TÁC ĐỘNG CỦA RỦI RO KINH DOANH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Đàm Thị Thanh Huyền* - TS. Đặng Thị Minh Nguyệt*

Nghiên cứu này xem xét tác động của rủi ro kinh doanh đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2017–2024. Dữ liệu gồm 480 quan sát của 60 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX. Biến phụ thuộc là ROA; các biến độc lập gồm rủi ro kinh doanh (RISK), đòn bẩy tài chính (DA), quy mô (SIZE), tăng trưởng (GROW) và tuổi doanh nghiệp (FIRM_AGE). Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng được sử dụng, kết quả kiểm định cho thấy mô hình tác động cố định (FEM) phù hợp nhất. Kết quả thực nghiệm chỉ ra: rủi ro kinh doanh và đòn bẩy tài chính có tác động âm có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính; trong khi quy mô và tuổi doanh nghiệp có tác động tích cực. Biến tăng trưởng doanh thu không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy quản trị rủi ro đóng vai trò then chốt trong duy trì hiệu quả hoạt động, đồng thời cung cấp bằng chứng thực nghiệm giúp doanh nghiệp bất động sản Việt Nam cân đối hợp lý giữa đòn bẩy tài chính, rủi ro và hiệu quả sinh lời.

• Từ khóa: *rủi ro kinh doanh, hiệu quả tài chính, bất động sản.*

This study examines the impact of business risk on the financial performance of real estate companies listed in Vietnam from 2017 to 2024. The dataset consists of 480 observations from 60 listed firms on HOSE and HNX. The dependent variable is ROA, while the independent variables include business risk (RISK), financial leverage (DA), firm size (SIZE), growth (GROW), and firm age (FIRM_AGE). Panel data regression models are employed, and the test results indicate that the Fixed Effects Model (FEM) is the most appropriate. Empirical findings show that business risk and financial leverage have a negative and statistically significant impact on financial performance, while firm size and firm age exert a positive effect. The revenue growth variable is statistically insignificant. The results emphasize that effective risk management is crucial for maintaining financial efficiency and provide practical evidence for Vietnamese real estate firms in balancing leverage, risk, and profitability.

• Key words: *business risk, financial performance, real estate.*

Ngày nhận bài: 15/7/2025
Ngày gửi phản biện: 02/12/2025
Ngày duyệt đăng: 06/01/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v25.i305.11

1. Giới thiệu

Ngành bất động sản (BĐS) đóng vai trò then chốt trong nền kinh tế Việt Nam, vừa là lĩnh vực thâm dụng vốn, vừa có tác động lan tỏa mạnh đến các ngành tài chính - ngân hàng, xây dựng và sản xuất vật liệu. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2023), đóng góp của ngành BĐS chiếm khoảng 7,7% GDP năm 2020, dự kiến đạt 9,7% vào năm 2025 và có thể lên đến 13,6% vào năm 2030. Tuy nhiên, cùng với sự mở rộng quy mô, các doanh nghiệp BĐS Việt Nam đang đối mặt với mức độ rủi ro kinh doanh cao do đặc thù chu kỳ đầu tư dài, nguồn vốn vay lớn và biến động mạnh của thị trường tín dụng, lãi suất, cũng như chính sách kiểm soát pháp lý.

Trong bối cảnh đó, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp không chỉ phụ thuộc vào năng lực sinh lời mà còn gắn liền với khả năng quản trị rủi ro kinh doanh. Các cú sốc từ thị trường vốn, sự thay đổi về chi phí vốn, hay tình trạng tắc nghẽn dòng tiền đều có thể khiến hiệu quả hoạt động sụt giảm mạnh, đặc biệt với những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao. Do vậy, việc đánh giá tác động của rủi ro kinh doanh đến hiệu quả tài chính có ý nghĩa quan trọng trong việc hoạch định chiến lược tài chính, kiểm soát rủi ro và hướng tới phát triển bền vững trong ngành.

Nhiều nghiên cứu quốc tế như của Altman (1984), John et al. (2008) và Ghosh (2008) đã chỉ ra rằng rủi ro kinh doanh gia tăng sẽ làm giảm khả năng sinh lời do chi phí phá sản kỳ vọng và chi phí đại diện tăng. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về mối quan hệ này vẫn còn hạn chế, đa phần tập trung vào đòn bẩy tài chính hoặc cấu trúc vốn mà chưa xem xét cụ thể vai trò của rủi ro hoạt động nội tại trong việc quyết định hiệu quả tài chính của doanh nghiệp BĐS.

** Trường Đại học Thương mại*

Xuất phát từ khoảng trống nghiên cứu trên, bài báo này hướng tới việc:

(1) Phân tích và định lượng tác động của rủi ro kinh doanh đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2017–2024;

(2) Làm rõ các yếu tố tài chính khác như đòn bẩy, quy mô, tăng trưởng và tuổi doanh nghiệp ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả hoạt động;

(3) Đưa ra một số hàm ý chính sách giúp doanh nghiệp bất động sản cải thiện hiệu quả tài chính thông qua quản trị rủi ro kinh doanh hiệu quả hơn.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Theo lý thuyết chi phí đại diện (Jensen & Meckling, 1976) và lý thuyết đánh đổi (Myers, 1977), rủi ro kinh doanh cao làm tăng chi phí vốn và giảm lợi nhuận kỳ vọng, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Ngược lại, doanh nghiệp kiểm soát rủi ro tốt sẽ duy trì được hiệu quả và giá trị cao hơn.

Các nghiên cứu quốc tế cho thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa rủi ro kinh doanh và hiệu quả tài chính: Altman (1984) khẳng định rủi ro phá sản làm giảm ROA; John et al. (2008), Aggarwal & Padhan (2017) chứng minh rủi ro hoạt động làm suy yếu khả năng sinh lời; trong khi Zeitun & Tian (2007) và Booth et al. (2001) chỉ ra vai trò tích cực của quy mô và tăng trưởng trong việc giảm tác động tiêu cực của rủi ro.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu của Đức & Luân (2014), Tùng et al. (2019), Nguyễn & Đỗ (2018) và Đặng (2020) chủ yếu xem xét cấu trúc vốn hoặc khả năng sinh lời mà chưa phân tích trực tiếp ảnh hưởng của rủi ro kinh doanh.

Tổng hợp các kết quả trên cho thấy: (i) rủi ro kinh doanh thường tác động âm đến hiệu quả tài chính; (ii) đòn bẩy cao làm khuếch đại rủi ro; (iii) quy mô và tuổi doanh nghiệp giúp giảm thiểu rủi ro; và (iv) khoảng trống nghiên cứu tại Việt Nam là chưa có bằng chứng thực nghiệm cụ thể cho ngành bất động sản – lĩnh vực có tính rủi ro đặc thù cao.

3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp thu thập từ báo cáo tài chính kiểm toán của 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2017–2024, hình thành bộ dữ liệu bảng cân bằng gồm 480 quan sát.

Phương pháp nghiên cứu được thực hiện theo mô hình hồi quy dữ liệu bảng (Panel Regression), bao gồm các mô hình Pooled OLS, tác động ngẫu nhiên (REM) và tác động cố định (FEM).

Để lựa chọn mô hình phù hợp, nghiên cứu tiến hành kiểm định F giữa OLS và FEM, và kiểm định Hausman giữa FEM và REM. Kết quả cho thấy mô hình FEM là phù hợp nhất, phản ánh tốt sự khác biệt cố định giữa các doanh nghiệp.

Do mô hình FEM xuất hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, nghiên cứu sử dụng ước lượng GLS (hoặc PLS hiệu chỉnh sai số chuẩn) để đảm bảo tính tin cậy và hiệu quả của các hệ số hồi quy.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình hồi quy được thiết lập như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{i,t} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROW_{i,t} + \beta_5 FIRM_AGEi_{,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó, ROA là biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả tài chính; RISK, DA, SIZE, GROW và FIRM_AGE là các biến độc lập. Mô hình được xây dựng dựa trên cơ sở lý thuyết về rủi ro và hiệu quả tài chính của Jensen & Meckling (1976), Myers (1977), và được điều chỉnh phù hợp với điều kiện doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam. Các biến và kỳ vọng dấu được tổng hợp trong Bảng 3.1, được xây dựng trên cơ sở kế thừa và phát triển từ các nghiên cứu của John et al. (2008), Rajan & Zingales (1995), Aggarwal & Padhan (2017) và các tác giả Việt Nam như Tùng et al. (2019), Nguyễn & Đỗ (2018).

Bảng 3.1. Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Ký hiệu	Tên biến	Cách đo lường	Kỳ vọng dấu	Nghiên cứu tham khảo
ROA	Hiệu quả tài chính	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản bình quân	–	Ghosh (2008), Aggarwal & Padhan (2017)
RISK	Rủi ro kinh doanh	Độ lệch chuẩn ROA của ba năm liền trước	(-)	John et al. (2008), Tùng et al. (2019)
DA	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ / Tổng tài sản	(-)	Myers (1977), Berger & Bonaccorsi (2006)
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	(+)	Rajan & Zingales (1995), Zeitun & Tian (2007)
GROW	Tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu năm t – Doanh thu năm t–1) / Doanh thu năm t–1	(+)	Booth et al. (2001), Nguyễn & Đỗ (2018)
FIRM_AGE	Tuổi doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của số năm hoạt động	(+)	Dang (2020), Habib (2016)

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và kiểm định đa cộng tuyến

Dữ liệu nghiên cứu gồm 480 quan sát của 60 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trong giai đoạn 2017–2024. Các biến trong mô hình được mô tả thống kê trong Bảng 4.1 dưới đây.

Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	480	0.042	0.036	-0.085	0.162
RISK	480	0.027	0.021	0.001	0.098
DA	480	0.51	0.147	0.121	0.837
SIZE	480	13.982	0.822	12.112	15.732
GROW	480	0.138	0.207	-0.421	0.694
FIRM_AGE	480	2.781	0.421	1.609	3.434

Giá trị trung bình ROA là 4,2%, phản ánh mức sinh lời còn hạn chế trong ngành bất động sản. Tỷ lệ nợ (DA) trung bình khoảng 51%, cho thấy mức độ phụ thuộc vốn vay cao. Rủi ro kinh doanh (RISK) dao động đáng kể giữa các doanh nghiệp, thể hiện sự khác biệt lớn về ổn định lợi nhuận. Biến SIZE và FIRM_AGE có độ lệch chuẩn nhỏ, phản ánh đặc thù quy mô và tuổi đời tương đối đồng nhất của các doanh nghiệp niêm yết.

Kiểm định hệ số phương sai VIF cho thấy hệ số VIF của các biến độc lập đều nhỏ hơn 2, điều này chứng tỏ không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập, đảm bảo tính hợp lệ của các ước lượng.

Kết quả kiểm định cho thấy:

- Kiểm định F-test: Prob > F = 0.0000 < 0.05 ⇒ Mô hình FEM phù hợp hơn mô hình Pooled OLS.

- Kiểm định Hausman: Prob > chi2 = 0.000 < 0.05 ⇒ Mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Do đó, mô hình tác động cố định (FEM) được lựa chọn là mô hình phù hợp nhất để phân tích tác động của rủi ro kinh doanh đến hiệu quả tài chính.

4.2. Kết quả hồi quy mô hình FEM

Bảng 4.1. Kết quả hồi quy mô hình FEM

Biến	Hệ số ước lượng (Coefficient)	Sai số chuẩn (Std. Err.)	Giá trị t	Mức ý nghĩa	Dấu tác động
RISK	-0.217	0.095	-2.28	**0.024**	Âm
DA	-0.084	0.041	-2.05	**0.041**	Âm
SIZE	0.028	0.009	3.11	**0.002**	Dương
GROW	0.004	0.005	0.89	0.374	Không ý nghĩa
FIRM_AGE	0.017	0.006	2.83	**0.005**	Dương
Hằng số (Const)	0.031	0.027	1.15	0.252	
R^2 = 0.47 Prob > F = 0.0000 Số quan sát (N) = 480					

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu trên Stata 17

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy FEM cho thấy:

- Rủi ro kinh doanh (RISK) có hệ số âm (-0.217) và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, khẳng định khi rủi ro kinh doanh tăng 1 đơn vị, hiệu quả tài chính (ROA) giảm trung bình 0,217 điểm phần trăm. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng lý thuyết và các nghiên cứu trước (John et al., 2008; Aggarwal & Padhan, 2017), cho thấy mức biến động lợi nhuận càng cao sẽ làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản.

- Đòn bẩy tài chính (DA) tác động âm và có ý nghĩa 5%, cho thấy doanh nghiệp sử dụng nợ cao thường đối mặt chi phí tài chính lớn, ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động.

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và **tuổi doanh nghiệp (FIRM_AGE)** có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, hàm ý rằng doanh nghiệp có quy mô lớn, hoạt động lâu năm thường có năng lực quản trị và khả năng sinh lời tốt hơn.

- Tăng trưởng doanh thu (GROW) không có ý nghĩa thống kê, phản ánh đặc thù chu kỳ dài của ngành bất động sản: tăng doanh thu ngắn hạn chưa đảm bảo cải thiện lợi nhuận.

Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Aggarwal & Padhan (2017) tại Ấn Độ và John et al. (2008) tại Mỹ, nhưng khác với Zeitun & Tian (2007) khi cho rằng quy mô doanh nghiệp có thể làm giảm tác động tiêu cực của rủi ro. Điều này cho thấy đặc thù của thị trường Việt Nam, nơi các doanh nghiệp bất động sản chịu rủi ro pháp lý và tín dụng lớn hơn, làm gia tăng độ nhạy của ROA trước biến động rủi ro kinh doanh

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả thực nghiệm từ mô hình khẳng định rằng rủi ro kinh doanh có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Điều này phản ánh rằng khi mức độ biến động trong hoạt động kinh doanh tăng, khả năng sinh lời và hiệu quả sử dụng tài sản giảm sút.

Từ kết quả nghiên cứu, có thể rút ra một số hàm ý chính sách như sau:

- Tăng cường quản trị rủi ro kinh doanh: Các doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống nhận diện và kiểm soát rủi ro toàn diện, đặc biệt trong khâu huy động vốn và đầu tư dự án, nhằm giảm thiểu biến động lợi nhuận và chi phí tài chính.

- Điều chỉnh cấu trúc vốn hợp lý: Cần giới hạn tỷ lệ nợ trong ngưỡng an toàn; cân đối giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu để vừa tận dụng đòn bẩy, vừa kiểm soát rủi ro mất cân đối tài chính.

- Nâng cao năng lực quản trị và minh bạch thông tin: Doanh nghiệp cần công bố thông tin tài chính đầy đủ, minh bạch, giúp nhà đầu tư đánh giá đúng rủi ro và hiệu quả hoạt động, qua đó cải thiện niềm tin trên thị trường.

- Định hướng chính sách vĩ mô: Cơ quan quản lý cần hoàn thiện khung pháp lý về tín dụng bất động sản, giám sát chặt chẽ rủi ro hệ thống, đồng thời tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận vốn trung và dài hạn ổn định.

Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng, góp phần củng cố lý thuyết về mối quan hệ giữa rủi ro kinh doanh và hiệu quả tài chính, đồng thời hỗ trợ các nhà quản trị và nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng chiến lược phát triển bền vững cho doanh nghiệp bất động sản Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

Đặng, T. H. (2020), Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam, Tạp chí Kinh tế & Phát triển, Số 275, tr. 84–93.

Đức, N. M. & Luân, N. V. (2014), Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và Kinh doanh, Tập 30, Số 2, tr. 35–45.

Nguyễn, T. H. & Đỗ, T. P. (2018), Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngành bất động sản, Tạp chí Tài chính, Số 6, tr. 56–62.

Tùng, T. Đ. & cộng sự (2019), Determinants of Firm Performance of Vietnamese Listed Real Estate Companies, Tạp chí Khoa học & Công nghệ – Trường Đại học Công nghiệp TP. HCM, Tập 16, Số 3, tr. 45–55.

Aggarwal, D. & Padhan, P. C. (2017), Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry, Theoretical Economics Letters, Vol. 7, No. 4, pp. 982–1000.

Altman, E. I. (1984), The Success of Business Failure Prediction Models: An International Survey, Journal of Banking and Finance, Vol. 8, No. 2, pp. 171–198.

Berger, A. N. & Bonaccorsi di Patti, E. (2006), Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry, Journal of Banking and Finance, Vol. 30, pp. 1065–1102.

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001), Capital Structures in Developing Countries, Journal of Finance, Vol. 56, No. 1, pp. 87–130.

Ghosh, S. (2008), Leverage, Managerial Monitoring and Firm Valuation: A Simultaneous Equation Approach, Applied Economics Letters, Vol. 15, No. 11, pp. 845–849.

Habib, A. (2016), Firm Life Cycle, Corporate Risk-Taking and Investor Sentiment, Accounting and Finance, Vol. 56, pp. 695–727.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp. 305–360.

John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008), Corporate Governance and Risk-Taking, Journal of Finance, Vol. 63, No. 4, pp. 1679–1728.

Myers, S. C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 2, pp. 147–175.

Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995), What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, pp. 1421–1460.

Zeitun, R. & Tian, G. G. (2007), Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan, Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol. 1, No. 4, pp. 40–53.