

**CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH
DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Đỗ Thị Vân Trang¹, Nguyễn Ngọc Bích²
Nguyễn Thị Quỳnh Anh³, Lê Thị Quỳnh Chi⁴**

Tóm tắt

Bài viết này sử dụng mô hình Bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của 259 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ 2012 tới 2020. Nghiên cứu đã chỉ ra tác động ngược chiều của các yếu tố tỷ lệ đòn bẩy tài chính và số năm niêm yết đến hiệu quả hoạt động kinh doanh; trong khi đó, các yếu tố như tốc độ tăng trưởng doanh thu, quy mô doanh nghiệp, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, và một số nhân tố khác lại có tác động ngược chiều. Đồng thời, bài nghiên cứu cũng tìm hiểu mối quan hệ giữa thu nhập trên mỗi cổ phiếu và độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trên cơ sở đó đề xuất khuyến nghị đối với các nhà quản trị, nhà đầu tư và người cho vay khi nghiên cứu về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Từ khóa: Hiệu quả kinh doanh, Mô hình FGLS, doanh nghiệp niêm yết

**FACTORS AFFECTING THE BUSINESS PERFORMANCE OF
ENTERPRISES LISTED ON VIETNAM STOCK EXCHANGES**

Abstract

This research uses the Feasible Generalized Minimum Squares (FGLS) model to study the factors affecting the business performance of 259 companies listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX) between 2012 and 2020. The study has shown the inverse impact of financial leverage ratio and the number of years of listing on business performance; Meanwhile, factors such as revenue growth rate, size of the business, earnings per share, and a number of other factors have an adverse effect. At the same time, the research also explores the relationship between earnings per share and the fluctuation of earnings per share to the business performance of the enterprises. Thereby, it proposes recommendations for managers, investors, and lenders when researching the business performance of enterprises.

Keywords: Business performance, FGLS models, listed enterprises.

JEL classifications: M, O16, G1, G34, G3.

1. Giới thiệu chung

Trong bối cảnh kinh tế hiện nay, có thể nói các doanh nghiệp tại Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán nói riêng vẫn còn gặp nhiều khó khăn khi phải đối mặt với khủng hoảng kinh tế hậu Covid và sự biến động liên tục của lãi suất và lạm phát trên thế giới cũng ảnh hưởng trực tiếp đến các doanh nghiệp. Vì vậy, làm sao để hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đem lại hiệu quả là vấn đề thiết yếu mà các doanh nghiệp quan tâm, trong giai đoạn này. Phân tích và tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng

đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp không chỉ có ý nghĩa trong việc giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động kinh doanh ổn định trong giai đoạn khó khăn mà còn giúp các doanh nghiệp có định hướng phát triển ổn định trong thời gian tới. Từ đó giúp doanh nghiệp có thể phát huy được những điểm mạnh, hạn chế những điểm bất lợi, tạo điều kiện mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, tạo thêm nhiều công ăn việc làm cho người lao động, góp phần bình ổn kinh tế – xã hội.

Nghiên cứu về hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã có nhiều nghiên cứu

cả trong và ngoài nước đề cập đến. Tuy nhiên, nghiên cứu về hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong giai đoạn hậu Covid cũng cần có những đánh giá khác so với các giai đoạn trước đây. Nghiên cứu này sẽ mở rộng phạm vi bằng việc phân tích thêm nhiều yếu tố tài chính tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trên nhiều lĩnh vực khác nhau được niêm yết trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán của Việt Nam là Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

2. Tổng quan nghiên cứu

Hiệu quả sản xuất kinh doanh là một phạm trù kinh tế phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được mục tiêu mà doanh nghiệp đã đặt ra. Cho đến nay, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh hay các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp gần đây trên thế giới như: Yazdanfar (2013) điều tra một mẫu lớn gồm khoảng 87.000 quan sát bao gồm 12.530 công ty siêu nhỏ phi tài chính tại Thụy Điển hoạt động trong bốn ngành công nghiệp, từ năm 2006 đến năm 2007 chỉ ra rằng trong khi quy mô công ty, độ trễ trong khả năng sinh lời, tăng trưởng và năng suất ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời thì tuổi công ty và liên kết ngành lại ảnh hưởng tiêu cực đến nó. Các kết quả thực nghiệm cho thấy rằng năng suất là yếu tố quyết định quan trọng nhất của lợi nhuận và các yếu tố có mức tác động khác nhau trong các lĩnh vực công nghiệp khác nhau. Vătavu (2014) đã phân tích và tìm thấy tác động tích cực của quy mô đến tỷ suất lợi nhuận và tác động tiêu cực của tỷ số nợ đến tỷ suất lợi nhuận của 126 doanh nghiệp Rumani được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Bucharest trong khoảng 2003 - 2010, nghiên cứu cũng cho thấy trong thời kỳ điều kiện kinh tế không ổn định, lạm phát có tác động tiêu cực đến hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Alghusini (2015) điều tra 25 công ty Công nghiệp Jordan được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Amman (ASE) trong khoảng thời gian 10 năm (từ 1995-2005), kết quả cho thấy trong số các biến độc lập là đòn bẩy tài

chính, tăng trưởng của công ty, tỷ lệ nợ ngắn hạn/tổng tài sản và quy mô của công ty, đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực trong khi quy mô có tác động tích cực đến khả năng sinh lời ROA. Alarussi và Alhaderi (2018) sau khi khảo sát 120 công ty niêm yết tại bursa Malaysia từ 2012 đến 2014, đã đưa ra kết luận sự tác động tích cực mạnh mẽ của quy mô công ty (tổng doanh thu), vốn lưu động, hiệu quả công ty (tỷ lệ doanh thu tài sản) và mối quan hệ tiêu cực giữa cả tỷ lệ vốn chủ sở hữu nợ và tỷ lệ đòn bẩy tới khả năng sinh lời. Trong khi đó, thanh khoản không có mối quan hệ đáng kể với khả năng sinh lời.

Ở Việt Nam, đã có các nghiên cứu gần đây về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như: Võ (2017) đã đo lường các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) của ngành thủy sản Khánh Hòa giai đoạn 2011-2015. Kết quả phân tích dữ liệu cho thấy hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được thể hiện qua tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (ROS), bị ảnh hưởng bởi các yếu tố sau: (i) tốc độ tăng trưởng của tài sản; (ii) quy mô doanh thu; (iii) quy mô tổng tài sản; và (iv) cơ cấu tài sản cố định. Quan và Ly (2014) ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của 58 doanh nghiệp bất động sản đang giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX trong ba năm 2010 - 2012, thông qua hai chỉ tiêu là lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), nghiên cứu cho thấy tài sản cố định trên tổng tài sản và thời gian hoạt động của doanh nghiệp đều có tác động đến hiệu quả doanh nghiệp ở cả hai chỉ tiêu là ROE và ROA. Chu, Nguyen, & Ngo (2015) đã xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của 230 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn năm 2011-2013 của 14 ngành, từ đó đưa ra một số gợi ý đối với các nhà quản trị để nâng cao hiệu quả tài chính. Kết quả nghiên cứu của Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013) về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả

hoạt động kinh doanh của các công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định, tỷ lệ nợ và độ lệch chuẩn của dòng tiền có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Riêng biến quy mô tài sản không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Một nghiên cứu gần đây của Phan Thu Hiền, Nguyễn Nhật Hà. (2021) về các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của 20 doanh nghiệp dệt may niêm yết trên các sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009 đến 2018. Nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp, số năm hoạt động, tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính lại có tác động ngược chiều và các yếu tố vĩ mô như tốc độ tăng trưởng GDP và tỷ lệ lạm phát đều không có ý nghĩa thống kê đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp dệt may.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

Để tiến hành ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp, nghiên cứu sử dụng

dữ liệu thứ cấp bên trong doanh nghiệp được thu thập từ hệ thống báo cáo tài chính của doanh nghiệp, được lấy từ cơ sở dữ liệu FiinPro và cơ sở dữ liệu của IMF. Nghiên cứu sử dụng ngẫu nhiên dữ liệu từ các doanh nghiệp niêm yết phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, do một số doanh nghiệp có dữ liệu không đầy đủ trong giai đoạn nghiên cứu từ 2012 đến 2020 nên các doanh nghiệp này đã được loại khỏi mẫu nghiên cứu. Kết quả là mẫu nghiên cứu còn lại 259 doanh nghiệp niêm yết với đầy đủ các thông tin về các biến theo yêu cầu của nghiên cứu.

Trên cơ sở kết quả một số mô hình nghiên cứu trước đây về chủ đề này như Alarussi và Alhaderi (2018), Nguyễn Thùy Dương và cộng sự (2018) và Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013), nghiên cứu đề xuất xây dựng mô hình về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán của Việt Nam như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 REG_{it} + \beta_2 ASG_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 HISTORY_{it} + \beta_5 EV_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 EPS_{it} + \beta_9 GDP_{it} + \beta_{10} INTEREST_{it} + \mu_{it}$$

Bảng 1: Các yếu tố trong mô hình nghiên cứu

STT	Biến	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng
1	Hiệu quả hoạt động kinh doanh	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	+
2	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	REG	$\frac{\text{Doanh thu năm}_t}{\text{Doanh thu năm}_{t-1}} - 1$	+
3	Tốc độ tăng trưởng tài sản	ASG	$\frac{\text{Tổng tài sản năm}_t}{\text{Tổng tài sản năm}_{t-1}} - 1$	+
4	Quy mô doanh nghiệp	SIZE	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	+
5	Số năm niêm yết	HISTORY	Số năm niêm yết của doanh nghiệp	+/-

6	Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu	EV	$\sqrt{\frac{(EPS_{i,t} - \overline{EPS_i})^2}{N}}$	+/-
7	Tài sản cố định hữu hình	TANG	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	+/-
8	Tỷ lệ đòn bẩy	LEV	$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$	-
9	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	EPS	Thu nhập trên mỗi cổ phiếu	+
10	Tổng sản phẩm quốc nội	GDP	GDP thực	+
11	Lãi suất	INTEREST	Lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm	+/-

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

Bảng 2: Thống kê mô tả mẫu

Biến	Tổng số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	2331	0,0788297	0,0744889	-0,8525894	0,7168319
REG	2331	0,0729348	0,2618351	-0,79016	2,691872
ASG	2331	0,0734768	0,1860049	-0,59461	1,444386
SIZE	2331	27,22289	1,591462	23,44062	33,67722
HISTORY	2331	6,947233	3,934905	0	20
EV	2331	2882,627	4541,699	0	30409,13
TANG	2331	0,2150543	0,1962071	0,2023	0,913476
LEV	2331	0,4690303	0,2122863	0,0243	0,929264
EPS	2331	2569,461	2432,452	-5298	25822
GDP	2331	4,01e+15	6,58e+14	3,08e+15	5,01e+15
INTEREST	2331	0,0588889	0,0196932	0,04	0,11

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả nghiên cứu

4.1.1. Thống kê mô tả mẫu:

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả mẫu nghiên cứu gồm 2331 quan sát.

Biến ROA có giá trị trung bình là 0,0788297, độ lệch chuẩn là 0,0744889.

Giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất lần lượt là 0,7168319 và -0,8525894. Về các nhân tố như tốc độ tăng trưởng doanh thu và tốc độ tăng trưởng

tài sản (REG và ASG), theo số liệu thống kê thấy rằng, chênh lệch về tốc độ tăng trưởng giữa các doanh nghiệp là không đáng kể, đa phần có tốc độ tăng trưởng khá đồng đều. Ngoài ra, ta thấy EPS là biến ghi nhận độ lệch chuẩn tương đối cao cho thấy sự chênh lệch lớn trong thu nhập trên mỗi cổ phiếu ở các doanh nghiệp với các lĩnh vực kinh doanh khác nhau.

4.1.2. Kiểm định tự tương quan và một số khuyết tật của mô hình.

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	Roa	Reg	Asg	Size	History	Ev	Tang	Lev	Eps	Gdp	Interest
Roa	1,0000										
Reg	0,0761	1,0000									
Asg	0,0816	0,3777	1,0000								
Size	-0,0932	0,0766	0,1497	1,0000							
History	-0,1475	-0,1006	-0,0621	0,2082	1,0000						
Ev	0,0738	-0,0374	-0,0040	-0,0105	0,0432	1,0000					
Tang	0,0467	-0,0076	-0,0921	0,0949	-0,0066	-0,0184	1,0000				
Lev	-0,5011	0,1050	0,1888	0,3542	0,0005	-0,0624	-0,1038	1,0000			
Eps	0,6582	0,1312	0,2024	0,0954	-0,1210	0,0307	-0,0099	-0,1473	1,0000		
Gdp	-0,0566	-0,1129	-0,0415	0,1004	0,6051	0,1028	0,0042	-0,0211	0,0901	1,0000	
Interest	0,0372	0,0491	-0,0295	-0,0830	-0,4704	-0,0961	-0,0003	0,0240	0,0630	0,7393	1,0000

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

Thống kê kết quả kiểm định hệ số tự tương quan giữa các cặp biến trong Bảng 3 cho thấy mức tương quan giữa các biến đều có giá trị trong

khoảng (-0,8; 0,8) nên chưa có cơ sở cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến với mô hình khảo sát.

Bảng 4: Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Variable	VIF	1/VIF
GDP	2,27	0,364278
INTEREST	2,23	0,447656
HISTORY	1,68	0,596797
SIZE	1,29	0,775909
LEV	1,28	0,781894
ASG	1,27	0,787290
REG	1,19	0,841094
EPS	1,14	0,879039
TANG	1,05	0,956770
EV	1,02	0,982103
Mean VIF	1,49	

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

Bảng 4 thể hiện kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu. Từ hình trên có thể thấy biến GDP và INTEREST có hệ số VIF lần lượt là 2,75 và 2,23 và vì dữ liệu chạy mô hình thuộc lĩnh vực tài chính nên hệ số so sánh sẽ là 2. Vậy kết luận biến GDP và INTEREST bị đa cộng tuyến, Tuy nhiên, chỉ số Mean VIF ở cuối bảng (Giá trị trung bình VIF) = 1,49 < 2 nên kết luận mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

Để kiểm tra xem mô hình có bị tự tương quan hay không, nhóm đã tiến hành kiểm định Wooldridge để kiểm định mức độ tự tương quan của mô hình với giả thuyết:

H0: Mô hình không có tự tương quan

H1: Mô hình có tự tương quan cho kết quả như sau: $F(1, 258) = 3,802$.

$\text{Prob} > F = 0,0523$.

Nhận thấy rằng, kiểm định có mức ý nghĩa trên 5%, cụ thể là 5,23%, chấp nhận H0 -Mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

4.1.3. Kết quả mô hình hồi quy

Để lựa chọn được mô hình tối ưu, bài viết thực hiện mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất Pooled OLS để hồi quy dữ liệu bảng và kết hợp đánh giá giữa các mô hình hồi quy tác động cố định (FEM), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), tiếp theo đó tiến hành thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM, nếu giá trị Prob (Random) nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% thì mô hình FEM tối ưu hơn. Sau khi lựa chọn được mô hình tối ưu, tiến hành kiểm định lại các giả định của mô hình hồi quy như hiện tượng đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai thay đổi. Khi các giả định hồi quy bị vi phạm bài viết chuyển sang hồi quy theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để khắc phục các vi phạm của giả định hồi quy.

Bảng 5: Tổng hợp kết quả của 3 phương pháp

Mô hình	Pooled OLS	FEM	REM
Kiểm định	F	Hausman Test	Breusch và Pagan Test
Lựa chọn	OLS & FEM	FEM & REM	OLS & REM
Giá trị thống kê	F (258, 2062) = 10,35	chi2(7) = 11,29	chibar2(1) = 1963,15
p-value	Prob > F = 0,0000	Prob>chi2 = 0,1266	Prob > chibar2 = 0,0000
Kết luận	Bác bỏ H0	Chấp nhận H0	Bác bỏ H0
Chọn	FEM	REM	REM

Kết luận lựa chọn mô hình: Mô hình REM là mô hình phù hợp;

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

Kết quả hồi quy và kiểm định cho việc lựa chọn mô hình được trình bày ở Bảng 5. Kiểm định F cho ra kết quả Prob>F nhỏ hơn 0,05 (Prob > F = 0,0000) kết luận bác bỏ giả thuyết H0, khi đó mô hình FEM thích hợp hơn. Tiếp theo, thực hiện kiểm định Hausman được kết quả Prob>chi2 lớn hơn 0,05 (Prob>chi2 = 0,1266) thì chấp nhận giả thuyết H0, khi đó mô hình REM là mô hình thích hợp hơn so với mô hình REM. Cuối cùng, kiểm định Breusch và Pagan Test cho ra kết quả có Prob>chi2 nhỏ hơn 0,05 (Prob > chibar2 = 0,0000) thì bác bỏ giả thuyết H0, nghĩa là mô hình hồi quy REM là mô hình phù hợp.

Mặc dù các mô hình hồi quy không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng (giá trị VIF của tất cả các biến độc lập đều nhỏ hơn 10) cũng như không có hiện tượng tự tương quan trong phần dư (kiểm định Wooldridge có mức ý nghĩa trên 5%) nhưng mô hình Pooled OLS và FEM đều có hiện tượng phương sai sai số thay đổi ở

phần dư (kiểm định Bresch-Pagan và Wald trên 2 mô hình lần lượt đều có mức ý nghĩa dưới 5%, cụ thể đều là 0,0000). Vậy nên, để kết luận mô hình sau cùng có tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi không, sử dụng kiểm định LM – Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier đối với mô hình REM. Nếu p-value < 0.05, bác bỏ H0 (với phát biểu H0: Phương sai qua các thực thể là không đổi), bài viết mong đợi p-value > 5% để kết luận phương sai không đổi.

Khi thực hiện kiểm định LM-Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier cho thấy, giá trị chibar2 = 1963,15 và p-values bằng 0,0000 nhỏ hơn 0,05 nên giả thuyết H0 bị bác bỏ. Điều này dẫn đến hiện tượng phương sai sai số thay đổi vẫn tồn tại trong mô hình REM, và ước lượng bằng phương pháp này bị chệch và không tin cậy. Trên cơ sở đó, sử dụng phương pháp Bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để khắc phục khuyết tật từ mô hình trên.

Bảng 6: Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động

	Pooled OLS		FEM		REM		FGLS	
	ROA		ROA		ROA		ROA	
REG	0,0084**	(0,0355)	0,0160***	(0,0000)	0,0141***	(0,0000)	0,0068***	(0,0000)
ASG	0,0116**	(0,0465)	0,0103**	(0,0268)	0,0155***	(0,0006)	0,0097***	(0,0000)
SIZE	0,0006	(0,3852)	0,0160***	(0,0000)	0,0031**	(0,0195)	0,0007**	(0,0209)
HISTORY	- 0,0020***	(0,0000)	-0,0016	(0,1714)	- 0,0025***	(0,0000)	- 0,0013***	(0,0000)
EV	0,0000**	(0,0193)	0,0000**	(0,0122)	0,0000***	(0,0094)	0,0000***	(0,0019)
TANG	0,0036	(0,4685)	-0,0202**	(0,0350)	-0,0056	(0,4530)	0,0053***	(0,0066)
LEV	- 0,1493***	(0,0000)	- 0,1428***	(0,0000)	- 0,1458***	(0,0000)	- 0,1289***	(0,0000)
EPS	0,0000***	(0,0000)	0,0000***	(0,0000)	0,0000***	(0,0000)	0,0000***	(0,0000)
GDP	0,0000**	(0,0107)	-0,0000	(0,9621)	0,0000**	(0,0149)	0,0000***	(0,0001)
INTEREST	0,0162	(0,8245)	0,0485	(0,3617)	0,0235	(0,6555)	-0,0055	(0,8460)
Constant	0,0720***	(0,0008)	- 0,3111***	(0,0005)	0,0176	(0,6185)	0,0648***	(0,0000)
Observations	2331		2331		2331		2331	
R ²	0,6110		0,3985					
Adjusted R ²	0,6094		0,3203					

Ghi chú: ***Mức ý nghĩa < 1%; **Mức ý nghĩa < 5%; *Mức ý nghĩa < 10%

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả ở bảng 6 cho thấy mô hình có 9/10 biến có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa từ 1%-5% (ngoại trừ biến lãi suất huy động và dấu của tất cả các hệ số của các biến hồi quy hầu như đều đúng kỳ vọng đã đặt ra). Cụ thể như sau:

Tốc độ tăng trưởng doanh thu, hệ số hồi quy bằng 0,0068, dương nên yếu tố này có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán với mức ý nghĩa thống kê cao (1%). Kết quả này là hoàn toàn hợp lý vì doanh nghiệp càng có doanh thu lớn thì càng có

khả năng tạo ra nhiều lợi nhuận hơn. Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2020), và Yazdanfar (2013) cũng đưa ra kết luận tương tự. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể phản ánh qua mức độ tăng trưởng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ. Việc tăng trưởng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng tốc độ luân chuyển nguồn vốn, giá trị thanh khoản nhằm tạo điều kiện cho việc tái đầu tư và quay vòng vốn nhanh chóng.

Tốc độ tăng trưởng tài sản, tốc độ tăng trưởng tài sản cho biết mức tăng trưởng tài sản tương đối qua các thời kỳ. Kết quả nghiên cứu cho thấy tốc độ tăng trưởng tài sản có hệ số hồi quy dương bằng 0,0097 với mức ý nghĩa 1% nên yếu tố này có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Tăng trưởng giúp doanh nghiệp tích lũy về nguồn vốn và cơ sở vật chất máy móc, từ đó mở rộng đầu tư sản xuất. Những nghiên cứu thực nghiệm của Abor (2005) ở Ghana, Maury (2006) ở Châu Âu, King và Santor (2008) ở Canada, Salim và Yadav (2012) ở Malaysia, Tristan và Cuong (2015) ở Việt Nam cũng cho thấy điều này. Các công ty có tốc độ tăng trưởng cao sẽ tạo dựng được uy tín đối với khách hàng cũng như phía nhà cung cấp và các nhà đầu tư, tạo điều kiện tốt cho quá trình hoạt động kinh doanh từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động.

Quy mô doanh nghiệp, với mức ý nghĩa 5% cho hệ số hồi quy bằng 0,0007 nên yếu tố này có tác động cùng chiều đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng tổng tài sản của doanh nghiệp nên khi quy mô doanh nghiệp càng lớn, nghĩa là tổng tài sản của doanh nghiệp càng cao, thể hiện tiềm lực tài chính của doanh nghiệp càng mạnh, giúp cho doanh nghiệp đẩy mạnh sự tiêu thụ sản phẩm, cung ứng dịch vụ đến người tiêu dùng. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu của Yazdanfar (2013) và Alghusini (2015).

Số năm niêm yết, hệ số hồi quy bằng - 0,0013, âm, có mức ý nghĩa 1% nên yếu tố này

có tác động ngược chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Một số nghiên cứu cho rằng, doanh nghiệp hoạt động lâu năm sẽ có hiệu quả tài chính, hiệu quả hoạt động tốt hơn vì họ có nhiều kinh nghiệm hơn (Coad và cộng sự, 2013; Osunsan và cộng sự, 2015). Tuy nhiên, nghiên cứu của Loderer và cộng sự (2011), Ouimet và Zarutskie (2014) lại thể hiện quan điểm về sự già hoá của các doanh nghiệp có thể tác động tiêu cực đến hoạt động của các doanh nghiệp. Vì các doanh nghiệp hoạt động lâu năm thường khó khăn trong khả năng tiếp cận các công nghệ sản xuất kinh doanh hiện đại, do đó lợi thế cạnh tranh của những doanh nghiệp này cũng thấp hơn so với các doanh nghiệp trẻ.

Độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu, hệ số hồi quy bằng 0,000000296, dương với mức ý nghĩa 1% nên yếu tố này có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Kết quả nghiên cứu này không đồng nhất với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007) nhưng đồng nhất với lý thuyết kinh tế của F.B Hawley và nghiên cứu của Phạm Đức Cường và Trần Xuân Quân (2018). Mặc dù rủi ro cao mang lại hiệu quả kinh doanh cao hơn nhưng nếu doanh nghiệp không có các biện pháp phòng ngừa và các chính sách hợp lý thì sẽ có nguy cơ giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Tài sản cố định hữu hình, với mức ý nghĩa 1% cho kết quả hệ số hồi quy bằng 0,0053, điều này có nghĩa là tài sản cố định tương quan dương và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Tài sản cố định giữ vai trò là tư liệu lao động trong quá trình sản xuất. Chúng được coi là cơ sở vật chất kỹ thuật có vai trò quan trọng trong hoạt động sản xuất kinh doanh, là điều kiện tăng năng suất lao động xã hội và phát triển nền kinh tế quốc dân. Vì thế, tỷ lệ tài sản cố định càng lớn thì quy mô và năng lực sản xuất càng cao, từ đó tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh. Kết quả này cũng tương đồng với nghiên cứu của Malik (2011), Võ Văn Cẩn (2017).

Tỷ lệ đòn bẩy, hệ số hồi quy bằng -0,1289, có mức ý nghĩa 1% nên yếu tố này có tác động ngược chiều (như kỳ vọng) và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Đòn bẩy dự đoán cấu trúc vốn tối ưu của một công ty và cho biết công ty có tỷ lệ phần trăm của vốn chủ sở hữu và phần vốn của nhà đầu tư. Hệ số âm ở đây đã cho thấy trong giai đoạn đầu đang phát triển, các doanh nghiệp nếu thực hiện vay vốn đầu tư vào kinh doanh càng nhiều, chi phí trả lãi càng cao, tăng đáng kể rủi ro mất khả năng thanh toán, như vậy sẽ càng ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Kết quả này đã một lần nữa củng cố được các lý thuyết trước đây cho rằng tỷ lệ đòn bẩy và hiệu quả hoạt động kinh doanh có mối quan hệ ngược chiều với nhau (Boadi và cộng sự (2013); Tùng (2016)).

Thu nhập trên mỗi cổ phiếu, hệ số hồi quy bằng 0,0000168 với mức ý nghĩa 1% nên yếu tố này có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Kết quả trên hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Valentin (2014) khi ông cũng đưa ra kết luận thu nhập trên mỗi cổ phiếu có mối quan hệ tỷ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của các công ty. EPS mang dấu dương thể hiện tín hiệu tích cực với các nhà đầu tư khi họ được hưởng lợi nhuận trên mỗi cổ phần được nắm giữ hàng năm; chỉ số này càng cao thì minh chứng cho doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả và cổ phiếu sẽ càng hấp dẫn nhà đầu tư hơn.

Tỷ lệ tăng trưởng GDP, tổng sản phẩm quốc nội có hệ số hồi quy dương với mức ý nghĩa 1% nên nhân tố này cũng tương quan dương và mang ý nghĩa thống kê đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn chứng khoán. Kết quả nghiên cứu của đề tài có sự tương đồng với nghiên cứu của Alper và Anbar (2011), Tomola (2013). Tỷ lệ tăng trưởng GDP phản ánh mức độ tăng trưởng của tổng sản phẩm quốc nội năm sau so với năm trước đó. Một nền kinh tế có sự tăng trưởng cao sẽ giúp cho các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn.

5. Kết luận.

Bài viết nghiên cứu các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam Trong đó, các yếu tố như tốc độ tăng trưởng doanh thu, tốc độ tăng trưởng tài sản, quy mô doanh nghiệp, độ biến động của thu nhập trên mỗi cổ phiếu, tài sản cố định hữu hình, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, tổng sản phẩm quốc nội đều tương quan dương đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngược lại, đòn bẩy tài chính và số năm niêm yết có quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động kinh doanh. Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp sẽ giúp các nhà quản trị, quản lý công ty có thể nắm bắt và đánh giá được mức độ hiệu quả trong việc sử dụng các tài sản và nguồn lực của doanh nghiệp bằng cách tập trung vào những yếu tố quan trọng, cân nhắc và có chính sách phù hợp để hạn chế và kiểm soát những yếu tố không cần thiết để thu hút được các nhà đầu tư. Về phía các nhà đầu tư, việc phân tích hiệu quả kinh doanh của một doanh nghiệp sẽ giúp họ nắm bắt mức độ hiệu quả sử dụng vốn và dự đoán được mức lợi nhuận thu về, từ đó đưa ra quyết định tiếp tục đầu tư hay thu hồi vốn. Trên cơ sở xác định ảnh hưởng của các yếu tố vi mô, vĩ mô đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam, bài viết đề xuất một số khuyến nghị cho các nhà quản trị doanh nghiệp và nhà đầu tư để có những kế hoạch, mục tiêu phù hợp với doanh nghiệp. Cụ thể:

Thứ nhất, các doanh nghiệp cần quan tâm mở rộng hoạt động quy mô doanh nghiệp. Việc mở rộng quy mô làm cho doanh nghiệp tăng thị phần, có vị thế trên thị trường. Các doanh nghiệp có thể tận dụng lợi thế quy mô để tiếp cận được nguồn vốn từ các nhà đầu tư dễ dàng hơn. Đối với khách hàng, doanh nghiệp sẽ tạo dựng được niềm tin, duy trì và phát triển được số lượng khách hàng, tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường, từ đó giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ hai, doanh nghiệp cần có định hướng cơ cấu tài sản hợp lý, đặc biệt là vấn đề đầu tư, sử dụng tài sản cố định, theo đó tăng hiệu quả quản

lý, sử dụng và đầu tư mới TSCĐ, thanh lý các tài sản đã lạc hậu, lỗi thời, năng suất thấp...

Thứ ba, doanh nghiệp cần sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý để nâng cao hiệu quả kinh doanh. Doanh nghiệp cần có chủ trương linh hoạt trong sử dụng đòn bẩy tài chính để tăng hiệu quả hoạt động, hạn chế sử dụng nợ để tài trợ cho các tài sản

ngắn hạn khi chưa khai thác hết hiệu suất sử dụng. Khi quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính, cần xác định cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp trong từng giai đoạn, lựa chọn các tổ chức tín dụng phù hợp để đảm bảo mức lãi suất ổn định, hạn chế rủi ro cho doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*.
- [2]. Agiomirgianakis, G., Voulgaris, F. and Papadogonas, T. (2006) Financial factors affecting profitability and employment growth: the case of Greek manufacturing. *Int. J. Financial Services Management*, 1, Nos. 2/3, pp. 235-245.
- [3]. Alarussi, A. S., & Alhaderi, S. M. (2018). Factors affecting profitability in Malaysia. *Journal of Economic Studies*.
- [4]. AlGhusin, N. A. S. (2015). The impact of financial leverage, growth, and size on profitability of Jordanian industrial listed companies. *Research journal of Finance and Accounting*, 6(16), 86-93.
- [5]. Anbar, A., & Alper, D. (2011). Bank specific and macroeconomic determinants of commercial bank profitability: Empirical evidence from Turkey. *Business and economics research journal*, 2(2), 139-152.
- [6]. Boadi, E. K., Antwi, S., & Lartey, V. C. (2013). Determinants of profitability of insurance firms in Ghana. *International journal of business and social research (IJBSR)*, 3(3), 43-50.
- [7]. Coad, A., Segarra, A., & Teruel, M. (2013). Like milk or wine: Does firm performance improve with age?. *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 173-189.
- [8]. Hằng, N. T., & Linh, N. T. T. (2020). Các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp bất động sản Việt Nam: Ứng dụng mô hình tác động ngẫu nhiên và tác động cố định. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 223, 13-25.
- [9]. Hiền, P. T., & Hà, N. N. (2021). Các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành dệt may trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh-Kinh Tế Và Quản Trị Kinh Doanh*, 16(3), 180-195.
- [10]. King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- [11]. Loderer, C. F., Neusser, K., & Waelchli, U. (2011). Firm age and survival. SSRN Electronic Journal, 2-51. doi:10.2139/ssrn.1430408
- [13]. Loderer, C., Neusser, K., & Waelchli, U. (2009). Firm age and survival. Switzerland: Working paper, University of Bern.
- [13]. Malik, H. (2011). Determinants of insurance companies profitability: an analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic research international*, 1(3), 315.
- [14]. Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of corporate finance*, 12(2), 321-341.
- [15]. Nguyễn, P.L.H. *Lý thuyết về hiệu quả sản xuất kinh doanh và các nhân tố ảnh hưởng*, TriThucCongDongNet. Available at: <https://trithuccongdong.net/tai-lieu-ke-toan/ly-thuyet-ve-hieu-qua-san-xuat-kinh-doanh-va-cac-nhan-anh-huong.html> (Accessed: April 22, 2023).

- [16]. Nguyen, V. H., Nguyen, T. T. C., Nguyen, V. T., & DO, D. T. (2021). Internal factors affecting firm performance: A case study in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 303-314.
- [17]. Onaolapo, A. A., & Kajola, S.O. (2010). Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria. *Uropean Jounal of Economic, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70-82.
- [18]. Osunsan, O. K., Kinyatta, S., Baliruno, J. B., & Kibirige, A. R. (2015). Age and performance of small business enterprises in Kampala, Uganda. *International Journal of Social Science and Humanities Research*, 3(1), 189-196.
- [19]. Ouimet, P., & Zarutskie, R. (2014). Who works for startups? the relation between firm age, employee age, and growth,. *Journal of financial econometrics*, Vol. 112, No.3 , 386-407
- [20]. Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 213-223.
- [21]. Pham, C. D., Tran, Q. X., & Nguyen, L. T. N. (2018). Effects of internal factors on financial performance of listed construction-material companies: The Case of Vietnam. *Research Journal of Finance and Accounting*, 9(10).
- [22]. Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- [23]. Thùy, L. P., Duy, V. Q., & Lê Thông, P. (2019). Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 55(CĐ Kinh tế), 12-22.
- [24]. Tomola Marshal Obamuyi (2013), “Factors influencing investment decisions in capital market: A study of individual investors in Nigeria”, *Organizations and Markets in Emerging Economies*, vol. 4, issue 1.
- [25]. Tristan, N., and Cuong, N.H., 2015. Capital structure and firms’ performance: evidence from Vietnam’s Stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*. 7(12): 1 – 10.
- [26]. Trung, N. K. Q. T., Diễm, N. N. P., & Chi, N. T. (2022). Các yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính-Marketing*, 25-37.
- [27]. Tùng, H. (2016). Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp dầu khí ở Việt Nam. *Bản B của Tạp chí Khoa học và Công nghệ Việt Nam*, 58(12).
- [28]. Valentin, C. (2014). Determinants of corporate financial performance. Retrieved online from www.dafi.asce.ro/revista/6/costea_valentin.pdf on 13th May.
- [29]. Vătavu, S. (2014). The determinants of profitability in companies listed on the Bucharest stock exchange. *Annals of the University of Petrosani. Economics*, 14, 329-338.
- [30]. Vo, V. C. (2017). Factors affect performance of the FDI seafood firms in Khanh Hoa province. *Journal of Banking Technology*, 139, 86-97.
- [31]. Yazdanfar, D. (2013). Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 9(2), 151-160.
- [32]. Zeitun, R., Tian, G., & Keen, S. (2007). Macroeconomic determinants of corporate performance and failure: evidence from an emerging market the case of Jordan.
- [33]. Phạm , C.Đ. and Trần , Q.X. (2017).Nghiên cứu các nhân tố bên trong doanh nghiệp ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các công ty ngành vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học Kinh Tế* , 6(01).
- [34]. Hằng, T. T. T., Danh, V. T., Khôi, P. Đ., & Khải, H. V. (2022). Phân tích hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tỉnh Vĩnh Long. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 58(1), 252-258.
- [35]. Nguyễn, L. T. T. (2013). *Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*.

- [36]. Quan, N. M., & Ly, T. T. P. (2014). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 33, 65-71.
- [37]. Chu, T. T. T., Nguyen, H. T., & Ngo, Q. T. (2015). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các doanh nghiệp cổ phần phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 215, 33-38.
- [38]. Nguyen, D. T., Ta, H. T., & Nguyen, H. T. D. (2018). What determines the profitability of Vietnam commercial banks. *International Business Research*, 11(2), 231-245.
- [39]. Tristan, N., & Cuong, N.H., (2015). Capital structure and firms' performance: evidence from Vietnam's Stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 1-10.

Thông tin tác giả:

1. Đỗ Thị Vân Trang

- Đơn vị công tác: Khoa Sau đại học, Học viện Ngân hàng
- Địa chỉ email: trangdtv@hvn.edu.vn

2. Nguyễn Ngọc Bích

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

3. Nguyễn Thị Quỳnh Anh

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

4. Lê Thị Quỳnh Chi

- Đơn vị công tác: Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

Ngày nhận bài: 8/9/2023

Ngày nhận bản sửa: 22/9/2023

Ngày duyệt đăng: 25/9/2023