứng tỏ sự chênh lệch lớn về doanh thu giữa các công ty, với nhiều công ty có doanh thu

thấp hoặc thậm chí âm, trong khi một số công ty khác có doanh thu cực kỳ cao. Tuổi doanh nghiệp (AGE) có giá trị trung bình là 2,98 và dao động từ 1,61 đến 4,01, cho thấy các công ty chủ yếu có tuổi đời tương đối trẻ, nhưng vẫn có một số công ty có tuổi đời lâu dài hơn. Vòng quay tổng tài sản (TAT) có giá trị trung bình khá thấp (0,24), nhưng cũng có sự dao động lớn từ -0,02 đến 1,71, cho thấy sự khác

(thấp nhất là 0,0077 giữa tăng trưởng doanh thu (REV) và biến thanh khoản (LIQ), cao nhất là 0,3858 giữa tỷ lệ thanh khoản (LIQ) và tỷ lệ đòn bẩy nợ (LEV). Cụ thể, không có mối tương quan nào vượt quá ngưỡng cao như 0,80 hoặc 0,90, điều này chỉ ra rằng xác suất xuất hiện đa cộng tuyến trầm trọng ở mô hình hồi quy (1) là rất thấp.

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến

	ROA	SIZE	REV	AGE	TAT	LEV	LIQ	FAR
ROA	1,0000							
SIZE	0,1037	1,0000						
REV	0,1263	-0,0309	1,0000					
AGE	-0,0176	-0,1063	0,0459	1,0000				
TAT	0,3673	-0,0267	0,0659	-0,1077	1,0000			
LEV	-0,0219	0,3467	-0,063	0,0363	0,0567	1,0000		
LIQ	0,0239	-0,1577	-0,0077	-0,0588	-0,1152	-0,3858	1,0000	
FAR	0,0600	0,1742	-0,0322	0,0811	0,092	0,158	-0,0485	1,0000

(Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ dữ liệu)

biệt rõ rệt trong sử dụng tài sản có hiệu quả giữa các công ty. Doanh thu của LDG năm 2023 và năm 2024 đạt mức âm vì các khoản giảm trừ quá lớn vì hàng bán bị trả lại, điều này dẫn đến TAT có hệ số âm. Tỷ lệ đòn bẩy (LEV) có giá trị trung bình 0,51 và dao động từ 0,0028 đến 0,88; hé lộ thực tế các công ty dùng đòn bẩy tài chính với mức độ khá đa dạng, với một số công ty có đòn bẩy rất thấp và một số công ty sử dụng mức độ cao. Tỷ lệ thanh khoản (LIQ) có giá trị trung bình 3,37 và dao động rộng (0,03 đến 105,67), phản ánh sự phân bố không đồng đều giữa nhóm công ty lĩnh vực bất động sản về năng lực chi trả các khoản nợ ngắn hạn và việc chuyển tài sản sang tiền mặt. Cuối cùng, giá trị trung bình của tỷ lệ tài sản cố định (FAR) là 0,05 và dao động từ 0 đến 0,50, cho thấy hầu hết các công ty có tỷ lệ tài sản cố định tương đối thấp.

Bảng 3 chỉ ra rằng các biến độc lập trong nghiên cứu này tương quan với nhau khá yếu

Thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị (Unit Root Test) đối với dữ liệu nghiên cứu để kiểm tra tính dừng. Chuỗi dừng giúp các mô hình thống kê dự đoán hiệu quả và chính xác hơn. Kết quả kiểm định cho thấy rằng các biến nghiên cứu đều có mức ý nghĩa là 0,0000 (<5%), kết quả này cho phép bác bỏ giả thuyết không của kiểm định, tức là các biến trong mô hình đều là chuỗi dừng. Theo Gujarati (2004) một chuỗi thời gian là dừng khi giá trị trung bình, phương sai, hiệp phương sai (tại các độ trễ khác nhau) giữ nguyên không đổi cho dù chuỗi được xác định vào thời điểm nào đi nữa.

Các kiểm định được thực hiện đối với các mô hình và thể hiện ở Bảng 5, cụ thể nhằm chọn ra mô hình phù hợp giữa OLS và FEM, nghiên cứu sử dụng kiểm định F, kết quả thu được là $F = 11,82$ với mức ý nghĩa 0,0000 (<5%). Với giá trị này mô hình FEM sẽ phù hợp hơn khi phân tích ảnh hưởng của các biến

Bảng 4: Kết quả hồi quy các mô hình

Biến	OLS	FEM	REM	GLS
SIZE	0,584*** (2,95)	4,351*** (3,7)	0,689** (2,23)	0,696*** (8,13)
REV	0,0818** (2,13)	0,0758** (2,21)	0,0725** (2,16)	0,089** (2,47)
AGE	0,514 (0,8)	-13,54*** (-3,89)	-0,0798 (-0,08)	0,263 (1,01)
TAT	9,553*** (7,6)	6,418*** (3,96)	9,244*** (7,36)	7,693*** (14,75)
LEV	-2,145 (-1,21)	-5,815* (-1,87)	-1,723 (-0,79)	-2,861*** (-3,93)
LIQ	0,052 (1,32)	0,114*** (3,01)	0,0948*** (2,61)	0,0274 (1,00)
FAR	1,008 (0,27)	0,008 (0)	0,828 (0,17)	-2,659 (-1,42)
Hằng số	-4,802* (-1,77)	8,557 (0,78)	-4,164 (-1,01)	-4,063*** (-3,86)
Số quan sát	380	380	380	380
R ²	0,164	0,218	0,17	

Ghi chú: Giá trị t ở trong ngoặc đơn; *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% (Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu)

Bảng 5: Kiểm định các mô hình

Loại kiểm định	Thống kê	Kết quả
F (Pooled OLS và FEM)	F= 11,82	FEM
	Prob>F= 0,0000 < α = 5%	
Breusch - Pagan (Pooled OLS và REM)	chibar2 = 95,22	REM
	Prob > chibar2 = 0,0000 < α = 5%	
Hausman (FEM và REM)	Chi2 = 22,83	FEM
	Prob > chi2 = 0,0018 < α = 5%	

(Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu)

độc lập đến biên phụ thuộc ROA. Tiếp theo, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Breusch - Pagan nhằm chọn lựa giữa mô hình OLS và REM. Kết quả kiểm định là 95,22 với mức ý nghĩa là 0,0000 (<5%), do đó mô hình REM phù hợp với dữ liệu hơn. Cuối cùng, nhằm chọn ra mô hình nào phù hợp hơn giữa mô hình FEM và REM để đánh giá tác động của các nhân tố nội bộ đến hiệu quả hoạt động

nhóm công ty ngành bất động sản, nhóm tác giả dùng kiểm định Hausman. Kết quả của kiểm định Hausman là Chi2 = 22,83 với xác suất tương ứng 0,0018 (<5%). Qua đó cho phép kết luận mô hình hiệu ứng cố định tốt hơn mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên khi phân tích kết quả.

Qua các kiểm định trên chỉ ra mô hình hiệu ứng cố định tốt hơn các mô hình còn lại. Do

đó, bài viết sẽ tập trung vào những kết quả ước lượng của mô hình FEM và sử dụng các kiểm định cần thiết để kiểm tra các khuyết tật của mô hình FEM như: đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan (Bảng 6). Kết quả chỉ số VIF (phóng đại phương sai) trung bình ở mức 1,13 bé hơn 10, do đó có thể thấy đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng trong mô hình FEM. Kiểm định Wald dùng để kiểm tra xem mô hình hiệu ứng cố định có hiện tượng phương sai không đồng nhất hay không. Từ kết quả Bảng 6 cho thấy Prob > chi2 = 0,0000 bé hơn

được kiểm định là mô hình tốt hơn hai mô hình còn lại là OLS và hiệu ứng ngẫu nhiên, song mô hình vẫn gặp các khuyết tật quan trọng. Do đó, nhóm tác giả xem xét sử dụng mô hình GLS theo đề xuất của Cameron và Trivedi (2010) nhằm khắc phục các khuyết tật nêu trên. Từ đó tìm ra được mô hình tối ưu nhất giải thích ảnh hưởng của các yếu tố nội bộ đến hiệu quả hoạt động nhóm công ty ngành bất động sản tại Việt Nam. Từ kết quả ở Bảng 4 và các kiểm định nêu trên, có thể viết lại mô hình hồi quy (1) như sau:

Bảng 6: Kiểm định mô hình FEM

Kiểm định	Đa cộng tuyến	Wald	White	Wooldridge
Kết quả	VIF trung bình = 1,13	Prob > chi2 = 0,0000 < α = 5%	Prob > chi2 = 0,0006 < α = 5%	Prob > F = 0,0062 < α = 5%
Kết luận	Không có đa cộng tuyến	Có phương sai không đồng nhất		Có tự tương quan

(Nguồn: Nhóm tác giả tính toán từ dữ liệu)

5%, có nghĩa là mô hình hiệu ứng cố định có hiện tượng phương sai không đồng nhất. Kiểm định White cũng được thực hiện, khác với Wald ở chỗ kiểm định này sử dụng nhiều bậc tự do hơn. Kết quả chỉ ra Prob > chi2 = 0,0006, góp phần khẳng định phương sai của phần dư không phải là hằng số. Hệ quả của hiện tượng này là kết quả ước lượng được sẽ không chính xác.

Cuối cùng, để biết được các phần dư trong mô hình hiệu ứng cố định liệu có xảy ra tương quan với nhau không, nhóm tác giả đã thực hiện tiếp kiểm định Wooldridge với giả thuyết không là mô hình không tồn tại tự tương quan bậc nhất. Với kết quả thu được ở Bảng 6 là Prob > F = 0,0062, giả thuyết không bị bác bỏ với mức ý nghĩa 5%, tức là mô hình FEM có tự tương quan bậc nhất. Hiện tượng này làm cho hệ số hồi quy có sai số chuẩn nhỏ hơn thực tế và R^2 cao hơn. Mặc dù các hệ số hồi quy được cho là không bị sai lệch nhưng phương sai ước lượng của các hệ số sẽ chệch, do đó các phép kiểm định không có ý nghĩa.

Như vậy, mặc dù mô hình hiệu ứng cố định

$$ROA_{it} = -4,063 + 7,693 TAT_{it} + 0,696 SIZE_{it} + 0,089 REV_{it} + 0,263 AGE_{it} - 2,861 LEV_{it} + 0,027 LIQ_{it} - 2,659 FAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Kết quả của nhóm tác giả cho thấy trong 7 nhân tố thì chỉ có 4 nhân tố có tác động đến hiệu quả hoạt động của nhóm công ty bất động sản đang niêm yết ở sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Cụ thể:

Đối với vòng quay tổng tài sản (TAT): Biến này biến động cùng chiều với biến phụ thuộc ROA (với hệ số hồi quy là 7,693) và có ý nghĩa thống kê rất cao ($p < 0,001$) trong mô hình. Đây cũng là biến có hệ số hồi quy cao nhất trong nhóm, phản ánh vai trò nổi bật của hiệu quả sử dụng tài sản đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu ủng hộ quan điểm của Soni và cộng sự (2023) rằng các công ty có nhiều tài sản hơn sẽ tạo ra nhiều doanh thu hơn, từ đó đạt được lợi nhuận tương đối cao hơn. Đồng thời, kết luận này cũng tương đồng với quan điểm của Coelli và cộng sự (2005) rằng việc các nguồn lực sản xuất trong doanh nghiệp được sử dụng hiệu quả là

cần thiết để tăng cường khả năng cạnh tranh, là điều kiện tiên quyết cho sự thành công kinh tế của các công ty. Đặc biệt, kết quả này mở rộng ra trong bối cảnh hiện nay, khi mà các công ty buộc phải đầu tư các công nghệ mới vừa tiết kiệm năng lượng vừa thân thiện với môi trường, để có thể tăng hiệu suất hoạt động và nâng cao sức cạnh tranh, nhóm công ty bất động sản Việt Nam cần quan tâm nhiều hơn đến chỉ tiêu hiệu quả sử dụng tài sản ròng.

Mô hình (1) cũng cho thấy biến LEV với hệ số hồi quy là -2,861 và có ý nghĩa thống kê rất cao ($p < 0,001$), qua đó khẳng định tác động ngược chiều của LEV tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này cho thấy rằng việc dùng đòn bẩy hay nợ vay cao sẽ giảm hiệu quả công ty một cách rõ rệt, tức là khi một công ty bất động sản sử dụng nhiều nợ hơn, hiệu quả hoạt động của nó sẽ giảm xuống. Kết luận này tương đồng với phát hiện của Khalid và cộng sự (2014) và Seetanah và cộng sự (2014), những người đã báo cáo mối quan hệ ngược chiều giữa hiệu suất doanh nghiệp và cơ cấu vốn. Việc các doanh nghiệp ngành bất động sản tăng cường tỷ lệ nợ có thể dẫn đến chi phí lãi vay cao vì ngành này được đánh giá là độ rủi ro cao hơn các ngành khác, làm gia tăng áp lực tài chính và buộc các nhà quản lý phải hoạt động tối ưu do gánh nặng lãi suất và chi phí đại diện cao hơn. Tác động ngược chiều của đòn bẩy cũng tương đồng với lý thuyết trật tự phân hạng của Myers (1984), theo đó việc tăng nợ vay sẽ làm giảm giá trị công ty và gây ra tình trạng đầu tư dưới mức trong dài hạn dẫn đến không đạt được hiệu quả như mong đợi. Do vậy, giả thuyết H5 của nhóm tác giả cũng được hỗ trợ.

Đối với quy mô công ty (SIZE): Biến này có ảnh hưởng cùng chiều tới biến phụ thuộc ROA (với hệ số hồi quy là 0,696), nghĩa là khi công ty với quy mô càng tăng lên thì hiệu quả hoạt động sẽ càng cao hơn và kết luận này có độ tin cậy đến 99% ở mô hình GLS. Những công ty với quy mô lớn thường sẽ có lợi thế về tiếp cận tài chính hơn so với các công ty nhỏ, ngoài ra, các công ty lớn hơn có thể thu

hút những nhà quản lý giỏi nhất trên thị trường thông qua các ưu đãi hấp dẫn và mức lương cao từ đó tối ưu hóa chi phí vận hành và giúp cải thiện kết quả kinh doanh cũng như khả năng sinh lời. Kết luận này hỗ trợ giả thuyết H2 của nghiên cứu. Giai đoạn nghiên cứu từ năm 2020 đến 2024 bao gồm những ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế bởi đại dịch COVID - 19 đối với ngành bất động sản, tuy nhiên kết quả tìm thấy cũng tương đồng với nghiên cứu của Tung và cộng sự (2020) trên 54 công ty bất động sản giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2017. Do đó, phát hiện của nghiên cứu một lần nữa khẳng định tác động của quy mô công ty đến chỉ tiêu ROA trong bất cứ bối cảnh kinh tế nào.

Đối với biến tăng trưởng doanh thu (REV): nhân tố này cũng tác động cùng chiều đến biến phụ thuộc ROA, kết luận này đạt mức ý nghĩa khá cao là 5%. Hệ số beta dương và ổn định giữa các mô hình cho thấy rằng khi doanh thu tăng trưởng thì hiệu quả hoạt động của nhóm công ty bất động sản Việt Nam cũng có xu hướng cải thiện. Kết quả hỗ trợ cho giả thuyết H3 và tương đồng với các nghiên cứu trước đây (Mijoć, 2024; Tung và cộng sự, 2020). Cho thấy rằng việc duy trì được mức doanh thu bền vững và không ngừng gia tăng không chỉ giúp nâng cao khả năng sinh lời mà còn mang lại sự phát triển cho doanh nghiệp. Điều này đặc biệt quan trọng trong lĩnh vực bất động sản bởi doanh thu chịu ảnh hưởng nhiều từ thị trường và các quy định pháp lý của quốc gia trong lĩnh vực này, là ngành có đặc điểm là thay đổi nhanh chóng (Li và cộng sự, 2024). Novotná và Volek (2023) đã chứng minh rằng các doanh nghiệp ngành thực phẩm sẽ đạt được kết quả kinh tế tốt nhất nếu họ chú ý xem xét mối quan hệ giữa sự biến động của các chỉ số doanh thu hoạt động, chi phí hoạt động và hiệu quả tài sản. Nghiên cứu này mở rộng thêm kết quả của các tác giả trên bằng cách cung cấp thêm bằng chứng tại nhóm công ty thuộc ngành bất động sản Việt Nam. Gợi ý rằng các nhà quản lý nên tính đến việc xây

dụng các chính sách tài chính hợp lý để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, từ đó đạt được hiệu quả cao hơn.

5. Kiểm tra độ tin cậy của các kết quả

Kết quả nghiên cứu ở Bảng 4 đã cung cấp những minh chứng quan trọng về tác động của một số nhân tố nội bộ công ty đến hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, ROE cũng là một chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động được các học giả sử dụng trong các nghiên cứu học thuật. Bằng cách thay thế biến ROA thành biến ROE, nghiên cứu muốn kiểm tra ảnh hưởng các biến chính liệu có thay đổi trong trường hợp này (mô hình ở cột (1)). Ngoài ra, khoảng thời gian nghiên cứu của mẫu là từ năm 2020 đến năm 2024, do đó hiệu quả hoạt động của các công ty bất động sản có thể bị ảnh hưởng bởi giai đoạn đại dịch Covid-19. Nếu vậy thì kết quả nghiên cứu ở phần trên chỉ thể hiện được ảnh hưởng của các biến đến hiệu quả hoạt động trong giai đoạn khủng hoảng. Vấn đề này có thể giải quyết bằng

cách ước lượng lại mô hình nhưng sử dụng khoảng thời gian của mẫu loại bỏ các quan sát ngoại lai hay các quan sát năm công ty từ 2020-2021 (mô hình ở cột (2)). Các kết quả kiểm định được trình bày ở Bảng 7 dưới đây:

Kết quả từ các kiểm định đều cho thấy ước lượng hệ số trên các biến chính là TAT, SIZE và REV vẫn dương và có ý nghĩa thống kê, tương tự ước lượng hệ số biến LEV vẫn âm và có ý nghĩa thống kê. Hệ số ước lượng của biến TAT vẫn lớn nhất, cho thấy tác động mạnh nhất đến hiệu quả hoạt động của các công ty bất động sản niêm yết của Việt Nam. Như vậy, có thể khẳng định rằng các kết quả nghiên cứu ở Bảng 4 có độ tin cậy cao.

6. Kết luận và hàm ý chính sách

Nhìn chung, nhóm công ty bất động sản Việt Nam có sự khác biệt khá lớn về quy mô, vòng quay tổng tài sản, tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ đòn bẩy và các biến số này đều được tìm thấy có tác động đến hiệu quả công ty. Cụ thể hơn, phát hiện của nhóm tác giả

Bảng 7: Kiểm tra tính vững của các kết quả nghiên cứu

Biến	ROE (1)	ROA (2)
SIZE	1,321*** (5,10)	0,789*** (9,10)
REV	0,134** (2,14)	0,071** (2,50)
AGE	-0,739 (-0,98)	1,324 (9,48)
TAT	19,358*** (11,44)	13,293*** (16,4)
LEV	-2,004* (-1,1)	-1,624*** (-2,31)
LIQ	0,013 (0,4)	0,099 (8,47)
FAR	-2,278 (-0,44)	-2,993 (-1,77)
Hằng số	-6,351* (-1,8)	-12,226*** (-20,31)
Số quan sát năm công ty	380	228
Giai đoạn nghiên cứu	2020-2024	2022-2024

Ghi chú: Giá trị t ở trong ngoặc đơn; *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% (Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu)

một lần nữa khẳng định rằng quy mô công ty đo bằng logarit tự nhiên tổng tài sản, vòng quay tổng tài sản và tăng trưởng doanh thu có liên quan tích cực đến việc gia tăng hiệu quả hoạt động của nhóm công ty ngành bất động sản, ngược lại tỷ lệ đòn bẩy ảnh hưởng ngược chiều tới biến hiệu quả của nhóm công ty này. Những phát hiện của nghiên cứu đã cung cấp những hàm ý quan trọng cho các nhà quản lý doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhằm thúc đẩy các giải pháp mới để giúp các doanh nghiệp bất động sản tìm ra hướng phát triển trong bối cảnh hiện nay. Các cơ quan quản lý cần sớm ban hành các chính sách hỗ trợ khơi thông thị trường bất động sản, kết nối cung cầu hợp lý. Một mặt, các chính sách này thúc đẩy nhanh việc giải phóng nguồn bất động sản đang ứ đọng ở các công ty, các công ty được lợi ích từ gia tăng vòng quay tổng tài sản, từ đó tăng hiệu quả hoạt động và góp phần lành mạnh hoá thị trường tài chính của Việt Nam. Mặt khác, các chính sách này còn hỗ trợ giải quyết vấn đề cấp thiết là nhu cầu nhà ở cho người dân hiện nay. Về phía các nhà quản lý công ty thì cần xem xét kỹ khi xây dựng danh mục tài sản, nghiên cứu việc đầu tư hoặc hợp tác kinh doanh đầu tư các dự án mà cộng đồng có nhu cầu cao và được nhà nước tạo điều kiện phát triển, chẳng hạn như phân khúc nhà ở xã hội hay các khu đô thị sinh thái, qua đó có thể đạt hiệu quả từ vòng quay tổng tài sản tốt hơn. Bên cạnh đó, các nhà quản lý công ty cũng cần chú trọng đến việc mở rộng quy mô một cách chiến lược, bởi quy mô công ty (SIZE) được chứng minh là có tương quan thuận chiều với ROA. Việc mở rộng tài sản cần được thực hiện có chọn lọc, tập trung vào các dự án có tiềm năng sinh lời cao và đồng thời kiểm soát chặt chẽ chi phí vận hành phát sinh nhằm tránh gia tăng gánh nặng tài chính. Tăng cường doanh thu (REV) cũng là một giải pháp thiết yếu. Doanh thu đóng vai trò then chốt trong việc cải thiện kết quả hoạt động, do đó các công ty nên thúc đẩy hoạt động bán hàng, đồng thời đa dạng hóa nguồn

thu bằng cách phát triển nhiều dòng sản phẩm phù hợp với các phân khúc thị trường khác nhau. Ngoài ra, phát hiện của nghiên cứu ủng hộ quan điểm rằng việc sử dụng nợ quá mức có thể làm giảm hiệu quả hoạt động. Vì vậy, các nhà quản lý có thể xem xét lại cơ cấu vốn phù hợp, có thể cân nhắc việc tăng lợi nhuận giữ lại để tăng cường vốn chủ sở hữu thay vì quá phụ thuộc vào vốn vay.

Trên phương diện các nhà đầu tư, các nhân tố đặc thù của công ty, cụ thể hơn là các chỉ số tài chính được chứng minh ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động dự kiến của công ty có thể sẽ là chỉ báo đảm bảo tính hợp lý cho các quyết định đầu tư của họ. Nói cách khác, nhà đầu tư cần có cái nhìn dài hạn và toàn diện hơn khi xem xét hiệu quả hoạt động của những công ty bất động sản. Cần phân tích kỹ các yếu tố nội bộ quan trọng để phân tích tiềm năng phát triển bền vững của doanh nghiệp. Cần thận trọng với những doanh nghiệp bất động sản có tỷ lệ nợ vay cao, mặc dù việc vay nợ có thể giúp doanh nghiệp này tăng trưởng nhanh, nhưng nó cũng đi kèm với rủi ro về khả năng thanh toán và áp lực tài chính trong dài hạn, đặc biệt trong ngành có chu kỳ dòng tiền dài như bất động sản.

Ngoài ra, việc xác định các biến số quyết định hiệu quả công ty sẽ hỗ trợ trực tiếp cho ban lãnh đạo doanh nghiệp định hướng các hoạt động quản trị tài chính, đưa ra quyết sách đúng đắn nhằm đảm bảo tính bền vững và ổn định ở cấp độ doanh nghiệp. Điều này khá quan trọng khi xét đến vai trò then chốt của những công ty bất động sản trong phát triển, tăng trưởng kinh tế và lành mạnh hoá thị trường.

Nghiên cứu cũng còn một số hạn chế nhất định, đó là chỉ mới xem xét đến các nhân tố đặc thù công ty chứ chưa đi sâu vào khai thác sự chi phối bởi các nhân tố thuộc cơ chế quản trị công ty và các chính sách vĩ mô của nền kinh tế. Ngoài ra, hướng nghiên cứu mới có thể xem xét nhóm biến số tác động tới hiệu quả công ty đã được thiết lập ở trên bằng cách sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian dài hơn, vận

dụng một số mô hình động hoặc mở rộng phạm vi sang các ngành khác. ♦

Tài liệu tham khảo:

- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2010). Microeconometrics using Stata Revised Edition. *Stata Press*.
- Coelli, T. D., Prasada Rao, D. S., O'Donnell, C. J., & Battese G. E. (2005). An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis. *New York, ISBN 978-0-387-25895-9*.
- Dženopoljac, V., Rastić, A., & Dženopoljac, A. (2024). The effect of intangible assets on corporate financial performance: the evidence from Serbia. *Economic Horizons*, 26(2), 157-174. <https://doi.org/10.5937/ekonhor2402165D>.
- Faccio, M., Marchica, M., & Mura, R. (2016). CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>.
- Gujarati, D. N. (2004). Basic Econometrics 4th Edition. In *Tata McGraw-Hill*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs y Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).
- Khalid, S., Ali Assistant Professor, A., Bakhsh Baloch Assistant Professor, Q., & Ali Assistant Professor, N. (2014). Analysis of the Impact of Leverage on Various Measures of Corporate Performance, using Arellano and Bond Dynamic Panel Data Estimation Technique. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 7(1).
- Kourtzidis, S., & Tzeremes, N. G. (2020). Investigating the determinants of firm performance: A qualitative comparative analysis of insurance companies. *European Journal of Management and Business Economics*, 29(1), 3-22. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-09-2018-0094>.
- Le, T. D., Nguyen, P. H., Anh, T. Le, Le, A. N. N., & Huyen, L. T. T. (2025). Ownership Structure and Corporate Performance: The Case of the Vietnam Real Estate Companies. *Quality - Access to Success*, 26(204), 17-23. <https://doi.org/10.47750/QAS/26.204.03>.
- Li, Y., Alias, N. B., & Binti Aziz, N. (2024). Pakistan Journal of Life and Social Sciences The Relationship between Strategic Flexibility and Firm Performance in China's Real Estate Industry. *Pak. j. Life Soc. Sci*, 22(2), 4629-4660. <https://doi.org/10.57239/PJLSS-2024-22.2.00343>.
- Mahmood, T., Sattar Shah, A., Shafaq Arain, S., & Shafaq, S. (2021). Firm specific determinants and performance of cement firms in Pakistan full text introduction. *Indian Journal of Economics and Business*, 20, 1351-1363.
- Mai, Đ. T. N., & Vân, T. Đ. (2022). Nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết bất động sản và xây dựng. *Tạp Chí Kinh Tế và Phát Triển*, 299(2), 46-54.
- Mijoč, I. (2024). Determinants of profitability of the IT industry in Croatia. *Ekonomski Vjesnik*, 37(1), 45-62. <https://doi.org/10.51680/ev.37.1.4>.
- Minh Nhựt, Q., & Lý Thị Phương Thảo. (2014). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 33, 65-71.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Na, L., Thịnh, N. D., & Lý, T. Đ. (2022). Nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động quản trị đến hiệu quả kinh doanh các công ty ngành bất động sản niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị Kinh doanh*, 18 (5), 20-31.

Novotná, M., & Volek, T. (2023). Efficiency of Use Fixed Assets in the Context of Profitability - Empirical Evidence of Food Industry Enterprises in Visegrad Group. *Agris On-Line Papers in Economics and Informatics*, 15(4), 67-77. <https://doi.org/10.7160/AOL.2023.150405>.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>.

Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014). Capital structure and firm performance: evidence from an emerging economy. In *The Business & Management Review* (Vol. 4).

Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk? *Journal of Corporate Finance*, 36(December 2013), 26-53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>.

Soni, T. K., Arora, A., & Le, T. (2023). Firm-Specific Determinants of Firm Performance in the Hospitality Sector in India. *Sustainability (Switzerland)*, 15(1). <https://doi.org/10.3390/su15010554>.

Tung, T. D., Hai, L. X., & My, L. T. K. (2020). Determinants of firm performance of Vietnamese listed real estate companies: the evidence of leverage threshold. *Journal of Science and Technology - IUH*, 37(01). <https://doi.org/10.46242/jst-iuh.v37i01.309>.

Vieira, E. S., Neves, M. E., & Dias, A. G. (2019). Determinants of Portuguese firms' financial performance: panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68(7), 1323-1342. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2018-0210>.

Vietstock. (2025). *VietstockFinance*, Dữ liệu ngành. <https://Finance.Vietstock.vn/Du-Lieu-Nghanh.Htm>.

Youssef, I. S., Salloum, C., & Al Sayah, M. (2023). The determinants of profitability in non-financial UK SMEs. *European Business Review*, 35(5), 652-671. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2022-0173>.

Summary

This study examines the impact of internal factors on the performance of listed real estate firms. The research uses a balanced panel dataset comprising 380 firm-year observations from 76 real estate companies listed on the two Vietnamese Stock Exchanges, covering the period from 2020 to 2024. The findings provide empirical evidence of the positive influence of firm size, total asset turnover, and revenue growth on the financial performance of listed real estate firms. Additionally, the study reveals a negative impact of financial leverage on the Return on Assets (ROA) of these companies. At the enterprise level, these results provide valuable insights for corporate managers, owners, or shareholders to guide financial governance activities and ensure sustainable performance. Furthermore, the findings may serve as a valuable reference for investors in identifying investment opportunities to achieve optimal returns.