



ISSN 1859-3666

# Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI



*Chúc mừng năm học mới  
2019 - 2020*

**Năm thứ 18 - số 133  
9/2019**



# khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI  
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

## TỔNG BIÊN TẬP:

**NGUYỄN BÁCH KHOA**

## PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

**ĐINH VĂN SƠN**

## THƯ KÝ TÒA SOẠN

**PHẠM MINH ĐẠT**

## TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

**NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG**

### Tòa soạn

Phòng 202 nhà T

Trường Đại học Thương mại

Số 79 đường Hồ Tùng Mậu

Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

**Điện thoại:** 04.37643219 máy lẻ 2102

**Fax:** 04.37643228

**Email:** tckhtm@tmu.edu.vn

**Website:** tckhtm.tmu.edu.vn

**GP hoạt động báo chí:**

Số 1480/GP-BTTTT ngày 20/8/2012

**Chế bản tại:** Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

**In tại:** Cty TNHH In & TM Hải Nam

**Nộp lưu chiểu:** 9/2019

## HỘI ĐỒNG KHOA HỌC BIÊN TẬP

**Đinh Văn Sơn** - Đại học Thương mại (Chủ tịch)

**Phạm Vũ Luận** - Đại học Thương mại (Phó Chủ tịch)

**Nguyễn Bách Khoa** - Đại học Thương mại (Phó chủ tịch)

**Phạm Minh Đạt** - Đại học Thương mại (Ủy viên thư ký)

### Các ủy viên

- **Vũ Thành Tự Anh** - ĐH Fulbright Việt Nam (Hoa Kỳ)

- **Lê Xuân Bá** - Viện QLKT TW

- **Hervé B. Boismery** - Đại học Reunion (Pháp)

- **H. Eric Boutin** - Đại học Toulon Var (Pháp)

- **Nguyễn Thị Doan** - Hội Khuyến học Việt Nam

- **Haasis Hans** - Đại học Bremenr (Đức)

- **Lê Quốc Hội** - Đại học Kinh tế quốc dân

- **Nguyễn Thị Bích Loan** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Hoàng Long** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Mai** - Chuyên gia kinh tế độc lập

- **Dương Thị Bình Minh** - ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

- **Hee Cheon Moon** - Hội Nghiên cứu TM Hàn Quốc

- **Bùi Xuân Nhàn** - Đại học Thương mại

- **Lương Xuân Quỳ** - Hội Khoa học kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Văn Song** - Học viện Nông nghiệp Việt Nam

- **Nguyễn Thanh Tâm** - Đại học California (Hoa Kỳ)

- **Trương Bá Thanh** - ĐH Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

- **Đinh Văn Thành** - Viện Nghiên cứu thương mại

- **Đỗ Minh Thành** - Đại học Thương mại

- **Lê Đình Thắng** - Đại học Québec (Canada)

- **Trần Đình Thiên** - Viện Kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Quang Thuấn** - Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam

- **Washio Tomoharu** - ĐH Kwansey Gakuin (Nhật Bản)

- **Lê Như Tuyền** - Grenoble École de Managment (Pháp)

- **Zhang Yujie** - Đại học Tsinghua (Trung Quốc)

## MỤC LỤC

### KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Bùi Hữu Đức và Vũ Thị Yên** - Đánh giá tác động của chính sách việc làm cho lao động xuất khẩu Việt Nam khi về nước đến việc làm và thu nhập của người lao động. **Mã số: 133.1GEMg.11** 2  
*Assessing the Impacts of Employment Policies for Vietnamese Exported Laborers after Returning Home on Employment And Income*
- 2. Vũ Thị Thanh Huyền và Trần Việt Thảo** - Tác động của phát triển công nghiệp chế biến chế tạo đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. **Mã số: 133.1DECo.11** 12  
*The Impacts of Processing and Manufacturing Development on Vietnam's Economy*

### QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 3. Phan Thị Lý và Võ Thị Ngọc Thúy** - Tác động của công khai tiêu cực về khủng hoảng sản phẩm đến hình ảnh công ty và nhận biết thương hiệu: Trường hợp doanh nghiệp kinh doanh ngành hàng tiêu dùng nhanh. **Mã số: 133.2BAdm.21** 21  
*The Impacts of Publicizing Negations of Product Crisis on Company's Image and Brand Identity: A Case-Study of Fast-Moving Consumer Goods Businesses*
- 4. Phạm Thu Hương và Trần Minh Thu** - Các yếu tố tác động tới ý định mua sản phẩm có bao bì thân thiện với môi trường của giới trẻ Việt Nam tại Hà Nội. **Mã số: 133.2BMkt.21** 33  
*Factors Affecting Intentions to Buy Products with Environment-Friendly Packaging by Young Vietnamese in Hanoi City*
- 5. Đỗ Thị Vân Trang** - Các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 133.2FiBa.21** 51  
*Factors Affecting Profitability of Listed Construction Enterprises on Vietnam's Stock Market*

### Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 6. Lê Quang Cảnh** - Tự chủ tài chính và kết quả học tập ở các trường trung học phổ thông Việt Nam. **Mã số: 133.3OMIs.32** 63  
*Financial Autonomy and Learning Results at High Schools in Vietnam*

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Đỗ Thị Vân Trang**

Học viện Ngân hàng

Email: trangdvtv@hvn.edu.vn

Ngày nhận: 10/07/2019

Ngày nhận lại: 30/08/2019

Ngày duyệt đăng: 05/09/2019

*Bài viết này nghiên cứu sự tác động của các yếu tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài viết có sử dụng số liệu của 59 công ty xây dựng đang niêm yết trên cả hai thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn 2012 - 2016. Các nhân tố được đưa vào nghiên cứu là quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ số khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng doanh thu và tốc độ tăng trưởng GDP, để kiểm tra sự tác động của chúng đến các chỉ số ROA, ROE là hai biến đại diện cho khả năng sinh lời của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy năm nhân tố quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, tốc độ tăng trưởng doanh thu là những nhân tố chủ yếu có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ngành xây dựng trong giai đoạn này.*

**Từ khóa:** Khả năng sinh lời, ngành xây dựng.

## 1. Giới thiệu chung

Khả năng sinh lời giữ vai trò quan trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của mỗi doanh nghiệp vì trong điều kiện hạch toán kinh doanh độc lập theo cơ chế thị trường, doanh nghiệp có tồn tại và phát triển hay không thì điều quyết định chính là khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Vì thế, khả năng sinh lời được coi là một trong những chỉ tiêu cơ bản đánh giá hiệu quả sản xuất kinh doanh của một doanh nghiệp. Trong thời kỳ hội nhập, Việt Nam đang từng bước hòa nhập cùng nền kinh tế thế giới thì việc nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp lại càng quan trọng vì nó không chỉ ảnh hưởng đến sự sống còn của các doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của nền kinh tế. Bên cạnh đó, trong giai đoạn từ 2012 - 2015, thị trường bất động sản hoạt động khá trầm lắng, chính điều này đã ảnh hưởng không nhỏ đến khả

năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng trong giai đoạn này. Trái ngược với tốc độ tăng trưởng cao của ngành năm 2010, 2011 lên đến 23,1% và 24,1%, thì suốt giai đoạn 2012 - 2016 dù giá trị ngành xây dựng tăng về số tuyệt đối tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sụt giảm mạnh so với giai đoạn trước giao động quanh 6% - 7%. Giai đoạn 2012 - 2016 là giai đoạn có nhiều biến động trong các biến số vĩ mô của nền kinh tế, chính sự biến động này tác động không nhỏ tới doanh thu và lợi nhuận các công ty xây dựng. Nếu trong giai đoạn 2009 - 2011, lợi nhuận sau thuế của các công ty xây dựng đạt cao, năm 2009 khoảng 2.091 nghìn tỷ, năm 2010 đột biến là 2.849 nghìn tỷ, năm 2011 giảm xuống còn 1.357 nghìn tỷ. Giai đoạn 2012 - 2016, chứng kiến sự suy giảm trong lợi nhuận sau thuế của các công ty xây dựng, năm 2012 lợi nhuận sau thuế đạt 140 tỷ, đột biến năm 2013 con số tổng lỗ lên tới 1.784

tỷ, năm 2014 số lỗ có dấu hiệu giảm đáng kể khi chỉ còn 151 tỷ, năm 2015 các doanh nghiệp ngành xây dựng bắt đầu có lợi nhuận. Năm 2016, tình hình lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp đã có sự cải thiện đáng kể khi nhiều doanh nghiệp đã có lãi, tổng lợi nhuận sau thuế của 59 doanh nghiệp đạt 1.380 tỷ đồng (Nguồn: Tác giả tự tổng hợp từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu).

Ngoài ra, doanh nghiệp xây dựng có đặc điểm kinh doanh khác so với các ngành khác như địa điểm sản xuất không cố định, chu kỳ sản xuất thi công kéo dài, chỉ diễn ra theo đơn đặt hàng và kỹ thuật thi công phức tạp, trang thiết bị tốn kém. Điều này đòi hỏi khi đánh giá khả năng sinh lời của doanh nghiệp ngành xây dựng cũng như các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời cần lưu ý đến đặc điểm của ngành sản xuất kinh doanh. Nhận thức được tầm quan trọng của việc tìm ra giải pháp nâng cao khả năng sinh lời cho các doanh nghiệp trong giai đoạn sắp tới, bài nghiên cứu đi sâu tìm hiểu nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, cụ thể là các doanh nghiệp ngành xây dựng để đưa ra các giải pháp hữu hiệu nhằm cải thiện khả năng sinh lời của các doanh nghiệp xây dựng trong giai đoạn hiện nay. Nghiên cứu tập trung vào làm rõ những nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng trên thị trường chứng khoán Việt Nam để từ đó đề xuất khuyến nghị nhằm nâng cao khả năng sinh lời cho doanh nghiệp.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Trên thế giới đã có rất nhiều nghiên cứu xem xét sự tác động của các nhân tố đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp trong ngành xây dựng nói riêng. Sivathaasan và các cộng sự (2013) đã tiến hành nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của tất cả các công ty sản xuất niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Colombia, Sri Lanka từ năm 2008 đến năm 2012. Các biến độc lập (các nhân tố ảnh hưởng) được sử dụng để nghiên cứu là cấu trúc vốn, cấu trúc tài sản, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng, các biến phụ thuộc đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp là hai tỷ số ROA và ROE. Kết quả là các biến

độc lập giải thích được 76.6% và 84.7% cho mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến sự tăng trưởng ROA và ROE của doanh nghiệp. Trong đó, chỉ có cấu trúc vốn có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các công ty, còn các biến cấu trúc tài sản, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng lại không có ảnh hưởng gì đến ROA và ROE.

Khidmat và Rehman (2014) đã nghiên cứu trên 9 công ty ngành hóa học niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Pakistan từ năm 2001 đến năm 2009, với biến phụ thuộc là ROA và các biến độc lập là tỷ số khả năng thanh toán nhanh, tỷ số khả năng thanh toán ngay, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Kết quả phân tích mô hình hồi quy cho thấy tính thanh khoản là nhân tố có tác động cùng chiều đến ROA, các nhân tố còn lại có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Bolek và Wiliński (2012) đã tiến hành nghiên cứu sự tác động của các nhân tố kinh tế bên trong lẫn bên ngoài lên khả năng sinh lời của doanh nghiệp thông qua nghiên cứu số liệu của tất cả các công ty xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Warsaw từ năm 2000 đến năm 2010. Nghiên cứu này sử dụng chỉ tiêu ROA đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp, các biến độc lập được đưa vào mô hình bao gồm quy mô công ty, cấu trúc tài sản, cấu trúc vốn, khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, vòng quay tiền mặt, tốc độ tăng trưởng doanh thu và tốc độ tăng trưởng GDP. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng GDP có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, trong khi cấu trúc tài sản, cấu trúc vốn, tỷ số khả năng thanh toán nhanh và kỳ thu tiền trung bình lại có tác động ngược chiều.

Lazaridis và Tryfonidis (2006) đã thu thập số liệu từ 131 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Athens trong giai đoạn 2001 - 2004 nhằm tìm ra mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời. Trong nghiên cứu lợi nhuận gộp là biến phụ thuộc, các biến độc lập bao gồm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (cash cycle), tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tỷ lệ nợ và quy mô doanh nghiệp. Kết quả

nghiên cứu chỉ ra rằng: chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, tỷ lệ nợ cũng có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trong khi đó, quy mô doanh nghiệp và tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản lại có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời.

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và lợi nhuận của công ty, Gill và các cộng sự (2010) đã nghiên cứu 88 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán New York từ năm 2005 đến năm 2007. Nghiên cứu sử dụng bốn biến độc lập là kỳ thu tiền trung bình, doanh thu, tỷ lệ nợ và tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, trong khi biến phụ thuộc đại diện cho khả năng sinh lời là doanh thu thuần từ hoạt động kinh doanh. Kết quả nghiên cứu cho thấy, kỳ thu tiền trung bình, tỷ lệ nợ và tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản đều tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Alshatti (2016) đã tiến hành nghiên cứu trên 13 ngân hàng thương mại ở Jordanian trong giai đoạn 2005 - 2012 nhằm tìm ra mối liên hệ giữa tính thanh khoản và khả năng sinh lời. Bài viết nghiên cứu tác động của các nhân tố tỷ lệ đầu tư, tỷ lệ vốn chủ sở hữu, tỷ số khả năng thanh toán nhanh và tỷ số khả năng thanh toán tức thì đến khả năng sinh lời của các ngân hàng. Nghiên cứu chỉ ra rằng: tỷ số khả năng thanh toán nhanh và tỷ lệ đầu tư có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các ngân hàng, trong khi tỷ lệ vốn chủ sở hữu và tỷ số khả năng thanh toán tức thì lại có tác động ngược chiều.

Pattweekongka & Napompech (2014) đã tìm ra mối quan hệ giữa vốn lưu động và lợi nhuận bằng cách lấy mẫu 255 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán của Thái Lan từ năm 2007 đến năm 2009. Các biến độc lập được tác giả sử dụng trong mô hình bao gồm kỳ thu tiền trung bình, vòng quay hàng tồn kho, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt và đặc điểm kinh doanh, biến phụ thuộc đại diện cho khả năng sinh lời là tỷ lệ lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản không tính tài sản tài chính. Kết quả cho thấy kỳ thu tiền trung bình và số ngày một vòng quay hàng tồn kho có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời; các

công ty Thái Lan có thể tăng lợi nhuận bằng cách rút ngắn kỳ thu tiền trung bình và số ngày một vòng quay hàng tồn kho.

Kiểm tra hiệu quả của việc quản lý vốn lưu động đến hiệu quả kinh doanh của công ty cho 125 công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Ghana trong giai đoạn 2004-2009 đã được thực hiện bởi Addae và Nyarko-Baasi (2013). Nghiên cứu cho thấy, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Có nghĩa là các công ty sẽ được lợi hơn nếu họ có thể rút ngắn thời gian của chu kỳ chuyển đổi tiền mặt. Nghiên cứu còn cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho với khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Owolabi và các cộng sự (2012) đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa kỳ thu tiền trung bình, vòng quay hàng tồn kho với khả năng sinh lời. Điều này có nghĩa là khi tăng giảm bất kỳ một trong những yếu tố trên thì khả năng sinh lời sẽ đi theo hướng ngược lại. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn chỉ ra rằng quy mô của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời.

Điều tra mối quan hệ giữa quản lý vốn lưu động và lợi nhuận, Tu và Nguyen (2014) đã sử dụng mô hình hồi quy phân tích dữ liệu bảng của 208 doanh nghiệp niêm yết trên cả hai Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2006 đến năm 2012. Các biến được đưa vào mô hình bao gồm kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, tỷ lệ nợ, tỷ lệ nợ tài chính và tỷ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn; đại diện cho khả năng sinh lời là tỷ lệ lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản không tính tài sản tài chính. Các nhà nghiên cứu nhận thấy chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có tác động đáng kể đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Các nhà nghiên cứu cũng đề nghị giảm kỳ thu tiền trung bình, vòng quay hàng tồn kho sẽ cải thiện tính thanh khoản của các công ty và do đó làm tăng khả năng sinh lời.

Dong và Su (2010) đã nghiên cứu sự tác động của việc quản lý vốn lưu động đến khả năng sinh lời

của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam từ năm 2006 đến năm 2008 với các biến ảnh hưởng là tổng tài sản cố định trên tổng tài sản, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt, kỳ thu tiền trung bình và vòng quay hàng tồn kho. Qua phân tích, nghiên cứu kết luận rằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Trong các nghiên cứu trên, chủ yếu đề cập đến các nhân tố ảnh hưởng khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết nói chung, mà rất ít nghiên cứu đề cập đến các nhân tố ảnh hưởng khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong một ngành nhất định, đặc biệt là các nghiên cứu ở Việt Nam. Trong khi đó, mỗi ngành kinh doanh khác nhau có đặc điểm kinh doanh khác nhau, các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời khác nhau nên cần được nghiên cứu một cách riêng biệt để từ đó thấy được ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng sinh lời của từng ngành. Đồng thời, thị trường bất động sản trong giai đoạn này cũng có những thăng trầm nhất định nên cũng có những ảnh hưởng không nhỏ đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp xây dựng. Xuất phát từ những lý do nêu trên tác giả lựa chọn nghiên cứu ảnh hưởng của những nhân tố kinh tế vĩ mô và vi mô đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng, là ngành kinh doanh khá đặc thù và có mức độ vốn hóa không nhỏ trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn này.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

Số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của 59 công ty thuộc ngành xây dựng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội từ năm 2012 đến năm 2016 theo dữ liệu mảng. Các số liệu tài chính liên quan đến các biến trong mô hình được thu thập từ hệ thống báo cáo tài chính của doanh nghiệp, được download từ trang web chính thức của hai Sở giao dịch chứng khoán: Sở GDCK TP HCM ([www.hsx.vn](http://www.hsx.vn)) và Sở GDCK Hà Nội ([www.hnx.vn](http://www.hnx.vn)). Nghiên cứu lựa chọn sử dụng dữ liệu trong giai đoạn 2012-2016 vì giai đoạn này là giai đoạn thị trường bất động sản cũng như thị trường xây dựng của Việt Nam khá trầm lắng. Chính vì vậy, tác giả muốn xem xét ngoài các nhân tố nội tại của doanh nghiệp thì

các nhân tố kinh tế vĩ mô có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp hay không?

#### *Xây dựng giả thuyết nghiên cứu*

*Giả thuyết H1: Quy mô doanh nghiệp (Size) càng lớn thì khả năng sinh lời của các doanh nghiệp càng cao*

Bài nghiên cứu này sử dụng chỉ tiêu logarit tự nhiên của tổng tài sản để thể hiện cho quy mô của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì khả năng thương lượng với nhà cung cấp càng tốt, vì vậy doanh nghiệp thường chịu chi phí phát hành nợ và vốn cổ phần thấp hơn các doanh nghiệp nhỏ (Michaelas và cộng sự, 1999), dẫn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp tốt hơn. Sivathaasan và các cộng sự (2013) đã chứng minh có mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận. Nghiên cứu thực nghiệm cho kết quả tương tự là nghiên cứu của Bolek và Wiliński (2012) với mẫu nghiên cứu là tất cả các công ty xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Warsaw. Tuy nhiên, theo nghiên cứu Ramasamy (2005) trong ngành dầu khí tại Malaysia lại cho kết luận là quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời. Nguyên nhân lý giải cho kết luận này là, khi quy mô doanh nghiệp càng lớn thì việc quản lý và điều hành doanh nghiệp càng trở nên khó khăn, hơn thế nữa, doanh nghiệp phải đầu tư rất nhiều không chỉ cho tài sản mà còn cho các nguồn lực khác như con người, chính vì vậy nên tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp trên một đồng tài sản bị giảm đi.

*Giả thuyết H2: Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DER) càng thấp thì khả năng sinh lời của các doanh nghiệp càng cao.*

Nhìn chung, hệ số này càng nhỏ, có nghĩa là nợ phải trả chiếm tỷ lệ nhỏ so với tổng tài sản hay tổng nguồn vốn thì mức độ tự chủ về tài chính của doanh nghiệp càng cao, rủi ro tài chính đối với doanh nghiệp càng thấp. Theo phân tích của Bolek và các cộng sự (2012) tại các doanh nghiệp ngành xây dựng ở Phần Lan đã cho thấy tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu có tác động ngược chiều tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp, đồng nghĩa là tỷ lệ này càng nhỏ thì càng tốt cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Nhân tố này cũng được đề cập đến

trong các kết quả nghiên cứu của Lazaridis và Tryfonidis (2006), Gill và các cộng sự (2010) và Tu và Nguyen (2014).

*Giả thuyết H3: Tỷ số khả năng thanh toán nhanh (LIQ) càng cao thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng lớn*

Thông thường nếu tỷ số này cao có thể đem lại sự an toàn về khả năng bù đắp cho sự giảm giá trị của tài sản ngắn hạn, thể hiện khả năng thanh toán cao hơn so với nghĩa vụ phải thanh toán. Từ đó, doanh nghiệp có thể tiếp cận được với nhiều nguồn vốn vay, giảm sức ép từ chủ nợ, tạo tiền đề để tiếp tục mở rộng quy mô sản xuất và phát triển. Khidmat và Rehman (2014) đã nghiên cứu trên 9 công ty ngành hóa học niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Pakistan từ năm 2001 đến năm 2009 cũng có kết luận sau khi nghiên cứu mô hình của mình là tính thanh khoản mà đại diện là tỷ số khả năng thanh toán nhanh có tác động cùng chiều đến ROA. Kết quả nghiên cứu này cũng phù hợp với kết quả nghiên cứu của Alshatti (2016).

Trong khi đó, nghiên cứu của Bolek và Wiliński (2012) cấu trúc tài sản, cấu trúc vốn, tỷ số khả năng thanh toán nhanh và kỳ thu tiền trung bình lại có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

*Giả thuyết H4: Kỳ thu tiền trung bình (ARC) càng nhỏ thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng lớn*

Kỳ thu tiền trung bình nhỏ thì doanh nghiệp sẽ nhanh thu hồi được các khoản nợ từ khách hàng, vốn của doanh nghiệp ít bị khách hàng chiếm dụng từ đó tạo điều kiện để tăng khả năng sinh lời cho doanh nghiệp. Bolek và các cộng sự (2012) nghiên cứu các doanh nghiệp ngành xây dựng ở Phần Lan cũng kết luận rằng kỳ thu tiền trung bình có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Addae và Nyarko-Baasi (2013) đã nghiên cứu 125 công ty không niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Ghana trong giai đoạn 2004-2009 và tìm ra nhân tố kỳ thu tiền trung bình có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này cũng được đề cập trong nghiên cứu thực nghiệm của Gill và các cộng

sự (2010), Tu và Nguyen (2014) và Pattweekongka & Napompech (2014).

*Giả thuyết H5: Số ngày một vòng quay hàng tồn kho (ICC) càng nhỏ thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng lớn*

Số ngày một vòng quay hàng tồn kho càng nhỏ thì càng có lợi cho doanh nghiệp, điều này chứng tỏ doanh nghiệp quản lý hàng tồn kho tốt, công tác dự báo chính xác nên hàng không bị ứ đọng nhiều, giảm chi phí lưu kho và bảo quản, dẫn đến khả năng sinh lời cao hơn. Tu và Nguyen (2014) đã phân tích dữ liệu bảng của 208 doanh nghiệp niêm yết trên cả hai Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2006 đến năm 2012 và tìm ra số ngày một vòng quay hàng tồn kho có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Giả định này cũng đã được xem xét đến và khẳng định mối quan hệ này thông qua kết quả nghiên cứu của Gill và các cộng sự (2010), Bolek và các cộng sự (2012), Pattweekongka & Napompech (2014) và Addae và Nyarko-Baasi (2013).

*Giả thuyết H6: Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản (PS) càng lớn thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng cao.*

Thông thường tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản của các doanh nghiệp ngành xây dựng sẽ cao hơn các ngành khác, tỷ lệ này càng cao thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng tốt, do doanh nghiệp có thể tận dụng nhiều hơn lợi thế của mình cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Lazaridis và Tryfonidis (2012) đã thu thập số liệu từ 131 công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Athens trong giai đoạn 2001 - 2004 để xem xét sự tác động của các nhân tố đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Kết quả là nhân tố tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời.

Ngược lại, nghiên cứu của Gill và các cộng sự (2010) lại chứng minh rằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản càng lớn thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng thấp khi nghiên cứu về 88 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán New York từ năm 2005 đến năm 2007.



*Giả thuyết H7: Tốc độ tăng trưởng doanh thu (Gr) càng cao thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng lớn.*

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao thì sẽ làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp, dẫn đến khả năng sinh lời tăng lên. Nghiên cứu của Yazdanfar (2013) với mẫu là các công ty nhỏ ở Thụy Điển và Vijayakumar (2011) tại các công ty kinh doanh ô tô tại Ấn Độ cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp, phù hợp với kết quả nghiên cứu của Bolek và Wiliński (2012).

*Giả thuyết H8: Tốc độ tăng trưởng GDP (GDP) càng cao thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng được cải thiện.*

GDP đại diện cho tổng cầu của nền kinh tế nên khi GDP tăng cho thấy tín hiệu tốt từ nền kinh tế, thúc đẩy các doanh nghiệp mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, tăng trưởng và tạo ra nhiều lợi nhuận hơn. Năm 2011, Bolek và Wiliński đã tiến hành nghiên cứu sự tác động của các nhân tố cả bên trong lẫn bên ngoài lên khả năng sinh lời của doanh nghiệp, họ lấy số liệu của tất cả các công ty xây dựng niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Warsaw từ năm 2000 đến năm 2010 và nhận được kết quả là tốc độ tăng trưởng GDP có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

**Mô hình nghiên cứu**

Bài viết này xem xét một số nhân tố kỳ vọng là có ảnh hưởng đến khả năng

sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội từ năm 2012 đến năm 2016 như: quy mô doanh nghiệp (được tính bằng logarit của tổng tài sản), tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng doanh thu và tốc độ tăng trưởng GDP. Các biến phụ thuộc được sử dụng trong bài viết đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp là chỉ tiêu khả năng sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Để kiểm tra tác động của các nhân tố này đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, bài nghiên cứu sử dụng hai mô hình hồi quy sau:

$$ROA_i = \alpha_1 + \beta_{11} \times Size_{i,t} + \beta_{12} \times DER_{i,t} + \beta_{13} \times LIQ_{i,t} + \beta_{14} \times ARC_{i,t} + \beta_{15} \times ICC_{i,t} + \beta_{16} \times PS_{i,t} + \beta_{17} \times Gr_{i,t} + \beta_{18} \times GDP_{i,t}$$

$$ROE_i = \alpha_2 + \beta_{21} \times Size_{i,t} + \beta_{22} \times DER_{i,t} + \beta_{23} \times LIQ_{i,t} + \beta_{24} \times ARC_{i,t} + \beta_{25} \times ICC_{i,t} + \beta_{26} \times PS_{i,t} + \beta_{27} \times Gr_{i,t} + \beta_{28} \times GDP_{i,t}$$

**Bảng 1:** Giải thích các biến

Tên biến	Ký hiệu	Giải thích
<b>Biến độc lập</b>		
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản.
<b>Biến phụ thuộc</b>		
Quy mô công ty	Size <sub>i,t</sub>	Logarit(Tổng tài sản)
Tỷ lệ nợ trên vốn CSH	DER <sub>i,t</sub>	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
Tính thanh khoản	LIQ <sub>i,t</sub>	$\frac{\text{Tiền} + \text{ĐTTC ngắn hạn} + \text{Phải thu ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$
Kỳ thu tiền trung bình	ARC <sub>i,t</sub>	$\frac{\text{Các khoản phải thu BQ} \times \text{Số ngày trong kỳ PS}}{\text{DTT về bán hàng và cung cấp dịch vụ}}$
Số ngày 1 vòng quay HTK	ICC <sub>i,t</sub>	$\frac{\text{Hàng tồn kho BQ} \times \text{Số ngày trong kỳ PT}}{\text{Giá vốn hàng bán}}$
Tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản	PS <sub>i,t</sub>	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	Gr <sub>i,t</sub>	$\frac{DT_1 - DT_0}{DT_0} \times 100$
Tốc độ tăng trưởng GDP	GDP <sub>i,t</sub>	Số liệu lấy từ Tổng cục thống kê

$\alpha_{1,2}$  : Là hằng số

$\beta_{11...28}$ : là hệ số của các biến độc lập

**Phương pháp nghiên cứu**

Mô hình kinh tế lượng đầu tiên được sử dụng với dữ liệu bảng là mô hình hồi quy Pooled Ordinary Least Square (Pooled OLS). Mô hình này giúp tìm ra ảnh hưởng của các biến độc lập với biến phụ thuộc trong đó tất cả các hệ số của các biến độc lập đều không đổi theo thời gian và từng quan sát. Tuy nhiên, để mô hình có ý nghĩa thì có rất nhiều giả định được đưa ra: phương sai sai số không đổi, không có sự tương quan, không có đa cộng tuyến, không bỏ sót biến quan trọng và phải tuân theo phân phối chuẩn. Do vậy, rất ít mô hình đưa ra có thể thỏa mãn các điều kiện chặt chẽ này. Chính vì vậy, một mô hình khác có thể được sử dụng thay thế Pooled OLS là mô hình ảnh hưởng cố định (Fixed Effect Model). Theo mô hình này, có sự khác nhau giữa ảnh hưởng của các quan sát riêng lẻ và có sự khác nhau theo thời gian; tức là mỗi quan sát riêng lẻ đều có những đặc điểm riêng lẻ có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích. FEM phân tích mối tương quan này giữa phần dư của mỗi quan sát với các biến giải thích qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không thay đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để có thể ước lượng được những ảnh hưởng thực tế của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Tuy nhiên, khi sử dụng mô hình FEM thì cần có sự tác động của từng quan sát tới biến giải thích theo thời gian. Nếu sự biến động của các quan sát riêng lẻ không tương quan đến biến giải thích thì nghiên cứu sẽ sử dụng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effect Model). Để quyết định lựa chọn mô hình FEM hay REM thì nghiên cứu sẽ tiến hành kiểm định Hausman được đưa ra bởi Hausman năm 1978. Theo học thuyết ông đưa ra với giả định H0: không

có sự khác nhau giữa hai mô hình FEM và REM. Nếu giả định này bị vi phạm thì mô hình REM sẽ không được chọn mà thay vào đó, mô hình FEM sẽ phù hợp hơn.

**4. Kết quả nghiên cứu**

Dựa vào bảng phân tích tổng quan dưới đây, ta có thể đưa ra một số nhận xét tổng quan về khả năng sinh lời cũng như các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của các công ty xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bảng 2 chỉ ra rằng tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình của các công ty xây dựng niêm yết trong 5 năm từ 2012 đến 2016 là 2,3% đối với ROA và 8,4% đối với ROE. Tỷ suất này nhìn chung là thấp đối với các doanh nghiệp xây dựng trong giai đoạn này do thị trường bất động sản trong năm 2012 đến hết 2014 gần như đóng băng, thị trường chỉ mới bắt đầu phục hồi vào khoảng đầu năm 2016. Đồng thời, sự biến động của ROA và ROE cũng là khá lớn cho thấy có những doanh nghiệp kinh doanh có lãi rất cao nhưng ngược lại cũng có những doanh nghiệp khả năng sinh lời rất thấp. Tương tự như vậy, trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng, thị trường bất động sản sôi động thì khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng cũng rất cao nhưng ngược lại chỉ số này cũng rất thấp trong giai đoạn thị trường kém sôi động, gần như đóng băng. Ngoài ra, bảng 2 cũng cho kết quả thống kê mô tả giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất của các biến trong mô hình nghiên cứu.

**Bảng 2:** Thống kê mô tả các biến trong mô hình

	ROA	ROE	Size	PS	LIQ	ICC	Gr	ARC	GDP	DE
Trung bình	0.023	0.084	27.5	0.182	0.612	293.7	0.135	222.6	0.06	3.62
Trung vị	0.018	0.09	27.4	0.111	0.54	175.1	0.052	164.1	0.06	3.05
Max	0.145	0.453	31.0	0.906	2.53	4272	5.347	3429	0.07	38.8
Min	-0.28	-25.6	23.5	0.005	0.03	4	-0.95	8.38	0.05	-23
Độ lệch chuẩn	0.04	1.504	1.13	0.18	0.34	486.6	0.594	296.6	0.005	3.6

(Nguồn: Số liệu tác giả tự tổng hợp)

Trước tiên bài viết này sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng Pooled Ordinary Least Square và thu được kết quả như sau đối với cả hai biến phụ thuộc là ROA và ROE.

**Bảng 3:** Kết quả mô hình ROA theo OLS giản đơn

Kí hiệu	Mô hình ROA			Mô hình ROE		
	Hệ số	t – stat	Prob	Hệ số	T – stat	prob
C	-0.23447	-4.36641	0.00000	-1.24339	-0.64981	0.51628
Size	0.008600	4.74715	0.00000	0.03130	0.48491	0.62810
Gr	-0.01176	-3.28119	0.0011	-1.14350	-8.95481	0.00000
DE	-0.0018	-2.87391	0.004	0.14029	6.36807	0.00000
LIQ	0.0524	7.60134	0.0000	1.10928	4.51647	0.00000
ICC	0.000001221	0.26192	0.7936	0.00032	1.94804	0.05238
ARC	-0.0000	-5.95045	0.00000	-0.00139	-5.17338	0.00000
PS	0.02109	1.78849	0.0748	0.93861	2.23398	0.02625
GDP	0.041227	0.10728	0.91464	-10.65482	-0.77816	0.43711
<b>F – statistics</b>	<b>17.66551</b>			<b>23.24961</b>		
<b>Sign. F</b>	<b>0.00000</b>			<b>0.00000</b>		
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.31199</b>			<b>0.39406</b>		

Nguồn: Số liệu tác giả tự tổng hợp

Đối với biến phụ thuộc ROA: Với sign. F bằng 0.000 nhỏ hơn 0.05 nên giả thuyết H0 bị bác bỏ, các biến độc lập có tác động đến biến phụ thuộc với R<sup>2</sup> = 31.2%. Mô hình cho thấy kết quả là có 5 biến độc lập bao gồm quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ số khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp đều có mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%.

Đối với biến phụ thuộc ROE: Dựa vào kết quả, dễ dàng nhận thấy mức ý nghĩa thống kê nhỏ hơn 5% nên giả thuyết H0 bị bác bỏ, đồng nghĩa với kết luận các biến độc lập có ảnh hưởng đến ROE. Trong đó có 6 biến có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp gồm tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ số khả năng thanh toán nhanh, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, kỳ thu tiền trung bình và tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp với mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%. Tuy nhiên mô hình Pooled OLS dữ liệu chéo lại ràng buộc quá chặt về không gian và thời gian - các hệ số hồi quy không đổi - có thể làm mất đi ảnh hưởng thật sự của biến độc lập lên biến phụ thuộc, dẫn đến kết quả mô hình không phù hợp

trong điều kiện thực tế. Chính vì vậy, bài nghiên cứu tiếp tục sử dụng 2 mô hình FEM và REM để có kết quả chính xác hơn.

**Mô hình ROA**

Biến phụ thuộc đầu tiên được xét đến là khả năng sinh lời trên tổng tài sản. Trong bảng dưới đây thể hiện kết quả mô hình ROA được theo 2 dạng là FEM và REM (Bảng 4).

Như vậy, mô hình FEM cho kết quả sign. F là 0.000 nhỏ hơn 0.05 nên bác bỏ H0 và chấp nhận H1, có nghĩa là các biến độc lập có tác động đến biến phụ thuộc, R<sup>2</sup> của mô hình này là 66.28% (các biến độc lập giải thích được 66.28% cho biến phụ thuộc), còn mô hình REM cho kết quả là sign. F = 0 và R<sup>2</sup> = 25.29%. Để xác định xem mô hình nào phù hợp hơn, sử dụng kiểm định Hausman trong eviiew 9.5 và được kết quả như sau:

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	30.087979	8	0.0002

Từ kết quả trên có thể thấy prob của kiểm định Hausman là 0.0002, nhỏ hơn 0.05 nên giả

**Bảng 4:** Kết quả mô hình ROA theo FEM và REM

Kí hiệu	Mô hình ROA			Mô hình ROE		
	Hệ số	t – stat	Prob	Hệ số	T – stat	prob
C	-0.23447	-4.36641	0.00000	-1.24339	-0.64981	0.51628
Size	0.008600	4.74715	0.00000	0.03130	0.48491	0.62810
Gr	-0.01176	-3.28119	0.0011	-1.14350	-8.95481	0.00000
DE	-0.0018	-2.87391	0.004	0.14029	6.36807	0.00000
LIQ	0.0524	7.60134	0.0000	1.10928	4.51647	0.00000
ICC	0.000001221	0.26192	0.7936	0.00032	1.94804	0.05238
ARC	-0.0000	-5.95045	0.00000	-0.00139	-5.17338	0.00000
PS	0.02109	1.78849	0.0748	0.93861	2.23398	0.02625
GDP	0.041227	0.10728	0.91464	-10.65482	-0.77816	0.43711
<b>F – statistics</b>	<b>17.66551</b>			<b>23.24961</b>		
<b>Sign. F</b>	<b>0.00000</b>			<b>0.00000</b>		
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.31199</b>			<b>0.39406</b>		

Nguồn: Số liệu tác giả tự tổng hợp

thuyết  $H_0$  bị bác bỏ, có nghĩa là mô hình FEM phù hợp hơn.

Theo kết quả của mô hình FEM thì có 5 biến bao gồm quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên tác động của từng biến là khác nhau đến ROA. Biến quy mô kinh doanh có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời với mức ý nghĩa 1%, phù hợp với giả thuyết H1. Tính thanh khoản có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 1%. Kết quả hồi quy của hai biến trên đúng như dự đoán ban đầu và phù hợp với kết luận của Zaid và các cộng sự (2012) tại thị trường Malaysia, Bolek và Wilinski (2011) tại Warsaw, và Khidmad và Rehman (2009) tại Pakistan. Biến tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, số ngày một vòng quay hàng tồn kho và tốc độ tăng trưởng doanh thu lại có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trong khi kết quả của hai biến tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và số ngày một vòng quay hàng tồn kho ủng hộ cho giả thuyết ban đầu thì biến tốc độ tăng trưởng doanh thu lại có tác động trái ngược với giả thuyết H7 nhưng khi xem xét lại tình hình hoạt động kinh doanh của ngành

xây dựng trong giai đoạn này thì đây lại là một kết luận hợp lí. Bởi lẽ, trong giai đoạn 2012 - 2016 thì có đến 3 năm 2012, 2013 và 2014 ngành xây dựng gặp khó khăn làm cho hàng tồn kho của các doanh nghiệp ứ đọng và để tồn tại qua thời kỳ này thì các doanh nghiệp phải dùng mọi biện pháp để bán hàng hóa làm chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lưu trữ hàng tồn kho tăng lên rất nhiều, trong khi tốc độ tăng của doanh thu thì nhỏ làm cho doanh thu có tăng nhưng lợi nhuận thì không tăng dẫn đến khả năng sinh lời giảm. Trên thế giới cũng có các nghiên cứu có cùng kết luận với mô hình này ví dụ như nghiên cứu của Punnose (2008). Nguyên nhân được đưa ra là khi tăng trưởng doanh thu tăng lên thì đồng thời các chi phí khác như chi phí lưu trữ, quảng cáo, cũng tăng lên, trong khi tốc độ tăng trưởng doanh thu lại không tăng nhanh bằng tốc độ tăng của các chi phí nên làm cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp giảm.

**Mô hình ROE**

Ảnh hưởng của các nhân tố kinh tế vĩ mô và các nhân tố kinh tế vi mô đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp cũng được xem xét thông qua biến phụ thuộc tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Kết quả mô hình FEM và REM đến ROE được thể hiện như bảng dưới đây:

**Bảng 5:** Kết quả mô hình ROE theo FEM và REM

Mô hình		Mô hình FEM			Mô hình REM		
Biến	Ký hiệu	Hệ số	t-stat	Prob	Hệ số	t-stat	prob
C	C	-0.399	-0.044	0.965	-1.1924	-0.631	0.529
Quy mô doanh nghiệp	Size	0.0234	0.0701	0.944	0.03	0.4626	0.644
Tỷ lệ nợ trên Vốn CSH	DER	0.2357	8.8798	0.000	0.15	0.0209	0.000
Khả năng thanh toán nhanh	LIQ	0.8412	1.9382	0.054	1.1111	4.6442	0.000
Kỳ thu tiền trung bình	ARC	-0.001	-2.9348	0.004	-0.0013	-5.232	0.000
Số ngày 1 vòng quay HTK	ICC	-0.0001	-0.4715	0.639	0.0003	1.8078	0.072
Tỷ lệ TSCĐ trên TTS	PS	-0.4	-2.9348	0.004	0.8833	2.1367	0.335
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	Gr	-0.9748	-7.2956	0.000	-1.123	-9.425	0.000
Tốc độ tăng trưởng GDP	GDP	-20.398	-1.455	0.147	-11.423	-0.907	0.365
<b>F – statistics</b>		<b>5.043830</b>			<b>23.79614</b>		
<b>Sign. F</b>		<b>0.0000</b>			<b>0.0000</b>		
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0.593505</b>			<b>0.399625</b>		

(Nguồn: Số liệu tác giả trích từ phần mềm eview 9.5)

Cả 2 mô hình đều cho Sign. F là 0.0000 nhỏ hơn 0.05 nên giả thuyết H0 bị bác bỏ, đồng nghĩa với kết luận là các nhân tố quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên mức độ giả thuyết của các biến độc lập cho ROE ở mô hình FEM là 59.35% cao hơn của mô hình REM là 39.96%. Sử dụng kiểm định Hausman để xác định xem mô hình nào phù hợp hơn và kết quả sau:

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	45.334148	8	0.0000

Prob cho kết quả là 0.000, nhỏ hơn 0.05 đồng nghĩa với việc mô hình FEM là mô hình phù hợp hơn. Theo kết quả hồi quy mô hình FEM thì có 5 nhân tố tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản và tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động đến ROE của doanh nghiệp. Để hiểu rõ mức độ ảnh hưởng của các nhân tố, chúng ta sẽ

xem xét từng nhân tố riêng biệt. Với với mức ý nghĩa 1%, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Kết luận này trái với giả thuyết ban đầu đưa ra. Điều này cũng không khó để giải thích vì các doanh nghiệp ngành xây dựng thường có xu hướng vay nợ nhiều dẫn đến tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu cao. Do đó, khi tỷ suất lợi nhuận trên vốn cao hơn lãi suất tiền vay bình quân thì doanh nghiệp sẽ tận dụng được ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính, từ đó khuếch đại lợi nhuận dành cho vốn chủ sở hữu. Kết quả này được thể hiện rõ hơn khi tỷ số ROE có xu hướng tốt lên trong năm 2016.

Khả năng thanh khoản của doanh nghiệp có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 10%. Đây là kết quả đúng như dự đoán ban đầu và phù hợp với kết luận của Zaid và cộng sự (2014) tại thị trường Malaysia, Bolek và Wilinski (2011) tại Warsaw, và Khidmad và Rehman (2009) tại Pakistan.

Biến kỳ thu tiền trung bình có tác động ngược chiều đến ROE của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 1%. Đây là kết quả hoàn toàn giống với kỳ vọng ban đầu, trên thế giới cũng có nhiều nhà nghiên cứu cho kết luận tương tự về vấn đề này như Gill và các cộng

sự (2010) nghiên cứu trên thị trường Mỹ, Owalabi và các cộng sự (2012), Pattweekongka & Napompech (2014).

Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời (ROE) của doanh nghiệp. Kết luận này không như kỳ vọng ban đầu đặt ra vì trong giai đoạn 2012 - 2016, các doanh nghiệp ngành xây dựng liên tục gặp khó khăn và mới dần hồi phục vào năm 2014 nên tài sản cố định càng nhiều thì trích khấu hao càng tăng trong khi chúng lại không được sử dụng một cách có hiệu quả do doanh nghiệp không nhận được công trình, trong đó các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng thì không tiêu thụ được hàng hóa nên sản xuất cũng thấp hơn công suất, kéo theo lợi nhuận giảm mạnh, tác động xấu đến ROE. Gill và các cộng sự (2010) cũng có kết luận tương tự cho vấn đề này.

Nhân tố tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động ngược chiều đến ROE của doanh nghiệp với mức ý nghĩa thống kê 1%. Tương tự như mô hình ROA đã giải thích ở trên, trong giai đoạn 2012 - 2016 thì có đến 2 năm 2012, 2013 ngành xây dựng gặp khó khăn làm cho hàng tồn kho của các doanh nghiệp ứ đọng và để sống sót qua thời kỳ này thì các doanh nghiệp phải dùng mọi biện pháp để bán hàng hóa làm chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lưu trữ hàng tồn kho tăng lên rất nhiều, trong khi tốc độ tăng của doanh thu thì nhỏ làm cho doanh thu có tăng nhưng lợi nhuận thì không tăng dẫn đến khả năng sinh lời giảm.

### **5. Kết luận**

Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, khả năng thanh toán nhanh, kỳ thu tiền trung bình, số ngày một vòng quay hàng tồn kho, tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng doanh thu và tốc độ tăng trưởng GDP đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2012 đến năm 2016. Trong tương quan với các nghiên cứu cả trong và ngoài nước trước đây, kết quả nghiên cứu góp phần giải thích rõ hơn về khả năng sinh lời của doanh nghiệp xây dựng cũng như những nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trong đó, tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp xây dựng chủ yếu là do ảnh hưởng của các nhân tố nội tại doanh nghiệp như chính sách về

chính sách về cơ cấu vốn, tình hình quản lý và sử dụng tài sản của doanh nghiệp, cũng như quy mô hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp; trong khi các nhân tố kinh tế vĩ mô gần như không có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong giai đoạn này. Vì vậy, kết quả nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị cho các nhà quản trị doanh nghiệp, nhà đầu tư, cơ quan quản lý thị trường cũng như các đối tượng sử dụng thông tin về tình hình tài chính doanh nghiệp nhằm ra quyết định cho phù hợp.

Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, để tăng cường khả năng sinh lời của doanh nghiệp trước hết cần quan tâm đến việc mở rộng quy mô kinh doanh. Kết quả nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có quy mô kinh doanh càng lớn thì khả năng sinh lời càng cao, điều này là hoàn toàn hợp lý trong phạm vi nghiên cứu về các doanh nghiệp ngành xây dựng. Do sản phẩm xây dựng có thời gian sản xuất thi công dài, giá trị công trình lớn, sản xuất theo đơn đặt hàng nên doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì cơ hội trúng thầu nhiều công trình có giá trị cao càng dễ, dẫn đến khả năng sinh lời càng cao. Bên cạnh đó, để mở rộng quy mô kinh doanh, cũng như để thực hiện các công trình có giá trị lớn thì không thể chỉ dựa vào vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp mà doanh nghiệp cần có năng lực quản trị tài chính tốt để tận dụng ảnh hưởng của nguồn vốn bên ngoài giúp doanh nghiệp mở rộng quy mô kinh doanh nhưng cũng đồng thời giúp doanh nghiệp tận dụng được ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính. Cuối cùng, đối với doanh nghiệp xây dựng, tài sản cố định và hàng tồn kho là hai phần tài sản chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản. Vì vậy, nếu doanh nghiệp có chính sách đầu tư vào hai phần tài sản này một cách hợp lý thì không những doanh nghiệp sử dụng vốn có hiệu quả mà còn tiết kiệm được vốn trong quá trình sản xuất kinh doanh cũng như nâng cao hiệu quả sử dụng các tài sản này từ đó góp phần tăng khả năng sinh lời cho doanh nghiệp.

Đối với nhà đầu tư, khi xem xét đầu tư vào doanh nghiệp trong lĩnh vực xây dựng cần thận trọng khi đầu tư vào những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, vì trong lĩnh vực kinh doanh này doanh nghiệp có quy mô nhỏ thường đi kèm với khả năng sinh lời thấp. Ngoài ra, việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong doanh nghiệp ngành xây dựng cũng là điều cần thiết, phù hợp với đặc điểm của ngành kinh doanh. Tuy

nhiên, các nhà đầu tư cần phải xem xét xem liệu đòn bẩy tài chính có được sử dụng để tài trợ cho hai phần tài sản mang tính đặc trưng trong doanh nghiệp xây dựng là tài sản cố định và hàng tồn kho hay không? Đồng thời, xem xét đến hiệu quả sử dụng của hai phần tài sản này có thể giúp nhà đầu tư có thể dự báo về khả năng sinh lời của doanh nghiệp xây dựng.

Như vậy, kết quả từ nghiên cứu có thể giúp các doanh nghiệp ngành xây dựng lý giải các nguyên nhân ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, từ đó giúp các nhà quản trị doanh nghiệp trong việc lựa chọn phương án sản xuất kinh doanh cho phù hợp nhằm làm tăng khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành. Đồng thời, từ kết quả này cũng là cơ sở để các nhà đầu tư cân nhắc, lựa chọn những doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao và bền vững, cũng như cân nhắc những rủi ro khi đầu tư vào các doanh nghiệp xây dựng. ♦

#### Tài liệu tham khảo:

1. Addae, A. A., & Nyarko-Baasi, M. (2013), *Working Capital Management and Profitability: An empirical Investigation in an Emerging Market*, Research Journal of Finance and Accounting, 4 (15), 143-152.
2. Addae, A. A., & Nyarko-Baasi, M. (2013), *Working Capital Management and Profitability: An empirical Investigation in an Emerging Market*, Research Journal of Finance and Accounting, 4(15), 143-152.
3. Alshatti, A. S. (2015), *The Effect of the Liquidity Management on Profitability in the Jordanian Commercial Banks*, International Journal of Business and Management, 10(1), 62.
4. Alshatti, A. S. (2016), *Determinants of banks' profitability - the case of Jordan*, Investment Management and Financial Innovations, 13(1), 84-91.
5. Bolek, M., & Wilinski, W. (2012), *The influence of liquidity on profitability of polish construction sector companies*, e-Finance, 8(1), 38.
6. Dong, H., & Su, J. T. (2010), *The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case*, International Research Journal Of Finance and Economics, Issue 49, PP 59-67.
7. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010), *The relationship between working capital management*

*and profitability: Evidence from the United States*, Business and Economics Journal, 10 (1), 1-9.

8. Khidmat, W. B., & Rehman, M. U, *Impact of liquidity & solvency on profitability chemical sector of Pakistan*, Economic Management Innovation, Vol. 6, Issue 3, 2014.

9. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006), *Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange*, Journal of financial management and analysis, 19(1).

10. Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999), *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data*, Small business economics, 12(2), 113-130.

11. Napompech, K. (2012), *Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms*, International Journal of Trade, Economics and Finance, 3(3), 227.

12. Owolabi, S. A., & Obida, S. S. (2012), *Liquidity management and corporate profitability: Case study of selected manufacturing companies listed on the Nigerian stock exchange*, Business Management Dynamics, 2(2), 10-25.

#### **Summary**

The paper looks at the influence of internal and external factors on the profitability of listed construction enterprises on Vietnam's stock market. The study uses data of 59 listed construction companies on Hanoi Stock Exchange (HNX) and Hochiminh Stock Exchange (HOSE) in the period of 2012-2016. The researched factors include the size of enterprise, debt to equity ratio, quick liquidity, inventory turnover time period, fixed assets to total asset ratio, and revenue and GDP growth rates to investigate their influence on ROA and ORE which are the representative variables of the company's profitability. The research results show that the five factors have primary impacts on construction enterprises' profitability in this period.