NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VỀ CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ QUẢN LÝ VỐN TẠI CÁC TỔNG CÔNG TY XÂY DỰNG NHÀ NƯỚC

Nguyễn Đức Hiển*, Mai Công Quyền, Đào Lê Trang Anh***, Võ Thế Vinh******

Bài viết này đánh giá hiệu quả quản lý vốn Nhà nước của 29 trên tổng số 35 Tổng công ty xây dựng nhà nước trong giai đoạn 2009-2012. Đồng thời, trên cơ sở bộ số liệu theo quý giai đoạn 2009-2012 của 18 Tổng công ty xây dựng nhà nước điển hình, nhóm nghiên cứu xây dựng và kiểm định mô hình kinh tế lượng để nhận diện và đo lường mức độ tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý vốn tại các tổng công xây dựng.

Từ khóa: Hiệu quả quản lý vốn nhà nước, đổi mới doanh nghiệp nhà nước, Tổng công ty xây dựng nhà nước.

1. Đặt vấn đề

Kết luận số 50-KL/TW ngày 29/10/2012 của Ban chấp hành Trung ương xác định *"Doanh nghiệp nhà nước là lực lượng nòng cốt của kinh tế nhà nước, là lực lượng vật chất quan trọng, là công cụ hỗ trợ để Nhà nước điều tiết nền kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô, góp phần thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội của đất nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa"*. Tuy nhiên, hiện nay hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) nói chung và các doanh nghiệp nhà nước trong lĩnh vực xây dựng nói riêng còn nhiều hạn chế, chưa đạt hiệu quả. Nguyên nhân chủ yếu là chưa xác lập được mô hình và cơ chế quản lý có hiệu quả vốn tại các DNNN. Giai đoạn 2011-2015, để thực hiện thành công Đề án *"Tái cơ cấu DNNN, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước giai đoạn 2011 - 2015"* ban hành theo Quyết định số 929/QĐ-TTg ngày 17/7/2012 của Thủ tướng Chính phủ, trong bối cảnh suy giảm kéo dài của thị trường bất động sản Việt Nam từ năm 2008 đến nay, đối với các Tổng công ty xây dựng nhà nước, một trong những vấn đề cấp thiết hiện nay là cần phải nhận diện và đo lường mức độ tác động của các nhân tố đến hiệu quả quản lý vốn của các Tổng công ty. Qua khảo cứu các tài liệu liên quan cho thấy, các nghiên cứu mô tả về tác động của các nhân tố đến hiệu quả quản lý vốn của DNNN ở Việt Nam có khá nhiều song chưa có các nghiên cứu thực nghiệm về nội dung này đối với Tổng công ty xây dựng nhà nước. Vì vậy, nghiên cứu này mong muốn đưa ra kết quả nghiên cứu mới trên cơ sở phương pháp kinh tế lượng để nhận diện và đo lường về các nhân tố tác động đến hiệu quả quản lý vốn tại các Tổng công ty xây dựng nhà nước.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan tiền nghiên cứu

Vốn của doanh nghiệp là giá trị tiền tệ của toàn bộ tài sản và nguồn nhân lực được đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm mục đích lợi nhuận. Vốn nhà nước tại các Tổng công ty xây dựng nhà nước được xác định là tổng số vốn Nhà nước đầu tư để thành lập và phục vụ cho quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp này. Thông qua phần vốn góp của mình, Nhà nước có thể điều tiết và quản lý đối với hoạt động của các doanh nghiệp nhằm đạt được những mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội. Các tổng công ty xây dựng nhà nước trong nghiên cứu này, theo quy định của Luật Doanh nghiệp 2005 được hiểu là các doanh nghiệp trong đó Nhà nước sở hữu trên 50% vốn điều lệ.

Lý thuyết và thực tiễn cho thấy, một trong các mục tiêu quan trọng nhất của quản lý vốn nhà nước tại các Tổng công ty xây dựng nhà nước là phải đảm bảo sử dụng vốn có hiệu quả, trong đó chỉ tiêu đo lường là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Trên thế giới có khá nhiều công trình nghiên cứu đã phân tích và kiểm nghiệm mức độ ảnh hưởng của các nhân tố bên trong doanh nghiệp đến hiệu quả sử dụng vốn. Có thể khái quát thành hai nhóm: nhóm 1 nghiên cứu mối quan hệ giữa các đặc điểm cơ bản của doanh nghiệp với hiệu quả sử dụng vốn; nhóm 2 tập trung nghiên cứu tác động của cấu trúc ban quản trị với kết quả hoạt động của công ty.

Trong nhóm đầu tiên, các nhân tố quyết định đến

hiệu quả sử dụng vốn được xem xét lần lượt là quy mô công ty, cơ cấu vốn, tỷ lệ vốn góp của nhà nước, và thời gian hoạt động của công ty. Về nhân tố quy mô của công ty, các nghiên cứu của Zeitun & Tian (2007), Abbasali & cộng sự (2012) đã chứng minh mối liên quan thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa độ lớn của tổng tài sản và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Tiếp theo, về nhân tố cấu trúc vốn, các kết quả nghiên cứu của Fosberg & Ghosh (2006), Zeitun & Tian (2007), Mramor & Crnigoj (2009), Onaolapo & Kajola (2010), hay Abbasali & cộng sự (2012) đều cho thấy hệ số nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của công ty. Liên quan đến tỷ lệ vốn góp của nhà nước, nghiên cứu của Gumbau-Albert & Maudos (2002) đã phát hiện sự suy giảm về hiệu quả hoạt động của công ty khi tăng tỷ lệ sở hữu của nhà nước. Tuy nhiên, đối với nhân tố thời gian hoạt động (tuổi) của công ty, các báo cáo nghiên cứu đánh giá mối quan hệ của nhân tố này với hiệu quả sử dụng vốn có kết quả không đồng nhất. Cụ thể, Arrow (1962), Jovanovic (1982), Ericson & Pakes (1995) trong nghiên cứu của mình đã phát hiện mối quan hệ đồng biến giữa tuổi của một công ty và hiệu quả hoạt động của nó, trong khi nghiên cứu của Leonard-Barton (1992), Agarwal & Gort (1996; 2002) lại có kết quả ngược lại. Sự khác biệt này, theo nhóm nghiên cứu là do xuất phát từ những ưu điểm và nhược điểm của một công ty lâu năm. Ưu điểm của các công ty hoạt động lâu năm là sự tiêu chuẩn hóa về quy trình sản xuất và xây dựng được đội ngũ nhân viên giàu kinh nghiệm, nhờ đó làm tăng hiệu quả hoạt động. Mặc dù vậy, các công ty lâu năm lại có thể có những kiến thức, kỹ năng và nguồn nhân lực lỗi thời so với các công ty mới thành lập, cấu trúc các công ty này cũng cứng nhắc hơn và khó thay đổi khi cần thiết, vì vậy làm suy giảm hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Trong nhóm thứ hai, các nghiên cứu tìm hiểu tác động của cấu trúc ban quản trị, bao gồm số lượng thành viên ban quản trị và sự tách biệt giữa vai trò của giám đốc và chủ sở hữu đối với hiệu quả sử dụng vốn của công ty. Nhìn chung, các kết quả cho thấy số lượng thành viên ban quản trị càng nhỏ thì kết quả hoạt động của công ty càng cao (kết quả nghiên cứu của Andres, Azofra & Lospez, 2005; Mak & Yuanto, 2005; Liao, 2010). Tuy nhiên, khi nghiên cứu về nhân tố quan hệ độc lập của giám đốc đối với ban quản trị, các kiểm định không thu được kết quả có ý nghĩa thống kê về ảnh hưởng của sự độc lập này với kết quả hoạt động của công ty (Hermalin & Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Klein, 1998; Bhagat & Black, 2002; Liao, 2010).

Như vậy, các nghiên cứu cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của các công ty phụ thuộc vào rất nhiều nhân tố. Tùy thuộc vào đặc điểm và điều kiện nội tại của từng công ty, mỗi yếu tố sẽ có mức độ tác động khác nhau đến kết quả hoạt động và khả năng sinh lời của vốn đầu tư.

3. Khái quát chung về thực trạng hiệu quả quản lý vốn tại các Tổng công ty xây dựng nhà nước

Phần khái quát chung về thực trạng hiệu quả quản lý vốn nhà nước tại các Tổng công ty xây dựng được nhóm nghiên cứu phân tích theo các chỉ tiêu cơ bản: nguồn vốn; tài sản; doanh thu; lợi nhuận sau thế; thuế và các nghĩa vụ nộp Nhà nước dựa trên báo cáo tài chính đã được kiểm toán từ năm 2010 đến năm 2012 của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước theo danh sách tại Phụ lục.

3.1. Nguồn vốn

Vốn chủ sở hữu

Nguồn vốn chủ sở hữu tính đến 31/12/2012 của 29 tổng công ty xây dựng nhà nước là: 44.495.646.749.076 đồng, tăng 5.273.678.478.406 đồng (17%) so với năm 2009. Tốc độ tăng trưởng bình quân vốn chủ sở hữu giai đoạn 2009-2012 của các tổng công ty xây dựng trên 15%, chủ yếu từ các nguồn: lợi nhuận sau thuế, đánh giá lại tài sản, thặng dư vốn thu được trong quá trình cổ phần hóa các công ty thành viên, đơn vị phụ thuộc của tổng công ty.

Xét tổng thể, hầu hết các tổng công ty xây dựng nhà nước đã bảo toàn và phát triển vốn chủ sở hữu, hệ số bảo toàn vốn bình quân là 1,15 lần. Tuy nhiên, đã có tổng công ty không bảo toàn được vốn chủ sở hữu do kinh doanh thua lỗ như: Tổng công ty Cơ khí Xây dựng (COMA) vốn chủ sở hữu âm 2 năm 2011 và 2012 lần lượt là: (-185.060.090.431) đồng và (-310.502.893.964) đồng; Tổng công ty Xây dựng Đường thủy (VINAWACO), vốn chủ sở hữu âm năm 2012 là: (-536.055.646.976) đồng. Như vậy, một số tổng công ty xây dựng đã mất vốn chủ sở hữu và đến thời điểm này chưa được khắc phục.

Trong 29 Tổng công ty xây dựng, có 6 tổng công ty có tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng nguồn vốn năm 2012 thấp như: Tổng công ty Lắp máy Việt Nam (LILAMA) là 2,416%, Tổng công ty Sông Hồng (Sông Hồng) là 4,157%, Tổng công ty Xây dựng Bạch Đằng là 4,429%, Tổng công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng và Thương mại Việt Nam (Constrexim) là 8,527%, Tổng công ty Sông Đà là 8,886%%, Tổng

công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam là 6,66%.

Vốn nhà nước đầu tư tại tổng công ty xây dựng nhà nước

Vốn nhà nước đầu tư tại 29 tổng công ty xây dựng nhà nước tính đến thời điểm 31/12/2012 là 33.781.550.562.662 đồng, tăng 8.302.771.808.569 đồng so với năm 2009, tỷ lệ tăng trưởng vốn đầu tư được nhà nước đầu tư bình quân trong 4 năm từ 2009-2012 là 7,5%. Nguồn vốn tăng chủ yếu này là do phần để lại lợi nhuận sau thuế, thặng dư vốn trong quá trình cổ phần hóa các đơn vị thành viên hoặc được giao các dự án, công trình, được minh họa qua Hình 1.

Vốn chủ sở hữu bình quân của một tổng công ty xây dựng năm 2012 được nhà nước đầu tư khoảng 1.534,332.646.520 đồng, đây là mức vốn tương đối thấp, chưa tương xứng lĩnh vực, ngành nghề mà các tổng công ty xây dựng đang hoạt động cũng như sứ mệnh và nhiệm vụ được nhà nước giao. Hầu hết các tổng công ty xây dựng có tỷ lệ vốn nhà nước đầu tư/tổng nguồn vốn ở mức rất thấp như: Tổng công ty Cơ khí xây dựng là 3,31%; Tổng công ty Xây dựng Bạch Đằng là 3,44%; Tổng công ty Xây dựng Hà Nội là 5,45%; Tổng công ty Sông Đà là 5,32%; Tổng công ty Xây dựng số 1 là 5,49%; Tổng công ty Lắp máy Việt Nam là 4,04%; Tổng công ty Đầu tư phát triển đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam là 4,42%; Tổng công ty Đầu tư và Phát triển hạ tầng là 7,62%; Tổng công ty Tư vấn Xây dựng Việt Nam là 6,59%,… Trong đó, Tổng công ty Đầu tư Phát triển hạ tầng đô thị có tỷ lệ cao nhất cũng chỉ đạt 31,63%.

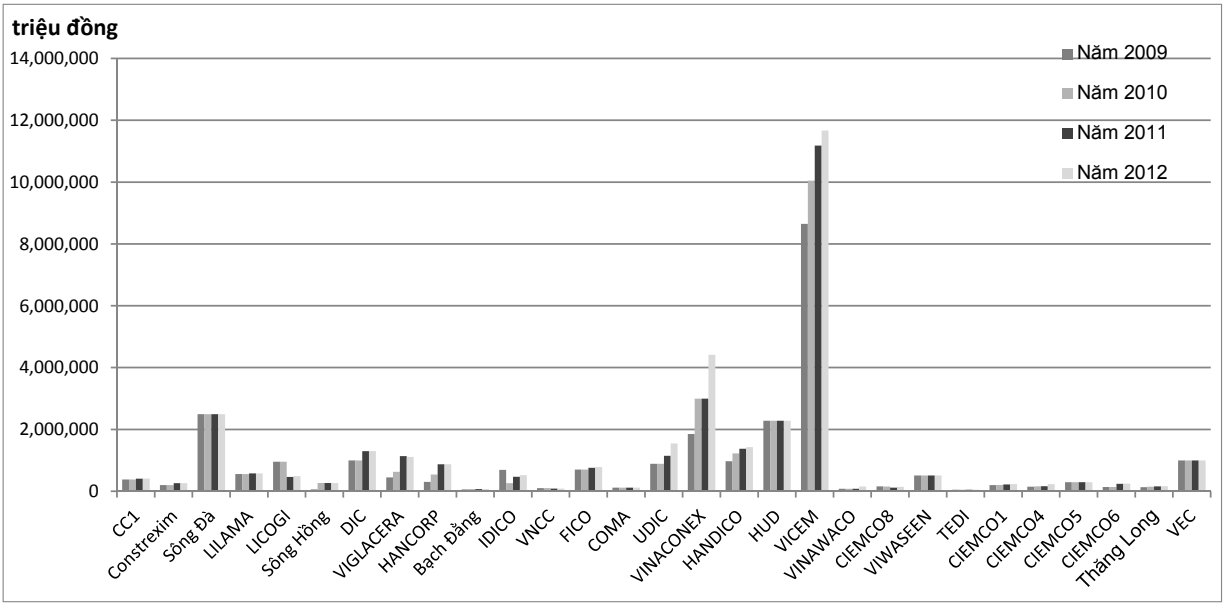
Như vậy, vốn nhà nước đầu tư tại các tổng công ty xây dựng nhà nước ở mức rất thấp, chưa tương xứng với lĩnh vực, ngành nghề hoạt động của doanh nghiệp.

Tình hình Nợ phải trả của các tổng công ty xây dựng nhà nước

Tình hình nợ phải trả của 29 tổng công ty xây dựng nhà nước trong giai đoạn 2009-2012 thể hiện qua Hình 2. Số liệu cho thấy tổng số nợ phải trả năm 2009 của 29 tổng công ty là 191.880.197.591.693 đồng, năm 2010 là 206.825.832.365.190 đồng, năm 2011 là 219.145.551.516.321 đồng, năm 2012 là 219.754.791.232.571 đồng, nợ phải trả tăng bình quân các năm là 3,5%, còn năm 2012 so với năm 2009 là 14,53%. Số liệu cho thấy nhu cầu vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh của các tổng công ty xây dựng là rất lớn, trong khi vốn của nhà nước đầu tư bổ sung hầu như không có, lợi nhuận sau thuế để lại thấp, thặng dư vốn do cổ phần các đơn vị thành viên, xí nghiệp và đơn vị phụ thuộc có xu hướng giảm dần. Điều này làm cho hoạt động của nhiều tổng công ty xây dựng phụ thuộc phần lớn vào nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng, dẫn đến chi phí vốn lớn và nguy cơ mất khả năng thanh toán.

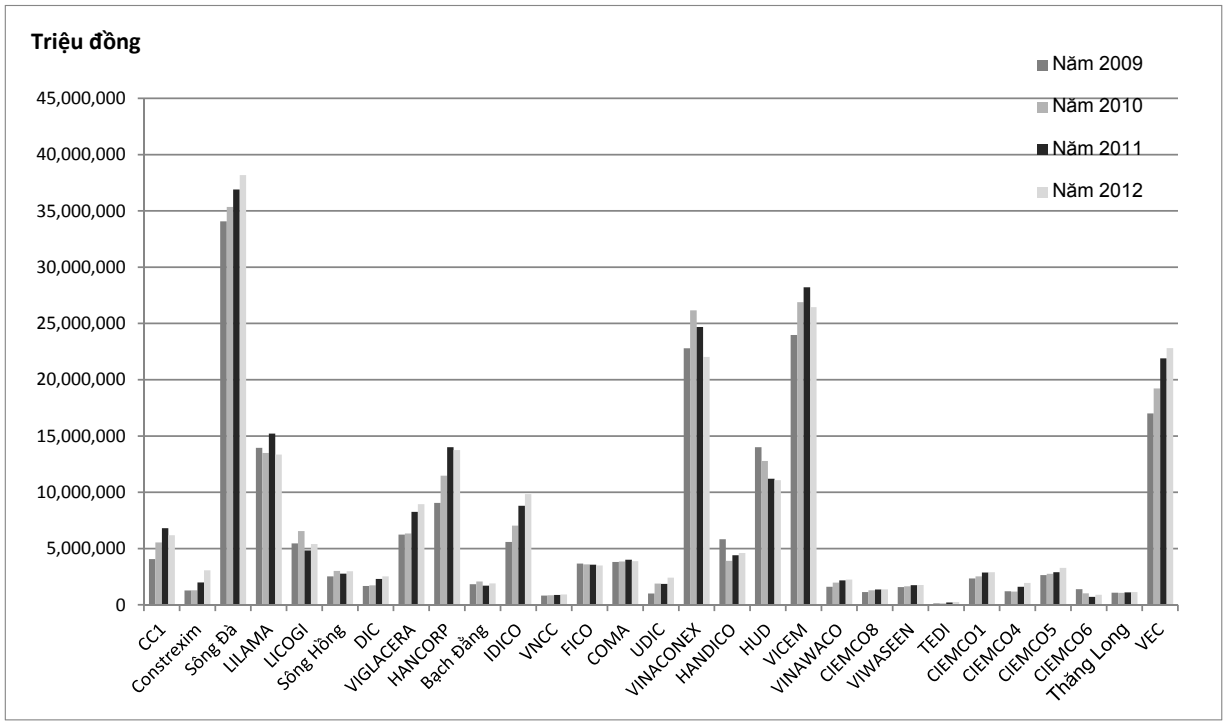
Năm 2012, hệ số nợ phải trả/vốn chủ hữu bình quân của 27 tổng công ty xây dựng (trừ 2 tổng công ty mất toàn bộ vốn chủ sở hữu là: Tổng công ty Xây dựng Đường thủy và Tổng công ty Xây dựng Cơ khí) là 8,3 lần. Trong 27 tổng công ty xây dựng, 7 tổng công ty có tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu lớn

Hình 1: Vốn nhà nước đầu tư tại các Tổng công ty xây dựng nhà nước giai đoạn 2009-2012



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước

Hình 2: Tình hình nợ phải trả của các Tổng công ty xây dựng giai đoạn 2009-2012



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước

hơn 10 lần, có Tổng công ty Lắp máy Việt Nam có tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu lên tới 38,5 lần; có 9 tổng công ty có tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu từ 6-10 lần và 11 tổng công ty có tỷ lệ nợ phải trả từ 1-5 lần.

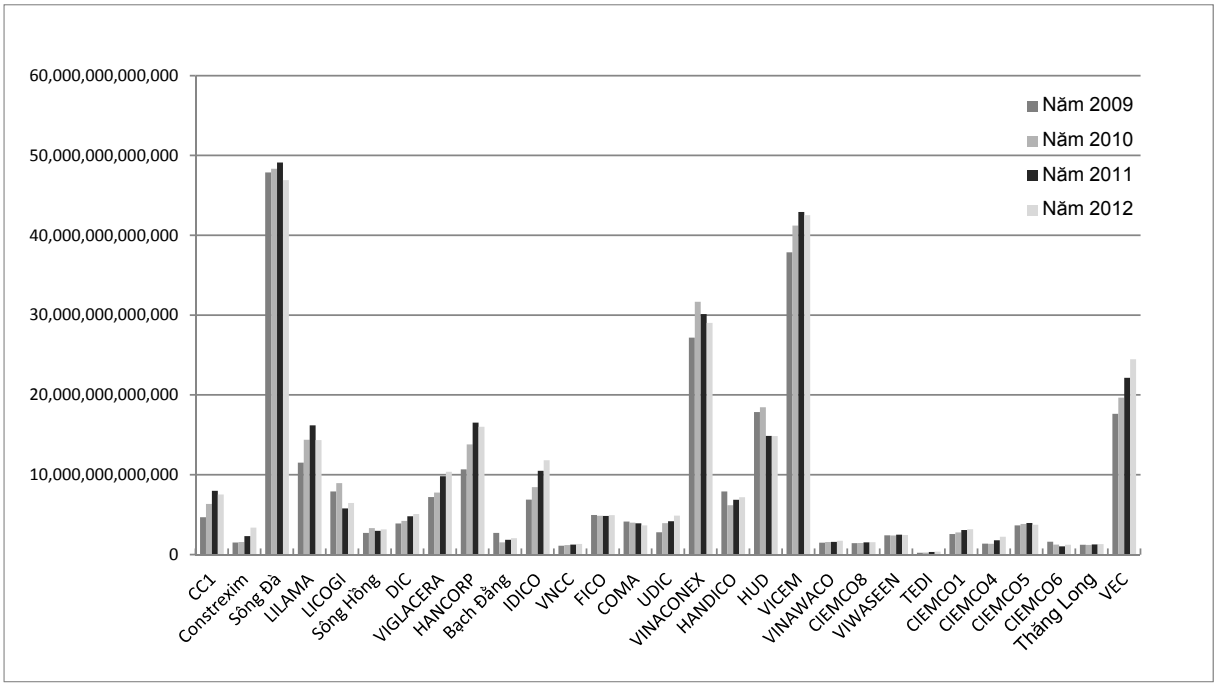
Năm 2012, một số tổng công ty xây dựng nhà nước có Nợ phải trả lớn hơn nhiều lần so với vốn điều lệ và hầu hết vượt quy định, cụ thể: Tổng công ty Sông Đà là 38.185.739.554.073 đồng, Tổng công ty Lắp máy Việt Nam là 13.352.997.452.279 đồng, Tổng công ty Xây dựng Hà Nội là 13.756.461.134.526 đồng, Tổng công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam là 22.039.253.784.677 đồng; Tổng công ty Xi măng Việt Nam là 26.456.971.103.734 đồng; Tổng công ty Phát triển đường cao tốc là 22.814.953.108.945 đồng…

Hệ số tự tài trợ bình quân (vốn chủ sở hữu/tổng tài sản) của 29 tổng công ty xây dựng năm 2012 là 0,16 lần; hệ số nợ tổng quát (tổng nợ phải trả/tổng nguồn vốn) năm 2012 bình quân là 0,91 lần. Điều này cho thấy hầu hết các tổng công ty xây dựng đang hoạt động phụ thuộc phần lớn vào nguồn vốn vay, dẫn đến chi phí vốn lớn và khả năng mất thanh khoản cao.

3.2. Tổng tài sản

Tổng tài sản theo số liệu báo cáo hợp nhất của 29 tổng công ty xây dựng nhà nước trong từ năm 2009 đến năm 2012 lần lượt là: 244.297.920.746.260 đồng, 266.206.602.220.457 đồng, 276.287.363.246.240 đồng và 278.017.479.363.768 đồng. Số liệu cho thấy xu hướng tốc độ tăng trưởng tổng tài sản bình quân qua các năm khoảng 3,5%. Trong đó, tỷ trọng cơ cấu tài sản cố định chiếm bình quân trong giai đoạn 2009-2012 là 37,4%. Tuy nhiên, có một số tổng công ty xây dựng năm 2012 có tỷ trọng cơ cấu tài sản cố định trên tổng tài sản rất cao như: Tổng công ty Xây dựng số 1 là 60%, Tổng công ty Sông Đà là 64%, Tổng công ty Đầu tư và Phát triển công nghiệp Việt Nam là 77%, Tổng công ty Xi măng Việt Nam là 69%. Bên cạnh đó, có một số tổng công ty xây dựng có tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản rất thấp như: Tổng công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc là 1%, Tổng công ty Thăng Long là 2%, Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 5 là 7%, Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 8 là 5%,... Qua những số liệu cho thấy có sự phân chia các tổng công ty xây dựng thành 2 nhóm: (1) Nhóm thứ nhất là, các tổng công ty xây dựng nhận thầu xây lắp các công trình xây dựng có đội ngũ kỹ thuật chuyên nghiệp và số lượng máy móc thiết bị được đầu tư chuyên sâu và hùng hậu; (2) Nhóm thứ hai là, các tổng công ty xây dựng hoạt động chủ yếu ở lĩnh vực tư vấn thiết kế và đầu tư, bộ máy gọn nhẹ và máy móc thiết bị được đầu tư thấp.

Hình 3: Tình hình tổng tài sản của các Tổng công ty xây dựng giai đoạn 2009-2012

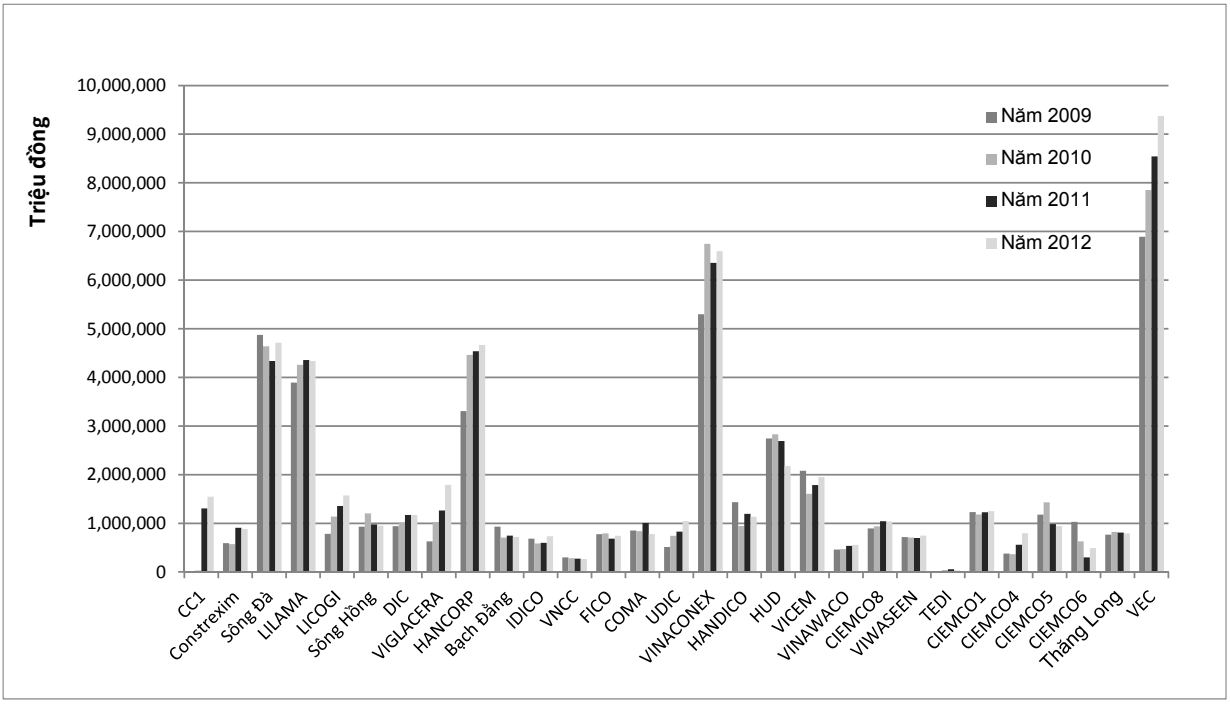


Nguồn: *Tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước*

Tình hình tổng tài sản của các tổng công ty xây dựng trong giai đoạn 2009-2012 thể hiện qua Hình 3.

Số liệu cho thấy, Nợ phải thu của 29 tổng công ty xây dựng năm 2012 là 53.851.345.153.255 đồng, chiếm 19,36% tổng tài sản, tăng 5,3% so với năm 2011, tương đương 51.181.197.829.190 đồng, tỷ trọng nợ phải thu trên tổng tài sản bình quân năm 2012 của các tổng công ty xây dựng là 26%. Trong đó, một số tổng công ty xây dựng tỷ trọng nợ phải thu trên tổng tài sản tương đối cao như: Tổng công ty Thăng Long là 60%, Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 8 là 67%, Tổng công ty Xây

Hình 4: Tình hình Nợ phải thu của các Tổng công ty xây dựng giai đoạn 2009-2012



Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước

dựng công trình giao thông 6 là 40%, Tổng công ty Đầu tư phát triển đường cao Việt Nam là 38%,... Bên cạnh đó, một số tổng công ty xây dựng có tỷ trọng nợ phải thu trên tổng tài sản thấp như: Tổng công ty Xi măng Việt Nam là 5%, Tổng công ty Đầu tư và Phát triển công nghiệp Việt Nam là 6%, Tổng công ty Sông Đà là 10%.

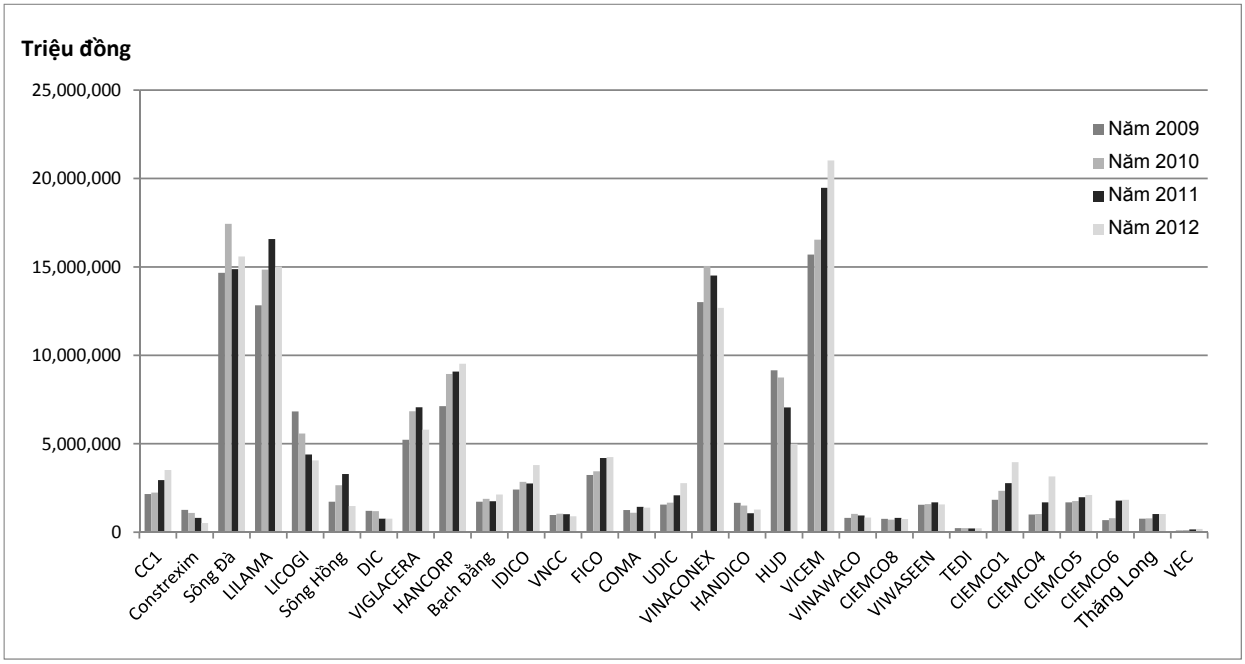
3.3. Tình hình doanh thu

Doanh thu theo báo cáo tài chính hợp nhất của 29 tổng công ty xây dựng nhà nước trong giai đoạn 2009-2012 lần lượt là: 113.222.488.401.828 đồng, 125.154.913.213.092 đồng, 128.311.084.787.271 đồng và 127.219.340.050.558 đồng. Năm 2012 tăng 12% so với năm 2009, tương đương là 13.996.851.648.730 đồng. Tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu của các tổng công ty xây dựng trong giai đoạn 2009-2012 là tương đối thấp, đạt trung bình 6%/năm và có xu hướng giảm dần trong các năm tiếp theo, điều này có thể lý giải trong những năm gần đây do khủng hoảng kinh tế thế giới, kinh tế trong nước gặp rất nhiều khó khăn do sản xuất đình đốn. Bên cạnh đó, còn có các nguyên nhân khác tác động trực tiếp đến ngành xây dựng như: Chính phủ thu hẹp chi tiêu công, thực hiện chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt; ngân hàng và các tổ chức tín dụng hạn chế cho vay đầu tư bất động sản và tiêu dùng mua nhà. Hình 5 phản ánh tình hình doanh thu của các tổng công ty xây dựng trong giai đoạn 2009-2012.

Hệ số doanh thu thuần/tổng tài sản bình quân giai đoạn 2009-2012 là 0,61 lần, trong đó, năm 2012 là 6,1 lần. Một số tổng công ty xây dựng có hệ số vòng quay tổng tài sản tương đối cao như: Tổng công ty Lắp máy Việt Nam (1,11; 1,03; 1,02 và 1,05 lần), Tổng công ty Đầu tư và Phát triển hạ tầng (0,86; 0,62; 0,76 và 0,63 lần), Tổng công ty Viglacera (0,73; 0,88; 0,72 và 0,56 lần), Tổng công ty Xây dựng Bạch Đằng (0,64; 1,23; 0,95 và 1,03 lần), Tổng công ty Tư vấn Xây dựng Việt Nam (0,86; 0,87; 0,80 và 0,68), Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 8 (1,22; 1,13; 0,96 và 1,00 lần),… Đối với các tổng công ty xây dựng có hệ số vòng quay tổng tài sản cao so với hệ số bình quân của ngành, đồng nghĩa với việc sử dụng có hiệu quả tài sản của doanh nghiệp trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

Doanh thu/vốn chủ sở hữu bình quân giai đoạn 2009-2012 của 29 tổng công ty xây dựng là 7,1 lần. Một số tổng công ty xây dựng có tốc độ tăng doanh thu bình quân cao trong giai đoạn 2009-2012 như: Tổng công ty Xây dựng số 1 là 114%, Tổng công ty Đầu tư và Phát triển công nghiệp Việt Nam là 113%, Tổng công ty Đầu tư phát triển hạ tầng đô thị là 116%, Tổng công ty Xây dựng giao thông công trình 1 là 122%, Tổng công ty Xây dựng giao thông công trình 4 là 139%, Tổng công ty Xây dựng giao thông công trình 6 là 136%, Tổng công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam là 118%,... Những tổng công ty xây dựng có mức doanh thu lớn

Hình 5: Doanh thu của các tổng công ty xây dựng giai đoạn 2009-2012



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước

như: Tổng công ty Sông Đà, Tổng công ty Lắp máy Việt Nam, Tổng công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam, Tổng công ty Xi măng Việt Nam, Tổng công ty Xây dựng Hà Nội, Tổng công ty Viglacera,… Hình 6 tổng hợp tình hình Doanh thu, Lợi nhuận, Vốn chủ sở hữu và Tổng tài sản của 29 tổng cổng ty xây dựng từng năm cho giai đoạn 2009-2012.

3.4. Lợi nhuận sau thuế

Theo báo cáo tài chính hợp nhất của 29 tổng công ty xây dựng, lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2009-2012 như sau: Năm 2009 là 6.554.601.260.805 đồng, năm 2010 là 6.446.894.312.811 đồng, năm 2011 là 2.538.471.471.519 đồng và năm 2012 là 2.105.294.687.378 đồng. Nhiều tổng công ty xây dựng Nhà nước phải thu hẹp sản xuất kinh doanh, hoạt động cầm chừng hoặc dừng hoạt động, dẫn đến kết quả sản xuất kém, thậm chí thua lỗ trong năm 2012 như: Tổng công ty Cơ khí xây dựng lỗ 223.502.283.096 đồng, Tổng công ty Xây dựng công trình giao thông 8 lỗ 2.038.156.253 đồng, Tổng công ty Đầu tư phát triển đường cao tốc Việt Nam lỗ 45.793.527.715 đồng, Tổng công ty Xây dựng Đường thủy lỗ 42.128.250.543 đồng,…

Có thể lý giải lợi nhuận sau thuế năm 2009 và 2010 cao chủ yếu là do các tổng công ty xây dựng tập trung vào hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản, phân khúc thị trường này đã đem lại cho các tổng công ty lợi nhuận cao. Đến năm 2011 và 2012, tình hình kinh tế trong nước khó khăn, Chính phủ hạn chế đầu tư công, chính sách tiền tệ thắt chặt, dẫn đến thị trường bất động sản trầm lắng, trong khi thị trường xây lắp các tổng công ty xây dựng bỏ quên trong thời gian dài nhường cho các doanh nghiệp tư nhân, đây chính là nguyên nhân dẫn đến sản lượng sút giảm nghiệm trọng, doanh thu, lợi nhuận giảm tại các tổng công ty xây dựng nhà nước.

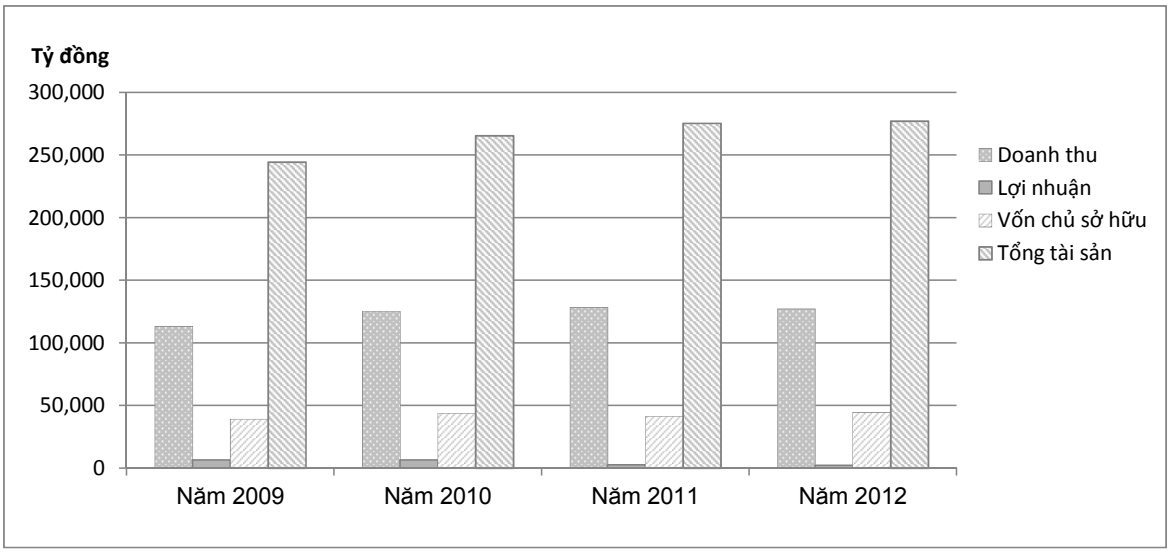
Bên cạnh đó, một số tổng công ty xây dựng hoạt động kinh doanh có lãi, có điều này do xuất phát từ các tổng công ty tập trung vào hoạt động kinh doanh ngành nghề chính tạo ra sự ổn định trong thời gian dài, hạn chế được tác động từ những khó khăn của nền kinh tế trong nước như: Tổng công ty Xi măng Việt Nam năm 2012 lãi 760.566.461.292 đồng, Tổng công ty Xây dựng số 1 năm 2012 lãi 245.288.834.296 đồng, Tổng công ty Đầu tư và Phát triển công nghiệp Việt Nam năm 2012 lãi 282.199.772.595 đồng, Tổng công ty Đầu tư phát triển hạ tầng đô thị năm 2012 lãi 232.949.627.914 đồng,…

Tóm lại, trong giai đoạn 2009-2012, hầu hết các tổng công ty xây dựng hoạt động sản xuất kinh doanh đều có lãi, đảm bảo được tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/vốn chủ sở hữu theo quy định của Nhà nước và bảo toàn phát triển vốn nhà nước tại các tổng công ty.

3.5. Thuế và các khoản phải nộp ngân sách

Giai đoạn 2009-2012, tổng số thuế và các khoản nộp ngân sách của 29 tổng công ty xây dựng nhà nước là 16,143,479,278,919 đồng, bình quân hàng năm là 4.035.869.819.730 đồng. Trong đó, thuế và

Hình 6: Tổng hợp doanh thu, lợi nhuận, vốn chủ sở hữu và tổng tài sản của các tổng công ty xây dựng giai đoạn 2009-2012



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng nhà nước

các khoản phải nộp ngân sách năm 2012 là 4.935.156.183.146 đồng tăng 32% so với năm 2009, tương đương 1.188.239.863.909 đồng. Một số tổng công ty trong giai đoạn 2009-2012, đã đóng góp số thu lớn vào ngân sách nhà nước như: Tổng công ty Sông Đà là 1.793.119.922.086 đồng, Tổng công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam là 1.814.610.528.187 đồng, Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và Đô thị là 1.650.443.756.414 đồng, Tổng công ty Xây dựng Hà Nội là 1.574.585.509.889 đồng, Tổng công ty Viglacera là 1.398.345.007.841 đồng,…

Qua tình hình số liệu trên cho thấy, năm 2012 hoạt động sản xuất kinh doanh của các tổng công ty xây dựng nhà nước gặp phải nhiều khó khăn, đối mặt với nhiều rủi ro về tài chính như: chi phí vốn cao, khó khăn trong huy động vốn, chủ đầu tư chiếm dụng vốn hoặc giải ngân từ ngân sách nhà nước gặp rất nhiều khó khăn do thủ tục.

4. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu nghiên cứu

4.1. Các giả thuyết nghiên cứu

Sau khi xác định các nhân tố có khả năng tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu loại bỏ nhân tố mối quan hệ độc lập giữa giám đốc với ban quản trị vì tất cả các tổng công ty xây dựng được nghiên cứu đều tách biệt chức năng, vai trò của giám đốc đối với ban quản trị. Do đó, nhóm nghiên cứu thiết lập các giả thiết nghiên cứu để tiến hành kiểm nghiệm cho nhóm các Tổng công ty xây dựng nhà nước như sau:

H1: *Có một mối liên quan thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa độ lớn của tổng tài sản và hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty*

H2: *Có một mối liên quan nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê giữa số lượng các công ty thành viên và hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty*

H3: *Có một mối liên quan nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê giữa đòn cân nợ và hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty*

H4: *Có một mối liên quan nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ vốn góp của nhà nước và hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty*

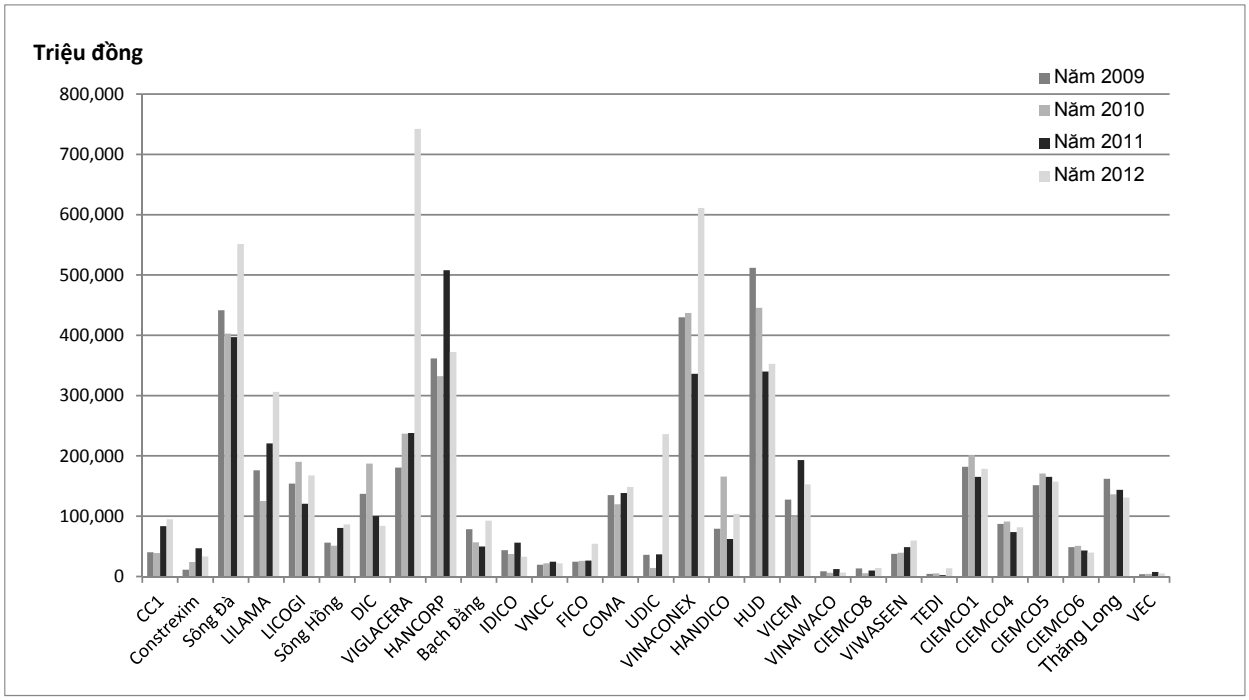
H5: *Có một mối liên quan thuận chiều và có ý nghĩa thống kê giữa thời gian hoạt động và hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty*

H6: *Có một mối liên quan nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê giữa quy mô ban quản trị và hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty.*

4.2. Mô hình nghiên cứu

Với những giả thiết nghiên cứu ở phần trên, nhóm nghiên cứu xây dựng mô hình hồi quy tuyến tính sử dụng dữ liệu bảng (panel data) thể hiện mối quan hệ giữa các nhân tố đã được xác định với hiệu

Hình 7: Tình hình thuế và các khoản phải nộp ngân sách nhà nước của các tổng công ty xây dựng giai đoạn 2009-2012



Nguồn: tổng hợp từ Báo cáo tài chính của 29 Tổng công ty xây dựng Nhà nước

quả sử dụng vốn của doanh nghiệp như sau:

$ROE_{it} = a_0 + a_1\ FIRMSIZE_{it} + a_2\ MEMBER_{it} + a_3\ LEV_{it} + a_4\ SOE_{it} + a_5\ OLD_{it} + a_6\ BOARDSIZE_{it} + a_7\ GDPGROWTH_t$

Trong đó:

$ROE_{it:}$ Hiệu quả sử dụng vốn của tổng công ty i năm t. ROE là tỷ lệ giữa lợi nhuận sau thuế và vốn chủ sở hữu của tổng công ty.

FIRMSIZEit: Độ lớn tài sản của tổng công ty i năm t, là giá trị logarit tự nhiên (ln) của tổng tài sản.

$MEMBER_{it:}$ Số lượng các công ty thành viên của tổng công ty i năm t. Đối với biến này, nhóm nghiên cứu sử dụng biến giả dummy: Giá trị của biến = 1 khi tổng công ty có trên 10 công ty thành viên. Giá trị của biến = 0 khi tổng công ty có từ 10 công ty thành viên trở xuống.

LEV_{it}: Đòn cân nợ của tổng công ty i năm t, được xác định bằng logarit tự nhiên (ln) của tỷ lệ giữa nợ vay và vốn chủ sở hữu.

$SOE_{it:}$ Tỷ lệ sở hữu của nhà nước trong tổng công ty i năm t. Nhóm nghiên cứu sử dụng biến giả dummy cho biến này: Giá trị của biến = 1 khi tỷ lệ sở hữu của nhà nước trong công ty là 100%. Giá trị của biến = 0 khi tỷ lệ sở hữu của nhà nước trong tổng công ty dưới 100%.

OLD_{it}: Thời gian hoạt động (Tuổi) của tổng công ty i năm t, được tính bằng giá trị logarit tự nhiên (ln) của số năm hoạt động của tổng công ty kể từ khi thành lập.

$BOARDSIZE_{it:}$ Quy mô ban quản trị của tổng công ty i năm t, được thể hiện bởi số lượng thành viên trong Hội đồng quản trị hoặc Hội đồng thành viên.

$GDPGROWTH_{t:}$ Tăng trưởng GDP năm t. Ngoài các biến là các yếu tố nội tại của doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu có sử dụng biến tăng trưởng GDP là biến kiểm soát, được xác định bằng tỷ lệ tăng trưởng GDP của từng năm.

4.3. Dữ liệu nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, trên cơ sở bộ dữ liệu của 29 tổng công ty xây dựng nhà nước, để đảm bảo cho chạy mô hình xử lý dữ liệu theo mảng (panel data), nhóm nghiên cứu chọn lọc được 18 tổng công ty xây dựng có đủ dữ liệu trong khoảng thời gian 4 năm, từ 2009 đến 2012. Danh sách các tổng công ty xây dựng trong mẫu nghiên cứu gồm có: *Tổng công xây dựng số 1 (CC1); Tổng công ty CP Đầu tư xây dựng và Thương mại Việt Nam (Constrexim); Tổng công ty Sông Đà (Sông Đà); Tổng công ty Lắp máy Việt Nam (LILAMA); Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Hạ Tầng (LICOGI); Tổng công ty cổ phần Sông Hồng (Sông Hồng); Tổng công ty cổ phần Đầu tư phát triển xây dựng (DIC); Tổng công ty Viglacera (VIGLACERA); Tổng công ty Xây dựng Hà Nội (HACORP); Tổng công ty Xây dựng Bạch Đằng (BẠCH ĐẰNG); Tổng công ty Đầu tư và Phát triển công nghiệp Việt Nam (IDICO); Tổng công ty Tư vấn xây dựng Việt Nam (VNCC); Tổng công ty Vật liệu xây dựng (FICO); Tổng công ty Cơ khí Xây dựng (COMA); Tổng công ty Đầu tư phát triển Hạ tầng đô thị (UDIC); Tổng công ty CP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX); Tổng công ty Đầu tư và Phát triển nhà Hà Nội (HANDICO); và Tổng công ty Xây dựng công trình Giao thông 8 (CIEMCO 8)*.

Đối với mỗi tổng công ty, nhóm nghiên cứu lựa chọn ra các chỉ tiêu cần thiết phù hợp với mục tiêu nghiên cứu. Các chỉ tiêu đó bao gồm: Lợi nhuận sau thuế, tổng tài sản, nợ, vốn chủ sở hữu, vốn góp của Nhà nước, năm thành lập công ty, số lượng công ty thành viên, và số lượng thành viên ban quản trị.

Cuối cùng, nhóm nghiên cứu thu thập số liệu từ Tổng cục Thống kê về tỷ lệ tăng trưởng GDP của 4 năm 2009 - 2012 cho biến kiểm soát trong mô hình của mình.

5. Kết quả nghiên cứu định lượng về các nhân tố tác động đến hiệu quả quản lý vốn của các Tổng công ty xây dựng nhà nước

Bảng 1 cho biết giá trị logarit tự nhiên (ln) trung bình của độ lớn tài sản các công ty là 29,37; logarit tự nhiên (ln) trung bình của tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là 1,8; và thời gian hoạt động của công ty có giá trị logarit tự nhiên (ln) trung bình là 3,52. Ngoài ra, phần lớn các tổng công ty xây dựng được phân tích có trên 10 công ty thành viên và có tỷ lệ sở hữu của nhà nước là 100%. Số lượng thành viên ban quản trị bình quân mỗi công ty là khoảng 6 người.

Liên quan đến hệ số bất đối xứng Skewness, hệ số nhọn Kurtosis, và kiểm định phân phối chuẩn Jarque-Bera, các biến FIRMSIZE (quy mô công ty), LEV (đòn cân nợ), BOARDSIZE (số lượng thành viên của ban quản trị) có phân phối chuẩn (Sknewness ≈ 0; Kurtosis ≈ 3, và xác suất của kiểm định Jarque-Bera > 10%); còn các biến MEMBER (số lượng công ty thành viên), SOE (tỷ lệ sở hữu của nhà nước), và OLD (thời gian hoạt động của công ty) không có phân phối chuẩn do giá trị của các biến không phân bổ đồng đều.

Ma trận hệ số tương quan giữa các biến tại Bảng 2 giúp phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến giữa các

Bảng 1: Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình

	FIRMSIZE	MEMBER	LEV	SOE	OLD	BOARDSIZE
Giá trị TB	29,3734	0,8261	1,7998	0,7681	3,5240	5,8551
Độ lệch chuẩn	0,9573	0,3818	1,0694	0,4251	0,5101	1,3534
Skewness	0,3072	-1,7206	-0,1376	-1,2706	-1,1747	-0,1652
Kurtosis	2,6045	3,9605	3,1533	2,6144	3,3805	2,3407
Jarque-Bera	1,5348	36,6986	0,2854	18,9930	16,2854	1,5633
Xác suất	0,4642	0,0000	0,8670	0,0001	0,0003	0,4576
Số quan sát	69	69	69	69	69	69

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu theo mảng bằng EVIEWS trên cơ sở Báo cáo tài chính của 18 Tcty xây dựng nhà nước

biến độc lập. Trong nghiên cứu này, hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều rất nhỏ (lớn nhất là 0,577: hệ số tương quan giữa hai biến đại diện cho quy mô của công ty là FIRMSIZE - tổng tài sản và MEMBER - số lượng các công ty thành viên) nên có thể kết luận không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong nghiên cứu.

Nhóm nghiên cứu sử dụng phần mềm Eviews để chạy mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu bảng (panel data) và thu được các kết quả được trình bày trong Bảng 3.

Dựa vào các kết quả có được sau khi chạy mô hình, nhóm nghiên cứu rút ra các kết luận:

Thứ nhất, biến FIRMSIZE có hệ số hồi quy a_1 bằng 0,29 thể hiện mối quan hệ tích cực giữa độ lớn tài sản của các công ty xây dựng được phân tích và hiệu quả sử dụng vốn ROE của các tổng công ty đó. Với giá trị xác suất p = 0,07, kết quả này có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, đồng nghĩa với giả thiết H1 được chấp nhận. Như vậy kết quả này đồng nhất với phát hiện của Zeitun & Tian (2007) và Abbasali & cộng sự (2012) khi đã kiểm định và chứng minh thành công mối liên quan thuận chiều giữa độ lớn của tổng tài sản và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Cũng đánh giá về tác động của quy mô đối với hiệu suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu nhưng trên khía cạnh số lượng các công ty thành viên, biến MEMBER cho hệ số hồi quy âm (-0,81), ngược chiều với biến FIRMSIZE. Giá trị xác suất p = 0.048 của biến MEMBER chứng tỏ kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều đó có nghĩa là giả thiết H2 được chấp nhận, hay các tổng công ty có số lượng các công ty thành viên càng lớn thì hoạt động càng kém hiệu quả.

Tương tự như biến MEMBER, biến LEV có hệ số hồi quy a_3 âm (-0,64). Đồng thời, biến LEV có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Như vậy, giả thiết H3 đã được chứng minh. Có thể diễn giải kết quả này như sau: khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp tăng lên, rủi ro tăng lên, hiệu suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của các công ty này giảm đi. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu trước đó khi phát hiện mối quan hệ tỷ lệ nghịch giữa hệ số nợ và ROE (Fosberg & Ghosh, 2006; Zeitun & Tian, 2007; Mramor & Crnigoj, 2009; Onaolapo & Kajola, 2010, hay Abbasali & cộng sự, 2012).

Thứ tư, biến SOE, đại diện cho mức độ sở hữu của Nhà nước, có hệ số hồi quy a_4 bằng 0,16, thể hiện mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ sở hữu của nhà nước và hiệu quả sử dụng vốn. Tuy nhiên, khi thực hiện kiểm định t, giá trị tuyệt đối của t quá thấp và xác suất p quá cao (p = 0,59), chứng tỏ kết quả tìm ra không đáng tin cậy về mặt thống kê, giả thiết

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình

	FIRMSIZE	MEMBER	LEV	SOE	OLD	BOARDSIZE
FIRMSIZE	1,000000	0,577712	0,149238	0,034231	-0,189158	0,092273
MEMBER	0,577712	1,000000	-0,084702	0,110294	-0,227556	0,064343
LEV	0,149238	-0,084702	1,000000	0,103008	0,376750	0,003993
SOE	0,034231	0,110294	0,103008	1,000000	0,177800	-0,263745
OLD	-0,189158	-0,227556	0,376750	0,177800	1,000000	0,051819
BOARDSIZE	0,092273	0,064343	0,003993	-0,263745	0,051819	1,000000

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu theo mảng bằng EVIEWS trên cơ sở Báo cáo tài chính của 18 Tcty xây dựng Nhà nước

Bảng 3: Kết quả mô hình hồi quy theo dữ liệu mảng

Nhân tố	Hệ số hồi quy	Kiểm định t	Xác suất
C	-6,5910	-1,3487	0,1824
FIRMSIZE	0,2999	1,8542	0,0685
MEMBER	-0,8102	-2,0229	0,0475
LEV	-0,6382	-5,0216	0,0000
SOE	0,1630	0,5354	0,5943
OLD	0,2025	0,7466	0,4582
BOARDSIZE	-0,0642	-0,6862	0,4952
GDPGROWTH	-18,0009	-1,0162	0,3135
R2			0,329993
Kiểm định F			4,291983
Xác suất thống kế kiểm định F			0,000648

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu theo mảng bằng EVIEWS trên cơ sở Báo cáo tài chính của 18 Tcty xây dựng Nhà nước

H4 bị loại bỏ.

Tiếp theo, biến OLD có hệ số hồi quy a_5 mang giá trị dương (0,2), đồng nhất các nghiên cứu trước đây của Arrow (1962), Jovanovic (1982), Ericson và Pakes (1995), khi khẳng định mối liên quan thuận chiều giữa thời gian hoạt động của công ty và hiệu quả sử dụng vốn của công ty. Tuy nhiên, kết quả đó không có ý nghĩa thống kê do giá trị xác suất p quá lớn (0,46). Như vậy, giả thiết H5 không được xác nhận.

Thứ sáu, liên quan đến nhân tố quy mô ban quản trị của công ty, mặc dù hệ số hồi quy a_6 nhỏ hơn 0 tương tự với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Andres, Azofra và Lospez, 2005; Mak và Yuanto, 2005; Liao, 2010), đó là, nếu số lượng thành viên ban quản trị càng lớn thì hiệu quả hoạt động càng thấp, nhưng xác suất của giả định $a_6 = 0$ quá cao (p= 0,5) dẫn đến mối quan hệ vừa tìm được không có ý nghĩa về mặt thống kê và không được chấp nhận. Tương tự như giả thiết H4 và H5, giả thiết H6 bị loại bỏ.

Cuối cùng, khi sử dụng kiểm nghiệm thống kê F, giá trị xác suất p = 0,00 đã loại bỏ giả thiết tất cả các hệ số hồi quy trong mô hình bằng 0. Điều đó có nghĩa là có ít nhất một nhân tố trong mô hình hồi quy có hệ số hồi quy khác 0 và có ý nghĩa thống kê.

6. Kết luận và khuyến nghị

Khi phân tích mô hình hồi quy, nhóm nghiên cứu rút ra được 3 nhân tố tác động trực tiếp đến hiệu quả sử dụng vốn của các tổng công ty xây dựng:

Độ lớn tài sản của tổng công ty: các tổng công ty có tổng tài sản càng lớn thì hiệu quả sử dụng vốn càng cao. Có thể giải thích cho tác động của nhân tố này như sau: các tổng công ty có giá trị tài sản lớn thường có năng lực cạnh tranh lớn hơn và rủi ro thấp hơn, vì vậy các tổng công ty này có khả năng tìm kiếm được những cơ hội đầu tư tốt với chi phí tài chính hợp lý, dẫn đến kết quả hoạt động tốt hơn và hiệu quả sử dụng vốn cao hơn.

Số lượng các công ty thành viên: Tổng công ty có số lượng các công ty thành viên càng lớn thì kết quả hoạt động càng thấp. Nguyên nhân của hiện tượng này xuất phát từ việc quản lý bị dàn trải, không tập trung, dẫn đến hiệu quả của các công ty thành viên không cao và ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả của công ty mẹ.

Đòn cân nợ của tổng công ty: các tổng công ty có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu càng cao thì hệ số sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ROE càng thấp. Điều này có thể được giải thích là do khi tỷ lệ vay nợ cao, rủi ro tăng lên làm cho cả chi phí nợ vay và chi phí vốn chủ sở hữu tăng lên, từ đó chi phí tài chính chung tăng lên, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp và giảm ROE.

Như vậy, để làm tăng hiệu quả sử dụng vốn của các tổng công ty xây dựng nhà nước, nhóm nghiên cứu đề xuất hai giải pháp. Giải pháp đầu tiên là tái cơ cấu nguồn vốn, giảm tỷ lệ nợ vay nhưng tăng giá trị tổng tài sản của công ty bằng cách tăng vốn chủ sở hữu; giải pháp tiếp theo là tiến hành đánh giá và cắt giảm số lượng công ty thành viên trong các tổng công ty thông qua biện pháp sáp nhập hoặc giải thể doanh nghiệp, chỉ chọn lọc những công ty thành viên hoạt động có hiệu quả để tập trung quản lý và đầu tư.❐

Phụ lục

Danh sách 29 Tổng công ty xây dựng Nhà nước thuộc đối tượng nghiên cứu

Tổng công xây dựng số 1 (CC1);

Tổng công ty CP Đầu tư xây dựng và Thương mại Việt Nam (Constrexim);

Tổng công ty Sông Đà (Sông Đà);

Tổng công ty Lắp máy Việt Nam (LILAMA);

Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Hạ Tầng (LICOGI);

Tổng công ty cổ phần Sông Hồng (Sông Hồng);

Tổng công ty cổ phần Đầu tư phát triển xây dựng (DIC);

Tổng công ty Viglacera (VIGLACERA);

Tổng công ty Xây dựng Hà Nội (HACORP);

Tổng công ty Xây dựng Bạch Đằng (BẠCH ĐẰNG);

Tổng công ty Đầu tư và Phát triển công nghiệp Việt Nam (IDICO);

Tổng công ty Tư vấn xây dựng Việt Nam (VNCC);

Tổng công ty Vật liệu xây dựng (FICO); Tổng công ty Cơ khí Xây dựng (COMA);

Tổng công ty Đầu tư phát triển Hạ tầng đô thị (UDIC);

Tổng công ty CP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VINACONEX);

Tổng công ty Đầu tư và Phát triển nhà Hà Nội (HANDICO);

Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và Đô thị (HUD);

Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM);

Tổng công ty Xây dựng Đường thủy (VINAWACO);

Tổng công ty Xây dựng công trình Giao thông 8 (CIEMCO 8);

Tổng công ty Đầu tư nước và Môi trường Việt Nam (VIWASEEN);

Tổng công ty Tư vấn thiết kế giao thông vận tải (TEDI);

Tổng công ty Xây dựng công trình Giao thông 1 (CIEMCO1);

Tổng công ty Xây dựng công trình Giao thông 4 (CIEMCO4);

Tổng công ty Xây dựng công trình Giao thông 5 (CIEMCO5);

Tổng công ty Xây dựng công trình Giao thông 6 (CIEMCO6);

Tổng công ty Thăng Long (THĂNG LONG);

Tổng công ty Đầu tư phát triển đường cao Tốc (VEC).

Tài liệu tham khảo

Abbasali, Esfandiar, Milad, Vida & Mohammad Mohammadpour (2012), 'The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange', *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.

Agarwal, R., & Gort, M. (1996), 'The evolution of markets and entry, exit and survival of firms', *The Review of Economics and Statistics*, Vol.78, Issue 3, pages 489-498.

Agarwal, R., & Gort, M. (2002), 'Firm product life cycles and firm survival', *American Economic Review*, Vol. 92, No.2, pp. 184-190.

Andres, P., Azofra, V., & Lospez, F.J. (2005), 'Corporate boards in some OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness', *Corporate Governance: An international Review,* 13(2), 197-210.

Arrow, K.J., (1962), 'The economic implications of learning by doing', *The Review of Economic Studies,* Vol. 29, No. 3, pp. 155-173.

Bhagat, S., & Black, B. S. (2002), 'The non-correlation between board independence and long-term firm performance', *Journal of Coproration Law*, 27, 231-273.

Ericson, R., Pakes, A. (1995), 'Markov-perfect industry dynamics: A framework for empirical work', *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, No.1, pp. 53-82.

Fosberg, R. H., & Ghosh, A. (2006), 'Profitability And Capital Structure Of Amex And Nyse Firms', *Journal of Business & Economics Research,* 11, 57-64.

Gumbau-Albert & Maudos (2002), 'The determinants of efficiency: The case of the Spanish industry', *Applied Economics*, 34 (15), 1941-1948.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991), 'The effects of board composition and direct incentives on firm performance', *Financial Management*, 20(4), 101-112.

Jovanovic, B. (1982), 'Selection and the evolution of industry', *Econometrica,* 50, 649-670.

Klein, A. (1998), 'Firm performance and board committee structure', *Journal of Law and Economics*, 41, 275-299.

Leonard-Barton, D. (1992), 'Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development', *Strategic Management Journal*, Vol.13, Issue S1, pages 111–125.

Liao, J. (2010), 'An examination of the determinants of performance in relation to the divestiture of State-owned assets in China', *Doctoral Thesis.*

Mak, Y. T., & Yuanto, K. (2005), 'Size really matter: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value', *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318.

Mehran, H. (1995), 'Executive compensation structure, ownership, and firm performance', *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.

Mramor, D., & Crnigoj, M. (2009), 'Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms', *Emerging Markets Finance and Trade,* 47(1), 72-89.

Onaolapo, A.A., & Kajola, S.O. (2010), 'Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria', *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences,* 25, 70-82.

product development. *Strategic Management Journal* 13, 111-125.

Zeitun, R., & Tian, G.G. (2007), 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan', *The Australasian Accounting Business & Finance Journal,* 1(4), 40-61.

Empirical research on factors affecting effectiveness of capital management in state-owned construction corporations

Abstract:

This research paper evaluates the effectiveness of managing capital of 29 over 35 State-owned construction corporations during the period 2009 - 2012. Furthermore, on the basis of quarterly data during fiscal years from 2009 to 2012 of 18 typical State-owned construction companies, this research develops and tests the regression model to indentify and measure the impact levels of factors affecting the effectiveness of managing capital in State-own construction corporations.

Thông tin tác giả:

**** Nguyễn Đức Hiển,** Tiến sỹ*

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu: chứng khoán, đầu tư tài chính, tài chính hành vi, quản trị rủi ro.

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã có bài đăng tải: Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Chứng khoán, Tạp chí Nghiên cứu kinh tế, Journal of Economics & Development.

Email: hiennd@neu.edu.vn

***** Mai Công Quyền,** Thạc sỹ, Nghiên cứu sinh khóa 31 Trường Đại học KTQD.*

- Tổ chức tác giả công tác: Tổng công ty đầu tư và phát triển Nhà Hà Nội (Hadinco),

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu: chứng khoán, quản trị tài chính doanh nghiệp.

****** Đào Lê Trang Anh,** Thạc sỹ; ****** Võ Thế Vinh,** Cử nhân*

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Trường Đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chuyên sâu: quản trị tài chính doanh nghiệp, đầu tư tài chính.