



# PHÂN TÍCH LỢI SUẤT DÀI HẠN TRÊN HIỆU QUẢ KINH DOANH NGÀNH XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN TẠI VIỆT NAM

NGUYỄN CAO ANH, THÁI HỒNG THUY KHÁNH

*Với số liệu thu thập được từ 176 doanh nghiệp xây dựng - bất động sản, nghiên cứu này sử dụng phương pháp luận để tính lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh được rút ra từ biến nghiên cứu giá trị kinh tế gia tăng, một chỉ số đo lường hiệu quả ròng sau khi thanh toán chi phí sử dụng vốn bằng tiền, dựa trên tiếp cận mới về quy luật số phụ thuộc của Gauss nhằm xác định tính bền vững của lợi suất trên hiệu quả kinh doanh ngành Xây dựng - bất động sản tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh của ngành Xây dựng - bất động sản giúp cho các doanh nghiệp trong cùng một ngành thấy được vị thế cạnh tranh, đồng thời giúp cho các nhà hoạch định chính sách và hệ thống ngân hàng kiểm soát hiệu quả đòn bẩy tài chính dựa trên cấu trúc chi phí vốn của ngành Xây dựng - bất động sản nhằm hạn chế rủi ro tín dụng.*

*Từ khóa: Hiệu quả kinh doanh, giá trị kinh tế gia tăng, quy luật số phụ thuộc Gauss, xây dựng, bất động sản*

## ANALYSIS OF LONG-TERM RETURN ON PERFORMANCE OF CONSTRUCTION AND REAL ESTATE INDUSTRY IN VIETNAM

Nguyen Cao Anh, Thai Hong Thuy Khanh

*With a data set collected from 176 construction and real estate enterprises, this study uses a specific methodology to calculate long-term returns on performance deducted from the research variable of economic value added, a measure of net efficiency after paying the cost of capital in cash, which is based on a new approach to Gauss's dependent numerical law to determine the reliability of return on performance of construction and real estate industry in Vietnam. The research results help businesses of the same industry have insight to their competitive position relative to the industry through long-term returns, and at the same time help policymakers and the banking system control their financial leverage effectively.*

*Keywords: Business performance, Economic Value Added (EVA), Gauss's Law, construction, real estate*

Ngày nhận bài: 18/8/2021

Ngày hoàn thiện biên tập: 25/8/2021

Ngày duyệt đăng: 1/9/2021

## Đặt vấn đề

Lợi suất hiệu quả kinh doanh được rút ra từ chỉ số giá trị kinh tế gia tăng (EVA). EVA là một chỉ số đo

lường hiệu quả kinh doanh của thư giá (giá trị trên số sách kế toán). Phân tích lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh có ý nghĩa thiết thực trong việc định giá giá trị vốn cổ phần dựa trên hiệu quả kinh doanh, làm cơ sở xây dựng mức giá khởi điểm khi doanh nghiệp (DN) bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

Chỉ số lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh được rút ra từ phương pháp dòng chảy vào và dòng chảy ra trên hiệu quả kinh doanh (Nguyễn Cao Anh, 2020), dòng tiền ròng dự án đầu tư (Nguyễn Cao Anh và Nguyễn Việt Bằng, 2021) để xác định tính bền vững của chỉ số, đồng thời phương pháp luận chỉ ra cách quy đổi tổng chi phí vốn bằng tiền \$WACC sang chi phí sử dụng vốn bình quân WACC, giúp khắc phục nhược điểm của mô hình giá trị kinh tế thị trường (MVA) sử dụng bằng phương pháp chiết khấu.

Bài viết này phân tích lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh ở cấp độ ngành Xây dựng - bất động sản để đánh giá lợi thế cạnh tranh của các DN cùng một ngành. Mặt khác, chỉ số lợi suất trên hiệu quả kinh doanh ngành là chỉ số đại diện năng suất hiệu quả kinh doanh, nhằm đánh giá xu thế dài hạn của hiệu quả kinh doanh ngành trong nền kinh tế.

## Cơ sở lý luận

Lợi suất hiệu quả kinh doanh được đo lường trên dòng chảy vốn của DN, nhằm phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh trên thư giá. Cho đến nay, có 3 chỉ số cơ bản trong việc tiếp cận này gồm: EVA, lợi suất trên tổng

BẢNG 1: SỰ HOÁN ĐỔI GIỮA LỢI NHUẬN VÀ LỢI SUẤT TRÊN HIỆU QUẢ KINH DOANH

Khoản mục	Phương pháp luận		
	Quy luật số phụ thuộc Gauss/hệ quả âm-dương trong Kinh dịch		Tỷ lệ chiết khấu ngược
<b>Hiệu quả kinh doanh ngắn hạn</b>			
<b>Mô tả</b>	<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>Lợi suất biên</b>	
Lợi nhuận ròng trước khi thanh toán lãi vay và cổ tức tại thời điểm hiện tại t	$NOPAT_{i,t}$	$R_{i,t}^b = \frac{NOPAT_{i,t}}{\sum_{\tau=1}^t (REV_{i,\tau} - NOPAT_{i,\tau})}$	$R_{i,t}^b = \frac{NOPAT_{i,t}}{\sum_{\tau=1}^t \frac{REV_{i,\tau}}{\prod_{k=\tau}^t (1+R_{i,k}^b)}}$
Lợi nhuận ròng sau khi thanh toán lãi vay và cổ tức tại thời điểm hiện tại t	$EVA_{i,t}$	$R_{i,t}^a = \frac{EVA_{i,t}}{\sum_{\tau=1}^t (REV_{i,\tau} - EVA_{i,\tau})}$	$R_{i,t}^a = \frac{EVA_{i,t}}{\sum_{\tau=1}^t \frac{REV_{i,\tau}}{\prod_{k=\tau}^t (1+R_{i,k}^a)}}$
<b>Hiệu quả kinh doanh dài hạn</b>			
<b>Mô tả</b>	<b>Lợi nhuận ròng tích lũy</b>	<b>Lợi suất tích lũy</b>	
Lợi nhuận ròng tích lũy trước khi thanh toán lãi vay và cổ tức tại thời điểm hiện tại t	$\sum_{\tau=1}^t NOPAT_{i,\tau}$	$r_{i,t}^{sb} = \frac{\sum_{\tau=1}^t NOPAT_{i,\tau}}{\sum_{\tau=1}^t (REV_{i,\tau} - NOPAT_{i,\tau})}$	$r_{i,t}^{sb} = \frac{\sum_{\tau=1}^t \frac{NOPAT_{i,\tau}}{REV_{i,\tau}}}{\sum_{\tau=1}^t \frac{1}{\prod_{k=\tau}^t (1+R_{i,k}^b)}}$
Lợi nhuận ròng tích lũy sau khi thanh toán lãi vay và cổ tức tại thời điểm hiện tại t	$\sum_{\tau=1}^t EVA_{i,\tau}$	$r_{i,t}^{sa} = \frac{\sum_{\tau=1}^t EVA_{i,\tau}}{\sum_{\tau=1}^t (REV_{i,\tau} - EVA_{i,\tau})}$	$r_{i,t}^{sa} = \frac{\sum_{\tau=1}^t \frac{EVA_{i,\tau}}{REV_{i,\tau}}}{\sum_{\tau=1}^t \frac{1}{\prod_{k=\tau}^t (1+R_{i,k}^a)}}$

Ghi chú: NOPAT là lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế, REV là tổng doanh thu, EVA là giá trị kinh tế gia tăng, t là thời điểm hiện tại và  $\tau=\{1 \div t\}$  là toàn bộ quá trình hoạt động của DN từ lúc bắt đầu đến thời điểm hiện tại,  $R_{i,t}^b$  là lợi suất tại thời điểm t trước khi thanh toán chi phí vốn bằng tiền,  $R_{i,t}^a$  là lợi suất tại thời điểm t sau khi thanh toán chi phí vốn bằng tiền,  $r_{i,t}^{sb}$  là lợi suất tích lũy đến thời điểm t trước khi thanh toán chi phí vốn bằng tiền,  $r_{i,t}^{sa}$  là lợi suất tích lũy đến thời điểm t sau khi thanh toán chi phí vốn bằng tiền của DN thứ i.

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

tài sản (ROA) và lợi suất trên doanh số bán hàng (ROS). Tuy nhiên, hiếm khi các nghiên cứu tìm hiểu rõ bản chất của dòng chảy trên hoạt động kinh doanh để xác định tính bền vững của hiệu quả kinh doanh thông qua việc phân tích lợi suất dài hạn.

**Giá trị kinh tế gia tăng (EVA)**

Grant (1996) và Young (1997) đã tiên phong nghiên cứu hiệu quả kinh doanh của DN dựa trên EVA. Đây là thước đo tích lũy vốn chủ sở hữu dựa trên hiệu quả kinh doanh của DN:

$$EVA_{i,t} = NOPAT_{i,t} - \$WACC_{i,t}, \quad (1)$$

Trong đó,  $EVA_{i,t}$  là giá trị kinh tế gia tăng của DN thứ i tại thời điểm t,  $NOPAT_{i,t}$  là lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế của DN thứ i tại thời điểm t và  $\$WACC_{i,t}$  là chi phí sử dụng vốn bằng tiền của DN thứ i tại thời điểm t.

Song giới hạn của các nghiên cứu trước chưa biết cách quy đổi chi phí sử dụng vốn bằng tiền  $\$WACC$  sang chi phí sử dụng vốn bình quân WACC, việc sử dụng phương pháp chiết khấu đã bộc lộ một số nhược

điểm trong việc đánh giá lợi suất hiệu quả kinh doanh (De Villiers, 1997; Rogerson, 1997; Turvey và cộng sự, 2000; Abate và cộng sự, 2004), do đó việc xác định giá trị thị trường gia tăng MVA hoặc hiện giá ròng NPV trên hiệu quả kinh doanh chưa làm rõ dòng chảy ra của chi phí vốn:

$$MVA_{i,t} = NPV_{i,t} = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E(EVA_{i,t+\tau})}{(1+WACC_i)^\tau} = \frac{E(EVA_{i,t+\tau})}{WACC_i}, \quad (2)$$

Trong đó,  $E(EVA_{i,t+\tau})$  là giá trị kinh tế gia tăng kỳ vọng của DN thứ i tại thời điểm tương lai t+τ và  $WACC_i$  là chi phí sử dụng vốn bằng tỷ lệ mà các bên góp vốn kỳ vọng được thanh toán trên hiệu quả kinh doanh của DN thứ i tại thời điểm tương lai t+τ. Trong phương trình (2), tính bền vững của NPV hoặc MVA chưa được xác định, bởi vì (i) Phương trình (2) sử dụng dòng tiền tương lai là biến cố không chắc chắn để định giá hiệu quả kinh doanh của DN; (ii) Thời gian định giá tiến tới vô cực ( $\infty$ ) là một giả định không có thật trong thực tế vì bất kỳ tài sản nào cũng có sự hao mòn và rủi ro phá sản trong kinh doanh; (iii) Phương trình (3) chưa làm rõ vấn đề quy đổi chi phí sử dụng vốn bình



quân WACC quy đổi chính xác chi phí sử dụng vốn bằng tiền \$WACC tại mỗi thời điểm mà các bên tham gia góp vốn trong thực tế đã nhận được bao nhiêu tiền trong quá trình hoạt động kinh doanh.

### Hai chỉ số lợi suất trên hiệu quả kinh doanh ROA và ROS

Chỉ số ROA và ROS là hai chỉ số quan trọng đo lường hiệu quả kinh doanh trong lý thuyết tài chính DN. Song, nó chưa đạt độ tin cậy về lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh, bởi vì:

#### Chỉ số lợi suất trên tổng tài sản ROA

Chỉ số lợi suất trên tổng tài sản ROA phản ánh một đồng tài sản huy động, kiếm được ROA đồng lợi nhuận ròng, thể hiện công thức như sau (Palepu và Healy, 2013):

$$ROA_{i,t} = \frac{NI_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad (3)$$

Trong đó,  $NI_{i,t}$  là lợi nhuận ròng của DN thứ  $i$  tại thời điểm trên bảng kết quả hoạt động kinh doanh,  $TA_{i,t}$  là tổng tài sản của DN thứ  $i$  tại thời điểm trên bảng cân đối kế toán. Giới hạn của chỉ số ROA thể hiện ở hai góc độ:

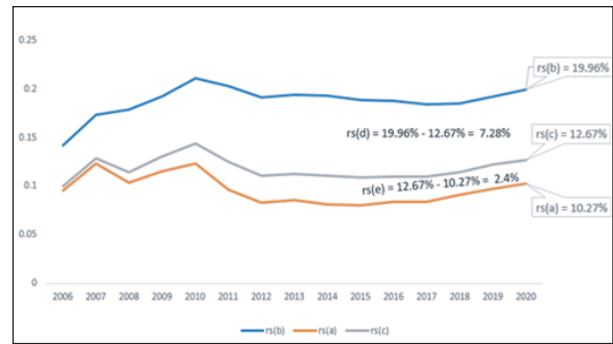
(i) Tổng tài sản TA là phần tài sản chưa bán đi hoặc chưa đưa vào khai thác kinh doanh vì nó chỉ phản ánh trên giá trị sổ sách, và lợi nhuận ròng NI là phần lợi nhuận trên phần tài sản bán đi, tức là giá vốn kinh doanh. Độ tin cậy của ROA sẽ không đạt yêu cầu khi DN mở rộng đầu tư và quy mô sản xuất, tức là tổng tài sản TA tăng lên, trong khi đó lợi nhuận ròng NI vẫn không đổi, dẫn đến chỉ số ROA giảm. Như vậy, hiệu quả kinh doanh của DN không đổi nhưng chỉ số ROA vẫn giảm do DN đầu tư mở rộng làm tăng tổng tài sản TA.

(ii) Chỉ số ROA không thể sử dụng phép toán cơ bản, cộng hoặc trừ theo thời gian, vì vi phạm nguyên tắc của thống kê do chỉ số ROA là con số tương đối không có trọng số, chẳng hạn chỉ số  $ROA_{i,2019}=3\%$  và  $ROA_{i,2020}=4\%$ , điều này không đồng nghĩa là bình quân trong hai năm của chỉ số  $ROA_{i,2019-2020}=(3\%+4\%)/2=3.5\%$  mà phần lớn các mô hình tài chính đều không để ý đến nguyên tắc cơ bản này do các con số tương đối đều cần trọng số thực hoặc dòng chảy vốn để quy đổi lợi suất dài hạn theo thời gian. Việc xem xét ý nghĩa tài chính và tính hợp lý trong tính toán là điều kiện quan trọng trước khi sử dụng mô hình tài chính để phân tích kết quả nghiên cứu.

#### Chỉ số lợi suất trên doanh số bán hàng ROS

Chỉ số lợi suất trên doanh số bán hàng ROS phản ánh một đồng doanh thu của tài sản bán đi, kiếm được ROA đồng lợi nhuận ròng, thể hiện công thức như sau (Palepu và Healy, 2013):

HÌNH 1: LỢI SUẤT DÀI HẠN TRÊN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA NGÀNH XÂY DỰNG - BẤT ĐỘNG SẢN



Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

$$ROS_{i,t} = \frac{NI_{i,t}}{TR_{i,t}} \quad (4)$$

Trong đó,  $NI_{i,t}$  là lợi nhuận ròng của DN thứ  $i$  tại thời điểm trên bảng kết quả hoạt động kinh doanh,  $TR_{i,t}$  là doanh số bán hàng của DN thứ  $i$  tại thời điểm trên bảng kết quả hoạt động kinh doanh. Song, chỉ số ROS chỉ phản ánh dòng chảy ngắn hạn của hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN, chưa mô tả dòng chảy dài hạn về lợi suất trên hiệu quả hoạt động kinh doanh trong suốt quá trình hoạt động của DN.

### Phương pháp luận

Phương pháp luận để xác định lợi suất dài hạn trên hiệu quả hoạt động kinh doanh được rút ra từ quy luật số phụ thuộc của Gauss (1825, p. 39-45) và hệ quả âm - dương trong Kinh dịch (Nguyễn Cao Anh và Nguyễn Việt Bằng, 2021) có mối liên hệ với phương pháp chiết khấu để tìm ra tính bền vững của lợi suất trên hiệu quả hoạt động kinh doanh.

- Lợi suất ngắn hạn là lợi suất biên trên hiệu quả kinh doanh chiếm một tỷ lệ nhỏ, nó bằng lợi nhuận ròng trước/sau khi thanh toán chi phí vốn bằng tiền trên toàn bộ giá trị tài sản đã bán đi trong toàn bộ quá trình hoạt động của DN và tỷ lệ này tiến tới không, khi hiệu quả kinh doanh của DN được tích lũy đến trạng thái ổn định  $\tau$ .

- Lợi suất dài hạn là lợi suất tích lũy trên hiệu quả kinh doanh thể hiện năng suất bình quân theo thời gian, nó bằng lợi nhuận ròng tích lũy trước/sau khi thanh toán chi phí vốn bằng tiền trên toàn bộ giá trị tài sản đã bán đi trong toàn bộ quá trình hoạt động của DN và năng suất bình quân này đạt trạng thái ổn định khi hiệu quả kinh doanh của DN được tích lũy đến trạng thái ổn định  $\tau$ . Do đó, lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh đạt độ tin cậy khi năng suất bình quân ít biến động theo thời gian trong điều kiện hoạt động kinh doanh đang ở trạng thái bình thường.

## Kết quả nghiên cứu

### Mô tả dữ liệu nghiên cứu

Tính đến tháng 6/2021, dữ liệu báo cáo tài chính của ngành Xây dựng – bất động sản được thu thập trên hai sàn chứng khoán là Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội với toàn bộ 176 DN, trong đó sàn HOSE chiếm 52,84% và sàn HNX chiếm 47,16%, nhằm đo lường lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh của ngành. Các biến nghiên cứu của bài viết được thu thập dựa trên bảng 1, gồm tổng doanh thu, tổng chi phí tài chính (\$Rd), tổng chi phí vốn cổ phần hoặc tổng cổ tức (\$Re), lợi nhuận sau thuế.

### Lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh

Kết quả nghiên cứu cho thấy, lợi suất dài hạn trên hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngành Xây dựng – bất động sản đến năm 2020 trước khi trả chi phí vốn \$WACC đạt  $rs(b) = 19,96\%$ , và sau khi trả chi phí vốn \$WACC còn lại  $rs(a) = 10,27\%$ , trong đó phần lợi suất dài hạn mà cổ đông sở hữu  $rs(c) = 12,67\%$  và kết quả cũng cho thấy việc sử dụng chi phí sử dụng vốn vay dài hạn  $rs(d) = 7,28\%$  cao hơn chi phí sử dụng vốn cổ phần dài hạn  $rs(e) = 2,4\%$ .

### Kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh của ngành Xây dựng - bất động sản giúp cho các DN trong cùng ngành thấy được vị thế cạnh tranh của DN so với ngành thông qua lợi suất dài hạn, đồng thời giúp cho các nhà hoạch định chính sách và hệ thống ngân hàng kiểm soát đòn bẩy tài chính, hạn chế rủi ro tín dụng.

Kết quả nghiên cứu lợi suất trên hiệu quả kinh doanh mà cổ đông sở hữu  $rs(c) = 12,67\%$ , trong đó phần được chia cổ tức là  $rs(e) = 2,4\%$  thấp hơn chi phí vốn vay  $rs(d) = 7,28\%$ , chưa tạo động lực cho cổ đông nắm giữ trong dài hạn và đây cũng là rào cản trong việc huy động thêm vốn cổ phần trở nên kém hấp dẫn.

Phương pháp luận lợi suất trên hiệu quả kinh doanh phản ánh năng suất vốn kinh doanh, làm cơ sở định mức giá khởi điểm cho các DN phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng. Ngoài ra, phương pháp luận này có thể mở rộng cho các nghiên cứu tiếp theo, để đánh giá trên phạm vi ngành và khu vực khi đo lường lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh, đồng thời phương pháp luận xác định chi phí sử dụng vốn dài hạn trên hiệu quả kinh doanh nhằm mục đích xác

định giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu dựa vào báo cáo tài chính.

## Kết luận và khuyến nghị

Lợi suất trên hiệu quả kinh doanh được rút ra từ EVA của các nghiên cứu trước đây (Grant, 1996; Young, 1997; De Villiers, 1997; Rogerson, 1997; Turvey và cộng sự, 2000; Shrieves và Wachowicz, 2001; Palepu & Healy, 2013; Abate và cộng sự, 2004; Palliam, 2006), song giới hạn của phương pháp luận chỉ khai thác lợi suất ngắn hạn trên hiệu quả kinh doanh. Chính vì vậy, đây là cách tiếp cận mới về quy luật số phụ thuộc của Gauss (1825, p. 39-45) và hệ quả âm dương của Kinh Dịch (Nguyễn Cao Anh và Nguyễn Viết Bằng, 2021) nhằm xác định tính bền vững cho lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh của từng DN trong ngành Xây dựng – bất động sản.

### Tài liệu tham khảo:

1. Nguyễn Cao Anh (2020), "Phân tích lợi suất dài hạn trên hiệu quả kinh doanh của nhóm ngân hàng thương mại quy mô lớn tại Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, Số 33, tr. 22-26;
2. Nguyen Cao Anh & Nguyen Viet Bang (2021), "Discount Rate Method in Yi-Jing", *Science & Technology Development Journal - Economics - Law & Management*, Vol. 5, No. 4. <http://stdjelm.scienceandtechnology.com.vn/index.php/stdjelm/article/view/703/1259>;
3. Abate, J.A., Grant, J.L., Stewart, G.B. (2004), "The EVA Style of Investing", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 30, No. 4, pp. 61-72;
4. De Villiers, J. (1997), "The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation", *Journal of Economics and Business*, Vol. 49, No. 3, pp. 285-300;
5. Gauss, C.F. (1825), "Theoria Combinationis Observationum Erroribus Minimis Obnoxiae", An English Translation by Hale F. Trotter in 1957;
6. Grant, J.L. (1996), "Foundations of EVA for Investment Managers", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23, No. 1, pp. 41-48;
7. Palepu, K.G. and Healy, P.M. (2013), "Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements", Fifth Ed., Cengage Learning, United States;
8. Palliam, R. (2006), "Further Evidence on the Information Content of Economic Value Added", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 5, No. 3, pp. 204-215;
9. Turvey, C.G., Lake, L., van Duren, E., Sparling, D. (2000), "The Relationship between Economic Value Added and the Stock Market Performance of Agribusiness Firms", *Agribusiness*, Vol. 16, No. 4, pp. 399-416;
10. Young, D. (1996), "Economic Value Added: A Primer for European Managers", *European Management Journal*, Vol. 15, No. 4, pp. 335-343.

### Thông tin tác giả:

ThS. Nguyễn Cao Anh, TS. Thái Hồng Thụy Khánh  
 Trường Đại học Nguyễn Tất Thành  
 Email: ncanh@ntt.edu.vn, thtkhanh@ntt.edu.vn