



Working Paper 2022.1.4.03
- Vol 1, No 4

**TÁC ĐỘNG CỦA CÁC NHÂN TỐ BÊN TRONG DOANH NGHIỆP ĐẾN
HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DN TRONG NGÀNH XÂY DỰNG CƠ BẢN
ĐÃ NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Phan Trà My¹

Sinh viên K56 - Quản trị kinh doanh quốc tế - Khoa Quản trị kinh doanh
Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Phương Chi

Giảng viên Khoa Quản trị kinh doanh
Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu các nhân tố bên trong doanh nghiệp (DN) ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của 64 DN ngành xây dựng cơ bản niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Các nhân tố được tác giả phân tích và tổng hợp từ các nghiên cứu trong và ngoài nước đã được thực hiện trước đó. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra ảnh hưởng tích cực của hệ số tài sản cố định (TSCĐ) trên tổng tài sản (TTS), vòng quay khoản phải thu và tác động tiêu cực của hệ số tiền và chứng khoán kinh doanh trên tài sản ngắn hạn, vòng quay khoản phải trả, lãi vay, hệ số hàng tồn kho trên tài sản ngắn hạn (TSNH) đến hiệu quả tài chính (ROE) của DN. Căn cứ vào các kết quả thu được tác giả đã đưa ra một số khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của các DN trong ngành xây dựng cơ bản niêm yết ở Việt Nam.

Từ khóa: hiệu quả tài chính, xây dựng cơ bản, Việt Nam.

**EFFECTS OF INTERNAL FACTORS ON FINANCIAL PERFORMANCE OF
LISTED CONSTRUCTION COMPANIES IN VIETNAM**

Abstract

The article studies the internal factors affecting the financial performance of 64 construction companies listed on the stock market of Vietnam. The factors are analyzed and synthesized by the author from previous domestic and foreign studies. The research results shows the positive influence of the ratio of fixed assets on total assets, the turnover of receivables and the negative impact of the ratio of cash and trading securities on short-term assets, accounts payables turnover ratio, interest, inventory to short-term assets ratio to the financial performance (ROE) of enterprises. Based on the obtained results, the author has made some recommendations to improve the financial performance of listed companies in the construction industry in Vietnam.

¹ Tác giả liên hệ, Email: tramyphan@ftu.edu.vn

1. Tính cấp thiết của đề tài

Trong nền kinh tế thị trường, hiệu quả hoạt động kinh doanh nói chung và hiệu quả tài chính nói riêng là một trong những mục tiêu quan trọng nhất, quyết định sự tồn tại của DN. Chỉ những DN hoạt động kinh doanh có hiệu quả mới có thể bù đắp được chi phí kinh doanh, hoàn thành nghĩa vụ đối với Nhà nước và đảm bảo thu nhập cho người lao động, có tích lũy để tái đầu tư, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Để có thể nâng cao hiệu quả tài chính của DN, các nhà quản trị cần phải nắm rõ các nhân tố ảnh hưởng cũng như mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả tài chính, từ đó đưa ra những quyết định phù hợp cho DN.

Ngành xây dựng cơ bản có vai trò quan trọng trong hệ thống kinh tế quốc dân, góp phần hình thành nên các tài sản cố định của nền kinh tế, đặc biệt là nhà xưởng, thiết bị. Trong bối cảnh nền kinh tế chịu tác động mạnh của dịch COVID, tỷ lệ đóng góp của ngành xây dựng vào GDP cả nước năm 2020 ở mức cao bậc nhất 6,19% GDP. Có thể nói, ngành xây dựng là một điểm sáng trong đại dịch. Theo báo cáo ngành xây dựng năm 2019, ngành xây dựng Việt Nam đang ở cuối giai đoạn Tăng trưởng, chuẩn bị bước vào giai đoạn Tái cấu trúc. Điều này đồng nghĩa với việc tốc độ tăng trưởng của ngành sẽ chậm lại, áp lực cạnh tranh ngày càng tăng cao. Nâng cao hiệu quả tài chính cũng chính là một trong những phương thức giúp các DN nâng cao được năng lực cạnh tranh của mình. Nhận thức được tầm quan trọng của vấn đề, bài viết được thực hiện nhằm lượng hoá mối quan hệ giữa các nhân tố bên trong DN với hiệu quả tài chính của các DN ngành xây dựng cơ bản niêm yết trên TTCK Việt Nam, từ đó đề ra giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả tài chính cho các DN.

2. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

Những năm gần đây, có nhiều các nghiên cứu về hiệu quả tài chính và các nhân tố gây ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính. Các nghiên cứu lý thuyết về hiệu quả tài chính dựa trên nền tảng của kinh tế vi mô, các nghiên cứu thực nghiệm lại dựa trên hai mối quan tâm chính là đo lường hiệu quả tài chính và đánh giá tác động của các nhân tố đến hiệu quả tài chính.

Cấu trúc vốn

Theo lý thuyết của Miller và Modigliani (1958) về cấu trúc vốn: Trong một thị trường hoàn hảo, cơ cấu vốn không ảnh hưởng đến giá trị DN, vì vậy, không có một cơ cấu vốn tối ưu cho một DN cụ thể. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia đã phản bác rằng: Những giả định của một thị trường hoàn hảo như không có chi phí giao dịch, không thuế, thông tin cân xứng, không có chi phí phá sản là không phù hợp với môi trường hoạt động của DN trên thực tế. Do đó, vì sự không hoàn hảo của thị trường, sự lựa chọn cấu trúc vốn của một DN có thể ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh, hiệu quả tài chính của DN đó.

Các chuyên gia tài chính theo quan điểm cổ điển cho rằng: Tăng đòn bẩy tài chính của DN (ví dụ: tăng tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn của DN lên đến một thời điểm nào đó) sẽ làm tăng khả năng sinh lời của DN. Tuy nhiên khi vượt thời điểm đó, nếu tỷ trọng nợ tiếp tục tăng lên trong đòn bẩy có thể làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính cũng như chi phí phá sản của DN, từ đó làm giảm khả năng sinh lời của DN.

Lý thuyết đánh đổi của Myers (1977) cũng cho rằng tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu mà tại đó có sự cân bằng lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính của DN, từ đó tối đa hoá lợi ích của DN. Theo như lý thuyết này, việc các DN tiếp tục tăng các khoản nợ sẽ khiến các DN phải trả một mức lãi suất cao hơn và có thể làm giảm lợi nhuận sau thuế trong tương lai. Điều này có thể dẫn tới những khó khăn về mặt tài chính và có thể dẫn tới phá sản.

Quy mô DN:

Các nghiên cứu trước đây xác định quy mô DN có thể là TTS, VCSH, số lượng nhân viên, doanh thu...

- Nghiên cứu của Mathur và Mathur (2000), Onaolapo và Kajola (2010), Amato và Burson (2007) đã chỉ ra rằng quy mô càng lớn, hiệu quả tài chính càng cao. Quan điểm này dựa trên lý thuyết cơ bản về lợi thế kinh tế nhờ quy mô. Theo lý thuyết này thì lợi thế kinh tế về mặt quy mô xảy ra bởi một loạt các nguyên nhân như: Tài chính (công ty lớn có thể đi vay với lãi suất thấp hơn và có khả năng mua nhiều hàng hóa hơn nên được hưởng chiết khấu thương mại nhiều hơn); cơ cấu tổ chức (công ty lớn thì trình độ chuyên môn và mức độ chuyên môn hóa của lao động cao); trình độ công nghệ, kỹ thuật (công ty lớn có lợi thế về tỷ lệ chi phí cố định trên sản phẩm).

- Theo như nghiên cứu của Simon (1959), Whittington (1980), Amarjit và các cộng sự (2010), Humera và cộng sự (2011), quy mô không ảnh hưởng tới lợi nhuận hay hiệu quả tài chính của DN. Nguyên nhân là bởi các DN có quy mô lớn thì lợi nhuận sẽ tăng, tuy nhiên mức tăng của lợi nhuận không đủ lớn dẫn tới ROA không tăng hoặc tăng không đáng kể.

- Mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả tài chính của DN là mối quan hệ nghịch biến: Quan điểm này dựa trên lý thuyết lựa chọn (alternative theory) cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô công ty và hiệu quả tài chính. Ngoài ra, nếu quy mô công ty quá lớn nhiều khi lại tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính do một số vấn đề về tham nhũng và một số lý do khác (Yuqi, 2008). Mặt khác, công ty lớn có thể hoạt động thiếu hiệu quả do quá trình kiểm soát kém, điều này cũng gây tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính.

Tốc độ tăng trưởng

Trên thực tế, khi DN tăng trưởng quá nhanh cũng có thể gặp phải những rủi ro, phát triển nhanh sẽ không đem lại lợi ích gì nếu như DN không đủ năng lực quản lý. Trong bài viết này, tốc độ tăng trưởng của DN được hiểu là tốc độ tăng trưởng TTS. Trường hợp tăng trưởng tài sản thì cần lưu ý tới nhiều yếu tố như: mục đích của tăng trưởng tài sản là gì, đầu tư tăng vào những loại tài sản nào, nguồn tài trợ là nguồn nào? Nếu doanh nghiệp sử dụng lợi nhuận chưa phân phối để tái đầu tư thì việc tăng trưởng tài sản là cơ hội góp phần tăng doanh thu, tăng lợi nhuận, ROA tăng. Ngược lại, nếu doanh nghiệp sử dụng chủ yếu là vốn vay thì doanh nghiệp cần thận trọng hơn, cần xem xét kỹ lưỡng giữa lợi ích thu được với chi phí bỏ ra cũng như những rủi ro có thể xảy đến nếu như doanh nghiệp kinh doanh không hiệu quả.

Cấu trúc tài sản

Trong bài viết này cơ cấu tài sản được thể hiện ở tỷ trọng TSCĐ trên TTS. Phân tích của một số nhà nghiên cứu như Zeitun và Tian (2007), Onaolapo và Kajola (2010), Siminica, Circiumaru & Simion (2011) đã cho thấy tỷ trọng TSCĐ gây ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ suất sinh lời của DN, cụ thể là tác động tới ROA. Tuy nhiên, theo nghiên cứu của Đỗ (2011), tỷ trọng TSCĐ không có tác động tới hiệu quả tài chính của DN. Kết quả này không giống với kết quả của các tác giả như Zeitun và Tian (2007), Onaolapo và Kajola (2010) vì:

- Việc đầu tư cho TSCĐ của DN chưa hiệu quả, DN cần phải đầu tư cho công nghệ, máy móc thiết bị sao cho một đồng đầu tư vào TSCĐ phải tạo ra nhiều hơn một đồng lợi nhuận, từ đó hiệu quả tài chính (ROA) mới tăng.
- DN chưa sử dụng hiệu quả TSCĐ: DN chưa sử dụng hết công suất của TSCĐ cũng như chưa tận dụng lợi thế của việc sử dụng TSCĐ để thế chấp, vay vốn.

Quản trị khoản phải thu

Nghiên cứu của Siminica, Circiumaru & Simion (2011) cho thấy khả năng quản trị nợ phải thu khách hàng có ảnh hưởng tiêu cực đến ROA của DN. Mặc dù doanh thu tăng nhưng khả năng thu hồi nợ lại giảm thì sẽ gây khó khăn cho doanh nghiệp trong việc tìm nguồn vốn đáp ứng nhu cầu cho hoạt động kinh doanh cũng như hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Có thể do chính sách

công nợ của doanh nghiệp được nói lỏng hơn nhằm tăng doanh thu. Tuy nhiên, việc quản lý các khoản phải thu khách hàng chưa tốt. Điều này làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Quản trị khoản phải trả

Khoản phải trả của DN có thể hiểu là khoản chiếm dụng vốn bên ngoài mà không cần trả lãi. DN có thể giảm thiểu chi phí vốn thông qua việc chiếm dụng khoản vốn này, việc này cũng thể hiện uy tín của DN trong quan hệ thanh toán đối với nhà cung cấp. DN càng trả chậm bao nhiêu thì hiệu quả về tài chính càng tốt. Tuy nhiên việc chiếm dụng vốn của khách hàng hoặc nhà cung ứng quá lâu cũng có thể làm cho DN mất uy tín về khả năng thanh toán, dẫn đến việc bị mất khách hàng hoặc nhà cung ứng, tác động xấu lên hiệu quả kinh doanh của DN.

Rủi ro trong kinh doanh.

Theo lý thuyết kinh tế của Hawley (1893), lý thuyết cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận (risk - return tradeoff), rủi ro càng cao thì lợi nhuận càng cao, do đó hiệu quả tài chính cao. Nghiên cứu thực nghiệm của Memon, Bhutto và Abbas (2012), Bashir, Abbas, Manzoor và Akram (2013) cũng đưa ra kết luận về mối quan hệ thuận chiều giữa rủi ro kinh doanh và hiệu quả tài chính của DN. Mặt khác, nghiên cứu thực nghiệm của Zeitun và Tian (2007), Nguyễn (2013) lại đưa ra kết luận khi rủi ro càng tăng thì hiệu quả hoạt động kinh doanh lại càng giảm.

Căn cứ vào tình hình nghiên cứu hiện tại, tác giả nhận thấy có nhiều nhân tố tác động đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và tại các quốc gia khác nhau, với nền kinh tế, văn hoá, chính trị khác nhau hoặc với những doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau thì sự ảnh hưởng của mỗi nhân tố đến hiệu quả tài chính có thể có kết quả khác nhau, thậm chí ngược nhau. Trong khi đó, tại Việt Nam, qua khoảng thời gian tìm hiểu, tác giả chưa thấy có nghiên cứu cụ thể nào về hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ngành xây dựng cơ bản và các nhân tố ảnh hưởng đến nó. Do đó việc tiến hành phân tích, nghiên cứu về tác động của các nhân tố bên trong doanh nghiệp ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ngành xây dựng cơ bản là cần thiết, đây có thể là tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà quản lý doanh nghiệp, các cơ quan quản lý nhà nước.

3. Giả thiết và mô hình nghiên cứu:

Tác giả sử dụng cách đánh giá hiệu quả tài chính của DN bằng hệ số ROE và số liệu thu thập được để nghiên cứu tác động của 10 biến số đại diện cho 7 nhóm nhân tố bên trong DN lên hệ số ROE. Các biến độc lập và biến phụ thuộc được thể hiện ở bảng 1 dưới đây

Bảng 1. Các biến số đại diện của mô hình hồi quy

STT	Tên biến	Loại biến	Kí hiệu trong mô hình hồi quy	Đơn vị đo
1	Hệ số ROE	Biến phụ thuộc	ROE	%
2	Hệ số nợ phải trả trên TTS		Npttts	%
3	Quy mô TTS		Lntts	Lần
4	Tăng trưởng doanh thu		Ttdt	%
5	Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	Biến độc lập	Ttlnst	%
6	Hệ số tài sản cố định trên TTS		Tscdtts	%
7	Hệ số tiền, chứng khoán kinh doanh trên tài sản ngắn hạn		Tckkdtsnh	%

STT	Tên biến	Loại biến	Kí hiệu trong mô hình hồi quy	Đơn vị đo
8	Hệ số hàng tồn kho trên tài sản ngắn hạn		Htktsnh	%
9	Vòng quay khoản phải thu		Vqkpthu	Vòng
10	Vòng quay khoản phải trả		Vqkptra	Vòng
11	Quy mô lãi vay		Lnlaivay	Lần

Nguồn: Tác giả đề xuất

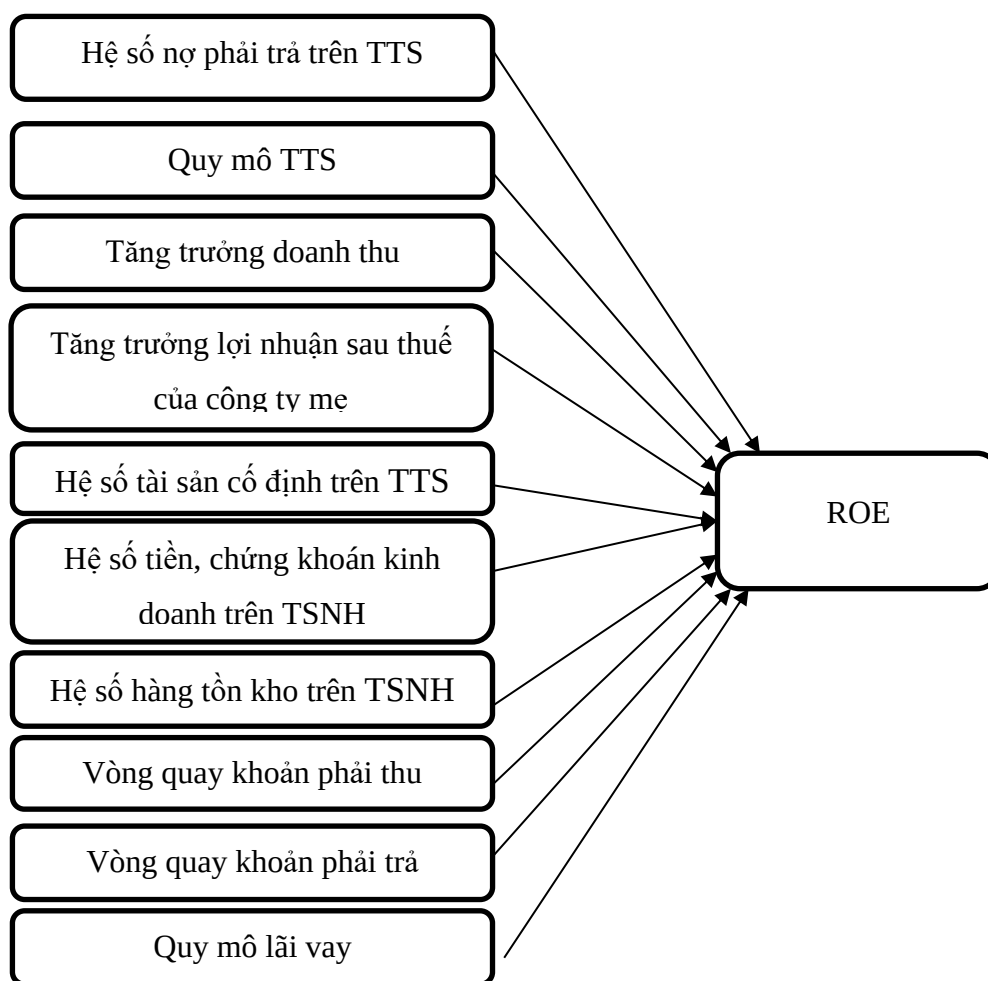
3.1. Đề xuất giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết đã phân tích, tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

- Giả thuyết H1: Hệ số nợ phải trả trên TTS tác động cùng chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H2: Quy mô TTS tác động ngược chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H3: Tăng trưởng doanh thu tác động cùng chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H4: Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ tác động cùng chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H5: Hệ số tài sản cố định trên TTS tác động cùng chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H6: Hệ số tiền, chứng khoán kinh doanh trên tài sản ngắn hạn tác động ngược chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H7: Vòng quay khoản phải thu tác động cùng chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H8: Vòng quay khoản phải trả tác động ngược chiều với hệ số ROE..
- Giả thuyết H9: Quy mô lãi vay tác động ngược chiều với hệ số ROE.
- Giả thuyết H10: Hệ số hàng tồn kho trên tài sản ngắn hạn tác động ngược chiều với hệ số ROE.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên các lý thuyết được đề cập bên trên, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc ROE (thể hiện hiệu quả tài chính của doanh nghiệp) và mười biến độc lập như sau:



Hình 1. Mô hình tương quan giữa các biến

Tác giả sử dụng các phương pháp hồi quy để nghiên cứu tác động của các nhân tố bên trong DN tác động lên hệ số ROE. Các mô hình trong bài được sử dụng để xử lý dữ liệu bảng (panel data) bao gồm mô hình hồi quy gộp POLS (Pooled OLS), mô hình tác động cố định FE (Fix effect model) và mô hình tác động ngẫu nhiên RE (Random effect model)

Mô hình POLS: là mô hình không kiểm soát được đặc điểm riêng biệt của từng biến độc lập trong nghiên cứu.

Mô hình REM: là mô hình phát triển từ mô hình POLS nhưng có sự phân biệt giữa các biến độc lập, tương quan giữa phần dư của mỗi đơn vị và biến độc lập bằng 0.

Mô hình FEM: là mô hình phát triển từ mô hình POLS nhưng có sự phân biệt giữa các biến độc lập, tương quan giữa phần dư của mỗi đơn vị và biến độc lập khác 0.

Mô hình trên có dạng tổng quát như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_i X_{it} + a_i + u_{it}$$

$$v_{it} = a_i + u_{it}$$

Trong đó:

- it : thay đổi theo không gian và thời gian,
- i : chỉ thay đổi theo không gian,
- t : chỉ thay đổi theo thời gian,

- ai: phần dư của mỗi đơn vị, có tác động lên X từ đó tác động gián tiếp lên Y.

uit: yếu tố không quan sát được ảnh hưởng lên Y nhưng không ảnh hưởng lên X, thỏa mãn điều kiện giả thiết của OLS.

4. Kết quả nghiên cứu và phân tích

4.1. Kết quả ước lượng mô hình:

Để tìm ra mô hình phù hợp nhất, dựa vào phần mềm stata 14, tác giả chạy ước lượng trên 3 mô hình POLS, FEM, REM để có được ước lượng cho mẫu 256 quan sát, gồm 64 công ty trong ngành Xây dựng cơ bản trong giai đoạn từ năm 2017-2020. Sau đó dùng các kiểm định để lựa chọn ra mô hình thích hợp nhất cho bài nghiên cứu. Kết quả cho thấy, cả 3 mô hình đều thỏa mãn yêu cầu phù hợp với dữ liệu khi cả 3 mô hình đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% khi P-value=0.0000 (<5%).

Bảng 2. Kết quả ước lượng mô hình POLS, REM, FEM.

Tên biến độc lập	Chỉ số	Mô hình POLS	Mô hình REM	Mô hình FEM
Npttts	Hệ số hồi quy	-2.968	-2.997	-1.208
	Độ lệch chuẩn	0.863	0.949	2.094
	Giá trị P-value	0.001*	0.002*	0.565
Lntts	Hệ số hồi quy	-12.399	-9.719	1.921
	Độ lệch chuẩn	19.546	20.160	27.053
	Giá trị P-value	0.526	0.630	0.943
Ttdt	Hệ số hồi quy	0.617	0.598	0.500
	Độ lệch chuẩn	0.682	0.677	0.755
	Giá trị P-value	0.367	0.377	0.509
Ttln	Hệ số hồi quy	-0.014	-0.035	-0.045
	Độ lệch chuẩn	0.253	0.253	0.292
	Giá trị P-value	0.954	0.891	0.877
Tscdtts	Hệ số hồi quy	10.599	10.820	9.971
	Độ lệch chuẩn	2.380	2.384	2.788
	Giá trị P-value	0.000*	0.000*	0.000*
Tckkdtsnh	Hệ số hồi quy	-13.787	-14.557	-20.546
	Độ lệch chuẩn	1.657	1.766	2.875
	Giá trị P-value	0.000*	0.000*	0.000*
Htktsnh	Hệ số hồi quy	-5.475	-5.676	-6.218
	Độ lệch chuẩn	1.211	1.235	1.552
	Giá trị P-value	0.000*	0.000*	0.000*
Vqkpthu	Hệ số hồi quy	28.631	25.701	18.070
	Độ lệch chuẩn	9.323	9.322	10.640
	Giá trị P-value	0.002*	0.006*	0.091***

Tên biến độc lập	Chỉ số	Mô hình POLS	Mô hình REM	Mô hình FEM
Vqkptra	Hệ số hồi quy	-29.339	-30.593	-32.299
	Độ lệch chuẩn	4.064	4.200	5.486
	Giá trị P-value	0.000*	0.000*	0.000*
Lnlaivay	Hệ số hồi quy	-48.957	-50.299	-54.551
	Độ lệch chuẩn	12.267	12.745	16.670
	Giá trị P-value	0.000*	0.000*	0.001*
hệ số chặn	Hệ số hồi quy	930.940	936.361	821.291
	Độ lệch chuẩn	273.167	281.170	365.990
	Giá trị P-value	0.001*	0.001*	0.026
Số quan sát		256	256	256
Hệ số điều chỉnh R^2		0,539	0,5562	0,5081
Kiểm định sự phù hợp của mô hình		P-value=0,000*	P-value=0,000*	P-value=0,000*

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên phần mềm Stata 14

Ghi chú: (*) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, (**) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, (***) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%.

4.2. Lựa chọn mô hình

Kiểm định để lựa chọn mô hình POLS hoặc mô hình FEM, REM

Tác giả dùng kiểm định F-test để đưa ra lựa chọn giữa mô hình POLS hoặc mô hình FEM, REM. Với giả thiết như sau:

- H_0 : mô hình POLS được chọn
- H_a : mô hình FEM, REM được chọn

Với giá trị P-value = 0,0053 bé hơn mức ý nghĩa thống kê 5%. Vậy kết quả kiểm định bác bỏ giả thuyết H_0 hay nói cách khác mô hình FEM hoặc mô hình REM phù hợp với dữ liệu nghiên cứu và được chọn

Kiểm định để lựa chọn giữa mô hình FEM hoặc mô hình REM

Tác giả dùng kiểm định Hausman để đưa ra lựa chọn giữa mô hình FEM hoặc mô hình REM. Với giả thuyết như sau:

- H_0 : mô hình REM được chọn
- H_a : mô hình FEM được chọn

Với giá trị P-value = 0,0127 bé hơn mức ý nghĩa thống kê 5%. Vậy kết quả kiểm định bác bỏ giả thuyết H_0 hay nói cách khác mô hình FEM được chọn phù hợp với dữ liệu nghiên cứu.

4.3. Kiểm định khuyết tật của mô hình

Kiểm định đa cộng tuyến

Theo quy tắc thì những biến có VIF vượt quá 10, đó là dấu hiệu của đa cộng tuyến. VIF bé hơn 10 và lớn hơn 2 thì có dấu hiệu nghi ngờ cần xem xét kỹ lại về đa cộng tuyến. Còn nếu VIF bé hơn 2 thì có thể chắc chắn không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 3. Kết quả kiểm định VIF

Tên biến	VIF	1/VIF
Lntts	2.52	0.397184
Tscdttts	2.48	0.403542
Ttdt	2.27	0.440654
Ttln	1.91	0.523235
Vqkpthu	1.88	0.531713
Tckkdtsnh	1.35	0.742455
Npttts	1.24	0.803377
Vqkptra	1.21	0.825991
Lnlaivay	1.14	0.879689
Htktsnh	1.11	0.900364
Trung bình VIF	1.710	

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên phần mềm Stata 14

Bảng 3 chỉ ra hệ số phóng đại phương sai VIF của các biến độc lập đều có giá trị rất nhỏ, đều nhỏ hơn 3, trung bình là 1,71. Với giá trị như ở trên, tác giả đưa ra kết luận là mô hình không bị khuyết tật đa cộng tuyến.

Kiểm định phương sai không đồng nhất

Đối với mô hình FEM, kiểm định phương sai không đồng nhất ta dùng kiểm định Modified Wald với giả thuyết như sau:

- H_0 : mô hình có phương sai đồng nhất
- H_a : mô hình có phương sai không đồng nhất

Với giá trị P-value = 0,000 nhỏ hơn 5%. Kết quả trên cho biết giả thuyết H_0 bị bác bỏ, thừa nhận giả thuyết H_a . Vậy mô hình tồn tại khuyết tật phương sai không đồng nhất.

Kiểm định tự tương quan

Để kiểm định tự tương quan, tác giả sử dụng kiểm định Wooldridge với cặp giả thuyết như sau:

- H_0 : mô hình không mắc khuyết tật tự tương quan
- H_a : mô hình mắc khuyết tật tự tương quan

Với giá trị P-value = 0,6409 lớn hơn 5%. Kết quả trên chưa thể loại bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa thống kê 5%, vì thế mô hình không có khuyết tật tự tương quan.

Kết luận

Qua các bước kiểm định khuyết tật mô hình, tác giả đi đến kết luận rằng: Với bộ dữ liệu được sử dụng, mô hình FEM được chọn. Tuy nhiên mô hình mắc phải khuyết tật về phương sai không đồng nhất. Để khắc phục khuyết tật này, tác giả quyết định sử dụng mô hình sai số chuẩn mạnh Robust Standard Errors cho mô hình FEM.

4.4. Thảo luận kết quả

Dưới đây là bảng 4 thể hiện kết quả mô hình sai số chuẩn mạnh Standard Errors Robust.

Bảng 4. Kết quả mô hình sai số chuẩn mạnh Robust Standard Errors

	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	P-Value
Npttts	-1,208	1.421	0.399
Lntts	1,921	22.241	0.931
Ttdt	0,500	0.983	0.613
Ttlnst	-0,045	0.275	0.870
Tscdtts	9,971	5.207	0.060***
Tckkdtsh	-20,546	6.679	0.003*
Htktsnh	-6,218	1.820	0.001*
Vqkpthu	18,070	9.973	0.075***
Vqkptra	-32,299	12.544	0.012**
Lnlaivay	-54,551	21.585	0.014**
Hệ số chặn	821,291	367.699	0.029**
Mức độ phù hợp của mô hình			0,000*
Hệ số R² điều chỉnh			0,5081

Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên phần mềm Stata 14

Ghi chú: (*) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, (**) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, (***) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%.

Vậy mô hình hồi quy có dạng như sau:

$$ROE = 821,291 - 1,208* Npttts + 1,921* Lntts + 0,500* Ttdt - 0,045* Ttlnst + 9,971* Tscdtts - 20,546* Tckkdtsh - 6,218* Htktsnh + 18,070* Vqkpthu - 32,299* Vqkptra - 54,551* Lnlaivay$$

Về kết quả nghiên cứu:

Biến Npttts có hệ số hồi quy là -1,208 thể hiện quan hệ ngược chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,399 cho thấy biến độc lập không có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, vậy giả thuyết H1 ban đầu không được thừa nhận.

Biến Lntts có hệ số hồi quy là 1,921 thể hiện quan hệ cùng chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,931 cho thấy biến độc lập không có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, vậy giả thuyết H2 ban đầu không được thừa nhận.

Biến Ttdt có hệ số hồi quy là 0,5 thể hiện quan hệ cùng chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,613 cho thấy biến độc lập không có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, vậy giả thuyết H3 ban đầu không được thừa nhận.

Biến Ttln có hệ số hồi quy là -0,045 thể hiện quan hệ ngược chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,87 cho thấy biến độc lập không có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, vậy giả thuyết H4 ban đầu không được thừa nhận.

Biến Tscdtts có hệ số hồi quy là 9,971 thể hiện quan hệ cùng chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,06 cho thấy biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này chỉ ra rằng

giá trị của hệ số tài sản cố định trên TTS tăng 1% thì ROE tăng 9,971% và ngược lại. Vậy giả thuyết H5 ban đầu được thừa nhận. Thực tế, khi DN tăng đầu tư vào tài sản cố định, mua sắm các trang thiết bị hiện đại sẽ góp phần nâng cao năng suất lao động, tạo ra các sản phẩm có chất lượng tốt hơn, từ đó DN cũng sẽ có khả năng cạnh tranh cao hơn, đem lại hiệu quả về mặt tài chính.

Biến Tckkdsnh có hệ số hồi quy là -20,546 thể hiện quan hệ ngược chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,003 cho thấy biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này chỉ ra rằng giá trị của hệ số tiền, chứng khoán kinh doanh trên tài sản ngắn hạn tăng 1% thì ROE giảm 20,546% và ngược lại. Vậy giả thuyết H6 được thừa nhận.

Biến Vqkpthu có hệ số hồi quy là 18,07 thể hiện quan hệ cùng chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,075 cho thấy biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này chỉ ra rằng giá trị của vòng quay khoản phải thu tăng 1 vòng thì ROE tăng 18,07% và ngược lại. Vậy giả thuyết H7 được thừa nhận. Đặc thù của ngành xây dựng là vốn lớn, các công trình xây dựng thường có giá trị quyết toán cao. Nếu DN không thu hồi được nợ nhanh sẽ ảnh hưởng tới việc thanh toán các công nợ khác.

Biến Vqkptra có hệ số hồi quy là -32,299 thể hiện quan hệ ngược chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,012 cho thấy biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này chỉ ra rằng giá trị của vòng quay khoản phải trả tăng 1 vòng thì ROE giảm 32,299% và ngược lại. Vậy giả thuyết H8 được thừa nhận. Khoản phải trả của DN được hiểu là khoản chiếm dụng vốn từ bên ngoài mà không cần phải trả lãi. Việc chiếm dụng vốn này sẽ giúp DN giảm được chi phí vốn. Từ kết quả nghiên cứu có thể thấy DN càng trả chậm thì hiệu quả tài chính càng cao. Tuy nhiên các DN cũng cần lưu ý, việc chiếm dụng vốn của khách hàng và nhà cung cấp quá lâu cũng sẽ khiến DN mất uy tín về khả năng thanh toán.

Biến Lnlaivay có hệ số hồi quy là -54,551 thể hiện quan hệ ngược chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,014 cho thấy biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này chỉ ra rằng giá trị Lnlaivay tăng 1 thì ROE giảm 54,551% và ngược lại. Vậy giả thuyết H9 được thừa nhận. Điều này hoàn toàn phù hợp với thực tế. Lãi vay cao cho thấy chi phí vốn mà DN phải bỏ ra cao, khi chi phí cao sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận, tác động xấu tới hiệu quả tài chính (ROE) của DN.

Biến Htktsnh có hệ số hồi quy là -6,218 thể hiện quan hệ ngược chiều biến phụ thuộc ROE. Giá trị P-value bằng 0,001 cho thấy biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Điều này chỉ ra rằng giá trị Htktsnh tăng 1% thì ROE giảm 6,218% và ngược lại. Vậy giả thuyết H10 được thừa nhận. Giá trị hàng tồn kho cao cho thấy DN bị ứ đọng vốn nhiều, hiệu quả sử dụng vốn thấp và rủi ro tài chính cao.

5. Khuyến nghị:

Khuyến nghị đối với DN trong ngành Xây dựng cơ bản

Tỷ trọng tiền và chứng khoán kinh doanh trên TSNH: DN nên cân nhắc để vừa phải để đảm bảo thanh toán các công nợ phát sinh trong DN như tiền thanh toán lương cho công nhân viên, tiền mua nguyên vật liệu, thanh toán các chi phí khác trong DN... DN cần có kế hoạch chi tiền trong từng giai đoạn để trừ tiền vừa đủ, không quá nhiều.

DN cần tìm mọi cách để thu hồi nợ càng nhanh càng. Các DN cần nghiên cứu kỹ về chủ đầu tư, nguồn vốn cấp, thời gian và tiến độ thi công... trước khi ký kết hợp đồng nhằm giảm thiểu rủi ro trong quá trình thu hồi nợ. Hơn nữa, các DN ngành xây dựng cơ bản, đặc biệt là các DN lớn, có khả năng thi công các công trình trọng điểm với giá trị lớn. Vì thế, cần có sự sát sao trong nghiệm thu, thu hồi công nợ.

Hàng tồn kho trong các DN xây dựng cơ bản chủ yếu là sản phẩm dở dang. Một trong những giải pháp hiệu quả để làm giảm giá trị sản phẩm dở dang là: Khi ký hợp đồng xây dựng, DN nên chia thành nhiều đợt thanh toán. Khi thi công xong từng hạng mục theo điểm dừng kỹ thuật có thể

thanh toán theo hợp đồng, cán bộ kỹ thuật cần nhanh chóng làm thủ tục thanh toán ngay với chủ đầu tư.

Để nâng cao hiệu quả tài chính, DN cần phải tăng cường đầu tư hiện đại hoá dây chuyền, máy móc, thiết bị, công nghệ, từ đó nâng cao chất lượng công trình, rút ngắn tiến độ thi công, đảm bảo nghiệm thu đúng thời hạn. Việc nâng cấp, đầu tư vào TSCĐ cũng giúp DN cắt giảm chi phí đầu vào, nâng cao hiệu quả tài chính.

Các DN cũng cần quan tâm tới hệ số nợ để đảm bảo mức độ an toàn tài chính. Thực tế, việc sử dụng vốn vay để được giảm trừ thuế cũng làm tăng rủi ro tài chính của DN. Giá trị của DN sẽ chỉ tăng đến một ngưỡng nhất định rồi lại giảm dần do rủi ro tài chính tăng dần. Như vậy, DN cần phải có một cấu trúc vốn tối ưu, cần xây dựng chính sách quản trị rủi ro và nâng cao trình độ quản trị rủi ro tài chính của DN, từ đó việc sử dụng “lá chắn thuế” mới an toàn, ít phải đối mặt với rủi ro phá sản,...

Khuyến nghị đối với Ngân hàng Nhà nước

Chỉ đạo các tổ chức tín dụng đẩy mạnh triển khai các chương trình, chính sách tín dụng theo chỉ đạo của Chính phủ, phối hợp với các cấp chính quyền trong việc triển khai các chương trình cho vay, các chương trình kết nối ngân hàng với DN.

Khuyến khích các tổ chức tín dụng đưa ra những sản phẩm tín dụng đa dạng.

Chỉ đạo các đơn vị trong ngành ngân hàng chủ động thực hiện các giải pháp hỗ trợ DN, đặc biệt là chương trình kết nối ngân hàng với DN, tháo gỡ khó khăn, vướng mắc về vốn cho DN. Tập trung cải tiến thủ tục, hồ sơ trong việc cung ứng sản phẩm; dịch vụ ngân hàng; đầu tư, phát triển cơ sở hạ tầng, nhằm nâng cao chất lượng dịch vụ...

Khuyến nghị đối với các Ngân hàng thương mại

Tiếp tục xem xét và cải tiến quy trình, thủ tục vay vốn, nâng cao khả năng thẩm định để rút ngắn thời gian giải quyết cho vay, tạo điều kiện cho DN tiếp cận vốn nhưng vẫn đảm bảo an toàn vốn vay.

Đưa ra các mức lãi suất hợp lý, đáp ứng nhiều mục tiêu như đảm bảo suất thực dương cho người gửi tiền tiết kiệm, lãi suất ưu đãi cho các chương trình tín dụng trọng điểm.

Các ngân hàng có thể bổ sung danh mục tài sản chấp thuận làm tài sản đảm bảo, tăng tỷ lệ cho vay trên tài sản đảm bảo. Ngoài ra, cần tiếp tục mở rộng các chương trình bảo lãnh tín dụng theo hướng mỗi chương trình được thiết kế trực tiếp vào nhóm nhu cầu vay của DN.

Khuyến nghị đối với các Bộ chủ quản

Các Bộ chủ quản cần xây dựng đơn giá vật liệu hạch toán sát với giá thị trường để các DN xây dựng có thể kiểm soát tốt hơn chi phí đầu vào đặc biệt là chi phí nguyên vật liệu trực tiếp. Khi thị trường có biến động giá mạnh, các Bộ chủ quản nên bám sát giá thị trường để xây dựng giá phù hợp hoặc có những văn bản, chính sách kịp thời cho DN được làm hồ sơ thanh toán bù giá tránh thiệt thòi cho DN. Hơn nữa, các Bộ chủ quản cũng nên cải tiến trong vấn đề nghiệm thu thanh quyết toán, tránh thủ tục rườm rà, gây phiền nhiễu cho DN.

Tài liệu tham khảo

- Abbas, A., Bashir, Z., Manzoor, S. & Nadeem A.M. (2013), “Determinants of Firm’s Financial Performance: An Empirical Study on Textile Sector of Pakistan”.
- Amato, L.H. & Burson, E. (2007), The effects of firm size on profit rates in the financial services.
- Chu, T.T.T., Nguyễn, T.H. & Ngô, T.Q. (2015), “Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”.

- Doãn, T.D. & Đinh, T.H. (2014), “Cấu trúc nguồn vốn và khả năng sinh lời của DN niêm yết trên TTCK Việt Nam”.
- Đỗ, D.T.N. (2011), “Các yếu tố tài chính tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Luận văn Thạc Sĩ.
- Gill, A., Biger, N. & Mathur, N.A. (2010), "The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States”.
- Jaffe, J.F., Jordan, B.D., Ross, S.A. & Westerfield, R.W. (2008), *Fundamentals of Corporate Finance*.
- Lê, T.H.T. (2020), “Phân tích ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả kinh doanh của các DN xây dựng tại Việt Nam”, Luận án Tiến Sĩ.
- Memon, F., Bhuto, N.A. & Abbas, G. (2012), “Capital structure and firm performance: A case of textile sector of Parkistan”.
- Myers, S.C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*.
- Nguyễn, L.T.T. (2013), “Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam”, Luận án Thạc Sĩ.
- Nguyễn, T.T.V. (2021), “Tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các DN niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Luận án Tiến Sĩ.
- Onaolapo, A.A. & Kajola, S.O. (2010), “Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria”.
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., Bagheri, M. & Branch, B. (2012), “The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange”.
- R. Zeitun, & Tian, G.G. (2007), “Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan”, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 1 No. 4, pp. 40 - 61.
- Whittington, G. (1980), "The Profitability and Size of United Kingdom Companies“, *Journal of Industrial Economics*.