

# Đánh giá tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng Việt Nam

Phạm Thị Vân Huyền

*Các nghiên cứu trước đây thường đánh giá tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng qua các phân tích định tính. Bài viết này tập trung nghiên cứu tác động của quản trị tài chính tới hiệu quả hoạt động của 92 doanh nghiệp niêm yết (DNNY) ngành Xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2011- 2015 thông qua mô hình kinh tế lượng. Chỉ tiêu phản ánh kết quả hoạt động doanh nghiệp được tác giả lựa chọn là ROA. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có mối tương quan nghịch giữa tỷ lệ đầu tư vào tài sản dài hạn, quy mô tài sản, tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ chi phí và ROA, trong khi đó tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản, lợi nhuận trên một cổ phần có tác động thuận tới ROA của các DNNY ngành Xây dựng.*

Từ khóa: *Quản trị tài chính, hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng*

## 1. Đặt vấn đề

Tình hình tài chính doanh nghiệp ổn định và minh bạch là một trong những điều kiện tiên quyết đảm bảo hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp diễn ra một cách nhịp nhàng, đồng bộ, đạt hiệu quả cao. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc vào nhiều yếu tố, trong đó yếu tố đặc biệt quan trọng là quản trị tài chính doanh nghiệp. Quản trị tài chính đảm bảo duy trì sự ổn định tài chính, đảm bảo đáp ứng đầy đủ và kịp thời nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh, duy trì cơ cấu nguồn vốn hợp lý, tăng cường hiệu quả sử dụng tài sản, gia tăng giá trị cho chủ sở hữu. Tại DNNY ngành Xây dựng, hoạt động sản xuất diễn ra trong thời gian dài, phức tạp, độ rủi ro cao và nhu cầu vốn để hoạt động

rất lớn. Do vậy, quản trị tài chính càng đóng vai trò quan trọng tại các doanh nghiệp này.

Tại các DNNY ngành Xây dựng hiện nay, việc nghiên cứu đánh giá tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp chưa được thực hiện. Bài viết này tập trung đánh giá tác động của quản trị tài chính tới hiệu quả hoạt động của 92 DNNY ngành xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2011- 2015. Thông qua các biến số được tính toán chính xác, tổng quát hóa được mức độ tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của DNNY ngành Xây dựng, là cơ sở khoa học cho các nhà quản lý đưa ra những quyết định tài chính đúng đắn, phù hợp.

## 2. Cơ sở lý luận

Các lĩnh vực cụ thể của quản trị tài chính đã được nhiều tác giả nghiên cứu. Theo Van Horne và



Wachowicz (2001), quản trị tài chính quan tâm đến các quyết định mua sắm, tài trợ và quản lý tài sản công ty theo mục tiêu chung được đề ra. Cũng quan niệm tương tự như vậy nhưng McMahon (1993) chi tiết thêm rằng quản trị tài chính quan tâm đến quyết định tìm nguồn vốn cần thiết cho mua sắm tài sản và hoạt động của công ty, phân bổ các nguồn vốn có giới hạn cho những mục đích sử dụng khác nhau, bảo đảm cho các nguồn vốn được sử dụng một cách hiệu quả để đạt được mục tiêu đề ra. Besley và Brigham (2008) cho rằng quản trị tài chính liên quan đến các quyết định doanh nghiệp đưa ra ảnh hưởng đến dòng tiền. Smart và Megginson (2009) cho rằng quản trị tài chính liên quan đến quyết định quản trị dòng tiền sao cho có hiệu quả và có lợi nhất. Nhân tố quan trọng là quyết định cấu trúc vốn tìm ra tỷ lệ phù hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu nhằm tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp. Brealey và nhóm tác giả (2008) cho rằng quản trị tài chính liên quan đến việc giải quyết hai vấn đề cơ bản, đó là doanh nghiệp nên đầu tư vào loại tài sản nào (quyết định đầu tư) và huy động vốn cho việc đầu tư (quyết định tài trợ). Ross và nhóm tác giả (2008) cho rằng quản trị tài chính giải quyết ba quyết định cơ bản, đó là: Quyết định đầu tư, quyết định nguồn vốn và quyết định quản trị vốn lưu động. McGuigan và nhóm tác giả (2009) cho rằng quản trị tài chính liên quan đến vấn đề như: Đầu tư, Nguồn vốn cho các dự án đầu tư, nắm giữ tiền mặt, tín dụng cho khách hàng, sự phân bổ hay sử dụng dòng tiền.

Quản trị tài chính là nhân tố quan trọng góp phần vào kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm đánh giá tác động của các quyết định tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Những nghiên cứu của Pandey, Chotigeat và Ranjit (2000); Abor (2005); Zeitun và Tian (2007); Al-Yahyaee và Syed (2007); và Muradoglu và Sivaprasad (2009) tập trung nghiên cứu tác động của quyết định lựa chọn cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu này cho thấy rằng cơ cấu vốn (được xác định bằng tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn) có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Không chỉ có quyết định lựa chọn cơ cấu vốn mới tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các nghiên cứu của Morris (1975); Barclay & Smith (1995); Stohs & Mauer (1996); Ooi (1999); Ozkan (2000); Chen (2004) cho thấy cấu trúc kỳ hạn nợ cũng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của

doanh nghiệp. Barclay và Smith (1995) cung cấp bằng chứng cho thấy các công ty có triển vọng tăng trưởng và các công ty lớn thường có tỷ lệ nợ dài hạn lớn. Các nghiên cứu khác của Guedes và Opler (1996); Barclay, Marx và Smith (2003); và Scherr và Hulburt (2001) chỉ ra rằng kỳ hạn nợ có liên quan với các cơ hội tăng trưởng. Nói cách khác, sự lựa chọn của cơ cấu nợ có thể có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Việc xác định ngân sách vốn của doanh nghiệp là quyết định quan trọng mà nhà quản lý tài chính phải tính đến khi đánh giá dự án đầu tư. Những dự án đầu tư đem lại lợi ích vượt quá chi phí sẽ được lựa chọn. Việc lựa chọn phương pháp lập ngân sách vốn là vấn đề quan trọng trong quyết định nguồn vốn. Nghiên cứu của Pike (1986); Kim (1982); Durnev, Morck, Yeung & Zarowin (2001) cho thấy tác động tích cực của các kỹ thuật lập ngân sách vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Quyết định chính sách cổ tức là một trong những quyết định quan trọng của doanh nghiệp. Chính sách cổ tức liên quan đến việc doanh nghiệp xác định tỷ lệ sử dụng lợi nhuận sau thuế để chi trả cho cổ đông. Tỷ lệ chi trả cổ tức của một doanh nghiệp thường thay đổi trong suốt quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Việc lựa chọn chính sách cổ tức phù hợp là vấn đề khó khăn đối với doanh nghiệp. Sự lựa chọn chính sách cổ tức phải được xác định chủ yếu bởi các cơ hội đầu tư của các doanh nghiệp và nhu cầu nội bộ cho các quỹ. Chính sách cổ tức ảnh hưởng trực tiếp đến thu nhập của cổ đông, đồng thời cũng ảnh hưởng trực tiếp đến sự tăng trưởng và phát triển của doanh nghiệp. Các nghiên cứu của Alli, Khan & Ramirez (1993); Eriotis & Vasiliou (2003); Amidu & Abor (2006); Al Yahyaee, Nacelur, Goaiad & Belanes (2007); Ahmad & Javid (2009); Sharma (2001); Nishat và Irfan (2003); và Amidu (2007) chỉ ra một tác động tích cực về chính sách cổ tức và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Sharma (2001) quan sát thấy rằng giá cổ phiếu phản ứng tích cực với thông báo chia cổ tức. Nishat và Irfan (2003) cũng chỉ ra rằng chính sách cổ tức có tác động đáng kể đến sự biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp trên thị trường. Tương tự như vậy, Amidu (2007) kết luận rằng chính sách cổ tức và tỷ lệ chi trả cổ tức có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Ghana.

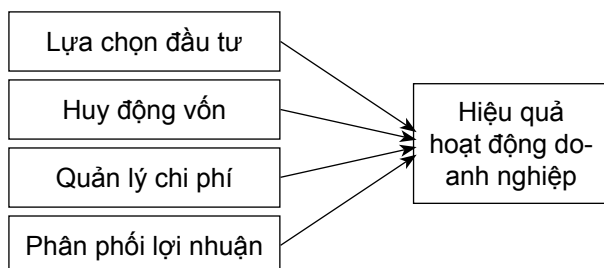
### 3. Phương pháp nghiên cứu





Hầu hết các nghiên cứu liên quan đến quản trị tài chính đều đề cập đến dưới góc độ ra quyết định. Ba quyết định chủ yếu trong quản trị tài chính doanh nghiệp nói chung thường được đề cập đến bao gồm: Quyết định đầu tư, Quyết định nguồn vốn, Quyết định phân phối lợi nhuận. Những quyết định này liên quan đến 3 vấn đề cơ bản của quản trị tài chính: Lựa chọn đầu tư, Huy động vốn, Phân phối lợi nhuận. Đối với những doanh nghiệp xây dựng, vấn đề quản lý chi phí đóng vai trò quan trọng. Quản lý chi phí không tốt dẫn đến thời gian thi công kéo dài làm phát sinh chi phí phụ trội; thất thoát nguyên vật liệu, lãng phí trong sử dụng nguyên vật liệu; thi công không đảm bảo khối lượng theo thiết kế được phê duyệt hoặc thi công không đúng thiết kế dẫn đến phải phá đi làm lại; sử dụng vật liệu không đảm bảo chất lượng; khai khống khối lượng, chất lượng công trình không đảm bảo. Quản lý chi phí là nội dung quản trị tài chính đặc biệt quan trọng của các doanh nghiệp xây dựng, ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng. Vì vậy, để đánh giá rõ tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của các DNNY ngành Xây dựng, tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu như sau:

**Quản trị tài chính**



Trong bài viết, tác giả sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong thời kỳ 2011- 2015. Những doanh nghiệp bị thiếu các quan sát đối với bất kỳ biến nào trong mô hình trong thời kỳ 2011-2015 sẽ không được đưa vào mô hình. Kết quả, mẫu nghiên cứu gồm dữ liệu mảng cân đối (balanced panel) của 92 DNNY ngành xây dựng trong vòng 5 năm 2011- 2015.

**3.1. Giả thuyết nghiên cứu**

Nội dung lựa chọn đầu tư cho biết doanh nghiệp đầu tư vào loại tài sản nào, với mức độ là bao nhiêu. Tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản thể hiện cơ cấu

đầu tư của doanh nghiệp. Đối với các DNNY ngành Xây dựng Việt Nam, với đặc thù kinh doanh của ngành xây dựng không cần thiết phải chú trọng đầu tư nhiều vào tài sản dài hạn. Nếu tập trung đầu tư quá nhiều vào tài sản dài hạn là máy móc thiết bị sẽ làm giảm kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Tăng trưởng tổng tài sản có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả đề xuất các giả thuyết nghiên cứu sau:

*H1: Tỷ lệ đầu tư vào tài sản dài hạn có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*

*H2: Tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*

Nội dung huy động vốn cho biết doanh nghiệp lựa chọn nguồn vốn nào trong số các nguồn vốn để tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn (tổng tài sản) càng lớn thể hiện mức độ tự chủ tài chính của doanh nghiệp càng thấp. Có mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn) với kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời việc các DNNY ngành xây dựng sử dụng nhiều nợ ngắn hạn trên tổng nợ sẽ có tác động nghịch đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

*H3: Tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn, Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ, Tỷ lệ nợ vay trên tổng nguồn vốn đều có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*

Nội dung phân phối lợi nhuận cho biết doanh nghiệp dành bao nhiêu trong lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức và để lại để tái đầu tư. Tỷ lệ chi trả cổ tức cho biết tỷ lệ lợi nhuận dành để chi trả cổ tức trên tổng lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp dành nhiều phần lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức thì phần vốn dành cho tái đầu tư sẽ ít, doanh nghiệp phải huy động thêm vốn với chi phí cao làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Như vậy tác động này sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của năm sau (tức là có độ trễ). Do đó, trong bài viết, các chỉ tiêu tài chính được tác giả sử dụng lấy số liệu các năm từ 2011- 2015, riêng chỉ tiêu tỷ lệ chi trả cổ tức tác giả sử dụng số liệu các năm từ 2010- 2014. Tỷ lệ này có mối quan hệ nghịch chiều với kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả đề xuất các giả thuyết nghiên cứu sau:

*H4: Tỷ lệ chi trả cổ tức có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*



*H5: Lợi nhuận trên một cổ phần có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*

Nội dung quản lý chi phí được thể hiện ở tỷ lệ giữa chi phí của doanh nghiệp so với tổng doanh thu và thu nhập. Hiệu quả của công tác quản lý chi phí có ảnh hưởng rất lớn đến kết quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng. Trong bài viết tác giả sử dụng tỷ lệ giữa chi phí kinh doanh (gồm giá vốn hàng bán, chi phí tài chính, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp) trên tổng doanh thu kinh doanh (gồm doanh thu thuần và doanh thu tài chính) của doanh nghiệp để biểu thị cho quyết định quản lý chi phí. Tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

*H6: Tỷ lệ chi phí có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp*

Những doanh nghiệp xây dựng có quy mô tài sản lớn sẽ có nhiều cơ hội hơn trong nhận thầu công trình, có cơ hội tạo ra lợi nhuận lớn hơn, tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

*H7: Quy mô doanh nghiệp có tương quan dương với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp*

### 3.2. Lựa chọn biến

*Biến phụ thuộc:* Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng nhiều tiêu chí khác nhau: Hiệu quả tài chính, hiệu quả kinh doanh, hiệu quả tổng hợp. Với đặc điểm về nguồn thông tin ở Việt Nam, tác giả lựa chọn tiêu chí hiệu quả tài chính doanh nghiệp để đo lường hiệu quả hoạt động của các DNNY ngành xây dựng Việt Nam. Đồng thời với đặc điểm dữ liệu thu thập (tính có sẵn của báo cáo tài chính, thị giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng

nhều bởi tâm lý nhà đầu tư), tác giả sử dụng chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận tổng tài sản (ROA) làm biến phụ thuộc để đo lường hiệu quả tài chính của DNNY ngành xây dựng Việt Nam.

*Biến độc lập:* Tập hợp biến độc lập tác giả lựa chọn được trình bày trong Bảng 1

### 3.3. Mô hình hồi quy

Với biến phụ thuộc, các biến độc lập, kết hợp với các giả thuyết nghiên cứu đề xuất, tác giả thiết lập phương trình hồi quy để xác định tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của các DNNY ngành xây dựng như sau:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 tsdhts_{it} + \beta_2 GTS_{it} + \beta_3 nots_{it} + \beta_4 nongangts_{it} + \beta_5 vayts_{it} + \beta_6 csct_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \beta_8 chiphi_{it} + \beta_9 size_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (i = 1 \dots 92; t = 1 \dots 5)$$

Trong đó:

- $Y_{it}$ : Là biến phụ thuộc (ROA)
- $tsdhts$ ,  $GTS$ ,  $size$ ,  $nots$ ,  $nongangts$ ,  $vayts$ ,  $csct$ ,  $EPS$ ,  $chiphi$ : là các biến độc lập
- $\alpha$ : là hằng số ước lượng ; $\beta_j$ : là các hệ số ước lượng;  $\varepsilon$ : là phần dư
- $i$ : thể hiện dữ liệu cho doanh nghiệp;  $t$ : thể hiện thời gian

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê tóm tắt các biến

Xem bảng 2.

### 4.2. Kiểm định tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng Việt Nam

**Bảng 1. Tóm tắt các biến độc lập**

Các biến	Đo lường
Tsdhts	Tỷ lệ tài sản dài hạn/ tổng nguồn vốn
GTS	Tỷ lệ tăng trưởng giá trị tổng tài sản
Nots	Tỷ lệ nợ /tổng nguồn vốn
Nongangts	Tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng nguồn vốn
Vayts	Tỷ lệ nợ vay /tổng nguồn vốn
Csct	Tỷ lệ chi trả cổ tức
EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phần
Chiphi	Tỷ lệ chi phí kinh doanh/ doanh thu kinh doanh
Size	Logarit cơ số 10 của tổng tài sản





**Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả các biến**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	460	1.397288	4.720086	-35.4401	18.74978
Tsdhts	460	29.74161	20.02464	1.28	86.34
GTS	460	0.04653413	21.32745	-0.5558	1.7289
Nots	460	69.52796	16.14978	13.58	99.4
Nongants	460	82.19078	22.18911	4.46	100
Vayts	460	25.33713	15.81796	0	85.37
EPS	460	1303.783	2986.89	-10875	21401
Csct	460	0.07824895	3.193637	0	0.4545454
Chiphi	460	1.012851	.3492559	.14814	4.84635
Size	460	6.761138	4.227194	0.15	83.1

Nguồn: kết quả phân tích trên Stata

- Lựa chọn mô hình ước lượng Pooled OLS, FEM, REM

Kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian multiplier (LM test) được sử dụng để lựa chọn giữa phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên và phương pháp hồi quy ước lượng bình phương nhỏ nhất. Ho trong kiểm định này là  $H_0: \delta_u^2=0$  nghĩa là nếu  $H_0$  đúng thì không tồn tại tác động ngẫu nhiên, ta sẽ lựa chọn mô hình OLS gộp.

Kết quả (Prob> chibar2=0.0454) nhỏ hơn mức ý nghĩa 5%, vậy ta bác bỏ  $H_0$ , mô hình có tồn tại tác động ngẫu nhiên, không nên sử dụng mô hình Pooled OLS. Vì vậy, bài viết sẽ chỉ tập trung vào 2 kỹ thuật phân tích hồi quy dữ liệu mảng là mô hình tác động cố định và mô hình tác động ngẫu nhiên.

Để lựa chọn giữa mô hình hồi quy tác động cố định hay mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên, ta sử dụng kiểm định Hausman, trong đó giả thuyết  $H_0$  là không có mối tương quan giữa  $u_i$  và các biến độc lập, như vậy khi  $H_0$  đúng thì ta nên sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên, ngược lại khi bác bỏ  $H_0$  thì ta sử dụng mô hình tác động cố định.

Kết quả thống kê kiểm định Hausman (Prob>chi2=0.0000) cho thấy mô hình FEM tối ưu hơn mô hình REM. Việc sử dụng mô hình FEM đối với dữ liệu cho phép kiểm soát được những yếu tố cá biệt khác của các đơn vị chéo (các doanh nghiệp) có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Phần diễn giải về kết quả phân tích mô hình hồi quy sẽ dựa trên kết quả ước lượng của mô hình tác động cố định.

- Kiểm tra sự phù hợp của mô hình

+ Kiểm tra phát hiện đa cộng tuyến: Để kiểm tra phát hiện đa cộng tuyến, bài viết sử dụng thước đo thừa số tăng phương sai (VIF-Variance Inflated Factor). Kết quả thực hiện cho thấy tất cả các biến đều có VIF nhỏ hơn 2. Như vậy, ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

+ Kiểm tra hiện tượng tương quan chuỗi (tự tương quan): Kết quả kiểm định (Prob> F= 0.8610) cho thấy không đủ điều kiện để bác bỏ  $H_0$  nên không thể kết luận mô hình có tự tương quan bậc 1.

+ Kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi:

**Bảng 3. Kết quả kiểm định LM lựa chọn giữa mô hình REM và OLS**

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

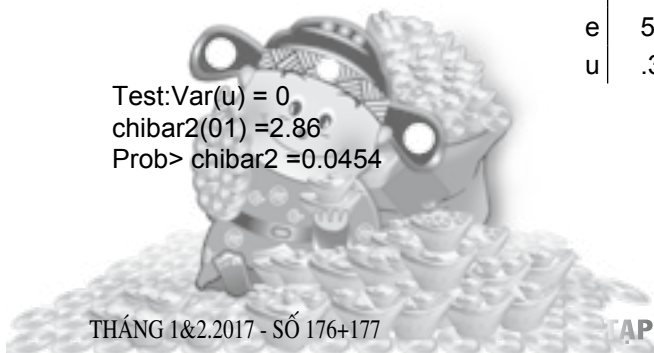
$$ROA[ID, t] = Xb + u[ID] + e[ID, t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
ROA	22.27922	4.720086
e	5.312222	2.304826
u	.3087509	.5556536

Test: Var(u) = 0  
chibar2(01) = 2.86  
Prob> chibar2 = 0.0454

Nguồn: Kết quả phân tích trên Stata



**Bảng 4. Kết quả kiểm định Hausman lựa chọn giữa mô hình FEM và REM**

--- Coefficients ---

	(b) Mohinhfe	(B) Mohinhre	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
Tsdhts	-0.0347822	-0.0184742	-0.016308	0.0106127
GTS	0.0248908	0.0265341	-0.0016433	0.0023437
Nots	-0.0769497	-0.0464765	-0.0304732	0.0186914
Nongants	-0.0045231	-0.0075645	0.0030414	0.0117528
Vayts	-0.0099494	0.0025082	-0.0124575	0.014476
Csct	-0.0236381	-0.0127638	-0.0108744	0.0139016
EPS	0.0010372	0.0008625	0.0001747	0.0000562
Chiphi	-2.93323	-3.644952	0.7117223	0.2028165
Size	-0.1403842	-0.1410798	0.0006956	0.0149103

b= consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B= inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg  
 Test:Ho:difference in coefficients not systematic  
 $\chi^2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$   
 =37.68  
 Prob>chi2=0.0000

Nguồn: Kết quả phân tích trên Stata

Thực hiện kiểm định Wald điều chỉnh nhằm kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi cho mô hình tác động cố định. Kết quả Prob>chi2=0.0000 cho thấy có hiện tượng phương sai sai số thay đổi trong mô hình tác động cố định. Với số liệu mảng có nhiều quan sát như nghiên cứu, hiện tượng phương sai sai số thay đổi là khó tránh khỏi.

**Kết quả hồi quy**

Để điều chỉnh độ lệch chuẩn cho dữ liệu mảng có vấn đề phương sai sai số thay đổi, lựa chọn robust được đưa thêm vào mô hình hồi quy tác động cố định. Kết quả hồi quy như sau: (bảng 5)  
 Với R<sup>2</sup>= 63,98% chứng tỏ các biến độc lập giải thích được 63,98% cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Giá trị F có ý nghĩa thống kê cho phép bác bỏ giả thiết tất cả các hệ số ước lượng đồng thời bằng 0. Điều này cho thấy mô hình hồi quy được coi là phù hợp.  
 Kết quả ước lượng cho thấy:

**Thứ nhất**, tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản có tác động nghịch đến ROA của doanh nghiệp. Điều này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu. Cụ thể, nếu các doanh nghiệp niêm yết ngành Xây dựng tập trung đầu tư càng nhiều vào tài sản dài hạn sẽ càng làm giảm ROA. Kết quả này phù hợp với đặc thù kinh doanh của ngành xây dựng. Do hoạt động xây

dựng có tính lưu động cao theo lãnh thổ nơi có công trình xây dựng. Công cụ và phương tiện lao động luôn phải di chuyển từ công trình này đến công trình khác. Vì vậy các phương án công nghệ và tổ chức xây dựng luôn phải biến đổi phù hợp với thời gian và địa điểm xây dựng. Các doanh nghiệp ngành xây dựng thường thực hiện thuê máy móc, thiết bị hoặc nhà thầu phụ để sản xuất. Nếu đầu tư tất cả các loại máy móc cần thiết cho một công trình có thể dẫn đến tình trạng không khai thác hết công suất. Hơn nữa địa điểm xây dựng thường xuyên thay đổi nên việc di chuyển máy móc có thể gặp nhiều khó khăn, tốn thời gian, chi phí. Vì vậy, nếu các doanh nghiệp ngành xây dựng đầu tư nhiều vào tài sản cố định sẽ không hiệu quả. Kết quả cũng cho thấy tăng trưởng tổng tài sản có tác động thuận tới ROA, phù hợp với giả thuyết đã đặt ra.

**Thứ hai**, tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn có tác động ngược chiều tới ROA của doanh nghiệp, phù hợp với giả thuyết nghiên cứu. Khi các DNNY ngành Xây dựng sử dụng nợ càng nhiều càng làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. *Đặc biệt trong giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng, việc duy trì hệ số nợ lớn sẽ là gánh nặng đối với các doanh nghiệp xây dựng. Các doanh nghiệp nhận được ít công trình, nhiều doanh nghiệp có lợi nhuận trước thuế và lãi vay thấp, thậm chí không có khả*



**Bảng 5. Kết quả ước lượng hồi quy tác động cố định sau khi khắc phục các lỗi của mô hình**

Fixed-effects (within) regression

Group variable: ID

R-sq:within= 0.6398

between = 0.8020

overall = 0.7010

F(9,91)=12.49

corr(u\_i, Xb)= -0.4410

Number of obs=460

Number of groups=92

Obs per group: min =5

avg =5.0

max =5

Prob> F=0.0000

(Std. Err. adjusted for 92 clusters in ID)

ROA	Coef.	Robust Std. Err.	T	P> t	[95% Conf. Interval]
Tsdhts	-3.680002***	1.209832	-3.04	0.003	-6.083184 -1.276819
GTS	0.024290***	0.008220	2.95	0.004	0.007962 0.040618
Size	-0.127201*	0.067581	-1.88	0.063	-0.261444 0.007041
Nots	-6.926002*	3.706897	-1.87	0.065	-14.289300 0.437293
Vayts	-0.022027	0.022021	-1.00	0.320	-0.065769 0.021714
Nongants	-0.007186	0.013012	-0.55	0.582	-0.033032 0.018660
EPS	0.110462***	0.016841	6.56	0.000	0.077009 0.143914
Csct	-1.962797**	0.866909	-2.26	0.026	-3.684805 -0.240789
Chiphi	-3.328112***	1.096556	-3.04	0.003	-5.506286 -1.149939
_cons	11.149050***	3.821755	2.92	0.004	3.557607 18.740500
sigma_u	1.7087165				
sigma_e	2.353074				
Rho	0.34525556	(fraction of variance due to u_i)			

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích hồi quy trên Stata

(\*) Ý nghĩa thống kê ở mức 10%; (\*\*) Ý nghĩa thống kê ở mức 5%; (\*\*\*) Ý nghĩa thống kê ở mức 1%

năng thanh toán lãi vay. Vì vậy tác động xấu đến ROA của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết quả ước lượng cho thấy chưa có bằng chứng thống kê cho thấy mối quan hệ giữa ROA của doanh nghiệp với tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ và tỷ lệ vay trên tổng nguồn vốn.

**Thứ ba**, tỷ lệ chi trả cổ tức có tác động nghịch tới ROA của doanh nghiệp, kết quả này ủng hộ giả thuyết nghiên cứu. Khi các DNNY ngành Xây dựng dành càng nhiều phần lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông thì phần vốn giữ lại cho tái đầu tư càng ít, doanh nghiệp có xu hướng phải huy động các nguồn vốn khác với chi phí lớn hơn làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả Bảng 5 cũng cho thấy thu nhập trên một cổ phần có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đã đặt ra. Doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh cao thường thu nhập trên một cổ phần lớn.

**Thứ tư**, tỷ lệ chi phí có tác động nghịch tới hiệu quả hoạt động của DNNY ngành Xây dựng, tức là khi

chi phí càng cao thì ROA doanh nghiệp càng giảm, chứng tỏ quyết định quản lý chi phí có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chất lượng quản lý chi phí càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng lớn.

**Thứ năm**, quy mô tài sản doanh nghiệp có tác động nghịch tới ROA của doanh nghiệp. Điều này trái ngược với giả thuyết đã đặt ra. Nguyên nhân là các DNNY ngành Xây dựng trong giai đoạn 2011- 2015 gặp nhiều khó khăn do thị trường xây dựng trầm lắng nên ngay cả những doanh nghiệp có quy mô lớn cũng không tránh khỏi tác động, kết quả kinh doanh thấp. Một mặt do tác động của thị trường, nhưng mặt khác cũng do bản thân các doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả, kết quả không tương xứng với quy mô doanh nghiệp. Ngược lại, với những doanh nghiệp quy mô nhỏ lại bị tác động ít hơn của thị trường, phản ứng nhanh hơn với những biến động thị trường nên kết quả khả quan hơn.

## 5. Kết luận



Như vậy quản trị tài chính có ảnh hưởng trực tiếp đến ROA của các DNNY ngành Xây dựng. Kết quả nghiên cứu cho thấy, có mối tương quan nghịch giữa tỷ lệ đầu tư vào tài sản dài hạn, quy mô tài sản, tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn, tỷ lệ chi trả cổ tức, tỷ lệ chi phí và ROA, trong khi đó tồn tại mối tương quan thuận giữa tỷ lệ tăng trưởng tổng tài sản, lợi nhuận trên một cổ phần và ROA của các DNNY ngành Xây dựng.

Từ kết quả đánh giá trên cho thấy để tăng tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản, các DNNY ngành Xây dựng không nên đầu tư quá nhiều vào tài sản dài hạn, giảm tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn. Đồng thời thực

hiện quản lý chặt chẽ chi phí kinh doanh cũng như duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức hợp lý.

*Hạn chế của nghiên cứu:* Hiện nghiên cứu mới chỉ tập trung vào các DNNY ngành xây dựng, chưa thực hiện nghiên cứu đối với các doanh nghiệp khác thuộc ngành xây dựng ngoài nhóm DNNY. Đồng thời, thời gian quan sát chưa đủ dài. Vì vậy tác giả sẽ tiếp tục nghiên cứu theo hướng mở rộng phạm vi nghiên cứu tại các doanh nghiệp xây dựng khác ngoài nhóm DNNY và mở rộng thời gian nghiên cứu. Vấn đề đánh giá tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng sẽ được giải quyết triệt để và toàn diện hơn. ■

### Tài liệu tham khảo

1. Bambang Sudiyatno, Elen Puspitasari, Andi Kartika (2012), *The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange*, *American International Journal of Contemporary Research* Vol. 2 No. 12; December 2012
2. Hult G.T.M. et al (2008), "An assessment of the measurement of performance in international business research", *Journal of international business studies* 39, pp. 1064-1080.
3. James C. Van Horne, John M. Wachowicz (2001), *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall, 11th edition
4. James R. McGuigan, William J. Kretlow, R. Charles Moyer (2009), *Contemporary Corporate Finance*, South - Western
5. Helen M. Hasan, Mohammad Al Multairi (2011), *The impact of corporate Financing Decision on Corporate Performance in absence of taxes: Panel data from Kuwait stock market*
6. Mykhailo Iavorskyi (2013), *The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Ukraine*
7. Richards A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (2009), *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw - Hill, 6th edition
8. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford D. Jordan (2008), *Corporate Finance Fundamentals*, Mc Graw - Hill, 8th edition
9. Kolawole Olugbenga Oladele (2013), *The Determinants of Value Creation in the Nigerian Banking Industry: Panel Evidence*, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 4 No. 3; March 2013

### Thông tin tác giả

**Phạm Thị Vân Huyền**, Nghiên cứu sinh

Nơi công tác: Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính- Ngân hàng

Tạp chí tiêu biểu đã có bài đăng tải: Tạp chí Tài chính, Tạp chí Doanh nghiệp và Thương mại

Email: huyenptv@hvn.edu.vn

### Summary

#### The impact of corporate financial management on corporate performance of listed construction companies

*This study examines the impact of corporate financial management on corporate performance of construction companies listed on Vietnam Stock Exchange. It has looked into the case of 92 construction companies that listed on Ho Chi Minh City and Hanoi Stock Exchange in the period from 2011 to 2015. The empirical results showed that fixed asset to total assets ratio, size of company, debt to total asset ratio, dividend payout ratio, expense ratio have significant negative effects on return on assets. Growth in total assets ratio, EPS have significant positive effects on return on assets.*

*Keywords: Corporate finance management, corporate performance, listed construction companies.*

**Huyen Thi Van Pham**, Fellows.

Finance Faculty, Banking Academy.

Received: 27 December 2016 / Accepted: January 2017

