

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Nguyệt Dung và Nguyễn Mạnh Cường** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại Việt Nam thực hiện hoạt động sáp nhập, hợp nhất. **Mã số: 147.1FiBa.11** 2
The Factors Affecting the Business Performance of Vietnam's Commercial Banks in M&A
- 2. Trần Thị Thu Trang** - Nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và hiệu quả tài chính của các công ty nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 147.1FiBa.11** 11
A Study on the Relationship between Working Capital Management and Financial Performance of Listed Plastic Enterprises on Vietnam's Stock Exchange
- 3. Lê Thanh Huyền** - Ảnh hưởng của tỷ suất sinh lời trong quá khứ đến hiệu quả tài chính đo lường bằng giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán ngành sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam. **Mã số: 147.1FiBa.11** 17
The Impact of Lagged Profitability on the Financial Performance Measured by the Market Value of Listed Companies on Vietnam's Stock Exchange of Food Processing and Production
- 4. Lê Thị Mỹ Như và Nguyễn Tuấn Kiệt** - Sự sẵn sàng chi trả bảo hiểm y tế tự nguyện của các cá nhân trên địa bàn tỉnh Hậu Giang. **Mã số: 147.1GEMg.11** 26
Willingness to Pay for Voluntary Health Insurance of Individuals in Hậu Giang Province

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 5. Nguyễn Hoàng Việt và Đào Lê Đức** - Nghiên cứu tác động của tổ chức thực thi chiến lược đến kết quả kinh doanh của Tổng công ty thương mại Hà Nội. **Mã số: 147.2BMkt.21** 35
A research on the impacts of organizations/institutions implementing strategic markets on business results of Hanoi General commerce company
- 6. Chu Thị Thu Thủy** - Đặc trưng của hội đồng quản trị và giá cổ phiếu: nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 147.2FiBa.21** 46
Features of the Board of Directors and Share Price: a Case Study at Listed Joint Stock Companies in Vietnam Stock Market
- 7. Nguyễn Văn Anh và Nguyễn Thị Phương Thảo** - Tác động của căng thẳng nơi làm việc đến cảm xúc lao động và định hướng khách hàng: một nghiên cứu trong lĩnh vực khách sạn tại Việt Nam. **Mã số: 147.2TRMg.21** 53
The effect of workplace stress to labor emotions and customer orientation: A study in hospitality industry in Vietnam country
- 8. Nguyễn Minh Lợi và Dương Bá Vũ Thi** - Các yếu tố tác động đến sự hài lòng khách hàng đối với dịch vụ viễn thông di động của Viettel Quảng Trị: kiểm định bằng Mô hình PLS - SEM. **Mã số: 147.2BMkt.21** 62
Factors Affecting Customer Satisfaction with the Mobile Services by Viettel Quang Tri: PLS - SEM Applied
- 9. Nguyễn Đức Kiên và Nguyễn Thái Phán** - Phân tích mối quan hệ giữa áp dụng chiến lược quản lý rủi ro thị trường và thu nhập nông hộ: Trường hợp nghiên cứu của hộ nuôi tôm ở Thừa Thiên Huế. **Mã số: 147.2TrEM.21** 71
Analyzing the relationship between market risk management strategies and household income: A case study of commercialized shrimp producers in Thua Thien Hue

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 10. Nguyễn Thị Nga và Hoàng Ngọc Quế Chi** - Vận dụng mô hình chấp nhận công nghệ tam và lý thuyết hành vi dự định để giải thích ý định mua đồng hồ thông minh của người tiêu dùng Nha Trang. **Mã số: 147.3BMkt.31** 80
Applying Technology Acceptance Model and Planned Behaviour Theory to Interpret the Intention to Buy Smartwatches by Consumers in Nha Trang

ẢNH HƯỞNG CỦA TỶ SUẤT SINH LỜI TRONG QUÁ KHỨ ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH ĐO LƯỜNG BẰNG GIÁ TRỊ THỊ TRƯỜNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN NGÀNH SẢN XUẤT, CHẾ BIẾN THỰC PHẨM TẠI VIỆT NAM

Lê Thanh Huyền

Trường Đại học Thương mại

Email: lethanhhuyen@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 14/07/2020

Ngày nhận lại: 10/08/2020

Ngày duyệt đăng: 19/08/2020

*B*ài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của tỷ suất sinh lời trong quá khứ đến hiệu quả tài chính được đo lường bằng giá trị thị trường của doanh nghiệp trong bối cảnh nền kinh tế chuyển đổi mới nổi. Để hoàn thành mục tiêu nghiên cứu, tác giả đã khai thác số liệu của 29 công ty niêm yết thuộc ngành sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam trong giai đoạn 2014 - 2019. Dữ liệu được phân tích bằng phần mềm STATA 14. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, cả hai biến trễ ROA và ROE đều có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính được đo lường bằng tỷ suất Tobin's Q.

Từ khóa: Khả năng sinh lời, Hiệu quả tài chính, Giá trị thị trường, Ngành công nghiệp sản xuất, chế biến thực phẩm.

JEL Classifications: G14, G19, G32

Lời mở đầu

Hiệu quả tài chính là một vấn đề thu hút được sự chú ý của nhiều nhà đầu tư và nhà quản trị doanh nghiệp bởi vì nó đóng một vị trí quan trọng trong sự phát triển của một công ty. Dựa trên việc cải thiện hiệu quả tài chính, một công ty cũng có thể nâng cao danh tiếng của mình. Do đó, đây là một trong các mục tiêu quan trọng nhất của các nhà quản lý. Tuy nhiên, việc đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh dựa vào các nhóm hệ số được xác định từ các báo cáo tài chính của doanh nghiệp thể hiện các giá trị trong quá khứ, không phải là giá trị thị trường hiện hành và do đó các giá trị này có sự khác biệt khá lớn. Cũng vì các báo cáo tài chính không thể hiện được giá trị thị trường nên chúng không đáp ứng đầy đủ được mục tiêu đánh giá hoạt động của ban quản lý công ty. Các nhà phân tích tài chính đã phát triển thêm các thước đo khác như Tobin's Q, MB, MVA, ... Trong đó tỷ suất Tobin's Q được nhiều nhà khoa học ưa thích sử dụng hơn cả.

Bên cạnh đó, việc tìm hiểu sự tác động của các yếu tố đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp cũng đang được các nhà khoa học xem xét đến khía cạnh thời gian. Cụ thể, nhiều nhà khoa học đang tìm hiểu

sự tác động của tỷ suất sinh lời trong quá khứ đến hiệu quả tài chính hiện tại của các công ty. Tỷ suất sinh lời trễ (lagged profit rate hoặc lagged profitability) là tỷ suất sinh lời của công ty trong giai đoạn trước giai đoạn nghiên cứu (Yazdanfar, 2013). Nhiều nhà khoa học đã chứng minh rằng tỷ suất lợi nhuận trễ là yếu tố có ảnh hưởng đáng kể tới hiệu quả tài chính hiện tại. Vì vậy, việc xem xét mức độ ảnh hưởng của yếu tố này có ý nghĩa quan trọng trong việc tìm ra giải pháp hữu ích giúp cho doanh nghiệp cải thiện hiệu quả tài chính của mình. Trong phạm vi nghiên cứu của bài báo, tác giả sẽ tập trung làm rõ mức độ ảnh hưởng của biến trễ tỷ suất sinh lời đến hiệu quả tài chính (được đo lường bằng giá trị thị trường).

Việt Nam là một nước nông nghiệp, do đó, các công ty sản xuất, chế biến thực phẩm đóng một vai trò quan trọng trong công cuộc phát triển kinh tế quốc gia. Để đạt được thành công và trở thành trụ cột của nền kinh tế Việt Nam, mục tiêu chính của họ là nâng cao hiệu quả tài chính. Trong nghiên cứu này, các công ty sản xuất, chế biến thực phẩm niêm yết ở Việt Nam được chọn làm đối tượng nghiên cứu, qua đó tìm ra mức độ ảnh hưởng của tỷ suất

sinh lời quá khứ đến hiệu quả tài chính (được đo lường bằng giá trị thị trường) trong hiện tại của các công ty.

1. Lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

1.1. Tổng quan nghiên cứu và lý thuyết liên quan đến sự ảnh hưởng của độ trễ trong tỷ suất sinh lời đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

Là một trong những nhà kinh tế đầu tiên đặt nền tảng cho việc tìm hiểu sự ảnh hưởng của biến trễ tỷ suất sinh lời, Geroski và Jaquemin (1998) và Mueller (1990) xây dựng mô hình với sự xem xét mối tương quan nối tiếp trong khả năng sinh lợi, trong đó biến trễ của biến phụ thuộc chiếm một thành phần động trong khả năng sinh lợi. Dựa vào cơ sở đó, Margaretha & Supartika (2016) cho rằng tỷ suất lợi nhuận trễ có khả năng dự đoán mức tỷ suất lợi nhuận cho các năm tài chính tiếp theo. Tiếp tục phát triển quan điểm này, nhiều công trình khoa học đã được thực hiện để đi tìm mối quan hệ giữa mức độ sinh lời trong quá khứ và hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, khi tiến hành nghiên cứu thực nghiệm, các mẫu nghiên cứu khác nhau đưa lại những kết quả khác nhau.

Nhiều nghiên cứu chỉ ra mối tương quan của biến trễ tỷ suất sinh lời và hiệu suất tài chính của doanh nghiệp. Salman và Yazdanfar (2012) chỉ ra rằng biến trễ lợi nhuận có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong năm nay. Nghiên cứu của Schmidt (2014) dựa trên dữ liệu của 392 công ty Mỹ trong giai đoạn 2005 đến 2013 cho thấy biến trễ lợi nhuận là một yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính của công ty. Ahmad (2015) đã kiểm định mức độ ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của 17 công ty phi tài chính niêm yết trên Bahrain Bourse giai đoạn 2009 đến 2013. Kết quả ước lượng hồi quy đa biến cho thấy biến trễ hiệu suất (được đo bằng ROE, ROA, EPS và tỷ lệ cổ tức (DIYILD) trong quá khứ) đã ảnh hưởng đáng kể hiệu suất tài chính của công ty trong giai đoạn nghiên cứu.

Trong khi đó, nhiều nghiên cứu khác đã tìm ra sự tác động tích cực của biến trễ tỷ suất sinh lời lên hiệu suất tài chính (đo lường bằng tỷ suất sinh lời ở giai đoạn nghiên cứu) ở những kỳ nghiên cứu tiếp theo. Isik và Tasgin (2017) khảo sát số liệu của 120 công ty sản xuất được niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Borsa Istanbul trong giai đoạn 2005 đến 2012. Từ nghiên cứu phân tích dữ liệu bảng

động, biến trễ tỷ suất sinh lời có ảnh hưởng tích cực đáng kể đến lợi nhuận của công ty. Cũng trong năm 2017, Kristina và Dejan đã công bố nghiên cứu về các yếu tố quyết định đến mức độ sinh lời của ngành nông nghiệp ở Hungary, Romania, Bosnia và Herzegovina và Serbia. Dữ liệu bảng cho giai đoạn 2011 đến 2014 đã được sử dụng cho nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ suất sinh lời trong quá khứ có ảnh hưởng tích cực đáng kể đến tỷ suất sinh lời trong tương lai của các doanh nghiệp nông nghiệp tại các quốc gia. Tương tự, Odusanya, Yinusa và Ilo (2018) đã tiến hành nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới lợi nhuận của 114 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Nigeria trong giai đoạn 1998 đến 2012. Thông qua phương pháp ước lượng GMM, biến trễ lợi nhuận bị trì hoãn có tác động tích cực đáng kể đến lợi nhuận của các công ty. Mặc dù có cùng kết luận về sự ảnh hưởng của biến trễ mức độ sinh lời lên hiệu quả tài chính cả doanh nghiệp, giữa các nghiên cứu vẫn tồn tại sự khác biệt trong việc lựa chọn chỉ số tài chính đo lường mức độ sinh lời của doanh nghiệp.

Andreas Stierwald (2010) nghiên cứu các yếu tố quyết định đến lợi nhuận của doanh nghiệp và định lượng mức độ tác động của chúng bằng cách sử dụng số liệu của 961 doanh nghiệp lớn tại Australia từ năm 1995 đến năm 2005. Nghiên cứu đã sử dụng biến trễ khả năng sinh lời (được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận kế toán điều chỉnh) là yếu tố có tác động mạnh tích cực đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Trong khi đó, Serap ÇOBAN (2014) tiến hành điều tra thực nghiệm mối quan hệ giữa tăng trưởng đầu tư và tỷ suất sinh lời của 137 doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán tại Thổ Nhĩ Kỳ từ năm 1997 đến năm 2012. Bằng cách sử dụng ước lượng S-GMM, tác giả đã chỉ ra độ trễ của lợi nhuận (tỷ số lợi nhuận gộp hoạt động trên doanh thu năm t-1) ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận hiện tại (được đo bằng tỷ số lợi nhuận gộp hoạt động trên doanh thu năm t) và là một yếu tố quyết định đáng kể đến lợi nhuận hiện tại. Không chỉ có vậy, nghiên cứu còn cho thấy liên kết giữa lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận bị trễ mạnh hơn nhiều so với liên kết giữa tăng trưởng hiện tại và lợi nhuận hiện tại.

Năm 2018, trong quá trình xác định các nhân tố ảnh hưởng tới tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp ở Negeria, Ibrahim Abidemi Odusanya, Olumuyiwa

Ganiyu Yinusa, Bamidele .M. Ilo đã khảo sát số liệu giai đoạn 1998 - 2012 của 114 công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Bằng phương pháp ước lượng GMM, các tác giả đã chỉ ra rằng biến trễ khả năng sinh lợi (được đo bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản năm t-1 và năm t-2) có ảnh hưởng tích cực đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Junnei Liuspita, Edi Purwanto (2019) tiến hành điều tra các yếu tố quyết định đến mức độ sinh lời (được đo lường bằng ROA) của các công ty thực phẩm và đồ uống ở Indonesia. Thử nghiệm mục tiêu nghiên cứu, các tác giả đã thu thập thông tin, dữ liệu của 12 công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Indonesia (IDX) trong giai đoạn 2013-2016. Kết quả phân tích cho thấy rằng tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp bị ảnh hưởng tích cực bởi quy mô, tuổi tác, tăng trưởng, năng suất của các công ty, và biến trễ mức độ sinh lời (được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận gộp chia cho doanh thu của năm t-1).

Với mục đích kiểm định mức độ ảnh hưởng của các yếu tố khác nhau đến lợi nhuận của công ty, Maja Pervan, Ivica Pervan & Marijana Ćurak (2018) đã thiết kế một mô hình với ba loại yếu tố quyết định đến lợi nhuận: đặc thù của công ty, đặc thù của ngành và kinh tế vĩ mô. Phân tích được thực hiện trên 9359 công ty hoạt động trong ngành sản xuất Croatia trong giai đoạn 2006 - 2015. Bằng cách sử dụng phương pháp ước lượng GMM, nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê giữa hiệu quả tài chính (được đo bằng tỷ suất sinh lời tổng tài sản năm t) và biến trễ tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp (được đo bằng tỷ suất sinh lời tổng tài sản năm t-1)

Ozcan Isik & Umit Firat Tasgin (2017) thực hiện phân tích thực nghiệm để xác định các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của 120 công ty sản xuất được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Borsa Istanbul trong giai đoạn 2005-2012. Kết quả ước tính từ mô hình dữ liệu bảng động có tính đến tính nội sinh của các biến cho thấy bên cạnh các biến quy mô doanh nghiệp, rủi ro tài chính, chi phí R & D, vốn lưu động ròng và tăng trưởng kinh tế, biến trễ lợi nhuận (được đo bằng ROA năm t-1) là biến số quan trọng ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp (được đo bằng ROA năm t). Cụ thể hơn, lợi nhuận bị ảnh hưởng tích cực và đáng kể bởi lợi nhuận trong quá khứ. Cũng sử dụng chỉ số tài chính

ROA, Kristina Mijic, Daniela Nuševa, Dejan Jakšić (2018) nghiên cứu các nhân tố tác động đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong lĩnh vực bán buôn và bán lẻ ở nước Cộng hòa Serbia. Với số liệu thu thập từ báo cáo tài chính của 1801 doanh nghiệp vừa và nhỏ và 321 công ty lớn, các tác giả đã chỉ ra sự khác biệt trong tỷ suất sinh lời của hai loại hình doanh nghiệp và mức độ tác động của các nhân tố đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (được đo lường bằng ROA), trong đó, biến trễ tỷ suất sinh lời (được đo bằng biến trễ ROA) có tác động tích cực đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Trong khi đa số các nghiên cứu chỉ ra sự tác động dương của biến trễ khả năng sinh lợi lên hiệu quả tài chính (đo bằng khả năng sinh lời), Margaretha và Nina Supartika (2016) chỉ ra sự tác động tiêu cực của độ trễ trong tỷ suất sinh lời (được đo bằng biên lợi nhuận hoạt động năm t-1) đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (được đo bằng ROA) khi thực hiện nghiên cứu thực nghiệm để xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp vừa và nhỏ được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán ở Indonesia.

Như vậy, khi mẫu nghiên cứu khác nhau, hay sự lựa chọn yếu tố đo lường tỷ suất sinh lợi, hay hiệu quả tài chính khác nhau, kết quả nghiên cứu có thể không hoàn toàn giống với các công trình khoa học trước. Tuy nhiên, có thể nhận thấy, các kết quả ước lượng đều chỉ ra mối quan hệ tương quan đáng kể giữa tỷ suất sinh lợi trễ và hiệu quả tài chính (được đo bằng tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp).

1.2. Tổng quan nghiên cứu và các giả thuyết liên quan đến tỷ suất sinh lời và hiệu quả tài chính được đo lường bằng giá trị thị trường của doanh nghiệp

1.2.1. Hiệu quả tài chính được đo lường bằng tỷ suất Tobin's Q

Đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh dựa vào các nhóm hệ số được xác định từ các báo cáo tài chính của doanh nghiệp thể hiện các giá trị trong quá khứ, không phải là giá trị thị trường hiện hành và do đó các giá trị này có sự khác biệt khá lớn. Cũng vì các báo cáo tài chính không thể hiện được giá trị thị trường nên chúng không đáp ứng đầy đủ được mục tiêu đánh giá hoạt động của ban quản lý công ty. Các nhà phân tích tài chính đã phát triển thêm các thước đo khác. Trong đó tỷ suất Tobin's

Q được nhiều nhà khoa học ưa thích sử dụng hơn cả. Nhà khoa học James Tobin của Đại học Yale là người đưa Tobin's Q trở nên phổ biến, ông được coi là người đã tạo nên tỷ số quan trọng này. Tuy nhiên, trên thực tế, nó được đề xuất lần đầu tiên bởi nhà kinh tế Nicholas Kaldor vào năm 1966. Chính vì vậy, một số học giả còn gọi tỷ lệ này là tỷ suất "Kaldor v". Về cơ bản, tỷ suất Tobin's Q thể hiện mối quan hệ giữa giá trị thị trường và giá trị nội tại của doanh nghiệp. Nói cách khác, đây là công cụ để xem xét giá trị thay thế của tài sản hay giá trị thị trường của doanh nghiệp có bị định giá quá cao hay quá thấp hay không. Tỷ suất Tobin's Q được nhiều nhà kinh tế học lựa chọn để đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như Haniffa và Hudaib (2006), Najid and Abdul Rahman (2011), Bozcuk (2011).

1.2.2. Hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản

Trong các công trình khoa học tìm hiểu về tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp, tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) là một thước đo được nhiều nhà kinh tế sử dụng. Stigney (1990) cho rằng trong phân tích hiệu quả tài chính, ROA được đo bằng thu nhập trước lãi vay, thuế và các khoản bất thường, chia cho tài sản hữu hình ròng. Theo Yang (2011), ROA được tính bằng cách lấy thu nhập ròng chia tổng tài sản. Nó phản ánh khả năng hoàn vốn; và cho biết mức độ tổng tài sản được quản lý của các công ty niêm yết và điều kiện sử dụng hợp lý. Theo tác giả, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp sẽ cao hơn khi hiệu suất hoạt động của tổng tài sản tăng lên. McGuire và cộng sự (1988); cũng chọn ROA làm thước đo mức độ sinh lời trong nghiên cứu của mình. Chen (2008) đề xuất ROA là một chỉ số tài chính toàn diện và đại diện nhất; phản ánh quy mô bán hàng, kiểm soát chi phí và hoạt động vốn của công ty; và cho biết kết quả của các hoạt động kinh doanh của công ty và mục tiêu tối đa hóa giá trị của công ty để theo đuổi.

H01: Tỷ suất sinh lời tổng tài sản trong quá ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính được đo lường bằng giá trị thị trường trong hiện tại của doanh nghiệp.

1.2.3. Hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu

Bên cạnh ROA, hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu cũng là một chỉ số tài chính được các nhà khoa học quan tâm và sử dụng. Hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu còn được gọi là tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Đây là hệ số sinh lợi được các cổ đông quan tâm nhất. Các cổ đông kỳ vọng thu

được lợi nhuận từ tiền đầu tư của mình và hệ số này là thể hiện được mức độ hiệu quả hoạt động của công ty trên phương diện kế toán. Đây một trong chỉ tiêu được sử dụng rộng rãi nhất để đánh giá mức độ sinh lời doanh nghiệp (Rappaport, 1986), điều này cũng được nhà khoa học Monteiro xác nhận lại vào năm 2006.

H02: Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu trong quá ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính được đo lường bằng giá trị thị trường trong hiện tại của doanh nghiệp.

2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

2.1. Mô hình nghiên cứu

Mục tiêu của nghiên cứu là xác định mức độ ảnh hưởng giữa tỷ suất sinh lời trong quá khứ đến hiệu quả tài chính được đo lường bằng giá trị thị trường ở giai đoạn tiếp theo của các doanh nghiệp. Mặc dù có nhiều chỉ tiêu đo lường tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp, nhưng nghiên cứu sẽ tập trung vào hai chỉ tiêu được sử dụng nhiều nhất là hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng chỉ số thị trường để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là hệ số Q của Tobin (Tobin's Q)

Mô hình cơ bản trong nghiên cứu được xây dựng dưới dạng:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_i X_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Trong đó β_0 là hệ số chặn, $X_{i,t}$ là vector biến giải thích and $\mu_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên, sai số ngẫu nhiên được phân tách thành hai phần như sau:

$$\mu_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t}$$

Trong đó α_i là đặc điểm riêng của từng đối tượng nghiên cứu không thay đổi theo thời gian, $\beta_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên ở từng đối tượng nghiên cứu nhưng có sự thay đổi theo thời gian. Dựa trên các nghiên cứu trước với một số điều chỉnh cho phù hợp với phạm vi nghiên cứu và mẫu nghiên cứu, mô hình được sử dụng trong bài nghiên cứu là mô hình phân phối trễ (distributed-lag model) và được viết dưới dạng phương trình như sau:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \text{ROA}_{t-1} + \beta_2 \text{ROE}_{t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó: ROA là hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản, ROE là hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, Tobin's Q là hệ số Q của Tobin.

Dựa trên nền tảng của các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm trước đây, tác giả đã xây dựng khung khái niệm và các giả thuyết nghiên cứu như hình 1:

2.2. Đo lường các biến

Để đo lường sự ảnh hưởng của mức độ sinh lời trong quá khứ và hiệu quả tài chính trong hiện tại của doanh nghiệp, trong khuôn khổ nghiên cứu này, hiệu quả tài chính được đo lường bởi chỉ số Tobin's Q, và mức độ sinh lời trễ được xét đến là ROA năm $t - 1$, và ROE năm $t - 1$.

+ Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản ROA (return on total assets)

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Đây là hệ số tổng quát đánh giá kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, nó cho biết tỷ lệ sinh lợi trên việc đầu tư vào tài sản. Tỷ số này phụ thuộc rất nhiều vào kết quả kinh doanh trong kỳ và đặc điểm của ngành sản xuất kinh doanh.

+ Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE (return on equity)

$$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}$$

Đây là hệ số sinh lợi được các cổ đông quan tâm nhất. Các cổ đông kỳ vọng thu được lợi nhuận từ tiền đầu tư của mình và hệ số này là thước đo mức độ sinh lợi của công ty trên phương diện kế toán. Các nhà đầu tư ưa thích tỷ lệ ROE cao và ROE thường có mối tương quan dương với giá cổ phiếu.

+ Tỷ suất Tobin's Q

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường của công ty}}{\text{Tổng giá trị tài sản của công ty}}$$

Tổng giá trị tài sản của công ty được xác định bằng phương pháp chi phí thay thế. Đây là một trong những phương pháp thẩm định giá để xác định giá trị của tài sản bằng cách tiếp cận từ chi phí. Tuy nhiên, thông thường, giá trị thị trường của nợ và giá trị ghi sổ của nợ được giả định là có giá trị tương đương nhau nên Tobin's Q còn có một công thức tính giản lược như sau:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu}}{\text{Giá trị ghi sổ của vốn chủ sở hữu}}$$



Hình 1: Mô hình nghiên cứu

Về cơ bản, Tobin's Q nhỏ hơn 1 khi giá trị thay thế của tổng tài sản của doanh nghiệp đang lớn hơn giá trị thị trường của nó, chứng tỏ giá cổ phiếu của công ty đang bị đánh giá thấp và ngược lại. Đây là một chỉ số có ảnh hưởng lớn đến quyết định rót vốn của các nhà đầu tư. Những công ty có Tobin's Q nhỏ hơn 1 thường dễ dàng thu hút các nhà đầu tư vốn hơn vì giá trị thị trường của công ty có thể sẽ tăng để phù hợp với giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu.

2.3. Phương pháp nghiên cứu

2.3.1. Dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng chủ yếu trong nghiên cứu là báo cáo tài chính (bao gồm báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, bảng cân đối và báo cáo lưu chuyển tiền tệ) của 29 doanh nghiệp ngành sản xuất, chế biến thực phẩm được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán uy tín ở Việt Nam trong giai đoạn 2014 - 2019, trong đó 16 doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch HOSE, 9 doanh nghiệp niêm yết trên sàn Upcom và 4 doanh nghiệp niêm yết trên sàn HNX. Dữ liệu được khai thác theo năm và trong nghiên cứu có 174 quan sát.

2.3.2. Phương pháp xử lý dữ liệu

Hai kỹ thuật thống kê mô tả và suy diễn được sử dụng cho nghiên cứu để phân tích giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, phương sai, giá trị tối thiểu và tối đa, phạm vi, độ lệch và độ nhiễu của các biến số,... với mục tiêu tìm ra câu trả lời chính xác nhất cho sự tồn tại mối quan hệ nhân quả được giữa mức độ sinh lời trong quá khứ và hiệu quả tài chính đo lường bằng giá trị thị trường trong hiện tại của doanh nghiệp ngành sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam giai đoạn 2014 - 2019. Tất cả các phân tích dữ liệu được thực hiện thông qua việc sử dụng phần mềm thống kê STATA phiên bản 14. Trong quá trình nghiên cứu, dữ liệu được xử lý và phân tích với sự hỗ trợ từ phần mềm STATA 14. Trước khi tiến hành phân tích hồi quy, kiểm định PURT (panel unit root test) sẽ được thực hiện với mục đích đảm bảo dữ liệu có xu hướng. Sau đó, để tìm ra ước lượng phù

hợp với mô hình và mẫu nghiên cứu, ước lượng phương pháp bình phương nhỏ nhất (pooled OLS) sẽ được thực hiện, tiếp đó là phương pháp ước lượng mô hình tác động cố định (FEM) và ước lượng mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Chow được sử dụng để xác định ước lượng phù hợp giữa ước lượng OLS và ước lượng FE, giữa ước lượng OLS và ước lượng RE. Nếu như FEM và REM phù hợp hơn OLS, kiểm định Hausman sẽ được tiến hành để lựa chọn ra mô hình phù hợp. Tiếp đó, tác giả tiến hành kiểm định các khuyết tật của mô hình được lựa chọn, bao gồm đa cộng tuyến, phương sai thay đổi và tự tương quan. Khi các khuyết tật này xảy ra, kết quả hồi quy không còn chính xác. Phương án để xử lý hiện tượng đa cộng tuyến là loại bỏ biến có VIF lớn hơn hoặc bằng 10. Đối với hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, mô hình sai số chuẩn mạnh Cluster sẽ được sử dụng để đưa ra ước lượng hiệu quả. Phương pháp hồi quy Cluster được thực hiện dựa trên ý tưởng là tạo ra các điều chỉnh trong ước lượng để khắc phục các nhược điểm của dữ liệu, cụ thể là phân biệt các đối tượng trong mỗi nhóm.

3. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

3.1. Thống kê mô tả

Bảng 1: Bảng thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tobin's Q	170	1.063748	.9191421	-.301814	4.970089
ROA _{t-1}	174	.0537996	3.520257	-16.08915	39.97409
ROE _{t-1}	174	-.0042644	2.125131	-27.08949	5.352876

(Nguồn: Tính toán từ Stata 14)

Chỉ số ROA_{t-1} của các doanh nghiệp dao động từ -1609% đến 3997% và ROA t-1 trung bình là 5.3%. Những con số này cho thấy, trong giai đoạn nghiên cứu, mặc dù tỷ suất sinh lời tổng tài sản của các doanh nghiệp sản xuất, chế biến thực phẩm lớn hơn 0 nhưng cũng không đạt mức hiệu quả, vì theo nhiều nhà khoa học, để thể hiện sự vững mạnh về tài chính, chỉ số ROA của doanh nghiệp cần phải đạt tối thiểu là 7.5%. Trong khi ROA t-1 trung bình đạt giá trị dương thì mức ROE t-1 trung bình của 29 doanh

ngành sản xuất, chế biến thực phẩm là -0.4%, và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu trong quá khứ dao động trong khoảng từ -1608% đến 3997%. Đây là một mức ROE không tốt, thể hiện tỷ suất sinh lời thấp của vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp được nghiên cứu. Tóm lại, hai chỉ số tài chính ROA và ROE cho thấy, trong giai đoạn nghiên cứu, mặc dù nền kinh tế Việt Nam phát triển khá tốt với tỷ số tăng trưởng GDP dao động từ 3.78% đến 9.88%, tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp trong ngành chưa tận dụng được điều kiện thuận lợi của nền kinh tế vĩ mô. Thực trạng này đặt ra một nhu cầu cấp thiết cho việc tìm hiểu, nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp ngành sản xuất, chế biến thực phẩm để đề xuất những giải pháp phù hợp nhằm giúp các công ty cải thiện tình hình kinh doanh một cách hiệu quả.

Mặc dù chỉ số ROA t-1 và ROE t-1 trung bình của ngành không cao, nhưng hệ số Tobin's Q trung bình của các doanh nghiệp được nghiên cứu lại đạt mức khá tốt, với kết quả là 1.063748, điều này cho thấy các nhà đầu tư đánh giá rất tốt tiềm năng của ngành sản xuất, chế biến thực phẩm của Việt Nam.

3.2. Kiểm định nghiệm đơn vị (PURT)

Nghiên cứu của Gujarati (2003) đã chỉ ra rằng các dữ liệu bảng thường không có tính dừng, và việc sử dụng những dữ liệu này để thực hiện hồi quy sẽ không cho kết quả chính xác. Để tránh xảy ra vấn đề này, tất cả các biến được sử dụng trong nghiên cứu đều phải được kiểm định nghiệm đơn vị.

Vì dữ liệu trong nghiên cứu là dữ liệu cân bằng, nên phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị của Levin, Lin & Chu (2002) sẽ được sử dụng.

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị cho thấy, dữ liệu của hai biến trễ độc lập bao gồm hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và biến phụ thuộc Tobin's Q đều dừng, vì vậy, số liệu phù hợp cho bước nghiên cứu tiếp theo.

3.3. Phân tích tương quan

Bảng 2: Bảng ma trận tương quan của các biến nghiên cứu

	Tobin's Q	ROA_{t-1}	ROE_{t-1}
Tobin's Q	1.0000		
ROA_{t-1}	0.1747 (0.0227)	1.0000	
ROE_{t-1}	0.0795 (0.3030)	-0.0252 (0.7418)	1.0000

(Nguồn: Tính toán từ Stata 14)

Hệ số tương quan Pearson trong bảng 2 cho thấy, tồn tại mối quan hệ tương quan cùng chiều và có ý nghĩa thống kê 5% giữa tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA trong quá khứ với hệ số Tobin's Q. Trong khi đó, giữa ROE_{t-1} và Tobin's Q có mối tương quan cùng chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê.

3.4. Kiểm định đa cộng tuyến

Sự tồn tại của hiện tượng đa cộng tuyến gây ảnh hưởng tới mức độ chính xác của các ước lượng, dẫn tới những suy luận sai lầm (Gujarati, 2003; Green, 2008)

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10, cho thấy các biến đều phù hợp để thực hiện bước nghiên cứu tiếp theo.

3.5. Phân tích tác động của tỷ suất sinh lời trong quá khứ đến hiệu quả kinh doanh hiện tại của các doanh nghiệp sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam

tác động dương có ý nghĩa thống kê 10% đến hiệu quả kinh doanh đo lường bằng giá trị thị trường và biến trễ ROE không có tác động đến tỷ suất Tobin's Q. Trong khi đó, ước lượng FEM đưa tới một kết quả hoàn toàn khác biệt, theo kết quả ước lượng mô hình tác động cố định, cả hai chỉ số ROA và ROE trong quá khứ đều không có ảnh hưởng tới Tobin's Q hiện tại của doanh nghiệp.

Kết quả kiểm định Fisher cho thấy hệ số F của mô hình nghiên cứu là 0.000 chứng tỏ có tồn tại các đặc điểm riêng của từng đối tượng nghiên cứu không thay đổi theo thời gian nên mô hình FE phù hợp hơn OLS. Kiểm định Breusch-Pagan đưa ra kết quả hệ số p bằng 0.000, cho thấy sai số trong ước lượng có bao gồm cả sự sai lệch giữa các nhóm. Như vậy, hồi quy REM phù hợp hơn hồi quy OLS. Cuối cùng, giá trị p trong kiểm định Hausman bằng 0.3978 được sử dụng làm cơ sở để kết luận rằng ước lượng phù hợp với mẫu nghiên cứu là ước lượng theo REM.

Bảng 3: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Variable	VIF	1/VIF
ROA_{t-1}	1.0	0.999362
ROE_{t-1}	1.0	0.999362
VIF trung bình	1.0	

(Nguồn: Tính toán từ Stata 14)

Bảng 4: Kết quả hồi quy

	OLS		FEM		REM	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
ROA_{t-1}	0.0258404*	0.0140201	0.0230639	0.0142222	0.0258404*	0.0140201
ROE_{t-1}	0.008003	0.0224439	0.0041585	0.0226725	0.008003	0.0224439
_cons	1.089689***	0.1458093	1.062577***	0.0444849	1.089689***	0.1458093

(*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$)

(Nguồn: Tính toán từ Stata 14)

Kết quả ước lượng OLS và REM khá tương đồng, trong đó, biến tỷ suất sinh lợi tổng tài sản có

Để xem xét mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi hay không, kiểm định Wald được thực hiện,

với giả thuyết Ho là không có hiện tượng phương sai thay đổi. Tuy nhiên, giá trị p trong kết quả kiểm định là 0.0000, cho thấy tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình nghiên cứu. Kiểm định tiếp theo được thực hiện là kiểm định Wooldridge về hiện tượng tự tương quan, giá trị p được tính ra bằng 0.0431, chứng tỏ có hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Để giải quyết vấn đề phương sai thay đổi và tự tương quan, ước lượng sai số chuẩn vững Cluster được sử dụng.

Bảng 5: Kết quả hồi quy theo ước lượng sai số chuẩn vững Cluster

Robust		
Tobin's Q	Coef.	Std. Err.
ROA _{t-1}	0.0258404***	0.0031492
ROE _{t-1}	0.008003**	0.0037148
_cons	1.089689***	0.1449773

(*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$)

(Nguồn: Tính toán từ Stata 14)

Kết quả ước lượng sai số chuẩn vững cho thấy chỉ số tài chính ROA năm t - 1 có tác động dương, có ý nghĩa thống kê 1% đến hiệu quả tài chính đo lường bằng giá trị thị trường. Tương tự, hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu năm trước cũng có tác động tích cực có ý nghĩa thống kê 5% đến tỷ suất Tobin's Q, như vậy, cả hai giả thuyết H01 và H02 đều được chấp nhận.

4. Thảo luận, khuyến nghị và kết luận

Tóm lại, kết quả thực nghiệm cho thấy, biến trễ ROA và ROE có tác động dương và có ý nghĩa thống kê với hiệu quả tài chính được đo lường bằng hệ số Tobin's Q. Kết quả này tương đồng với nhiều nghiên cứu trước đây như nghiên cứu Sasivimol Meeamol và cộng sự (2011), Salman và Yazdanfar (2012), Schmidt (2014), Ahmad (2015), Paula Pontes de Campos Rasera (2019). Kết quả nghiên cứu này có ý nghĩa đối với cả nhà đầu tư và các doanh nghiệp ngành sản xuất, chế biến thực phẩm.

Đối với nhà đầu tư, các công ty có tỷ suất Tobin's Q nhỏ hơn 1 sẽ có sức hấp dẫn với họ vì cổ phiếu

của các doanh nghiệp này có tiềm năng tăng giá để phù hợp với giá trị sổ sách. Vì vậy, khi đánh giá các doanh nghiệp có Tobin's Q đang tiệm cận đến 1, các nhà đầu tư nên xem xét chỉ số ROA và ROE của năm trước, qua đó sẽ có được lựa chọn đúng đắn.

Đối với doanh nghiệp ngành sản xuất, chế biến thực phẩm, khi Tobin's Q nhỏ hơn 1, các công ty nên cân nhắc đến việc huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, khi doanh nghiệp muốn tăng giá trị thị trường so với giá trị sổ sách, phương án hiệu quả trong dài hạn được đưa ra là doanh nghiệp cần nỗ lực sử dụng các biện pháp để cải thiện chỉ số tài chính ROA và ROE của doanh nghiệp mình.

Như vậy, nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh rằng tỷ suất sinh lời trong quá khứ có tác động dương tới giá trị thị trường so với giá trị sổ sách của doanh nghiệp trong năm tiếp theo. Hay nói cách khác, tỷ suất sinh lời trong quá khứ đang được các nhà cung ứng vốn sử dụng như một căn cứ đầu tiên để xác định hạng mục đầu tư của mình và là công cụ để các doanh nghiệp xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Andreas Stierwald (2010), *Determinants of Profitability: An Analysis of Large Australian Firms*, Melbourne Institute Working Paper No. 3/10
2. Ahmad, M. O. G. (2015), *The effect of capital structure on the financial performance of listed companies in Bahrain Bourse*, Journal of Finance and Accounting, 3(3), p.50-60.
3. Bozcuk, A. E. (2011), *Performance effects of outside directors on corporate boards*, International Journal of Business and Social Science, 2(20), p. 80-84.
4. Chen, L. G. (2008), *An Empirical Analysis the Relationship between Capital Structure and Firm Performance of the Listed Firms in SME Board*, Market Weekly 7: p. 83- 85.

5. Claudio Giachetti (2012), *A resource-based perspective on the relationship between service diversification and firm performance: evidence from italian facility management firms*, Journal of Business Economics and Management 13(3): p. 567-585.
6. D. Yazdanfar (2013), *Profitability determinants among micro firms: Evidence from Swedish data*, The International Journal of Managerial Finance, vol. 9, no. 2, p. 150-160.
7. Fried, L. A. K. Lovell, and S. Schmidt (2014), *The Measurement of Productive Efficiency: Techniques and Applications*, New York: Oxford University Press, p. 68–119.
8. Gerwin Van der Laan, Hans Van Ees and Arjen Van Witteloostuijn (2007), *Corporate Social and Financial Performance: An Extended Stakeholder Theory, and Empirical Test with Accounting Measures*, Journal of Business Ethics 79, p. 299- 310.
9. Geroski, P. A. and A. Jaquemin (1998), *The Persistence of Profits: A European Comparison*, Economic Journal 98(391): p. 375–389.
10. Guan Kai, Qiu Hao and Zhang Ying (2009), *An Analysis of External Factors Affecting Firm Performance*, Journal of Statistics and Decision-Making 22, p. 181-183.
11. Kristina, M., &Dejan, J. (2017), *The determinants of agricultural industry profitability: Evidence from Southeast Europe*, Custosegronegocio online, 13(1), p. 154-173.
12. Kristina Mijic*, Daniela Nuševa, Dejan Jaksic (2018), *The determinants of smes profitability in the wholesale and retail sector in Serbia*, Teme Journal, p. 97 - 111
13. Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006), *Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies*, Journal of Business Finance and Accounting, p. 1034-1062.
14. James C. Van Horne and John M. Wachowicz, JR. (2005), *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall: Financial Times, UK.
15. Junnei Liuspita, Edi Purwanto (2019), *The Profitability Determinants Of Food And Beverages Companies Listed At The Indonesia Stock Exchange*, International journal of scientific & technology research volume 8, issue 09, September 2019
16. Isik, O., & Tasgin, U. F. (2017), *Profitability and its determinants in Turkish manufacturing industry: Evidence from a dynamic panel model*, International Journal of Economics and Finance, p. 66-75.
17. Maja Pervan, Ivica Pervan & Marijana Ćurak (2018), *Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry: evidence from dynamic panel analysis*, Economic Research-Ekonomska Istraživanja, p.968-981
18. Margaretha, F., & Supartika, N. (2016), *Factors affecting profitability of Small-Medium Enterprises (SMEs) firms listed in Indonesia Stock Exchange*. Journal of Economics, Business and Management, p. 132-137
19. Lê Thị Bích Vân (2009), *Các chỉ tiêu tài chính cơ bản phản ánh hiệu quả kinh doanh của các Công ty cổ phần trên TTCK Việt Nam*, Tạp chí Thương mại số 23/2009.

Summary

This paper studies the influence of lagged profitability on financial performance measured by the enterprise's market value in the context of an emerging transitional economy. In order to complete the research goals, the researcher make use of data of 29 listed food processing and producing companies in Vietnam in the period from 2014 to 2019. The data is analysed using STATA 14. The empirical results show that both lagged ROA and ROE have a positive impact and statistical significance on financial performance measured by Tobin's Q.