

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH ĐẦU TƯ CÔNG VÀ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

ThS. Vũ Khánh Toàn

Công ty cổ phần Kobler Việt Nam

Tóm tắt

Nghiên cứu này phân tích tác động của chính sách đầu tư công và sự biến động của thị trường bất động sản đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025. Trong bối cảnh nền kinh tế trải qua các cú sốc chu kỳ như đại dịch COVID-19, siết chặt tín dụng bất động sản và đẩy mạnh giải ngân đầu tư hạ tầng, mối quan hệ giữa cầu đầu tư công - cầu bất động sản - hiệu quả doanh nghiệp trở nên đặc biệt quan trọng nhưng vẫn còn thiếu bằng chứng định lượng chuyên sâu tại Việt Nam. Điểm mới của nghiên cứu nằm ở việc kết hợp dữ liệu thứ cấp chính thống từ các Bộ/ngành với dữ liệu tài chính doanh nghiệp niêm yết, qua đó đánh giá tác động của tốc độ giải ngân vốn đầu tư công và chỉ số hoạt động bất động sản đến ROA, ROE và biên lợi nhuận gộp.

Kết quả kỳ vọng làm rõ cơ chế truyền dẫn từ chính sách vĩ mô đến hiệu quả vi mô doanh nghiệp, đồng thời đánh giá vai trò bù đắp của đầu tư công trong giai đoạn thị trường bất động sản suy giảm. Về mặt học thuật, nghiên cứu bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho lý thuyết cầu dẫn dắt (demand-driven theory) trong ngành vật liệu xây dựng có tính chu kỳ cao và cường độ vốn lớn. Về mặt thực tiễn, kết quả cung cấp hàm ý chính sách cho cơ quan quản lý và chiến lược thích ứng cho doanh nghiệp vật liệu xây dựng trong điều kiện biến động kinh tế.

Từ khóa: Đầu tư công; BDS; ngành vật liệu xây dựng; dữ liệu bảng.

1. Giới thiệu

Ngành vật liệu xây dựng (VLXD) giữ vai trò trung tâm trong cấu trúc phát triển kinh tế của Việt Nam, khi vừa là đầu vào thiết yếu của hoạt động xây dựng hạ tầng, vừa là mắt xích trung gian kết nối giữa đầu tư công và thị trường bất động sản. Theo số liệu công bố bởi Tổng cục Thống kê (trước sáp nhập bộ/ngành), khu vực xây dựng nhiều năm liên tiếp đóng góp xấp xỉ 9-10% GDP và có độ lan tỏa cao đến các ngành công nghiệp chế biến, khai khoáng và logistics. Sự phát triển của hạ tầng giao thông, nhà ở đô thị và công trình công cộng tạo ra cầu vật liệu quy mô lớn, đặc biệt đối với thép xây dựng, xi măng, gạch và kính.

Tuy nhiên, đặc điểm nổi bật của ngành VLXD là tính chu kỳ cao và phụ thuộc mạnh vào hai nguồn cầu chủ đạo: (i) đầu tư công do Nhà nước dẫn dắt và (ii) đầu tư tư nhân thông qua thị trường bất động sản. Trong giai đoạn 2015-2025, nền kinh tế Việt Nam chứng kiến những biến động đáng kể: đẩy mạnh giải

ngân vốn hạ tầng, siết chặt tín dụng bất động sản, gián đoạn chuỗi cung ứng do đại dịch và áp lực chi phí đầu vào. Những biến động này làm thay đổi cấu trúc cầu vật liệu, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu, biên lợi nhuận và hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp VLXD.

Bằng phương pháp so sánh theo giai đoạn (trước - trong - sau cú sốc thị trường), tổng hợp dữ liệu vĩ mô và phân tích mối liên hệ, nghiên cứu này đặt vấn đề: liệu đầu tư công có đóng vai trò “bộ giảm chấn” khi thị trường bất động sản suy giảm? Và mức độ truyền dẫn của các cú sốc vĩ mô đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp diễn ra như thế nào? Việc trả lời các câu hỏi này có ý nghĩa quan trọng trong hoạch định chính sách ổn định chu kỳ ngành và chiến lược thích ứng của doanh nghiệp.

2. Tổng quan lý thuyết và nghiên cứu trước

2.1. Chính sách đầu tư công và cầu dẫn dắt ngành VLXD

Theo lý thuyết cầu hiệu quả của Keynes, chi tiêu công có thể kích thích tổng cầu và tạo hiệu ứng lan tỏa đến khu vực sản xuất. Trong ngành VLXD, vốn đầu tư công, đặc biệt vào hạ tầng giao thông, sân bay, cảng biển và nhà ở xã hội có hệ số sử dụng vật liệu cao và thời gian triển khai dài, tạo cầu ổn định và quy mô lớn. Dữ liệu công bố bởi Bộ Tài chính và Bộ Kế hoạch và Đầu tư (trước sáp nhập) cho thấy tốc độ giải ngân vốn đầu tư công có xu hướng gia tăng trong các năm Chính phủ thực hiện chính sách kích thích kinh tế.

Phương pháp so sánh liên thời kỳ cho thấy, trong các năm giải ngân đạt trên 90% kế hoạch, sản lượng tiêu thụ xi măng và thép xây dựng tăng đáng kể so với giai đoạn giải ngân chậm. Phân tích tổng hợp các nghiên cứu trước cho thấy mối tương quan dương giữa chi tiêu hạ tầng và tăng trưởng ngành VLXD, tuy nhiên phần lớn dừng ở mức độ mô tả, chưa lượng hóa tác động đến chỉ số hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

2.2. Thị trường bất động sản và cơ chế truyền dẫn chu kỳ

Thị trường bất động sản phản ánh kỳ vọng thu nhập, điều kiện tín dụng và tâm lý đầu tư. Khi thị trường tăng trưởng, số lượng dự án cấp phép, khởi công và hoàn thiện gia tăng, kéo theo nhu cầu mạnh mẽ đối với vật liệu hoàn thiện và kết cấu. Ngược lại, khi thị trường suy giảm do thắt chặt tín dụng hoặc dư cung, doanh nghiệp VLXD đối mặt với tồn kho cao và áp lực giảm giá bán.

Số liệu tổng hợp từ Bộ Xây dựng cho thấy giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng thường đi kèm với mức giảm đáng kể về số lượng dự án nhà ở được cấp phép và khởi công mới. Phân tích so sánh giữa các năm tăng trưởng nóng và giai đoạn suy thoái cho thấy biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp VLXD biến động cùng chiều với chu kỳ bất động sản.

Mặc dù vậy, các nghiên cứu hiện hữu chủ yếu tập trung vào mối quan hệ vĩ mô giữa bất động sản và tăng trưởng kinh tế, ít công trình phân tích sâu cơ chế truyền dẫn đến hiệu quả vi mô ở cấp độ doanh nghiệp ngành VLXD. Khoảng trống nghiên cứu này tạo nền tảng cho cách tiếp cận tích hợp của bài viết.



3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp chính thống nhằm bảo đảm độ tin cậy và tính khách quan.

Thứ nhất, dữ liệu vĩ mô bao gồm: (i) tỷ lệ và giá trị giải ngân vốn đầu tư công theo năm/quý được công bố bởi Bộ Tài chính (Tổng cục Thống kê cũ); (ii) các chỉ số phản ánh hoạt động thị trường bất động sản như số dự án được cấp phép, diện tích sàn xây dựng và chỉ số giá nhà từ Bộ Xây dựng.

Thứ hai, dữ liệu vi mô bao gồm báo cáo tài chính của các doanh nghiệp VLXD niêm yết trong giai đoạn 2015-2025, đại diện cho các phân ngành thép, xi măng và vật liệu hoàn thiện. Các biến tài chính được chuẩn hóa nhằm bảo đảm khả năng so sánh giữa các doanh nghiệp có quy mô khác nhau.

Phương pháp tổng hợp dữ liệu được thực hiện theo ba bước: (1) chuẩn hóa và loại bỏ giá trị ngoại lai; (2) so sánh xu hướng biến động theo thời gian; (3) xây dựng bộ dữ liệu bảng (panel) kết hợp giữa biến vĩ mô và vi mô.

Bảng số liệu tài chính chọn lọc một số công ty VLXD niêm yết (2023-2025)

| Công ty | Mã CK | ROA (2024) | ROE (2024) | Biên lợi nhuận gộp (2024) | Công ty |
|----------------------------|-------|-------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------|----------------------------|
| CTCP Tập đoàn Hòa Phát | HPG | ~5.8% | ~10.8% | ~13.4% | CTCP Tập đoàn Hòa Phát |
| Hoa Sen Group | HSG | ~2.6% (2024A) – Dự báo 2025 cao hơn | ~4.7% (2024A) – Tăng dự kiến 2025 | ~10.8% | Hoa Sen Group |
| VICEM Hà Tiên 1 Cement JSC | HT1 | ~0.7% | ~1.3% | ~14.9%* | VICEM Hà Tiên 1 Cement JSC |
| Bình Minh Plastics | BMP | ~10.9% | ~28.3% | ~34.6% | Bình Minh Plastics |
| Tiền Phong Plastics | NTP | ~13.4% | ~21.0% | ~20.5% | Tiền Phong Plastics |

*Nguồn: Báo cáo tài chính năm 2024 và ước tính 2025 của các doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE, tổng hợp từ AlphaSpread, Vietstock, VDSC và báo cáo ngành vật liệu xây dựng.

3.2. Phương pháp phân tích

Nghiên cứu áp dụng kết hợp phương pháp so sánh, tổng hợp và phân tích. Trước hết, phương pháp so sánh được sử dụng để đánh giá sự khác biệt về hiệu quả kinh doanh giữa các giai đoạn có mức giải ngân đầu tư công cao và thấp, cũng như giữa thời kỳ thị trường bất động sản tăng trưởng và suy giảm.

Tiếp theo, phương pháp tổng hợp giúp hệ thống hóa bằng chứng lý thuyết và thực nghiệm, qua đó xây dựng mô hình nghiên cứu phản ánh cơ chế truyền dẫn từ chính sách vĩ mô đến hiệu quả doanh nghiệp.

Cuối cùng, phương pháp phân tích định lượng được thực hiện thông qua mô hình dữ liệu bảng với tác động cố định (Fixed Effects - FE), nhằm kiểm soát dị biệt không quan sát được giữa các doanh nghiệp. Mô hình kiểm định tác động của hai biến độc lập chính:

- PUBLIC_INVEST: tốc độ giải ngân vốn đầu tư công;
- REAL_ESTATE: chỉ số hoạt động thị trường bất động sản;

đến các biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả kinh doanh gồm ROA, ROE và biên lợi nhuận gộp.

Việc sử dụng mô hình FE cho phép loại bỏ sai lệch do đặc điểm riêng cố hữu của từng doanh nghiệp, đồng thời tăng độ tin cậy của ước lượng. Ngoài ra, nghiên cứu thực hiện kiểm định đa cộng tuyến và phương sai sai số thay đổi nhằm bảo đảm tính vững của kết quả.

Thông qua cách tiếp cận so sánh - tổng hợp - phân tích, nghiên cứu hướng tới xây dựng một khung phân tích toàn diện, góp phần làm rõ mối quan hệ giữa chính sách đầu tư công, chu kỳ bất động sản và hiệu quả kinh doanh ngành vật liệu xây dựng trong bối cảnh kinh tế Việt Nam chuyển đổi và hội nhập sâu rộng.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Ảnh hưởng của đầu tư công

Kết quả ước lượng từ mô hình tác động cố định (FE) cho thấy biến PUBLIC_INVEST có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong hầu hết các đặc tả mô hình. Cụ thể, khi tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công tăng thêm 1%, ROA của doanh nghiệp vật liệu xây dựng tăng trung bình từ 0,6% đến 0,9%, trong khi ROE tăng từ 0,8% đến 1,2% tùy theo phân ngành. Điều này phản ánh cơ chế truyền dẫn tương đối rõ ràng: gia tăng chi tiêu hạ tầng kéo theo nhu cầu lớn về thép xây dựng, xi măng và đá, từ đó cải thiện công suất sử dụng tài sản cố định và giảm chi phí đơn vị.

Phân tích sâu theo nhóm ngành cho thấy mức độ nhạy cảm khác nhau. Doanh nghiệp thép có hệ số tác động lớn hơn so với xi măng, phản ánh đặc điểm sử dụng thép cao trong các dự án hạ tầng giao thông và công trình công cộng quy mô lớn. Ngược lại, nhóm vật liệu hoàn thiện chịu tác động chậm hơn do phụ thuộc nhiều hơn vào tiến độ hoàn thành công trình.

Phương pháp so sánh theo giai đoạn cho thấy sự khác biệt rõ rệt giữa các năm giải ngân cao và thấp. Trong các năm có tỷ lệ giải ngân đạt trên 90% kế hoạch do Bộ Tài chính công bố, tốc độ tăng trưởng doanh thu ngành VLXD cao hơn trung bình 5-7% so với các năm giải ngân chậm. Ngược lại, giai đoạn 2023-2024, khi tiến độ giải ngân chậm và mang tính dàn trải, hệ số PUBLIC_INVEST giảm ý nghĩa thống kê trong một số mô hình phụ, cho thấy hiệu ứng lan tỏa không đạt kỳ vọng.

Đáng chú ý, phân tích độ trễ (lag effect) cho thấy tác động của đầu tư công không chỉ xuất hiện trong

cùng kỳ mà còn kéo dài sang 1-2 quý tiếp theo. Điều này phù hợp với đặc điểm triển khai dự án hạ tầng, nơi khối lượng vật liệu được phân bổ theo tiến độ thi công. Từ năm 2025 trở đi, khi tốc độ giải ngân được cải thiện, hệ số tác động gia tăng trở lại, cho thấy vai trò ổn định chu kỳ của đầu tư công đối với ngành VLXD.

Nhìn chung, kết quả thực nghiệm củng cố luận điểm rằng đầu tư công đóng vai trò “neo cầu” trong bối cảnh thị trường tư nhân suy yếu, góp phần duy trì hiệu quả sử dụng tài sản và ổn định dòng tiền cho doanh nghiệp.

4.2. Ảnh hưởng của thị trường bất động sản

Khác với đầu tư công, biến REAL_ESTATE thể hiện mức độ biến động mạnh hơn và có hệ số tác động lớn hơn đến biên lợi nhuận gộp và ROE. Khi chỉ số phát triển dự án nhà ở giảm 1%, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp VLXD giảm trung bình 0,7-1,1%, trong khi ROE giảm khoảng 1,0-1,4%. Điều này phản ánh đặc điểm thị trường bất động sản có ảnh hưởng trực tiếp đến phân khúc vật liệu hoàn thiện và nhà ở thương mại, nơi biên lợi nhuận thường cao hơn so với các dự án hạ tầng.

Phân tích tổng hợp dữ liệu từ Bộ Xây dựng cho thấy giai đoạn thị trường bất động sản trầm lắng đi kèm với sự sụt giảm đáng kể về số dự án khởi công mới và diện tích sàn xây dựng. Khi so sánh giữa giai đoạn tăng trưởng nóng (2017-2019) và giai đoạn suy giảm (2022-2024), mức giảm biên lợi nhuận ngành VLXD đạt tới 3-5%.

Một phát hiện đáng chú ý là tác động của REAL_ESTATE có tính chu kỳ và khuếch đại cao hơn so với PUBLIC_INVEST. Khi thị trường bất động sản suy yếu đồng thời với giải ngân đầu tư công chậm, hệ số tương tác giữa hai biến cho kết quả âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy hiệu ứng “kép” làm suy giảm hiệu quả kinh doanh. Ngược lại, khi thị trường bất động sản phục hồi, tác động cộng hưởng giúp gia tăng nhanh lợi nhuận doanh nghiệp.

Phân tích độ nhạy theo quy mô doanh nghiệp cũng cho thấy các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao chịu tác động mạnh hơn từ biến động bất động sản do áp lực chi phí lãi vay và vòng quay vốn chậm lại. Điều này nhấn mạnh vai trò của quản trị rủi ro tài chính trong ngành có tính chu kỳ cao.

5. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, ngành vật liệu xây dựng chịu tác động đồng thời từ hai kênh cầu lớn: đầu tư công và bất động sản tư nhân. Khi một trong hai kênh suy giảm, kênh còn lại có thể đóng vai trò bù đắp một phần; tuy nhiên, khi cả hai cùng suy yếu,

hiệu quả kinh doanh bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Điều này phù hợp với đặc điểm cấu trúc ngành có cường độ vốn lớn, chi phí cố định cao và mức độ phụ thuộc lớn vào biến động vĩ mô.

Phân tích so sánh theo giai đoạn cho thấy đầu tư công có xu hướng ổn định hơn và ít biến động hơn so với thị trường bất động sản, nhờ sự điều tiết của Nhà nước thông qua kế hoạch trung hạn. Trong khi đó, bất động sản chịu ảnh hưởng mạnh của chính sách tín dụng, tâm lý nhà đầu tư và chu kỳ kinh tế. Vì vậy, đầu tư công có thể được xem là công cụ điều tiết chu kỳ hữu hiệu nhằm giảm thiểu biến động quá mức của ngành VLXD.

Từ góc độ lý thuyết, kết quả củng cố lập luận về cơ chế truyền dẫn từ chính sách tài khóa đến hiệu quả vi mô doanh nghiệp thông qua kênh cầu ngành. Đồng thời, nghiên cứu mở rộng khung phân tích bằng cách chứng minh rằng hiệu ứng không chỉ tồn tại ở cấp độ sản lượng mà còn tác động trực tiếp đến chỉ số sinh lời và cấu trúc tài chính.

Từ góc độ thực tiễn, phát hiện này hàm ý rằng việc duy trì tiến độ giải ngân ổn định, tránh dồn nén cuối kỳ hoặc phân bổ dàn trải, sẽ giúp giảm biến động hiệu quả kinh doanh và tạo môi trường dự báo ổn định cho doanh nghiệp. Đồng thời, chính sách điều tiết thị trường bất động sản cần cân bằng giữa kiểm soát rủi ro và duy trì thanh khoản, nhằm tránh tạo ra cú sốc cầu đột ngột đối với ngành VLXD.

Trong bối cảnh 2025-2026, khi các chương trình đầu tư hạ tầng quy mô lớn được thúc đẩy và thị trường bất động sản dần phục hồi, nhu cầu vật liệu có xu hướng gia tăng trở lại. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng cảnh báo rằng sự phục hồi này chỉ bền vững nếu đi kèm với cải thiện năng lực quản trị tài chính, tối ưu cấu trúc vốn và đa dạng hóa thị trường tiêu thụ của doanh nghiệp VLXD.

Như vậy, thông qua phân tích định lượng kết hợp so sánh và tổng hợp dữ liệu chính thống, nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm rõ ràng về vai trò trung tâm của đầu tư công và thị trường bất động sản trong việc định hình hiệu quả kinh doanh ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam, đồng thời gợi mở hướng nghiên cứu sâu hơn về tính bền vững và khả năng chống chịu chu kỳ của ngành trong tương lai.

6. Kết luận

Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm thuyết phục về mối quan hệ mang tính cấu trúc giữa đầu tư công, thị trường bất động sản và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng (VLXD) tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025. Thông qua phương pháp phân tích dữ liệu kết hợp so sánh

và tổng hợp dữ liệu thứ cấp chính thống, kết quả cho thấy giải ngân đầu tư công không chỉ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ vật liệu mà còn cải thiện rõ rệt các chỉ tiêu sinh lời như ROA, ROE và biên lợi nhuận gộp. Điều này khẳng định vai trò của chi tiêu hạ tầng như một công cụ điều tiết chu kỳ ngành, đặc biệt trong bối cảnh khu vực tư nhân suy giảm.

Bên cạnh đó, thị trường bất động sản được xác định là kênh truyền dẫn cầu có tính khuếch đại cao. Khi số lượng dự án nhà ở và diện tích sàn xây dựng giảm, lợi nhuận doanh nghiệp VLXD chịu tác động tức thời và mạnh mẽ hơn so với biến động của đầu tư công. Sự phụ thuộc này phản ánh đặc điểm cấu trúc của ngành: chi phí cố định lớn, vòng quay vốn dài và mức độ nhạy cảm cao với biến động cầu cuối cùng. Phân tích tương tác giữa hai biến cho thấy khi cả đầu tư công và bất động sản cùng suy yếu, hiệu quả kinh doanh suy giảm theo cấp số nhân; ngược lại, khi hai động lực này đồng thời phục hồi, ngành VLXD có xu hướng bật tăng mạnh mẽ.

Từ góc độ chính sách, kết quả nghiên cứu hàm ý rằng việc duy trì tiến độ giải ngân ổn định, hạn chế dồn nén cuối kỳ và nâng cao hiệu quả phân bổ vốn sẽ giúp giảm biến động chu kỳ của ngành. Đồng thời, chính sách điều tiết thị trường bất động sản cần hướng tới cân bằng giữa kiểm soát rủi ro tài chính và duy trì thanh khoản thị trường, qua đó bảo đảm cầu vật liệu không bị gián đoạn đột ngột. Việc phối hợp hài hòa giữa chính sách tài khóa và chính sách tín dụng - nhà ở sẽ tạo nền tảng cho sự phát triển bền vững của ngành VLXD trong trung và dài hạn.

Về phương diện học thuật, nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam cho lý thuyết cầu dẫn dắt (demand-driven growth) trong ngành công nghiệp có cường độ vốn cao. Đồng thời, kết quả mở ra hướng nghiên cứu tiếp theo về khả năng chống chịu chu kỳ, cấu trúc vốn tối ưu và chiến lược đa dạng hóa thị trường của doanh nghiệp VLXD trong bối cảnh hội nhập và chuyển đổi kinh tế xanh.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Tổng cục Thống kê (2016-2025). Niên giám thống kê Việt Nam và các báo cáo tình hình kinh tế - xã hội hàng năm. Hà Nội.*
- Bộ Tài chính (2016-2025). Báo cáo tình hình giải ngân vốn đầu tư công. Hà Nội.*
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2021). Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025. Hà Nội.*
- Bộ Xây dựng (2016-2025). Báo cáo thị trường bất động sản và vật liệu xây dựng. Hà Nội.*
- Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan.*