ISSN 1859-3666

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

1. Lê Mạnh Hùng, Lê Thị Việt Nga và Doãn Nguyên Minh - Thúc đẩy xuất khẩu nông sản của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc trong bối cảnh thực thi hiệp định RCEP. ***Mã số: 162.1IIEM.11*** 3

Developing Vietnam's Agriculture Exports to China Market in The Entry Into Force of The RCEP Agreement

2. Lê Ngọc Danh và Ngô Thị Thanh Trúc - Quản lý chuỗi cung ứng ngành hàng cua biển vùng Đồng bằng Sông Cửu Long. ***Mã số: 162.1TrEM.11*** 11

Supply chain management of mub crabs in the Mekong Delta

3. Nguyễn Văn Chiến - Tác động của phát triển du lịch và tăng trưởng kinh tế lên thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Đông Nam Á. ***Mã số: 162.1DEco.11*** 23

Impact of Tourism Development and Economic Growth on Foreign Direct Investment in Southeast Asia

QUẢN TRỊ KINH DOANH

4. Nguyễn Quỳnh Trang - Kế toán quản trị với việc ra quyết định tại các doanh nghiệp sản xuất cơ khí Việt Nam: Các yếu tố ảnh hưởng và tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. ***Mã số: 162.2BAcc.21*** 32

Management Accounting for Decision - Making in Vietnamese Mechanical Manufacturing Enterprises: Factors Affecting and Impact on Firm Performance

5. Nguyễn Thị Ngọc Lan, Bùi Thị Ngọc và Nguyễn Thị Thanh Phương - Mối quan hệ giữa lợi nhuận và dòng tiền trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ. ***Mã số: 162.2BAcc.21*** 44

Relationship Between Profit and Cash Flows on Cash Flows Tatement

6. Nguyễn Thanh Phương và Đặng Thị Lan Phương - Các yếu tố ảnh hưởng tỷ suất sinh lời trên tài sản của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam. ***Mã số: 162.2FiBa.21*** 56

Factors Affecting Return on Assets of Commercial Banks in Vietnam

7. Đỗ Thị Vân Trang và Phan Thùy Dương - Các yếu tố tác động đến rủi ro tài chính trong doanh nghiệp bất động sản: Đánh giá từ mô hình hồi quy phân vị. ***Mã số: 162.2FiBa.21*** 70

Factors affecting Financial risk in the real-estate companies: The quantile regression

8. Hoàng Văn Thành và Nguyễn Thị Huyền Ngân - Tác động của quản trị truyền thông marketing đến kết quả bán hàng và kết quả thương hiệu: nghiên cứu trường hợp các khách sạn 4-5 sao trên địa bàn Hà Nội. ***Mã số: 162.2TRMg.21*** 79

Effect of Marketing Communication Management on Sales-Related Performance and Brand-Related Performance: A Case Study of 4 Star and 5 Star Hotels in Hanoi

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

9. Hồ Hữu Phương Chi, Quách Dương Tử và Nguyễn Tuấn Kiệt - Covid-19 có ảnh hưởng đến phương thức thanh toán của khách hàng? bằng chứng từ Cần Thơ, Việt Nam. ***Mã số: 162.3SMET.31*** 92

Does Covid-19 Pandemic Affect Customers' Payment Method? Evidence From Can Tho, Vietnam

10. Nguyễn Đình Toàn, Hoàng Ngọc Vinh Hạnh và Hoàng Tuấn Dũng - Ảnh hưởng của sự bảo chứng của người nổi tiếng đến ý định mua của giới trẻ Việt Nam: nghiên cứu trường hợp thương hiệu điện thoại di động OPPO. ***Mã số: 162.3BMkt.31*** 103

The Effects of Celebrity Endorsement on Purchase Intention of Vienamese Youth: The Case of Oppo Smartphone Brand

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH TRONG DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN: ĐÁNH GIÁ TỪ MÔ HÌNH HỒI QUY PHÂN VỊ.

Đỗ Thị Vân Trang
Học viện Ngân hàng
Email: trangdtv@hvnh.edu.vn
Phan Thùy Dương
Đại học Công nghệ GTVT
Email: duongpt@utt.edu.vn

Ngày nhận: *18/11/2021* ***Ngày nhận lại:*** *19/12/2021* ***Ngày duyệt đăng:*** *05/01/2022*

Bài viết sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản trong khoảng thời gian từ năm 2009-2019 để nghiên cứu tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Các yếu tố được sử dụng trong mô hình nghiên cứu bao gồm các yếu tố tài chính như cấu trúc nợ, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, hiệu suất hoạt động, cấu trúc vốn và các yếu tố kiểm soát như tuổi doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp ngành BĐS. Phương pháp bình phương tối thiểu (FGLS) được sử dụng kết hợp với hồi quy phân vị để xác định các yếu tố tác động và mức độ tác động của từng yếu tố đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp trên từng phân vị. Kết quả nghiên cứu củng cố thêm cơ sở thực tiễn về rủi ro tài chính trong các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản ở Việt Nam trong thời gian gần đây.

Từ khóa*: Hồi quy phân vị, rủi ro tài chính, doanh nghiệp bất động sản.*

JEL Classifications: *G30, G32, G11*

1. Giới thiệu

Ngành kinh doanh bất động sản (BĐS) là ngành có đặc thù khác biệt so với các ngành kinh tế khác. Sự khác biệt này đến từ đặc điểm của sản phẩm BĐS là những sản phẩm có giá trị lớn, có vị trí cố định, các sản phẩm (dự án) có tính chất khác nhau, doanh nghiệp BĐS có chu kỳ kinh doanh dài và thường diễn ra trong hơn một năm tài chính. Để đáp ứng nhu cầu về vốn cho các dự án khác nhau đòi hỏi các doanh nghiệp BĐS phải có nguồn vốn đủ lớn, huy động từ nhiều nguồn khác nhau. Điều này gây ra những khó khăn cho doanh nghiệp trong quá trình huy động vốn cũng như thanh toán các khoản nợ. Vì vậy, đối với doanh nghiệp BĐS rủi ro tài chính có thể đến từ quá trình đầu tư vào các loại tài sản dài hạn khác nhau, hay rủi ro có thể đến từ việc duy trì cơ cấu vốn không hợp lý ảnh hưởng đến mức độ tự chủ về mặt tài chính, đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp, từ đó gây ra những khó khăn về tài chính khác. Do đó, có thể coi rủi ro tài chính là một trong những đặc trưng của ngành kinh doanh BĐS. Nghiên cứu về rủi ro tài chính của doanh nghiệp đã được đề cập đến trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm ở cả trong và ngoài nước, trong đó có cả những nghiên cứu tập trung riêng vào ngành kinh doanh BĐS như nghiên cứu của Hậu (2017) và Long (2020). Tuy nhiên, những nghiên cứu về ngành BĐS hiện nay ở Việt Nam chỉ

xem xét đến một số lượng nhỏ doanh nghiệp BĐS niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán (SGDCK) Hồ Chí Minh và trong thời gian ngắn. Trong khi đó, để đánh giá về rủi ro tài chính của doanh nghiệp BĐS cần phải cân nhắc trong khoảng thời gian đủ dài và thường được các nhà kinh tế xem xét chu kỳ biến động trong khoảng thời gian mười năm. Do đó, nghiên cứu này mở rộng số lượng các doanh nghiệp BĐS niêm yết trên cả hai SGDCK chính thức là Hồ Chí Minh, Hà Nội và cả các doanh nghiệp BĐS giao dịch trên thị trường UPCOM. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng sử dụng cách tiếp cận khác từ mô hình hồi quy phân vị để đánh giá rủi ro tài chính đối với các doanh nghiệp BĐS niêm yết tại Việt Nam trong thời gian từ 2009-2019.

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 48 doanh nghiệp niêm yết ngành BĐS trong khoảng thời gian từ năm 2009-2019 để nghiên cứu tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp BĐS với phương pháp tiếp cận từ mô hình hồi quy phân vị. Kết quả nghiên cứu củng cố thêm cơ sở thực tiễn về rủi ro tài chính trong các doanh nghiệp BĐS ở Việt Nam trong thời gian gần đây.

2. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu về rủi ro tài chính có vai trò đặc biệt quan trọng trong ngành kinh doanh BĐS. Theo Knight (1921) rủi ro bao gồm 2 thành phần là sự bất định và khả năng tổn thất. Rủi ro là sự bất định có thể đo lường được hoặc rủi ro hiện diện khi các biến cố tương lai xảy ra với xác suất có thể đo lường được. Từ đó rủi ro được hiểu là những biến cố xuất hiện một cách ngẫu nhiên gây ra thiệt hại cho các chủ thể liên quan. Nghiên cứu của Eichhorn (2004) và Napp (2011), rủi ro tài chính có thể có hai hình thức khác nhau. Rủi ro tài chính do yếu tố khách quan phụ thuộc vào những thay đổi trên thị trường tài chính như lãi suất, tỷ giá hối đoái, giá cả hàng hóa. Rủi ro tài chính do yếu tố chủ quan, trong đó tình hình tài chính là nguồn gốc của những rủi ro. Theo quan điểm của Steven Li (2003) thì rủi ro liên quan đến sự không chắc chắn của các yếu tố như lãi suất, tỷ giá, giá cổ phiếu và giá cả hàng hóa gọi là rủi ro tài chính. Việc cân nhắc đến rủi ro tài chính trong doanh nghiệp có thể tác động đến chi phí, đến cân đối dòng tiền và khả năng thanh toán của doanh nghiệp từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của doanh nghiệp, đồng thời cũng ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh, năng lực cạnh tranh và giá trị doanh nghiệp.

Nghiên cứu về rủi ro tài chính của các doanh nghiệp được Alexander Bathory đề cập đến năm 1984 khi xem xét các yếu tố tác động đến rủi ro tài chính bao gồm cơ cấu nguồn vốn, khả năng sinh lời, mức độ đầu tư vào tài sản và các nhân tố để nhận diện rủi ro tài chính. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả xây dựng mô hình dựa trên cơ sở kế thừa những kết quả nghiên cứu của Bathory (1984) và từ các kết quả thực nghiệm của Cao & Zen (2005), Bhunia & Mukhuti (2012), Gang & Dan (2012). Cao & Zeng (2005) sử dụng hệ số đòn bẩy tài chính là biến phụ thuộc để nghiên cứu rủi ro tài chính của doanh nghiệp lớn. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rủi ro tài chính có mối tương quan thuận với quy mô và cơ cấu nợ, tương quan nghịch với hiệu suất hoạt động và khả năng sinh lời, và không có mối tương quan với lãi suất đi vay và khả năng thanh toán. Gang & Dan (2012), Bhunia & Mukhuti (2012) đều cho thấy rủi ro tài chính có mối tương quan đáng kể với hệ số khả năng thanh toán hiện hành, hệ số sinh lời của doanh thu, hệ số vốn cố định, hệ số tự tài trợ; tương quan thấp với vòng quay tài sản cố định, vòng quay tổng tài sản và không có mối tương quan với cơ cấu nợ, vòng quay hàng tồn kho, vòng quay các khoản phải thu.

Mô hình hồi quy phân vị (Quantile Regression) được Koenker và Bassett phát triển năm 1978 ước lượng tham số hồi quy trên từng phân vị của biến phụ thuộc để sao cho tổng chênh lệch tuyệt đối của hàm hồi quy tại phân vị τ của biến phụ thuộc là nhỏ nhất. Điều này có nghĩa là khi sử dụng mô hình hồi quy phân vị sẽ cho phép xác định tác động biên của từng biến độc lập (X) đến biến phụ thuộc (Y) trên từng phân vị của biến phụ thuộc đó. Đồng thời, hồi

quy phân vị cũng có tính ổn định hơn (robustness) hồi quy OLS do không bị ảnh hưởng bởi các quan sát bất thường (outliers). Một ưu điểm nữa của hồi quy phân vị là không dựa trên bất kỳ một giả định nào về dạng phân phối của sai số hồi quy và không dựa vào việc tính chuẩn của sai số. Ứng với mỗi nhóm phân vị khác nhau có thể có những yếu tố tác động khác nhau đến biến phụ thuộc. Trên cơ sở đó giúp các nhà nghiêu cứu có thể đề xuất các chính sách, các giải pháp cho phù hợp. Các phương pháp hồi quy trên cơ sở dữ liệu bảng như hồi quy Pooled OLS, FEM, REM, các kiểm định khuyết tật được thực hiện, phương pháp FGLS được áp dụng để khắc phục khuyết tật tự tương quan và phương sai sai số thay đổi của mô hình. Sau khi ước lượng tìm ra các yếu tố tác động đến rủi ro tài chính, phương pháp hồi quy phân vị cũng được áp dụng để phân tích chi tiết sự tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành bất động sản trên từng phân vị. Nhóm tác giả lựa chọn các phân vị cơ bản của hàm phân phối biến rủi ro tài chính để phân tích, bao gồm các phân vị 0,1; 0,25; 0,5; 0,75; 0,9. Do vậy, nhóm tác giả lựa chọn phương pháp hồi quy phân vị để đánh giá chi tiết hơn tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS. Trong đó, những yếu tố có mối liên hệ với rủi ro tài chính của doanh nghiệp BĐS đã được lượng hoá thành các chỉ tiêu tài chính để đưa vào mô hình.

$FR_{it} = \beta_1 + \beta_2 DS_{it} + \beta_3 QRit + \beta_4 ROS_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 IT_{it} + \beta_7 FAT_{it} + \beta_8 TAT_{it} + \beta_9 RT_{it} + \beta_{10} ES_{it} + \beta_{11} FAS_{it} + \beta_{12} AGE_{it} + \beta_{13} SZ_{it} + \beta_{14} GR_{it} + \varepsilon_{it}$

Dựa trên các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm liên quan về rủi ro tài chính, nhóm tác giả thiết lập 5 giả thuyết nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

H1: Cấu trúc nợ của các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản có mối tương quan thuận chiều với rủi ro tài chính.

H2: Khả năng thanh toán của các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản có tương quan ngược chiều với rủi ro tài chính

H3: Khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản có tương quan ngược chiều với rủi ro tài chính

H4: Hiệu suất hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản có tương quan ngược chiều với rủi ro tài chính

H5: Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản có mối tương quan ngược chiều với rủi ro tài chính

3. Dữ liệu nghiên cứu

Dựa trên các lý thuyết nền tảng và tổng hợp các nghiên cứu thực nghiệm, các yếu tố tác động đến rủi ro tài chính được lựa chọn để xây dựng mô hình nghiên cứu được chi tiết ở bảng 1.

Để thu thập dữ liệu của các biến được liệt kê trong Bảng 1, tác giả sử dụng dữ liệu dạng bảng trích xuất từ báo cáo tài chính của 48 doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2019. Nguồn dữ liệu được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Fiinpro.

Bảng 2 thể hiện thống kê mô tả các biến trong mô hình gồm giá trị trung bình, độ lệch chuẩn và chi tiết hơn trên các phân vị 0,1; 0,25; 0,5; 0,75 và 0,9.

Kết quả phân tích thống kê mô tả được trình bày ở Bảng 2 cho thấy có sự khác biệt về rủi ro tài chính và các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính giữa các doanh nghiệp niêm yết ngành BĐS. Tính trung bình, các công ty trong mẫu có rủi ro tài chính ở mức gần 8,1; rủi ro tài chính có sự biến động lớn giữa các doanh nghiệp ngành BĐS, giá trị rủi ro tài chính ở các mức phân vị 0,1; 0,25; 0,5; 0,75; 0,9 lần lượt là 2,6552; 3,3568; 4,4892; 6,9584; 12,4354, điều này cho thấy sự chênh lệch về mức độ rủi ro tài chính giữa các doanh nghiệp BĐS là tương đối lớn.

Biến phản ánh cấu trúc nợ là DS có giá trị trung bình là 55,25 và giá trị các mức phân vị từ 0,3663 đến 24,6546 cho thấy sự chênh lệch nhau với khoảng cách khá lớn. Điều này cho thấy việc sử

Bảng 1: *Các biến trong mô hình nghiên cứu*

Tên biến	Ký hiệu biến	Mô tả	Cách tính
Rủi ro tài chính	FRit	Mô hình Alexander Bathory	FRit = SZLit + SYit + GLit + YFit + YZit
Cấu trúc nợ	DS	Hệ số nợ ngắn hạn trên nợ dài hạn	Nợ ngắn hạn/Nợ dài hạn
Khả năng thanh toán	QR	Hệ số khả năng thanh toán nhanh	(Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn
Khả năng sinh lời	ROS	Hệ số sinh lời của doanh thu	Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần
	ROA	Hệ số sinh lời của tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân
Hiệu suất hoạt động	IT	Vòng quay hàng tồn kho	Giá vốn hàng bán/Hàng tồn kho bình quân
	FAT	Vòng quay tài sản cố định	Doanh thu thuần/Tài sản cố định bình quân
	TAT	Vòng quay tổng tài sản	Doanh thu thuần/Tổng tài sản bình quân
	RT	Vòng quay các khoản phải thu	Doanh thu/Số nợ phải thu bình quân
Cấu trúc vốn	ES	Hệ số tự tài trợ	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản
	FAS	Hệ số vốn cố định	Tài sản cố định/Tổng tài sản
Biến kiểm soát	AGE	Độ tuổi của doanh nghiệp	Năm nghiên cứu - Năm thành lập
	SIZE	Quy mô của doanh nghiệp	Logarit của tổng tài sản
	GR	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu thuần năm nay-Doanh thu thuần năm trước)/Doanh thu thuần năm trước

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

dụng nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp BĐS có sự khác biệt rất nhiều. Giá trị trung bình của chỉ tiêu khả năng thanh toán nhanh (QR) là 1,817 cho thấy các doanh nghiệp BĐS đảm bảo khả năng thanh toán nhanh. Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sinh lời của công ty: ROS và ROA cho thấy trong giai đoạn 2009- 2019, hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS có sự khác biệt khá nhiều.

Hiệu suất hoạt động của các doanh nghiệp BĐS cho thấy sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Vòng quay hàng tồn kho và vòng quay tài sản cố định của các doanh nghiệp ngành bất động sản khá lớn. Tuy nhiên vòng quay tổng tài sản lại chưa cao, mức trung bình là 0,26 vòng.

Hệ số tự tài trợ của các doanh nghiệp BĐS có mức trung bình 0,48 chứng tỏ khả năng tự chủ tài chính của các doanh nghiệp này khá tốt. Hệ số vốn cố định của các doanh nghiệp này ở mức khá thấp.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp BĐS khá lớn, tuy nhiên vẫn có những doanh nghiệp tăng trưởng âm. Ngoài ra, các doanh nghiệp đều có thời gian hoạt động trên 11 năm.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 3 trình bày các mô hình mô tả kết quả hồi quy và các kết quả kiểm định khi lựa chọn mô hình

Bảng 2: *Thống kê mô tả các biến*

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Phân vị 0,1	Phân vị 0,25	Phân vị 0,5	Phân vị 0,75	Phân vị 0,9
FR_{it}	8,0991	15,9403	2,6552	3,3568	4,4892	6,9584	12,4354
DS	55,25	373,13	0,3663	0,9539	2,1217	5,2454	24,6546
QR	1,8166	4,1009	0,2817	0,5109	0,9030	1,6269	3,6511
ROS	-0,1377	4,2749	0,0018	0,0559	0,1475	0,3037	0,4745
ROA	0,0421	0,0709	0,0003	0,0087	0,0347	0,0683	0,1121
IT	191,58	2698,7	0,0793	0,2151	0,5498	1,8738	11,3083
FAT	50,95	184,12	1,1628	3,0090	9,5961	29,5205	114,037
TAT	0,2659	0,2271	0,0379	0,0986	0,2019	0,3646	0,5803
RT	2,785	5,9296	0,2763	0,6716	1,5655	2,8723	5,0144
ES	0,4831	0,1950	0,2456	0,3440	0,4628	0,6125	0,7444
FAS	0,0383	0,0534	0,0015	0,0052	0,0191	0,0522	0,0915
AGE	12,7291	7,0028	6	8	11,5	15	21
SIZE	28,0151	1,2923	26,388	27,107	27,829	28,753	29,761
GR	6,0568	91,7382	-0,5768	-0,2437	0,1350	0,6935	2,3334

(Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả)

phù hợp.

Kiểm định White chỉ ra rằng mô hình có hiện tượng phương sai (p-value <5%), kiểm định Wooldrige cho thấy mô hình có hiện tượng tự tương quan. Do vậy, mô hình Pool OLS là không phù hợp. Kiểm định Hausman cho giá trị p-value = 0,9096 >0,05 chấp nhận Ho, do vậy sử dụng mô hình REM để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành BĐS. Sau khi đã lựa chọn mô hình REM là mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện kiểm tra khuyết tật của mô hình bằng kiểm định Wald. Kết quả thu được prob>chi2 = 0,0000 < 0,05 cho thấy mô hình REM có khuyết tật. Để khắc phục khuyết tật, phương pháp FGLS được áp dụng để phân tích tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, khả năng thanh toán nhanh và hệ số tự tài chính có quan hệ cùng chiều với biến FR hay có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính của doanh nghiệp ngành BĐS với mức ý nghĩa 1%. Vòng quay tổng tài sản có quan hệ ngược chiều với biến FR hay có quan hệ cùng chiều với rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS với mức ý nghĩa 5%. Các biến còn lại không có ý nghĩa thống kê. Để cụ thể hơn tác động của các yếu tố này trên các phân vị của biến rủi ro tài chính, kết qủa hồi quy phân vị được thể hiện ở Bảng 4.

Kết quả hồi quy phân vị cho thấy khả năng thanh toán nhanh có quan hệ cùng chiều với biến FR hay quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính và yếu tố này có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% trên tất cả các phân vị. Mức độ tác động của QR đến FR ở các mức phân vị khác nhau là khác nhau, phân vị càng cao thì mức độ tác động của QR đến FR càng mạnh, cao nhất là ở phân vị 0,9 và thấp nhất là ở phân vị 0,1. Kết quả thu được bằng FGLS khá tương đồng với tác động của QR đến FR ở phân vị 0,75. Kết quả này đã được đồng nhất với các kết quả của nghiên cứu: Gang & Dan (2012), Bhunia & Mukhuti

Bảng 3: *Kết quả hồi quy*

Biến	Biến phụ thuộc FR			
	POLS	**FEM**	**REM**	**FGLS**
DS	-0,0005	-0,00003	-0,00008	0,0001
QR	2,362***	2,293***	2,292***	1,972***
ROS	0.0296	-0,0361	-0,0282	0,0048
ROA	-8,541*	0,325	-0,369	1,713
IT	0,0000	0,0001	0,00003	-0,000003
FAT	0,0005	-0,0001	0,00003	-0,0002
TAT	0,0277	-6,564***	-5,326***	-1,496**
RT	-0,0738	0,256**	0,180**	0,0262
ES	21,34***	16,63***	17,63***	10,79***
FAS	-6,638	4,859	2,499	2,330
AGE	-0,106***	-0,253***	-0,176***	0,0119
SIZE	-0,114	0,352	-0,157	-0,0611
GR	-0,0016	0,0032	0,0022	0,0004
Cons	-1,642	-10,47	2,582	-0,182
Significance	F (13, 476) = 157,41	F(13,429) = 181,06	Wald chi2(13) = 2438,79	Wald chi2(13) = 1677,37
Kiểm định White	Chi2 (103)= 452,77 Prob > Chi2 = 0,0000			
Kiểm định Wooldrige	F(1,46) = 5,584 Prob > F = 0,0224			
Kiểm định Hausman		chi2(10) = 4,71 Prob>chi2 = 0,9096		
Kiểm định Wald		chibar2(01) = 280.60 Prob>chi2 = 0,0000		

** p<0,1 ** p<0,05 *** p<0,01*

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

(2012). Khả năng thanh toán nhanh là một trong những yếu tố quan trọng tác động đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS. Khi các doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp giảm và ngược lại.

Khả năng sinh lời tổng tài sản có tác động đến biến FR và có ý nghĩa thống kê ở phân vị 0,1 và 0,25. Khả năng sinh lời tổng tài sản có quan hệ cùng chiều với biến FR hay quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính và mức độ tác động ở phân vị 0,1 lớn hơn. Khi doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thì ít có khả năng đối mặt với rủi ro tài chính. Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Gang & Dan (2012), Bhunia & Mukhuti (2012).

Vòng quay tổng tài sản có tương quan nghịch với biến FR hay tương quan thuận với rủi ro tài chính ở mức phân vị 0,1 và 0,25. Mức độ tác động ở phân vị 0,25 lớn hơn mức phân vị 0,1. Vòng quay khoản phải thu có tác động tích cực đến biến FR nghĩa là có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính ở các mức phân vị trừ mức phân vị 0,75 và mức tác động cao nhất ở phân vị 0,9. Để giảm thiểu rủi ro tài

Bảng 4: *Kết quả hồi quy phân vị các yếu tố tác động đến rủi ro tài chính*

Biến	Hồi quy phân vị				
	0,1	**0,25**	**0,5**	**0,75**	**0,9**
DS	-0,0002	0,00003	-0,00006	-0,0002	-0,0005
QR	0,715***	0,979***	1,406***	2,231***	4,073***
ROS	0,0033	0,0221	0,0217	0,0439	0,0807
ROA	3,274***	2,793*	1,688	-0,7235	-3,712
IT	4.01e-06	-6.23e-06	-0,00001	-0,00003	0,0002
FAT	-0,0004	0,00004	-0,0002	0,0001	0,0004
TAT	-0,57*	-1,072***	-1.368	-1,311	-2,239
RT	0,0801***	0,1136***	0,094*	0,0786	0,193**
ES	7,513***	8,704***	9,726***	10,239***	10,399***
FAS	0,294	0,5578	2,755	1,431	0,097
AGE	0,0057	-0,003	0,0004	-0,009	-0,013
SIZE	0,058	0,0565	-0,003	-0,035	-0,087
GR	-0,001*	-8.73e-06	-0,0003	-0,001	-0,002
Hệ số chặn	-2,063	-2,312	-0,862	0,222	1,731

** p<0,1 ** p<0,05 *** p<0,01*

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

chính, các doanh nghiệp ngành BĐS cần quản trị khoản phải thu tốt, gia tăng hệ số vòng quay các khoản phải thu.

Hệ số tự tài trợ có quan hệ cùng chiều với biến FR hay có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính ở tất cả các mức phân vị, mức độ tác động cao nhất ở phân vị 0,9 và thấp nhất ở phân vị 0,1. Kết quả này đồng nhất với các kết quả nghiên cứu của Gang & Dan (2012), Bhunia & Mukhuti (2012). Điều này cho thấy khả năng tự tài trợ của các doanh nghiệp ngành BĐS cao thì nguy cơ đối mặt với rủi ro tài chính của các doanh nghiệp này thấp.

Ngoài ra tốc độ tăng trưởng doanh thu có quan hệ ngược chiều với biến FR ở mức phân vị 0,1.

Kết quả nghiên cứu bằng phương pháp FGLS cho thấy khả năng thanh toán và hệ số tự tài trợ có tác động ngược chiều đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 1%, vòng quay tài sản có quan hệ cùng chiều với rủi ro tài chính với mức ý nghĩa thống kê 5%, các yếu tố còn lại không có ý nghĩa thống kê trong mô hình. Tuy nhiên mức độ tác động của các yếu tố này khác nhau ở các phân vị khác nhau.

Ở mức phân vị 0,1 của biến FR, khả năng thanh toán nhanh, tỷ suất sinh lời tổng tài sản, vòng quay tài sản, vòng quay khoản phải thu, hệ số tự tài trợ và tốc độ tăng trưởng doanh thu tác động đến rủi ro tài chính. Trong đó khả năng thanh toán nhanh, tỷ suất sinh lời tổng tài sản, vòng quay khoản phải thu và hệ số tự tài trợ có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính, vòng quay tài sản và tốc độ tăng trưởng doanh thu có quan hệ cùng chiều với rủi ro tài chính của các doanh nghiệp BĐS. Điều này có nghĩa là, ở mức phân vị 0,1 của FR thì việc tăng khả năng thanh toán nhanh, tỷ suất sinh lời tổng tài sản, vòng quay khoản phải thu và hệ số tự tài trợ sẽ góp phần giảm thiểu rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp ngành BĐS.

Ở phân vị 0,25 của biến FR, khả năng thanh toán, tỷ suất sinh lời tổng tài sản, vòng quay khoản phải thu và hệ số tự tài trợ có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính, vòng quay tài sản có quan hệ cùng chiều với rủi ro tài chính của các doanh nghiệp BĐS, các yếu tố khác không có ý nghĩa thống kê. Mức độ tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính đều cao hơn so với mức phân vị 0,1 trừ tỷ suất sinh lời tổng tài sản.

Ở phân vị 0,5 của biến FR, khả năng thanh toán nhanh, vòng quay khoản phải thu và hệ số tự tài trợ có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS. Trong đó, mức độ tác động của khả năng thanh toán nhanh và hệ số tự tài trợ cao hơn các phân vị 0,1 và 0,25.

Ở phân vị 0,75 của biến FR, khả năng thanh toán nhanh và hệ số tự tài trợ có tương quan nghịch với rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS, trong khi các yếu tố khác trong mô hình không có ý nghĩa thống kê.

Ở phân vị 0,9 bằng chứng thực nghiệm về sự tác động ngược chiều của khả năng thanh toán nhanh, vòng quay khoản phải thu và khả năng tự tài trợ đến rủi ro tài chính là lớn nhất trong các mức phân vị.

5. Kết luận và khuyến nghị

Bài viết nghiên cứu dữ liệu của 48 doanh nghiệp niêm yết ngành BĐS để phân tích tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Phương pháp FGLS được sử dụng để xác định các yếu tố tác động đến rủi ro tài chính, bên cạnh đó hồi quy phân vị cũng được áp dụng để phân tích chi tiết hơn sự tác động của các yếu tố này đến rủi ro tài chính trên từng phân vị. Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng thanh toán và khả năng tự tài trợ có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính với tất cả các mức phân vị, vòng quay khoản phải thu cũng có tương quan nghịch với rủi ro tài chính ở các phân vị 0,1; 0,25; 0,5 và 0,9; tỷ suất sinh lời tổng tài sản có quan hệ ngược chiều với rủi ro tài chính ở phân vị 0,1 và 0,25. Bên cạnh đó vòng quay tài sản có mối tương quan thuận với rủi ro tài chính ở phân vị 0,1 và 0,25. Trên từng phân vị khác nhau thì mức độ tác động của từng yếu tố cũng khác nhau. Ở phân vị càng cao thì mức độ tác động của khả năng thanh toán và khả năng tự tài trợ đến rủi ro tài chính càng mạnh.

Nghiên cứu cho thấy bằng chứng thực cho thấy khả năng thanh toán nhanh và khả năng tự tài trợ có tương quan chặt chẽ đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết ngành BĐS. Do đó, nhà quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành BĐS cần tập trung kiểm soát rủi ro tài chính bằng cách nâng cao khả năng thanh toán và khả năng tự tài trợ của doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp ngành BĐS cần nâng cao khả năng thanh toán nhanh nhằm giảm thiểu rủi ro tài chính. Để nâng cao khả năng thanh toán nhanh thì các doanh nghiệp niêm yết ngành bất động sản cần giảm thiểu lượng hàng tồn kho. Trong các doanh nghiệp BĐS, bất động sản dở dang chủ yếu ghi nhận giá trị quyền sử dụng đất, chi phí lãi vay đã được vốn hóa, chi phí thiết kế, chi phí xây dựng... của các dự án đang trong giai đoạn triển khai, vì vậy các doanh nghiệp BĐS cần giải quyết các vấn đề về thủ tục pháp lý và vốn để giảm thiểu bất động sản dở dang. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp BĐS cần nâng cao năng lực tài chính nhằm đẩy nhanh các dự án dở dang, chậm tiến độ thi công. Các doanh nghiệp ngành bất động sản cần có kế hoạch tiếp tục chiến lược bán buôn để duy trì dòng tiền, hiệu quả sử dụng tài sản góp phần nâng cao khả năng thanh toán nhanh.

Bên cạnh đó, để giảm thiểu rủi ro tài chính thì các nhà quản trị doanh nghiệp ngành BĐS cần nâng cao khả năng tự tài trợ, đây là yếu tố có tác động lớn nhất đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Báo cáo phân tích của FiinGroup (2020) cho thấy bất động sản đang là nhóm ngành đi vay nợ nhiều với trên 267.400 tỉ đồng năm 2019. Để giảm vay nợ, các doanh nghiệp BĐS cần tích cực giảm tỷ lệ sử dụng vốn vay và chuyển hướng để khách hàng mua nhà vay thông qua các chương trình hợp tác 3 nhà: chủ đầu tư, ngân hàng và khách hàng mua nhà. ◆

Tài liệu tham khảo:

1. Bathory, A. (1984), *Predicting Corporate Collapse: Credit Analysis in the Determination and Forecasting of Insolvent Companies*, Financial Times Business Information, London.

2. Bhunia, A. & Mukhuti, S. (2012), *Financial risk measurement of small and medium-sized companies listed in Bombay Stock Market*, International Journal of Advances in Management and Economics, 1(3), 27-34.

3. Cao, D. & Zen, M. (2005), *An Empirical Analysis of Factors Influencing Financial Risk of Listed Companies in China*, Technoneconomic & Management Research, 6, 37-38.

4. Eichhorn, F. J. (2004), *Financial risk management bei deutschen Mittelständlern-Erkenntnisse einer qualitativen Marktforschungsstudie*, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57, 828-832.

5. Fiinpro (2020), *Báo cáo ngành bất động sản*, Hà Nội.

6. Gang, F. & Liu, D. (2012), *Empirical study on the financial risk factors for small and medium-sized enterprise: The evidence from 216 companies of small plates stock market in China*, Journal of Contemporary Research in Business, 3(9), 380 – 387.

7. Hậu, V. T. (2017), *Ứng dụng mô hình Alexander Bathory để đo lường rủi ro tài chính cho các công ty niêm yết ngành bất động sản tại Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*, Tạp chí Khoa học và Công nghệ Đại học Thái Nguyên, 163(03/2), 177-183.

8. Knight Frank, H. (1921), *Risk, uncertainty and profit,* книга.

9. Koenker, R., & Bassett Jr, G. (1978), *Regression quantiles, Econometrica*. Journal of the Econometric Society, 33-50.

10. Long, V. M. (2020), *Một số nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính - Nghiên cứu doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX)*, Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, 15(2).

11. Napp, A. K. (2011), *Financial risk management in SME - The use of financial analysis for identifying, analyzing and monitoring internal financial risks*, Journal of Risk Management, 2(1), 30-35.

12. Reid, G.C. (2003), *Trajectories of small business financial structure*, Small Business Economics, 20(4), 273-285.

13. Steven Li (2003), *Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy*, Managerial Finance.

Summary

This research investigates the factors impact on financial risk of the real-estate companies that listed on Vietnam Stock Exchange from 2009-2019 according to the quantile regression. The determinants that are taken into account are debt maturity structure, current ratio, the profitability, activity ratio and capital structure. Moreover, this study has employed the controversial variables such as firm age, firm size and sales growth to measure their influences on financial risk. The FGLS (feasible generalized least squares) and quantile regression are applied to analyze their impacts on financial risk for each quantile. The finding results contribute several recommendations for the real-estate companies' stakeholders.