

TÁC ĐỘNG CỦA TRÌNH ĐỘ HỌC VẤN CỦA NHÀ QUẢN TRỊ CẤP CAO ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

● NGUYỄN TÙNG LÂM¹ - NGUYỄN LÊ THÀNH DUY¹

¹Trường Đại học Ngoại Thương

TÓM TẮT:

Nghiên cứu xem xét tác động trình độ học vấn của CEO và kế toán trưởng đến tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 69 doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018-2025. Kết quả ước lượng bằng phương pháp FGLS cho thấy, trình độ học vấn của CEO và kế toán trưởng đều có tác động tích cực đến ROE, trong đó tác động của kế toán trưởng mạnh hơn CEO. Bên cạnh đó, vòng quay tổng tài sản, vốn lưu động ròng và tuổi đời doanh nghiệp (DN) có ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời, trong khi quy mô DN có tác động ngược chiều. Nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm về vai trò của đội ngũ quản lý cấp cao, đặc biệt là kế toán trưởng, đối với hiệu quả hoạt động của các DN bất động sản niêm yết tại Việt Nam.

Từ khóa: trình độ học vấn của CEO, trình độ học vấn của kế toán trưởng, hiệu quả tài chính, ROE, doanh nghiệp bất động sản niêm yết.

1. Đặt vấn đề

Ngành bất động sản có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế nhưng cũng là lĩnh vực chịu ảnh hưởng mạnh từ biến động lãi suất, tín dụng và điều kiện thị trường. Trong bối cảnh thị trường bất động sản Việt Nam giai đoạn 2023-2025 đối mặt với nhiều thách thức về thanh khoản và huy động vốn, chất lượng đội ngũ quản lý cấp cao ngày càng trở thành yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN.

Mặc dù đã có một số nghiên cứu về tác động của trình độ CEO và kế toán trưởng đến hiệu quả kinh

doanh, bằng chứng thực nghiệm về vai trò của kế toán trưởng vẫn còn hạn chế, đặc biệt đối với các DN bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Đồng thời, các nghiên cứu hiện có chưa phản ánh đầy đủ bối cảnh mới của thị trường đến năm 2025. Do đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm đánh giá tác động của trình độ CEO và kế toán trưởng đến hiệu quả kinh doanh của các DN bất động sản niêm yết tại Việt Nam, qua đó bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho lĩnh vực quản trị DN trong bối cảnh hiện nay.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước

2.1. Các lý thuyết nền tảng

Lý thuyết cấp bậc thượng tầng (Hambrick & Mason, 1984) cho rằng, đặc điểm cá nhân của nhà quản lý cấp cao như trình độ học vấn và kinh nghiệm ảnh hưởng đến nhận thức, từ đó tác động đến các quyết định chiến lược và hiệu quả DN. Vì vậy, trình độ học vấn của CEO và kế toán trưởng có thể ảnh hưởng đến kết quả hoạt động thông qua chất lượng quyết định quản trị và tài chính.

Lý thuyết vốn con người (Schultz, 1981) khẳng định giáo dục và kỹ năng là dạng vốn tạo ra giá trị kinh tế. Trình độ học vấn cao giúp nâng cao năng lực phân tích và ra quyết định, qua đó cải thiện hiệu quả và khả năng sinh lời của DN.

Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Pfeffer & Salancik, 1978) nhấn mạnh DN phụ thuộc vào khả năng tiếp cận nguồn lực bên ngoài. CEO và kế toán trưởng đóng vai trò quan trọng trong huy động vốn và quản lý thông tin tài chính, do đó trình độ học vấn cao giúp tăng khả năng tiếp cận nguồn lực và nâng cao hiệu quả hoạt động.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Lei et al. (2023) nghiên cứu các công ty niêm yết tại Trung Quốc và cho thấy, sự khác biệt về đặc điểm cá nhân giữa Chủ tịch HĐQT và CEO ảnh hưởng đến chi phí đại diện. Khi Chủ tịch có trình độ học vấn, kinh nghiệm và độ tuổi cao hơn CEO, chi phí đại diện giảm và hiệu quả DN cải thiện, đặc biệt ở DN nhà nước và môi trường cạnh tranh cao.

Kallias et al. (2023) nghiên cứu các DN IPO cho thấy, CEO có bằng MBA hoặc tiến sĩ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động sau IPO, tuy nhiên tác động này phụ thuộc vào quy mô và bối cảnh DN.

Nguyễn Anh Hiền & Nguyễn Thị Kim Loan (2023) với dữ liệu 653 công ty niêm yết tại Việt Nam cho thấy CEO có chuyên môn tài chính - kế toán giúp nâng cao chất lượng báo cáo tài chính và giảm hành vi điều chỉnh lợi nhuận.

Nguyen & Nguyen (2024) nghiên cứu 123 DN bất động sản và xây dựng tại Việt Nam cho thấy trình độ học vấn của CEO không làm tăng khả năng sinh lời, trong khi CFO có trình độ cao lại có thể gắn với hiệu quả sinh lời thấp hơn.

2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Các nghiên cứu trước thường sử dụng biến CFO để đo lường tác động của nhà quản trị tài chính, tuy nhiên tại Việt Nam thông tin về CFO không được công bố đầy đủ và thống nhất, đặc biệt là dữ liệu về trình độ học vấn. Trong khi đó, kế toán trưởng (CA) là chức danh bắt buộc và có dữ liệu công bố tương đối đầy đủ, đảm bảo tính nhất quán của nghiên cứu.

Ngoài chức năng kế toán, kế toán trưởng còn tham gia kiểm soát thông tin tài chính, quản lý dòng tiền và hỗ trợ ra quyết định tài chính, đặc biệt trong các DN không có CFO riêng biệt. Do đó, việc sử dụng biến CA phù hợp với bối cảnh Việt Nam và phản ánh tốt hơn vai trò quản trị tài chính đối với hiệu quả DN.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Các giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên lý thuyết cấp bậc thượng tầng và lý thuyết nguồn lực, trình độ học vấn của CEO phản ánh năng lực nhận thức và chất lượng ra quyết định, đồng thời là một nguồn lực vô hình tạo lợi thế cạnh tranh cho DN. CEO có trình độ cao thường ra quyết định chiến lược tốt hơn, từ đó cải thiện hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu thực nghiệm cũng cho thấy tác động tích cực của trình độ học vấn CEO đến hiệu quả DN (Lei et al., 2023; Kallias et al., 2023).

H1: Trình độ học vấn của CEO có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của DN.

Dựa trên lý thuyết cấp bậc thượng tầng và lý thuyết nguồn lực, kế toán trưởng đóng vai trò quan trọng trong kiểm soát thông tin tài chính, quản lý dòng tiền và hỗ trợ ra quyết định. Trong bối cảnh DN bất động sản có dòng tiền phức tạp và đòn bẩy cao, năng lực của kế toán trưởng càng ảnh hưởng mạnh đến hiệu quả tài chính.

H2: Trình độ học vấn của kế toán trưởng có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của DN.

3.2. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Dựa vào cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EDUCEO_{it} + \beta_2 EDUCA_{it} \\ & + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 NWC_{it} + \beta_5 TAT_{it} \\ & + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 AGE_{it} \\ & + \beta_9 FGR_{it} + \beta_{10} IR_{it} + \beta_{11} GDP_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Bảng 1. Mô tả các biến

Ký hiệu	Tên biến	Phương pháp đo lường	Dữ liệu cần thu thập	Nguồn dữ liệu
ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{VCSH BQ}}$	ROE	Vietstock
EDUCEO	Trình độ học vấn của Giám đốc điều hành	Có bằng thạc sĩ trở lên = 1, ngược lại = 0	Báo cáo quản trị	Vietstock
EDUCA	Trình độ học vấn của kế toán trưởng	Có bằng thạc sĩ trở lên = 1, ngược lại = 0	Báo cáo quản trị	Vietstock
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit của tổng tài sản	Báo cáo tài chính	Vietstock
NWC	Vốn lưu động ròng	Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn	Báo cáo tài chính	Vietstock
TAT	Vòng quay TTS	$\frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{TTS}}$	Báo cáo tài chính	Vietstock
LIQ	Khả năng thanh toán hiện hành	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Báo cáo tài chính	Vietstock
LEV	Tỷ lệ đòn bẩy	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{TTS}}$	Báo cáo tài chính	Vietstock
AGE	Tuổi đời doanh nghiệp	Từ lúc thành lập tới năm 2026	Báo cáo tài chính	Vietstock
FGR	Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần	$\frac{\text{Doanh thu thuần } t - \text{Doanh thu thuần } t-1}{\text{Doanh thu thuần } t-1}$	Báo cáo tài chính	Vietstock
IR	Lãi suất vay bình quân	Lãi vay trung bình năm	IR	Worldbankdata
GDP	Tỷ lệ tăng trưởng GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP hằng năm	GDP	Worldbankdata
INF	Lạm phát	Theo chỉ số CPI	INF	Worldbankdata

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 69 DN bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2018-2025, do từ năm 2018 trở đi, thông tin về trình độ học vấn của CEO và kế toán trưởng được công bố đầy đủ hơn, trong khi các năm trước dữ liệu thiếu và không thống nhất. Dữ liệu tài chính được thu thập từ Vietstock Finance, báo cáo tài chính kiểm toán, báo cáo thường

niên và báo cáo quản trị; dữ liệu vĩ mô lấy từ World Bank. Mẫu nghiên cứu được sàng lọc để loại bỏ DN thiếu dữ liệu nhằm đảm bảo tính tin cậy.

3.4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng (panel data) với các mô hình Pooled OLS, FEM và REM. Việc lựa chọn mô hình phù hợp được thực hiện thông qua các kiểm định F-test, Hausman và Breusch-Pagan LM.

Đồng thời, đa cộng tuyến được kiểm tra bằng hệ số VIF. Sau khi xác định mô hình phù hợp, nghiên cứu kiểm định các khuyết tật gồm tự tương quan (Wooldridge test) và phương sai sai số thay đổi (Modified Wald test). Khi tồn tại đồng thời các khuyết tật này, phương pháp FGLS được sử dụng để khắc phục và làm cơ sở chính cho phân tích kết quả.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả cho thấy, ROE trung bình của các DN bất động sản đạt 10,79%, tuy nhiên có sự khác biệt đáng kể giữa các DN với giá trị dao động từ -136,58% đến 97%. Tỷ lệ DN có CEO trình độ sau đại học chiếm 47,83%, trong khi tỷ lệ kế toán trưởng có trình độ sau đại học chỉ đạt 17,57%.

4.2. Ma trận tương quan

Kết quả ma trận tương quan cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,8, trong đó hệ số tương quan lớn nhất là 0,564 giữa biến tăng trưởng GDP (GDP) và lạm phát (INF). Kết quả này cho thấy, mỗi tương quan giữa các biến ở mức chấp nhận được và chưa có dấu hiệu xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng trong mô hình nghiên cứu.

4.3. Kiểm định đa cộng tuyến

Kết quả kiểm định cho thấy, các hệ số VIF đều nhỏ hơn 10 và VIF trung bình đạt 1,26. Do đó, mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến và các biến độc lập có thể được sử dụng trong phân tích hồi quy.

4.4. Kiểm định mô hình OLS, FEM và REM

Kết quả các kiểm định cho thấy, mô hình REM là phù hợp nhất để phân tích dữ liệu. Đồng thời, mô hình tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi nhưng không có tự tương quan. Do đó, nghiên cứu sử dụng phương pháp FGLS nhằm khắc phục khuyết tật của mô hình, từ đó đảm bảo tính vững và hiệu quả của các ước lượng.

4.5. Kết quả mô hình FGLS

Kết quả hồi quy FGLS cho thấy, trình độ học vấn của CEO và kế toán trưởng đều có tác động cùng chiều đến ROE của DN bất động sản niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể, EDUCEO và EDUCA lần lượt có hệ số 1,054 (5%) và 2,088 (0,1%), hàm ý DN có lãnh đạo trình độ sau đại học có hiệu quả sinh lời cao hơn.

Đối với CEO, trình độ học vấn cao giúp nâng cao năng lực phân tích và ra quyết định chiến lược, qua đó

Bảng 2. Kết quả hồi quy

Biến	FGLS
EDUCEO	1,054**
EDUCA	2,088***
SIZE	-0,256**
NWC	3,70E-11***
TAT	18,410***
LIQ	0,016
LEV	0,017
FGR	0,001
AGE	0,292***
IR	-0,039
GDP	-0,193
INF	-0,329
Hàng số	4,580
Số quan sát	552

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê 5%, 1% và 0,1%.

(Nguồn: Kết quả phần mềm Stata)

cải thiện khả năng thích ứng trước các biến động của môi trường kinh doanh như siết tín dụng, áp lực đáo hạn trái phiếu và khó khăn thanh khoản. Kết quả phù hợp với lý thuyết Upper Echelons, theo đó đặc điểm nhà quản trị cấp cao ảnh hưởng đến hiệu quả DN thông qua quyết định chiến lược.

Trong giai đoạn 2023-2025, thị trường bất động sản Việt Nam chịu áp lực thanh khoản lớn và phụ thuộc mạnh vào kênh trái phiếu DN. Theo Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), năm 2025 giá trị phát hành trái phiếu DN đạt khoảng 649.000 tỷ đồng, trong đó bất động sản chiếm tỷ trọng lớn từ 30% đến hơn 50% tùy thời điểm (Thuận Yên, 2025; Minh Anh, 2025; Khánh Linh, 2026). Điều này phản ánh nhu cầu huy động vốn cao trong bối cảnh hạn chế tiếp cận tín dụng ngân hàng.

Trong bối cảnh đó, rủi ro tài chính của DN dịch chuyển từ quyết định đầu tư sang rủi ro thanh khoản và dòng tiền. Đây là khu vực mà kế toán trưởng đóng vai trò trung tâm. Khác với CEO thiên về chiến lược, kế toán trưởng trực tiếp quản lý hệ thống kế toán,

kiểm soát dòng tiền, lập ngân sách và giám sát nghĩa vụ nợ. Khi thị trường tín dụng thắt chặt, sai lệch nhỏ trong quản trị dòng tiền có thể dẫn đến rủi ro mất khả năng thanh toán. Do đó, năng lực và trình độ học vấn của kế toán trưởng trở thành yếu tố quan trọng trong việc nâng cao chất lượng thông tin tài chính và hiệu quả sinh lời, giải thích vì sao biến EDUCA có tác động mạnh hơn EDUCEO.

Kết quả cũng khác một số nghiên cứu (Nguyen & Nguyen, 2024) do nghiên cứu này sử dụng biến kế toán trưởng thay cho CFO, phù hợp với đặc thù công bố thông tin tại Việt Nam. Ngoài ra, các biến kiểm soát cho thấy, TAT, NWC và AGE tác động tích cực đến ROE, trong khi SIZE tác động tiêu cực; các biến vĩ mô và tài chính khác không có ý nghĩa thống kê.

5. Kiến nghị

Dựa trên kết quả nghiên cứu về tác động của trình độ học vấn của CEO và kế toán trưởng đến khả năng sinh lời của DN bất động sản niêm yết tại Việt Nam, nghiên cứu đưa ra một số kiến nghị như sau:

Đối với cơ quan quản lý nhà nước, trong bối cảnh thị trường bất động sản giai đoạn 2023-2025 chịu áp lực thanh khoản, tín dụng và trái phiếu DN, cần tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý về công bố thông tin, đặc biệt là thông tin về trình độ và năng lực đội ngũ quản lý cấp cao, đồng thời thúc đẩy các chương trình đào tạo về quản trị tài chính, rủi ro và kế toán nhằm nâng cao chất lượng quản trị DN.

Đối với DN bất động sản, do trình độ học vấn của CEO có tác động tích cực đến hiệu quả DN, các DN cần chú trọng hơn đến tiêu chí học vấn và chuyên môn trong tuyển dụng và bổ nhiệm lãnh đạo; đặc biệt,

kết quả nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của kế toán trưởng, do đó cần ưu tiên nhân sự kế toán - tài chính có trình độ cao và tạo điều kiện phát triển chuyên môn liên tục.

Đối với nhà đầu tư, nên xem xét chất lượng đội ngũ quản lý bên cạnh các chỉ tiêu tài chính như một yếu tố phản ánh năng lực quản trị và triển vọng dài hạn của DN, đặc biệt trong bối cảnh thị trường bất động sản đang tái cấu trúc.

6. Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo

Mặc dù nghiên cứu đã đạt mục tiêu, vẫn tồn tại một số hạn chế: *Thứ nhất*, mẫu gồm 69 DN bất động sản niêm yết giai đoạn 2018-2025 nên phạm vi còn hạn chế, có thể ảnh hưởng đến tính khái quát; các nghiên cứu tiếp theo nên mở rộng ngành hoặc tăng kích thước mẫu. *Thứ hai*, trình độ học vấn được đo bằng biến giả nên chưa phản ánh đầy đủ sự khác biệt về cấp học hoặc chuyên ngành; cần các thang đo chi tiết hơn trong nghiên cứu sau. *Thứ ba*, nghiên cứu chỉ xem xét yếu tố học vấn mà chưa đưa vào các đặc điểm khác của nhà quản trị như kinh nghiệm, độ tuổi, nhiệm kỳ hay giới tính, trong khi các yếu tố này theo lý thuyết Upper Echelons có thể ảnh hưởng đến hiệu quả DN. *Thứ tư*, dù đã sử dụng FGLS, khả năng tồn tại nội sinh vẫn có thể xảy ra do biến chưa quan sát được; do đó các nghiên cứu tiếp theo nên sử dụng GMM hoặc System GMM để tăng độ tin cậy. Ngoài ra, nghiên cứu chỉ tập trung vào ngành bất động sản Việt Nam, vì vậy có thể mở rộng so sánh giữa các ngành hoặc quốc gia để kiểm định tính ổn định của kết quả ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Khánh Linh. (2026, January 26). Vượt Vingroup, doanh nghiệp bất động sản này mới là đơn vị phát hành trái phiếu có lãi suất cao nhất năm 2025. Tạp chí Kinh tế Chứng khoán Việt Nam. <https://kinhtechungkhoan.vn/vuot-vingroup-doanh-nghiep-bat-dong-san-nay-moi-la-don-vi-phat-hanh-trai-phieu-co-lai-suat-cao-nhat-nam-2025-1425036.html>
- Minh Anh. (2025, November 21). Trái phiếu bất động sản “nóng” trở lại, lãi suất đẩy lên tới 13,5%. VietnamFinance. <https://vietnamfinance.vn/trai-phieu-bat-dong-san-nong-tro-lai-lai-suat-toi-135-d135933.html>
- Nguyễn Anh, Nguyễn Thị Kim Loan (2023). Ảnh hưởng chuyên môn tài chính kế toán của CEO đến chất lượng báo cáo tài chính: Vai trò điều tiết chất lượng kiểm toán. Nghiên cứu Trao đổi, 03(236).
- Thuận Yến. (2025, November 9). Thị trường trái phiếu ghi nhận sự trở lại mạnh mẽ của nhóm bất động sản. Tạp chí điện tử Thương hiệu và Công luận. <https://thuonghieucongluan.com.vn/thi-truong-trai-phieu-ghi-nhan-su-tro-lai-manh-me-cua-nhom-bat-dong-san-a289576.html>

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.

Kallias, A., Kallias, K., Tsalkamas, I., & Zhang, S. (2023). One size does not fit all: The conditional role of CEO education on IPO performance. *Journal of Business Research*, 157, 113560. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113560>

Lei, Q., Li, J., Zhong, Y., & Huang, Y. (2023). Can differences in the background characteristics of the chairperson-CEO vertical dyad reduce management agency costs? *China Journal of Accounting Research*, 16(1), 100293. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2023.100293>

Nguyen, T. T. C., & Nguyen, C. V. (2024). Does the education level of the CEO and CFO affect the profitability of real estate and construction companies? Evidence from Vietnam. *Heliyon*, 10, e28376. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e28376>

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.

Schultz, T. W. (1981). *Investing in people: The economics of population quality*. University of California Press.

Ngày nhận bài: 8/5/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 25/5/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 5/6/2026

IMPACT OF SENIOR MANAGERS' EDUCATIONAL ATTAINMENT ON FINANCIAL PERFORMANCE: EVIDENCE FROM LISTED REAL ESTATE FIRMS IN VIETNAM

● NGUYEN TUNG LAM¹
● NGUYEN LE THANH DUY¹

¹Foreign Trade University

ABSTRACT:

This study examines the impact of the educational attainment of CEOs and chief accountants on return on equity (ROE) among 69 listed real estate firms in Vietnam during the 2018–2025 period. The estimation results using the FGLS method show that the educational attainment of both CEOs and chief accountants has a positive effect on ROE, with the effect of chief accountants being stronger than that of CEOs. In addition, total asset turnover, net working capital, and firm age have positive effects on profitability, while firm size has a negative effect. The study contributes additional empirical evidence on the role of senior management teams, especially chief accountants, in the performance of listed real estate firms in Vietnam.

Keywords: CEO educational attainment, chief accountant educational attainment, financial performance, ROE, listed real estate firms.