SỞ HỮU NHÀ NƯỚC VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG TỪ DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

ThS. Trần Thị Hồng* - PGS.TS. Nguyễn Đức Dũng**

Nghiên cứu này kiểm định tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2024. Dữ liệu bảng được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 119 doanh nghiệp. Kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định (FEM) cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước và hiệu quả tài chính (ROA). Giá trị R^2 (within) chỉ đạt 0,023, phản ánh rằng biến động của ROA trong các doanh nghiệp xây dựng không chỉ đến từ cơ cấu sở hữu, mà còn chịu ảnh hưởng đáng kể từ các yếu tố hoạt động và thị trường như hiệu quả quản lý dự án, tiến độ thi công và chu kỳ đầu tư công. Kết quả này gợi mở rằng để đánh giá toàn diện hơn hiệu quả tài chính của doanh nghiệp xây dựng, các nghiên cứu tiếp theo nên mở rộng phân tích với những thước đo phản ánh đồng thời khía cạnh lợi nhuận kế toán và giá trị thị trường như ROE và Tobin'sQ. Ngoài ra, hệ số âm của biến quy mô (Size) cho thấy doanh nghiệp càng lớn thì hiệu quả ngắn hạn càng giảm, phản ánh đặc trưng của ngành xây dựng Việt Nam - nơi quy mô lớn thường gắn với chi phí quản lý, vốn đầu tư dàn trải, làm giảm tỷ suất lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu cung cấp hàm ý quan trọng cho việc xác định cơ cấu sở hữu nhà nước tối ưu và nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây lắp niêm yết trong bối cảnh Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư công và tái cấu trúc khu vực doanh nghiệp nhà nước.

• Từ khóa: *sở hữu nhà nước, hiệu quả tài chính, doanh nghiệp xây dựng.*

This study examines the impact of state ownership on the financial performance of listed construction enterprises in Vietnam during the period 2015 - 2024. Panel data were collected from the financial statements and annual reports of 119 enterprises. The regression results, based on the Fixed Effects Model (FEM), indicate a non-linear, U-shaped relationship between the state ownership ratio and financial performance, measured by Return on Assets (ROA).The R^2 (within) value of only 0.023 reflects that the variation in ROA among construction enterprises is not solely determined by the ownership structure, but is also significantly influenced by operational and market factors such as project management efficiency, construction progress, and the public investment cycle. This result suggests that to more comprehensively evaluate the financial performance of construction enterprises, subsequent studies should broaden the analysis to include measures that simultaneously reflect accounting profitability and market value, such as ROE and Tobin's Q.Furthermore, the negative coefficient of the Size variable indicates that larger enterprises experience a decrease in short-term efficiency, reflecting a characteristic of the Vietnamese construction industry where large scale is often associated with higher management costs and dispersed capital investment, thus reducing profit margins. The research findings provide important implications for determining the optimal state ownership structure and enhancing the operational efficiency of listed construction and installation enterprises in the context of Vietnam's drive for increased public investment and the restructuring of the state-owned enterprise sector.

• Key words: *state ownership, financial performance, construction enterprise.*

JEL codes: G32, L74

Ngày nhận bài: 05/7/2025
Ngày gửi phản biện: 21/9/2025
Ngày duyệt đăng: 19/12/2025

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v25.i303.09

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh Việt Nam đẩy mạnh tái cơ cấu khu vực doanh nghiệp nhà nước gắn với quá trình cổ phần hóa, mối quan hệ giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp tiếp tục là vấn đề được quan tâm trong nghiên cứu và hoạch định chính sách. Sau năm 2015, cổ phần hóa đã làm thay đổi đáng kể cơ cấu sở hữu của nhiều doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt trong lĩnh vực xây dựng cơ bản - ngành có cường độ vốn cao, chu kỳ dự án dài và mức độ phụ thuộc lớn vào đầu tư công, nơi vốn nhà nước vẫn chiếm tỷ trọng đáng kể.

Sự hiện diện của Nhà nước trong doanh nghiệp đặt ra câu hỏi liệu sở hữu nhà nước có giúp nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua vai trò bảo trợ thể chế, hay làm suy giảm hiệu quả tài chính do hạn chế động lực thị trường và tính linh hoạt trong quản trị. Các nghiên cứu trong nước cho thấy sở hữu tổ chức và sở hữu nước ngoài thường tác động tích cực đến hiệu quả tài chính, trong khi sở hữu nhà nước có xu hướng làm giảm hiệu quả (Lê Tấn Phước, 2017; Nguyễn Thị Minh Thúy, 2023). Ở bình diện quốc tế, Alfaraih et al. (2010) khi nghiên

** Trường Đại học Thủy Lợi; email: hongtt@tlu.edu.vn*
*** Đại học Kinh tế Quốc dân; email: dungnd@neu.edu.vn*

cứu các doanh nghiệp niêm yết tại Kuwait cũng ghi nhận tác động tiêu cực của sở hữu nhà nước đến ROA và Tobin's Q.

Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm chưa hoàn toàn thống nhất và gợi ý rằng tác động của sở hữu nhà nước có thể mang tính phi tuyến. Ở mức sở hữu thấp đến trung bình, doanh nghiệp có thể hưởng lợi từ uy tín và khả năng tiếp cận nguồn lực; nhưng khi tỷ lệ sở hữu vượt quá ngưỡng tối ưu, hiệu quả tài chính có thể suy giảm do chi phí đại diện gia tăng và sự can thiệp hành chính. Cơ chế này được cho là đặc biệt rõ nét trong ngành xây dựng. Do đó, nghiên cứu tập trung kiểm định tác động phi tuyến của sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính (ROA) của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2024.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Nghiên cứu dựa trên hai khung lý thuyết chính: lý thuyết đại diện và lý thuyết thể chế. Theo lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976), trong doanh nghiệp có sở hữu nhà nước, mục tiêu đa dạng của Nhà nước có thể làm gia tăng xung đột lợi ích và làm suy giảm hiệu quả tài chính. Ngược lại, lý thuyết thể chế cho rằng sự tham gia của Nhà nước có thể mang lại lợi thế về uy tín, khả năng tiếp cận vốn và dự án công. Khi tỷ lệ sở hữu nhà nước ở mức hợp lý, lợi ích thể chế có thể vượt trội chi phí đại diện; nhưng khi vượt ngưỡng tối ưu, hiệu quả tài chính có xu hướng giảm.

Các nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi, cho thấy tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính không nhất quán và có khả năng mang dạng phi tuyến (Douma et al., 2006; Li & Zhang, 2010; Kao et al., 2018). Tại Việt Nam, nhiều nghiên cứu cũng ghi nhận sự khác biệt rõ rệt giữa tác động của sở hữu nhà nước và các hình thức sở hữu khác.

Từ đó, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết:

H1: Tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính có dạng phi tuyến chữ U ngược.

H2: Quy mô doanh nghiệp tác động tích cực đến hiệu quả tài chính.

H3: Đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Kế thừa cách tiếp cận của Alfaraih et al. (2010), Li & Zhang (2010) và Nguyễn Thị Minh Thúy (2023), nghiên cứu này kiểm định tác động phi tuyến của tỷ lệ sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2024.

Hiệu quả tài chính được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), trong khi biến độc lập chính là tỷ lệ sở hữu nhà nước (OWN). Để xác định khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến, mô hình đưa thêm bình phương của biến sở hữu nhà nước (OWN^2). Ngoài ra, mô hình còn bao gồm các biến kiểm soát phổ biến trong các nghiên cứu về hiệu quả tài chính như quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính.

Mô hình hồi quy tổng quát được xây dựng như sau:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OWN_{it} + \alpha_2 OWN^2_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

ROA: Hiệu quả tài chính, đo bằng tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản của doanh nghiệp *i* tại thời điểm *t*;

OWN: Tỷ lệ sở hữu nhà nước trong tổng số cổ phần có quyền biểu quyết, được chấm theo thang sau: Được lượng hoá theo tỉ lệ vốn nhà nước: 0 nếu DN hoàn toàn tư nhân hoặc có vốn nhà nước dưới 5%; 1 nếu DN có vốn nhà nước từ 5% đến dưới 20%; 2 nếu DN có vốn nhà nước từ 20% đến dưới dưới 50%; 3 nếu DN có 50% vốn nhà nước trở lên. Kết quả hồi quy phản ánh xu hướng thay đổi phi tuyến theo mức độ sở hữu nhà nước.

OWN^2: Bình phương của OWN, dùng để phát hiện mối quan hệ phi tuyến;

SIZE: Quy mô doanh nghiệp, đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản;

LEV: Đòn bẩy tài chính, đo bằng tổng nợ chia cho tổng tài sản;

μ_i: Hiệu ứng đặc thù doanh nghiệp (*firm fixed effect*).

λ_t: Hiệu ứng năm *(year effect)*

ε_{it}: Sai số ngẫu nhiên.

Diễn giải về các tác động:

Biến	Ký hiệu	Kỳ vọng dấu	Diễn giải
OWN	β_1	+	Tác động tích cực ở mức sở hữu thấp-trung bình
OWN^2	β_2	-	Hiệu quả giảm khi Nhà nước chi phối quá cao
SIZE	β_3	+	Lợi thế quy mô và khả năng tiếp cận vốn
LEV	β_4	-	Gánh nặng chi phí lãi vay và rủi ro tài chính

Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến được thực hiện thông qua chỉ số VIF, kết quả cho thấy các biến có VIF < 5, do đó hiện tượng đa cộng tuyến không đáng kể.

Hai hệ số α_1 và α_2 được quan tâm đặc biệt. Nếu $\alpha_1 > 0$ và $\alpha_2 < 0$, điều này cho thấy mối quan hệ chữ U ngược giữa tỷ lệ sở hữu nhà nước và hiệu quả tài chính - nghĩa là ở mức sở hữu thấp đến trung bình, doanh nghiệp có thể tận dụng lợi thế thể chế để cải thiện hiệu quả, nhưng khi sở hữu vượt quá ngưỡng tối ưu, hiệu quả tài chính lại suy giảm do hạn chế về quản trị và động lực thị trường.

Mô hình được ước lượng trên dữ liệu bảng (panel data) bằng hai phương pháp: mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model - REM). Sau đó, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả kiểm định cho thấy FEM là phù hợp hơn so với REM ($\chi^2 = 17,64$; $p = 0,0015$).

Trong quá trình ước lượng, sai số chuẩn được hiệu chỉnh theo phương pháp robust nhằm hạn chế ảnh hưởng của phương sai thay đổi và tự tương quan trong dữ liệu bảng. Kết quả báo cáo trong phần tiếp theo vì vậy phản ánh ước lượng FEM với sai số chuẩn robust.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu bảng gồm 119 doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2024, được thu thập từ Báo cáo tài chính năm công bố trên các Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và TP. Hồ Chí Minh (HOSE), kết hợp với thông tin từ cơ sở dữ liệu Vietstock.vn và Thomson Reuters Eikon. Sau khi loại bỏ các công ty thiếu dữ liệu liên tục hoặc có giá trị ngoại lai, bộ dữ liệu cuối cùng gồm 1.190 quan sát.

Các biến nghiên cứu được xác định như sau:

ROA (Return on Assets): tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp;

OWN: mức độ sở hữu nhà nước, được mã hóa theo thang điểm từ 0 đến 3 dựa trên tỷ lệ vốn nhà nước (0 nếu hoàn toàn tư nhân hoặc vốn nhà nước <5%; 1 nếu 5-<20%; 2 nếu 20-<50%; 3 nếu ≥ 50%);

OWN²: OWN được mã hóa dạng phân loại và biến OWN² được thêm để kiểm tra xu hướng phi tuyến bậc hai, nhằm phát hiện khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả tài chính;

SIZE: quy mô doanh nghiệp, đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản;

LEV: đòn bẩy tài chính, đo bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả nghiên cứu

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	1.190	4,206	6,631	-41,373	44,441
OWN	1.190	0,729	1,189	0,000	3,000
OWN²	1.190	1,945	3,393	0,000	9,000
Size	1.189	27,328	1,503	23,903	31,292
Lev	1.189	53,297	23,396	0,062	120,686

Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán từ dữ liệu nghiên cứu (2015-2024).

Bảng 2. Kết quả hồi quy mô hình tác động cố định (FEM)

Biến	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn
OWN	-2,299*	(1,231)
OWN²	0,679	(0,419)
Size	-0,568*	(0,310)
Lev	-0,054*	(0,028)
Hằng số	22,928***	(8,292)

Nguồn: Tác giả tổng hợp và tính toán từ dữ liệu nghiên cứu (2015-2024).

Các chỉ tiêu thống kê trong mô hình:

Số quan sát: 1.189

Số doanh nghiệp: 119

R^2 (within): 0,023

Ghi chú: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn; ***, ** và * lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Kết quả kiểm định Hausman ($\chi^2 = 17,64$; $p = 0,0015$) cho thấy mô hình tác động cố định (FE) là phù hợp.

Giá trị R^2 (within) cho thấy mô hình giải thích khoảng 2,3% biến thiên trong hiệu quả tài chính (ROA) của doanh nghiệp xây dựng, phù hợp với đặc thù dữ liệu bảng khi hiệu quả tài chính chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác ngoài cơ cấu sở hữu, quy mô và đòn bẩy tài chính.

4.2. Phân tích và thảo luận kết quả

*Kiểm định giả thuyết H1: Kết quả thực nghiệm trái với kỳ vọng ban đầu, cho thấy mối quan hệ thực tế có dạng chữ U thay vì chữ U ngược. Hệ số OWN mang dấu âm và OWN² dương (dù chưa

đạt mức ý nghĩa 10%), hàm ý rằng xu hướng phi tuyến có thể tồn tại nhưng chưa đủ mạnh để khẳng định thống kê. Ở mức sở hữu nhà nước thấp, hiệu quả tài chính (ROA) có xu hướng giảm, phản ánh khả năng Nhà nước chưa đủ ảnh hưởng để hỗ trợ doanh nghiệp thông qua nguồn lực hoặc hợp đồng công. Tuy nhiên, khi mức sở hữu tăng lên (ở mức chi phối), hiệu quả được cải thiện trở lại nhờ lợi thế tiếp cận vốn, tín dụng và các dự án đầu tư công.

Kết quả này gợi ý rằng sở hữu nhà nước không hoàn toàn cản trở hiệu quả doanh nghiệp như nhiều nghiên cứu trước đây (Lê Tấn Phước, 2017; Nguyễn Thị Minh Thúy, 2023), mà có thể tạo ra tác động tích cực trong bối cảnh ngành xây dựng gắn liền với đầu tư công. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng chưa mạnh và cần được kiểm chứng với các chỉ tiêu khác như ROE hoặc Tobin's Q để khẳng định xu hướng phi tuyến rõ ràng hơn.

* Kiểm định giả thuyết H2: Kết quả cho thấy biến SIZE mang dấu âm, trái với kỳ vọng ban đầu. Điều này có thể phản ánh đặc thù ngành xây dựng - doanh nghiệp quy mô lớn thường chịu chi phí quản lý và đầu tư dàn trải cao, làm giảm hiệu quả ngắn hạn (ROA). Kết quả này cũng cho thấy quy mô lớn chưa mang lại lợi thế rõ rệt về hiệu quả tài chính, trái với kết quả của một số nghiên cứu trước như kết quả của Alfaraih et al. (2010).

* Kiểm định giả thuyết H3: Biến LEV mang dấu âm, phù hợp với giả thuyết ban đầu. Khi tỷ lệ nợ trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp càng cao thì hiệu quả tài chính (ROA) càng giảm. Điều này phù hợp với lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani và Miller (1958), khi chi phí nợ và rủi ro tài chính gia tăng sẽ làm giảm lợi nhuận ròng.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp xây dựng có xu hướng phi tuyến nhưng yếu. Đồng thời, quy mô và đòn bẩy tài chính đều ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính, phản ánh đặc thù ngành xây dựng có mức độ rủi ro cao, chu kỳ vốn dài và phụ thuộc lớn vào đầu tư công.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu kiểm định tác động phi tuyến của sở hữu nhà nước đến hiệu quả tài chính (ROA) của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2024. Kết quả mô hình tác động cố định cho thấy mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và hiệu quả tài chính mang dạng phi tuyến chữ U. Khi tỷ lệ sở hữu nhà nước ở mức thấp, hiệu quả tài chính có xu hướng suy giảm; ngược lại, khi tỷ lệ sở hữu tăng đến mức chi phối, hiệu quả được cải thiện. Kết quả này cho thấy vai trò của Nhà nước không chỉ mang tính kiểm soát mà còn có thể tạo lợi thế về thể chế, tín dụng và khả năng tiếp cận các dự án đầu tư công trong ngành xây dựng.

Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính được xác định là các yếu tố tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính, phản ánh đặc thù của ngành xây dựng với chu kỳ vốn dài, dòng tiền kém ổn định và mức độ phụ thuộc cao vào vốn vay.

Từ các phát hiện trên, nghiên cứu đề xuất Nhà nước duy trì tỷ lệ sở hữu hợp lý, tránh can thiệp quá sâu hoặc rút lui hoàn toàn; đồng thời, doanh nghiệp cần tăng cường quản trị tài chính, kiểm soát chi phí và tối ưu hóa quy mô hoạt động. Việc hoàn thiện khung thể chế và nâng cao tính minh bạch đối với doanh nghiệp có vốn nhà nước là điều kiện quan trọng nhằm thúc đẩy hiệu quả tài chính bền vững cho toàn ngành.

Tài liệu tham khảo:

Al Amosh, H., & Khatib, Salel F. A. (2022). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: The moderating role of board independence. Journal of Business and Socio-economic Development, 2(1), 49-66. https://doi.org/10.1108/JBSED-07-2021-0094

Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? Economic Modelling, 91, 835-851. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012

Bùi, T. T. T., Trần, T. L. A., & Trang, H. (2024). ESG disclosure and financial performance: Empirical study of Vietnamese commercial banks. Banks and Bank Systems, 19(1), 208-220. https://doi.org/10.21511/bbs.19(1).2024.18.

Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. Journal of Financial Economics, 131(3), 693-714. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013

Fahad, P., & Busru, S. A. (2021). CSR disclosure and firm performance: Evidence from an emerging market. Corporate Governance, ahead-of-print(ahead-of-print). https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0201

Farah, T., Li, J., Li, Z., & Shamsuddin, A. (2021). The nonlinear effect of CSR on firms' systematic risk: International evidence. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 71, Article 101288. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101288

Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. Journal of Business Ethics, 103(3), 351-383. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y

Lê, H. D. C., Lê, Đ. H., Nguyễn, Q. N., & Bùi, T. T. H. (2022). Corporate environmental responsibility and financial performance: The moderating role of ownership structure and listing status of Vietnam banks. Cogent Economics & Finance, 10(1), 2087286. https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2087286

Maimako, L. N., Abdul Latiff, A. R., & Wan Yusoff, W. F. (2021). Ownership structure and financial sustainability with moderating effect of managerial intention in some selected emerging economies: A conceptual review. Journal of Economics and Management Sciences, 4(1), 78-84

Nagy, Z., Kassam, A., & Lee, L.-E. (2016). Can ESG add alpha? An analysis of ESG tilt and momentum strategies. The Journal of Investing, 25(2), 113-124. https://doi.org/10.3905/joi.2016.25.2.113

Wu, S., Li, X., Du, X., & Li, Z. (2022). The impact of ESG performance on firm value: The moderating role of ownership structure. Sustainability, 14(21), 14507. https://doi.org/10.3390/su142114507