

## MỤC LỤC

### KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

---

- 1. Hoàng Thị Minh Châu và Trần Thị Kim Liên** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến phát triển dịch vụ ngân hàng xanh tại các ngân hàng thương mại Việt Nam. **Mã số: DB1.1FiBa.11** 3  
*Factors Affecting the Development of Green Banking Services in Vietnam Commercial Banks*
- 2. Hoàng Thanh Tuyền** - Tác động của đổi mới công nghệ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp: Nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp sản xuất, chế biến thực phẩm tại Việt Nam. **Mã số: DB1.1Deco.11** 17  
*Impact of technological innovation on business performance: A case study of food manufacturing and processing enterprises in Vietnam*
- 3. Đoàn Thục Quyên** - Nghiên cứu tăng trưởng của các công ty phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: DB1.1FiBa.11** 29  
*Research on sustainable growth of non-finance companies listed on the stock exchange in Vietnam*
- 4. Đàm Thị Thanh Huyền và Nguyễn Đăng Hoàng** - Tác động rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành khoáng sản Việt Nam. **Mã số: DB1.1FiBa.11** 41  
*Financial Risk Impacts on the Operational Efficiency of Mineral Industry Companies in Vietnam*

### QUẢN TRỊ KINH DOANH

---

- 5. Nguyễn Thị Xuân Hồng và Lê Mạnh Hùng** - Ảnh hưởng của các yếu tố năng lực cạnh tranh đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp công nghiệp hỗ trợ vừa và nhỏ ngành điện tử. **Mã số: DB1.2TrEm.21** 50  
*Influence of Competitive Capability Factors on the Business Efficiency of Small and Medium-Sized Enterprises in the Electronics Support Industry*

- 6. Đỗ Đức Tài và Vũ Thị Kim Anh** - Lòng trung thành của khách hàng đối với chất lượng doanh nghiệp dịch vụ kiểm toán độc lập: một nghiên cứu tại các doanh nghiệp kiểm toán độc lập nội địa. **Mã số: DB1.2Bacc.21** 60

*The customer's loyalty on service quality of local independent auditing firms: A case study of local independent auditing firms*

- 7. Lê Bá Thường** - Vai trò trung gian của tình yêu thương hiệu và ghen tị thương hiệu ảnh hưởng đến ý định mua ô tô cá nhân tại thị trường Việt Nam. **Mã số: DB1.2BMkt.21** 71

*The Intermediary Role of Brand Love and Brand Jealousy Influences the Intention to Purchase a Personal Car in the Vietnamese Market*

- 8. Đinh Thị Ngọc Mai và Trần Đình Vân** - Các yếu tố tác động đến tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của công ty niêm yết: nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp ngành bán lẻ tại Việt Nam. **Mã số: DB1.2FiBa.21** 84

*Factors Impacting on the Cash Holding Rate of the Retail Enterprises Listed in Vietnam*

## Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Phùng Thế Hùng** - Chính sách an sinh xã hội của một số quốc gia trên thế giới và bài học tham khảo cho Việt Nam trong bối cảnh chuyển đổi số và thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch COVID - 19. **Mã số: DB1.3SMET.32** 97

*Social Security Policies of Some Countries on the World and Learning Lessons for Vietnam in the Concept of Digital Transformation and Safe, Flexible, Efficiently Control of the COVID-19 Pass*

- 10. Nguyễn Thị Huyền và Vũ Thị Hương** - Các yếu tố tác động đến đào tạo nhân lực du lịch chất lượng cao đáp ứng yêu cầu quốc tế. **Mã số: DB1.3OMIs.31** 106

*The factors affecting high-quality tourism human resource training to meet international requirements*

# NGHIÊN CỨU TĂNG TRƯỞNG CỦA CÁC CÔNG TY PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

**Đoàn Thục Quyên**  
**Trường Đại học Công đoàn**  
**Email: quyentd@dhcd.edu.vn**

*Ngày nhận:* 28/4/2023

*Ngày nhận lại:* 23/5/2023

*Ngày duyệt đăng:* 25/05/2023

Bài báo này phân tích và đánh giá một trong những tỷ lệ tăng trưởng quan trọng đó là Tỷ lệ tăng trưởng bền vững (SGR-Subsustainable Growth Rate) trong giai đoạn 5 năm từ năm 2018-2022 của 500 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam thuộc 23 lĩnh vực phi tài chính. Bài viết tập trung vào so sánh sự khác biệt giữa tỷ lệ tăng trưởng bền vững của từng nhóm ngành qua từng năm cũng như so sánh tỷ lệ đó với tỷ lệ lạm phát thông qua 02 kiểm định T Test để đánh giá xem liệu các công ty thuộc từng nhóm ngành có thực sự đạt được sự tăng trưởng của tỷ lệ tăng trưởng bền vững một cách có ý nghĩa thống kê hay không. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng đi vào kiểm định sự ảnh hưởng của 6 nhóm nhân tố tới tỷ lệ SGR, quy mô tổng tài sản (LnSize), khả năng thanh toán hiện hành (CR), tiền mặt (CASH), đòn bẩy tài chính (Lev), Quy mô vốn chủ sở hữu (LnE), biên lợi nhuận (ROS).

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng trong 5 năm 2018-2022, chỉ có một số ít nhóm ngành có SGR tăng trưởng qua một vài năm và một số ngành có giá trị vượt qua tỷ lệ lạm phát trong một vài năm một cách có ý nghĩa thống kê và trên toàn mẫu thì chỉ có Quy mô vốn chủ sở hữu và Đòn bẩy tài chính là thực sự có ảnh hưởng tới SGR một cách có ý nghĩa thống kê.

**Từ khóa:** Tốc độ tăng trưởng bền vững, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, công ty phi tài chính, thị trường chứng khoán.

**JEL Classifications:** G32, G34, G38.

## 1. Giới thiệu

Xu hướng phát triển của nền kinh tế hiện đại không phải là tập trung vào sự tăng trưởng vượt bậc mà là tập trung vào sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Các cuộc cách mạng công nghiệp cũng như cách mạng công nghệ thông tin đã từng tạo ra những bước nhảy vọt trong sản lượng sản xuất và sự tăng trưởng cả về quy mô cũng như sự phát triển về các loại hình công ty trong nền kinh tế. Tuy nhiên, theo thời gian, sự bùng nổ đó kéo theo rất nhiều bất ổn và các công ty cũng như các nhà kinh tế đã nhận thấy rằng nền kinh tế cần phải được thiết kế lại phù hợp với mục tiêu phát triển trong dài hạn hơn là tập trung

vào tăng trưởng nóng và mở rộng sản xuất nhanh. Một trong những lý thuyết về tăng trưởng dài hạn đó là tăng trưởng bền vững, khái niệm này đã xuất hiện từ rất lâu và nghiên cứu nổi bật về khái niệm này là công trình của Higgins (Higgins, 1977).

Nhiệm vụ chính của mô hình tỷ lệ tăng trưởng bền vững do (Higgins, 1977) đưa ra là giúp các nhà quản lý xác định mức tăng trưởng tối đa của một công ty thông qua việc cân nhắc các mục tiêu tài chính và kết quả hoạt động của công ty đó. Ông đề xuất sử dụng tỷ lệ tăng trưởng bền vững như một tốc độ tăng trưởng tối đa mà công ty có thể đạt được trong khi duy trì một loạt các chính sách tài chính

nhất định. Bên cạnh đó, mô hình tỷ lệ tăng trưởng bền vững có một nhiệm vụ cực kì quan trọng là giúp các cơ quan quản lý kích thích tăng trưởng bền vững của một ngành cụ thể bằng cách ban hành các chính sách phù hợp.

Đối với các công ty ở Việt Nam trong giai đoạn hiện nay, chưa có nhiều nghiên cứu đi sâu về xác định tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty, đặc biệt là chưa có nghiên cứu nào đi sâu vào tính toán và phân tích tỷ lệ tăng trưởng bền vững ở thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2018-2022 để đưa ra những nhận định về tình hình thị trường trong giai đoạn này thông qua tỷ lệ tăng trưởng bền vững. Vì vậy, bài báo này sẽ tìm hiểu và phân tích về tỷ lệ tăng trưởng bền vững trong giai đoạn 2018-2022 của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mục đích tìm hiểu về sự ổn định của các nhóm công ty khác nhau trong nền kinh tế.

Mục tiêu chính của bài viết này là xác định tỷ lệ tăng trưởng bền vững của 500 công ty thuộc 23 ngành nghề chính trong nền kinh tế để phân tích, so sánh qua các năm và so sánh với tỷ lệ lạm phát cũng như sự ảnh hưởng của 06 nhóm nhân tố tới khả năng tăng trưởng bền vững.

Phần còn lại của bài nghiên cứu được trình bày như sau: Phần 2 trình bày tổng quan tài liệu liên quan đến tốc độ tăng trưởng bền vững. Phần 3 cung cấp thông tin về cơ sở dữ liệu được sử dụng để tính tốc độ tăng trưởng bền vững, cũng như phương pháp nghiên cứu. Kết quả thực nghiệm được trình bày trong phần 4. Phần cuối cùng kết thúc bài báo sẽ đưa ra một số gợi ý liên quan.

## **2. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã có**

Tỷ lệ tăng trưởng bền vững được hiểu là tốc độ tăng trưởng mà một công ty tự đạt được có thể cao tới mức nào, có tính đến việc công ty tăng trưởng không giới hạn có thể đi ngược lại với chính sách tài chính của công ty (Higgins, 1977). Lạm phát có ảnh hưởng tới việc phân tích và nhận định về tỷ lệ tăng trưởng bền vững, việc tăng doanh số bán hàng có thể là kết quả của việc mở rộng phạm vi sản phẩm hoặc đơn giản là do tăng giá của sản phẩm (Higgins, 1981). Vì vậy, khi phân tích tỷ lệ tăng trưởng bền

vững thì rất cần tách biệt tỷ lệ đó ra khỏi tỷ lệ lạm phát của công ty.

Nhiều bộ mô hình đánh giá sự ảnh hưởng của các nhân tố tài chính tới SGR đã cho thấy các mục tiêu tài chính thực sự ảnh hưởng tới SGR (McFaddin, S., & Clouse, 1993). McFaddin và Clouse đã thực hiện nghiên cứu về các công ty thuộc ngành công nghiệp dầu khí của Hoa Kỳ, nghiên cứu đã phát triển một mô hình đánh giá sự ảnh hưởng lẫn nhau của các mục tiêu tài chính, hiệu quả hoạt động và tốc độ tăng trưởng bền vững. Nghiên cứu của McFaddin và Clouse thực hiện với bộ số liệu trong giai đoạn từ 1972 đến 1989 và so sánh kết quả của mô hình mới với tốc độ tăng trưởng thực tế cũng như với mô hình tỷ lệ tăng trưởng bền vững của Higgins. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng mô hình của McFaddin và Clouse là một công cụ tốt hơn để đánh giá tỷ lệ tăng trưởng bền vững và định hướng các chính sách kích thích tăng trưởng trong ngành dầu khí (McFaddin, S., & Clouse, 1993). Các mô hình khác nhau sẽ phân ánh những khía cạnh khác nhau của sự tăng trưởng bền vững, việc lựa chọn mô hình căn bản hay các mô hình có thêm các biến điều chỉnh sẽ phụ thuộc vào tính chất thị trường là thị trường chung hay một nhóm công ty cụ thể nào đó.

Các công ty gặp khó khăn về tài chính lại có những cách thức tiếp cận thị trường khác nhau và khả năng tăng trưởng có thể được tính toán lại theo một công thức khác (Platt, H.D., Platt, 1995). Nhóm nghiên cứu của Platt đã đề xuất một công thức để tính tỷ lệ tăng trưởng bền vững cho các công ty gặp khó khăn về tài chính, tác giả trình bày một công cụ để đánh giá hiệu quả của các công ty đang gặp khó khăn về tài chính và việc kiểm soát tốc độ tăng trưởng thực tế của nó. Công thức của Platt mô tả mức độ tăng trưởng mà một công ty bị đang gặp khó khăn hoặc không có khả năng tiếp cận thị trường tài chính có thể chịu đựng được. Khi tình hình kinh tế khó khăn, đặc biệt là như trong giai đoạn nền kinh tế trải qua đại dịch covid thì việc tăng trưởng thực tế sẽ cực kì khó khăn và tỷ lệ tăng trưởng bền vững lúc này sẽ thường âm và cần có các phân tích chi tiết hơn về khả năng phục hồi thay vì khả năng phát triển.

Vấn đề tài chính của các công ty bao gồm nguồn vốn và việc sử dụng chúng. Nhiệm vụ của giám đốc tài chính là đưa ra quyết định giải quyết các vấn đề để công ty có thể tồn tại và duy trì cơ hội để tiếp tục phát triển. Nhiều công ty bị phá sản vì tốc độ tăng trưởng cao mà không cân đối với một nguồn vốn thích hợp. Để có thể giải quyết các vấn đề, các công ty nên xác định tỷ lệ tăng trưởng phù hợp với tình hình thực tế công ty có thể đạt tới và áp dụng tỷ lệ dự tính đó vào trong lập kế hoạch ngân sách. Công ty luôn cần nhìn vào tỷ lệ tăng trưởng trong tương lai để đưa ra các kế hoạch dài hạn.

Để tăng tốc độ tăng trưởng bền vững, công ty sẽ giảm chi trả cổ tức cho các bên liên quan khi tốc độ tăng trưởng thực cao hơn tốc độ tăng trưởng bền vững. Sau đó, giá cổ phiếu sẽ bị ảnh hưởng. Tác động của chính sách cổ tức sẽ làm cho giá cổ phiếu thay đổi, tăng cao hơn hoặc thấp hơn. Theo lý thuyết về chi phí đại diện, một công ty đầu tư vào tài sản có thể tăng tỷ lệ tăng trưởng bền vững trong tương lai và có thể gặp khó khăn trong việc vay tài sản (Brigham, E. F., & Houston, 2006). Như vậy, tình hình tăng trưởng bền vững sẽ có ảnh hưởng lớn đến khả năng tăng trưởng thực tế trong tương lai.

Tốc độ tối đa của công ty có thể tăng doanh số bán hàng và thu nhập mà không phải chi tiêu các nguồn lực có thể được định nghĩa là Tỷ lệ tăng trưởng bền vững (SGR) (Arellano, F., & Higgins, 2007). Tăng trưởng bền vững sẽ mang lại hiệu quả đáng kể cho tăng trưởng kinh tế. Để duy trì sự nhất quán trên thị trường vốn, các công ty đại chúng nên hoạt động tốt hơn, giảm sự phụ thuộc vào hệ thống tài chính không ổn định và có thể tồn tại trước cuộc khủng hoảng thị trường vốn thường xảy ra trong chu kỳ kinh tế (Kumar, 2018).

Đạt được tỷ lệ tăng trưởng bền vững là mối quan tâm chính của mọi nhà quản lý công ty. Nhưng trong bối cảnh kinh tế, chính trị cũng như cạnh tranh thay đổi nhanh chóng, đạt tỷ lệ tăng trưởng bền vững không phải là điều dễ dàng, nhất là trong bối cảnh toàn cầu hết sức phức tạp (Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, 2011). Như vậy, có nhiều nhân tố ảnh hưởng tới tỷ lệ tăng trưởng bền vững nên việc đạt được tỷ lệ như ý là rất khó khăn.

Tỷ lệ tăng trưởng bền vững của bất kỳ công ty nào được quyết định bởi bốn yếu tố sau:

(1) Tỷ suất lợi nhuận: Việc nâng cao tỷ suất lợi nhuận làm tăng khả năng của công ty trong việc huy động vốn nội bộ và tăng tốc độ tăng trưởng bền vững;

(2) Vòng quay tài sản ròng: Việc nâng cao vòng quay tài sản ròng của một công ty làm tăng doanh số bán hàng được sản xuất, điều này làm giảm nhu cầu của công ty về tài sản khi doanh số bán hàng tăng lên, do đó nó có thể tăng tốc độ tăng trưởng bền vững.

(3) Chính sách tài chính: Việc nâng cao tỷ lệ nợ làm tăng đòn bẩy tài chính vững chắc và bởi vì điều này làm cho ngân sách nợ bổ sung có sẵn, do đó nó có thể làm tăng tốc độ tăng trưởng bền vững.

(4) Chính sách cổ tức: Việc giảm tỷ lệ phần trăm lợi nhuận ròng sau khi nộp thuế do cổ tức làm tăng tỷ lệ giữ lại, và đến lượt nó làm tăng vốn chủ sở hữu được tạo ra trong nội bộ và do đó làm tăng tỷ lệ tăng trưởng bền vững (Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, 2011). Như vậy có thể thấy, nhóm 4 nhân tố chính nên được tập trung khi muốn phát triển tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty.

Mối quan hệ của tính thanh khoản với chỉ số Tỷ lệ thanh toán hiện hành (CR) của một số nghiên cứu (Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, 2011); (Rahim, 2017) cho thấy CR không có tác động đáng kể đến SGR, nhưng các kết quả khác nhau cũng được chỉ rằng CR có ảnh hưởng đáng kể đến SGR từ một nghiên cứu với đối tượng nghiên cứu là chỉ số IDX 30 trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia (Haryanto, 2014). Nhiều nghiên cứu cũng cho thấy các nhóm nhân tố tương tự 4 nhóm nhân tố chính ở trên cần quan tâm khi xem xét về tỷ lệ tăng trưởng bền vững.

Khi tình hình nền kinh tế và thị trường trở nên tốt hơn, một công ty tăng trưởng thấp quan tâm đến việc công bố một khoản nợ mới hơn là vốn chủ sở hữu, trong khi một công ty tăng trưởng cao có xu hướng công bố vốn chủ sở hữu. Phát hiện này cho thấy công ty đầu tư và tìm kiếm ngân sách hợp lý với cách thức phù hợp để hướng tới tốc độ tăng trưởng (Wu, Xueping & Au Yeung, 2012). Trong bối

cạnh nền kinh tế và sự cạnh tranh thay đổi nhanh chóng, đạt được tỷ lệ tăng trưởng bền vững không phải là điều dễ dàng.

Lợi nhuận đã được tìm thấy là yếu tố có ảnh hưởng nhất đến tăng trưởng bền vững (Huang, X., & Zhang, 2015). Nhóm tác giả đã nghiên cứu về tăng trưởng tài chính bền vững của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Trung Quốc.

Kiểm định mối quan hệ của tài sản và tỷ lệ tăng trưởng bền vững được thực hiện bởi (Rahim, 2017) cho thấy rằng doanh thu trên tổng tài sản có tác động tích cực đến tốc độ tăng trưởng bền vững, sau đó nghiên cứu đo lường mối quan hệ của chỉ số quy mô công ty với tỷ lệ tăng trưởng bền vững được thực hiện bởi (Rahim, 2017) hay nghiên cứu của (Platt, H.D., Platt, 1995) cho thấy quy mô công ty có tác động đáng kể, trong khi kết quả khác được tìm thấy bởi (Wianta Efendi, A., & Adi Wibowo, 2017), trong đó quy mô công ty không có ảnh hưởng đáng kể đến các công ty sản xuất tại Sở giao dịch chứng khoán Indonesia.

Mô hình Higgins đã được so sánh với mô hình Van Horne (Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, 2012) để xác định mô hình nào phù hợp hơn cho việc xác định tốc độ tăng trưởng bền vững. Họ phát hiện ra rằng tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty có lợi nhuận dựa trên mô hình của Higgins cao hơn so với tỷ lệ tăng trưởng bền vững được xác định bằng cách áp dụng mô hình của Van Horne. Mặt khác, họ cũng xác định trong nghiên cứu của mình rằng trong các công ty có đòn bẩy cao, mô hình của Van Horne mang lại tỷ lệ tăng trưởng bền vững cao hơn so với mô hình của Higgins. Tuy nhiên, các tác giả kết luận rằng sự khác biệt giữa các mô hình là không đáng kể và cả hai mô hình được thử nghiệm đều phù hợp để sử dụng cho các nhà quản lý và nhà nghiên cứu.

Dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm về tỷ lệ tăng trưởng bền vững và mối quan hệ của nó với đòn bẩy tài chính (Rahim, 2017) nhận thấy rằng Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (Lev) có một tác động tích cực đáng kể. Một kết quả khác lại được chỉ ra bởi (Mardiyati, U., Ahmad, G. N., & Putri, 2012), cũng như nghiên cứu khác (Utami, D., S., Muthia, F., & Husni Thamrin, 2018) hay nghiên cứu ở một số thị

trường mới nổi (Haryanto, 2014) và (Sahin, A., & Ergun, 2018) cho thấy rằng Lev không có tác động đáng kể đến tốc độ tăng trưởng bền vững.

Tóm lại, rất nhiều nghiên cứu đều chỉ ra rằng tỷ lệ tăng trưởng bền vững là một khái niệm quan trọng và phức tạp. Một công ty thực sự cần phải quan tâm tới tỷ lệ tăng trưởng vì tỷ lệ tốt sẽ ảnh hưởng rất lớn tới tình hình phát triển dài hạn của công ty và để làm được điều đó, trong thực tế, có rất nhiều nhân tố thực sự ảnh hưởng tới tỷ lệ này cần được quan tâm tới.

### 3. Dữ liệu và phương pháp luận

Cơ sở dữ liệu, theo đó tính toán tốc độ tăng trưởng bền vững, bao gồm 500 công ty Việt Nam có cổ phiếu được giao dịch trên thị trường chứng khoán HOSE, HNX và UPCOME thuộc 23 ngành phi tài chính. Dung lượng thị trường tính đến năm 2022 là khoảng 1,900 công ty niêm yết, với việc lựa chọn mẫu có 500 công ty, đạt 1/4 dung lượng thị trường và được lựa chọn phân bố đều giữa các ngành, số liệu nghiên cứu có thể coi là đại diện được một phần cho tình hình biến động của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Trong xác định tốc độ tăng trưởng bền vững, công thức sau đây được sử dụng:

$$SGR = RR \times ROE$$

Trong đó:

+ SGR là tỷ lệ tăng trưởng bền vững theo công thức của Higgins,

+ Retention là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại sau khi chi trả cổ tức,

+ ROE là lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu.

Các giả thuyết sau đây được kiểm định trong bài nghiên cứu:

- *Nhóm 23 giả thuyết 01: Giả thuyết 1<sub>i</sub>: Không có sự khác biệt đáng kể về mức độ tăng trưởng bền vững của các công ty thuộc ngành  $i$  năm  $n$  với năm  $n+1$*

Trong đó: ngành  $i$  là 1 trong 23 ngành được quan sát tới, năm  $n$  là từ năm 2018 tới năm 2021

- *Nhóm 23 giả thuyết 02: Giả thuyết 2<sub>i</sub>: Không có sự khác biệt đáng kể về mức độ tăng trưởng bền vững của các công ty thuộc ngành  $i$  năm  $n$  với lạm phát năm  $n$*



Trong đó: ngành  $i$  là 1 trong 23 ngành được quan sát tới, năm  $n$  là từ năm 2018 tới năm 2022

- Nhóm 6 giả thuyết 03: Giả thuyết 3<sub>i</sub>: Không có sự ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê giữa nhân tố ảnh hưởng  $X_i$  tới tỷ lệ tăng trưởng bền vững SGR

Trong đó: Nhân tố  $X_i$  là 1 trong 06 nhóm nhân tố được quan sát tới

Bài báo sử dụng phép kiểm định pair sample T test để kiểm định nhóm Giả thuyết 01 nhằm xác định khả năng tồn tại sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty thuộc các ngành được lựa chọn qua các năm từ năm  $n$  tới năm  $n+1$  hay không (trong đó  $n$  sẽ chạy từ 2018 đến 2021).

Kiểm định T-test one sample được sử dụng để kiểm định nhóm Giả thuyết 02 nhằm xác định xem liệu có sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty ngành  $i$  trong năm  $n$  đối với tỷ lệ lạm phát trong năm  $n$  hay không (trong đó  $i$  lần lượt là 1 tới 25 ngành và  $n$  lần lượt từ 2018 đến năm 2022).

Kiểm định FEM, REM, Hausman được sử dụng để kiểm định giả thuyết 03 nhằm xác định xem trong các nhân tố ảnh hưởng tới SGR thì có nhân tố nào ảnh hưởng tới SGR có ý nghĩa thống kê hay không. Mô hình hồi quy được sử dụng:

$$SGR = a + b_1 \text{LnSize} + b_2 \text{Lev} + b_3 \text{CR} + b_4 \text{CASH} + b_5 \text{LnE} + b_6 \text{ROS} + e_i$$

Tất cả các tính toán được thực hiện trong Microsoft Excel 2010 và SPSS.

**4. Kết quả nghiên cứu**

**4.1. Kiểm định SGR tăng trưởng qua các năm**

Thống kê các thông số cơ bản về các tốc độ tăng trưởng bền vững của các ngành được thể hiện trong bảng 4.1 sau:

Phân tích về tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty trong mẫu nghiên cứu: nếu chỉ nhìn vào giá trị tăng trưởng của tỷ lệ này thông qua tăng trưởng giá trị trung bình thì có thể thấy không có nhóm ngành nào liên tục đạt tăng trưởng dương cũng như có rất ít nhóm ngành nào bị tăng trưởng âm liên tục. Sự bất ổn về tốc độ tăng trưởng bền vững diễn ra trên phạm vi rộng hàm ý rằng giai đoạn 2018-2022 là giai đoạn nhiều biến động với nền kinh tế Việt Nam.

Để có thể kiểm định lại xem liệu các ngành được nghiên cứu tới có thực sự đạt được sự tăng trưởng của tỷ lệ tăng trưởng bền vững từ một năm nào đó sang năm tiếp theo hay không thì cần sử dụng kiểm định Paired Samples Test kiểm định giá trị SGR của các công ty trong ngành ở một năm sang năm tiếp theo. Bảng sau đây thể hiện kết quả kiểm định của các cặp SGR đối với các công ty trong từng ngành ở năm 2018 với năm 2019.

**Bảng 3.1:** Các biến trong mô hình kinh tế lượng

Kiểu	Kí hiệu	Nội dung	Đo lường
Biến phụ thuộc	SGR	Tỷ lệ tăng trưởng bền vững	$SGR = ROE \times RR$
Biến độc lập	LnSize	Qui mô tổng tài sản	Logarit tự nhiên của qui mô tài sản
	Lev	Đòn bẩy tài chính	Đòn bẩy = Nợ/ vốn chủ sở hữu
	CR	Khả năng thanh toán hiện hành	KNTT hiện hành = Nợ ngắn hạn/ TS ngắn hạn
	CASH	Tiền mặt	Tiền mặt trong ngân quỹ
	LnE	Qui mô vốn chủ sở hữu	Logarit tự nhiên của qui mô tài sản
	ROS	Biên lợi nhuận	

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

**Bảng 4.1:** Tỷ lệ SGR và tăng trưởng của SGR của các công ty trong mẫu

Đơn vị tính: %

T T	Ngành	SGR					Tăng SGR			
		Năm 2018	Năm 2019	Năm 2020	Năm 2021	Năm 2022	Năm 2019 so với năm 2018	Năm 2020 so với năm 2019	Năm 2021 so với năm 2020	Năm 2022 so với năm 2021
1	Bán buôn	17,99	6,99	5,29	4,55	3,64	-61,15	-24,26	-14,09	-19,92
2	Bảo hiểm	6,37	5,18	6,13	7,92	3,96	-18,72	18,47	29,09	-50,05
3	Bất động sản	12,21	<b>11,37</b>	8,2	<b>8,27</b>	6,38	-6,86	-27,86	0,84	-22,92
4	Chứng khoán	7,69	5,95	7,96	21,01	22,01	-22,55	33,76	163,92	3,2%
5	Công nghệ và thông tin	7,26	7,02	7,65	4,7	<b>10,25</b>	-3,37	9,03	-38,53	117,81
6	Bán lẻ	21,77	8,46	6,41	5,5	4,41	-61,15	-24,26	-14,09	-19,92
7	Chăm sóc sức khỏe	3,53	14,89	14,23	13,21	21,3	321,73	-4,42	-7,14	61,23
8	Khai khoáng	2,45	10,34	9,88	9,18	14,79	221,73	-4,42	-7,14	61,23
9	Nông - Lâm - Ngư	3,38	8,79	7,72	9,28	5,36	159,66	-12,19	20,24	-42,19
10	SX thiết bị, máy móc	5,29	13,73	12,06	14,5	8,38	50,66	-11,19	21,24	-40,19
11	SX Hàng gia dụng	10,37	15,59	13,18	8,38	8,37	50,44	-15,51	-36,38	-0,12
12	Sản phẩm cao su	2,97	2,91	5,64	3,92	7,16	-2,1	93,83	-30,53	82,72
13	SX Nhựa - Hóa chất	5,82	11,17	19,21	7,53	14,6	91,83	71,95	-60,82	93,91
14	Thực phẩm - Đồ uống	9,84	12,66	14,67	6,15	11,18	28,64	15,8	-58,09	81,82
15	Chế biến thủy sản	10,81	-10,76	16,3	<b>11,32</b>	20,69	-199,48	-251,49	-30,53	82,72
16	Vật liệu xây dựng	8,13	7,06	9,94	5,03	7,06	-13,17	40,83	-49,41	40,32
17	Tiện ích	15,93	12,18	8,92	11,12	15,83	-23,58	-26,73	24,62	42,42
18	Vận tải - kho bãi	10,02	9,21	17,32	12,74	11,73	-61,15	-24,26	-14,09	-19,92
20	Xây dựng	8,58	7,21	<b>5,61</b>	5,92	4,67	-18,72	18,47	29,09	-50,05
21	Dịch vụ lưu trú, ăn uống, giải trí	5,84	4,64	1,12	-1,56	<b>3,47</b>	-6,86	-27,86	0,84	-22,92
22	Sản xuất phụ trợ	8,02	5,36	4,56	8,66	4,9	-22,55	33,76	163,92	0.00
22	Thiết bị điện	6,44	5,94	6,49	<b>6,91</b>	6,19	-3,37	9,03	-38,53	117,81
23	Dịch vụ tư vấn, hỗ trợ	5,43	2,55	3,91	6,98	9,83	-61,15	-24,26	-14,09	-19,92

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Kết quả kiểm định Paired Samples Test (bảng 4.2): Đối với cặp các kiểm định năm 2018 và năm 2019 thì có thể thấy, về cơ bản đạt mức tăng trưởng chậm nhưng ngành bất động sản là ngành duy nhất trong mẫu đạt được sự tăng trưởng SGR năm 2019 có ý nghĩa thống kê. Tương tự đối với các cặp kiểm định qua năm 2019 và năm 2020 thì ngành xây dựng

cho thấy sự phát triển có ý nghĩa thống kê nhất trong toàn mẫu, từ năm 2020 sang năm 2021 thì có ngành bất động sản, chế biến thủy sản và thiết bị điện đạt được tăng trưởng có ý nghĩa thống kê, năm 2022 là năm của ngành công nghệ thông tin và dịch vụ lưu trú, ăn uống.



**Bảng 4.2:** Kết quả kiểm định các cặp SGR năm 2018-2019

STT	Ngành	Pair	Cặp kiểm định	Sig.(2-tailed)
1	Bán buôn	Pair 1	S1Y2018 - S1Y2019	0,211
2	Bảo hiểm	Pair 2	S2Y2018 - S2Y2019	0,311
<b>3</b>	<b>Bất động sản</b>	<b>Pair 3</b>	<b>S3Y2018 - S3Y2019</b>	<b>0,003</b>
4	Chứng khoán	Pair 4	S4Y2018 - S4Y2019	0,233
5	Công nghệ và thông tin	Pair 5	S5Y2018 - S5Y2019	0,222
6	Bán lẻ	Pair 6	S6Y2018 - S6Y2019	0,443
7	Chăm sóc sức khỏe	Pair 7	S7Y2018 - S7Y2019	0,233
8	Khai khoáng	Pair 8	S8Y2018 - S8Y2019	0,165
9	Nông - Lâm - Ngư	Pair 9	S9Y2018 - S9Y2019	0,065
10	SX Thiết bị, máy móc	Pair 10	S10Y2018 - S10Y2019	0,165
11	SX Hàng gia dụng	Pair 11	S11Y2018 - S11Y2019	0,076
12	Sản phẩm cao su	Pair 12	S12Y2018 - S12Y2019	0,433
13	SX Nhựa - Hóa chất	Pair 13	S13Y2018 - S13Y2019	0,354
14	Thực phẩm - Đồ uống	Pair 14	S14Y2018 - S14Y2019	0,776
15	Chế biến Thủy sản	Pair 15	S15Y2018 - S15Y2019	0,833
16	Vật liệu xây dựng	Pair 16	S16Y2018 - S16Y2019	0,254
17	Tiện ích	Pair 17	S17Y2018 - S17Y2019	0,211
18	Vận tải - kho bãi	Pair 18	S18Y2018 - S18Y2019	0,087
20	Xây dựng	Pair 20	S20Y2018 - S20Y2019	0,722
21	Dịch vụ lưu trú, ăn uống, giải trí	Pair 21	S21Y2018 - S21Y2019	0,054
22	SX Phụ trợ	Pair 22	S22Y2018 - S22Y2019	0,711
22	Thiết bị điện	Pair 22	S22Y2018 - S22Y2019	0,703
23	Dịch vụ tư vấn, hỗ trợ	Pair 23	S23Y2018 - S23Y2019	0,611

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Đề giải thích cho hệ số SGR thì cần quan tâm tới 2 thông số tài chính là Lợi nhuận trên vốn chủ - ROE và Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại - RR. Vì vậy, để có thể hiểu sự biến động của SGR thì cần phải biết được sự biến động của 2 thông số tài chính này. Bảng sau sẽ thể hiện giá trị SGR đồng thời với giá trị ROE và RR của từng nhóm ngành qua từng năm.

Dựa trên số liệu về ROE và RR của các ngành ta có thể thấy, vào năm 2019, ngành bất động sản tăng trưởng SGR mạnh mẽ. Thực tế ở nhiều công ty, sự tăng trưởng SGR đến từ sự tăng trưởng của tỷ lệ lợi nhuận giữ lại nhiều hơn là sự phát triển của ROE, trong năm này, các công ty không có kế hoạch chi

trả cổ tức mà đa phần dùng lợi nhuận để tái đầu tư do nhìn thấy tiềm năng thị trường còn tăng trưởng tốt trong tương lai. Năm 2020, sự tăng trưởng của SGR ngành xây dựng cũng được hình thành chủ yếu do đa phần các công ty trong mẫu đang giữ lại lợi nhuận ở mức cao, ROE trung bình toàn ngành không cao một phần vì các công ty lớn thường có quy mô vốn chủ sở hữu lớn khiến cho tỷ lệ ROE không cao. Năm 2021, ngành bất động sản vẫn duy trì việc tái giữ lại lợi nhuận cho sản xuất kinh doanh ở mức cao, việc này diễn ra ở đa phần các công ty khiến cho tỷ lệ SGR tăng trưởng có ý nghĩa thống kê, khác với ngành bất động sản, ngành chế biến

**Bảng 4.3:** Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và ROE của từng năm

(Đơn vị tính: %)

TT	Ngành	Năm 2018		Năm 2019		Năm 2020		Năm 2021		Năm 2022	
		RR	ROE	RR	ROE	RR	ROE	RR	ROE	RR	ROE
1	Bán buôn	75,35	23,88	150,00	11,99	153,13	7,98	61,02	7,45	37,21	9,79
2	Bảo hiểm	64,8	9,83	56,49	11,28	219,75	11,99	54,82	14,44	42,42	9,32
3	<b>Bất động sản</b>	91,93	13,28	<b>96,69</b>	<b>12,63</b>	107,97	8,59	<b>94,46</b>	<b>8,76%</b>	98,59	6,47
4	Chứng khoán	79,17	9,71	99,94	7,69	245,06	10,08	92,22	22,79	92,22	22,79
5	Công nghệ và thông tin	50,59	14,36	53,4	13,6	303,2	14,62	32,58	14,44	<b>69,31</b>	<b>14,79</b>
6	Bán lẻ	82,88	26,27	165,02	13,19	139,2	8,78	67,12	8,2	40,93	10,77
7	Chăm sóc sức khỏe	25,84	13,66	33,35	19,58	107,91	14,26	92,67	14,26	105,47	20,20
8	Khai khoáng	21,54	11,38	15,02	16,31	129,49	11,88	77,23	11,88	87,89	16,83
9	Nông - Lâm - Ngư	32,44	10,43	27,42	12,33	164,46	11,88	68,91	13,47	45,15	11,88
10	SX Thiết bị, máy móc	40,55	13,04	34,33	15,41	131,57	14,85	86,14	16,83	56,44	14,85
11	SX Hàng gia dụng	56,78	18,26	48,07	21,57	126,57	20,79	56,44	14,85	60,4	13,86
12	Sản phẩm cao su	52,86	5,62	28,74	10,34	197,82	12,78	39,37	9,95	75,23	9,52
13	SX Nhựa - Hóa chất	74,00	7,87	40,22	14,47	94,69	19,8	63,37	11,88	105,32	13,86
14	Thực phẩm - Đồ uống	96,2	10,23	52,31	18,81	114,65	16,83	56,44	10,89	59,41	18,81
15	Chế biến Thủy sản	56,88	19,01	79,85	13,54	116,37	21,72	<b>66,93</b>	<b>16,92</b>	127,89	16,18
16	Vật liệu xây dựng	68,55	11,86	91,24	8,91	122,67	12,87	56,44	8,91	64,79	10,89
17	Tiện ích	95,97	16,6	89,39	17,82	134,28	12,87	80,2	13,86	84,16	18,81
18	Vận tải - kho bãi	76,09	13,16	101,2	9,9	163,56	18,81	64,36	19,8	62,38	18,81
20	Xây dựng	94,09	9,12	88,63	9,68	<b>93,08</b>	<b>7,71</b>	90,87	6,52	100,00	4,67
21	Dịch vụ lưu trú, ăn uống, giải trí	66,02	8,84	92,48	6,31	-276,13	2,11	51,73	-3,01	<b>95,92</b>	<b>3,62</b>
22	SX Phụ trợ	67,05	11,96	87,66	9,15	129,03	11,27	77,15	11,22	85,22	5,75
22	Thiết bị điện	62,38	10,32	61,68	10,44	173,29	10,8	<b>60,76</b>	<b>11,37</b>	68,74	9,01
23	Dịch vụ tư vấn, hỗ trợ	75,35	23,88	150,00	11,99	153,13	7,98	61,02	7,45	37,21	10,23

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

thủy sản và ngành thiết bị điện lại có tăng trưởng ngành tốt với mức lợi nhuận giữ lại khoảng 60% và tỷ lệ ROE ở quanh mức 10% - 15%. Các công ty đã sử dụng một phần tương đối lớn (40% lợi nhuận giữ lại) để chi trả cổ tức cho cổ đông mà vẫn có tiềm năng phát triển trong tương lai. Năm 2022, ngành

công nghệ thông tin được coi là có sự phát triển rõ rệt trên phạm vi toàn ngành, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại cũng khoảng 60% và 40% đã trở thành cổ tức cho các cổ đông, ngành dịch vụ lưu trú ăn uống đạt sự tăng trưởng SGR nhưng lại do tỷ lệ lợi nhuận giữ lại tốt và ROE của ngành tăng trưởng vượt bậc. Ngành

**Bảng 4.4:** Kết quả kiểm định One - Sample T Test SGR và tỷ lệ lạm phát

	Ngành	Năm 2018 Sig.(2-tailed)	Năm 2019 Sig.(2-tailed)	Năm 2020 Sig.(2-tailed)	Năm 2021 Sig.(2-tailed)	Năm 2022 Sig.(2-tailed)
1	Bán buôn	0,534	0,621	0,68	0,466	0,728
2	Bảo hiểm	0,466	0,204	0,32	0,816	0,777
3	Bất động sản	0,107	0,786	0,146	0,612	0,34
4	Chứng khoán	0,155	0,67	0,039	0,272	0,864
5	Công nghệ và thông tin	0,019	0,66	0,049	0,049	0,505
6	Bán lẻ	<b>0,001</b>	0,466	0,243	0,417	0,621
7	Chăm sóc sức khỏe	0,146	0,845	0,437	0,058	0,291
8	Khai khoáng	0,485	0,379	0,835	0,029	0,058
9	Nông - Lâm - Ngư	0,398	0,515	0,34	0,165	0,019
10	SX Thiết bị, máy móc	0,68	0,767	0,068	0,379	0,709
11	SX Hàng gia dụng	0,757	0,68	0,612	0,388	0,184
12	Sản phẩm cao su	0,369	0,117	0,34	0,796	0,097
13	SX Nhựa - Hóa chất	0,709	0,194	0,718	0,34	0,825
14	Thực phẩm - Đồ uống	0,728	0,369	0,592	0,728	0,728
15	Chế biến Thủy sản	0,117	0,806	0,204	0,524	0,223
16	Vật liệu xây dựng	0,845	0,233	<b>0,013</b>	0,845	0,223
17	Tiện ích	0,388	0,155	0,117	0,874	0,456
18	<b>Vận tải - kho bãi</b>	0,262	0,029	0,767	<b>0,022</b>	0,476
20	Xây dựng	0,709	0,641	0,417	0,748	0,243
21	Dịch vụ lưu trú, ăn uống, giải trí	0,544	0,175	0,388	0,748	0,117
22	SX Phụ trợ	0,874	0,214	0,544	0,447	0,612
22	Thiết bị điện	0,602	0,272	0,553	0,874	0,816
23	Dịch vụ tư vấn, hỗ trợ	0,583	0,573	0,864	0,631	0,67

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

dịch vụ lưu trú có sự khác biệt vì các năm trước, ngành này gặp đại suy thoái do ảnh hưởng của đại dịch Covid và đang phục hồi dần.

**4.2. Kiểm định SGR từng năm với tỷ lệ lạm phá**

Lạm phát của Việt Nam trong 5 năm từ năm 2018 đến năm 2022 theo tổng cục thống kê lần lượt là 3,54%, 3,23%, 1,84%, 3,15% và 3,21% sẽ được sử dụng làm căn cứ để so sánh. Trong tình huống tỷ lệ tăng trưởng bền vững của các công ty tăng mạnh một cách đồng đều trong cả nền kinh tế nhưng lại có thể là do lạm phát thì việc loại bỏ lạm phát ra khỏi giá trị SGR sẽ phản ánh tốt nhất giá trị tăng trưởng thực tế của công ty trong ngành. Kết quả kiểm định T Test được thể hiện trong bảng sau:

Dựa trên kết quả kiểm định, trong toàn mẫu chỉ có SGR của ngành bán lẻ năm 2018, ngành vật liệu xây dựng năm 2020 và ngành vận tải kho bãi ở năm 2021 là có giá trị SGR tăng trưởng vượt tỷ lệ lạm

phát một cách có ý nghĩa thống kê. Điều đó hàm ý rằng các ngành khác trong nền kinh tế, dù có thể đạt được giá trị trung bình ngành cao nhưng sự tăng trưởng đó lại tập trung vào một nhóm nhỏ các công ty hơn là phân bố đồng đều trong toàn mẫu, hiện tượng này xảy ra ở gần như toàn bộ các mẫu kiểm định cho thấy nền kinh tế Việt Nam đang có sự phân hóa ngành rất cao trong nội bộ đa phần các ngành nếu xét theo tỷ lệ SGR.

**4.3 Kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến SGR**

Phương trình kiểm định mô hình hồi quy tuyến tính các nhân tố ảnh hưởng tới SGR:

$$SGR = a + b_1LnSize + b_2Lev + b_3CR + b_4CASH + b_5LnE + b_6ROS + e_i$$

Sau khi sử dụng cả kiểm định FEM và REM rồi dùng kiểm định Hausman để đưa ra nhận định xem kiểm định nào phù hợp hơn, kết quả của kiểm định Hausman có P value = 0,887 > 0,05, cho thấy khác

biệt giữa mô hình FEM và REM không có ý nghĩa thống kê, vì vậy, chúng ta sử dụng mô hình REM sẽ phù hợp hơn.

Kết quả mô hình REM như sau:

nhiều dự án dài hạn, vì vậy các công ty có xu hướng giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, bên cạnh nguồn giữ lại đó, vì uy tín lớn và truyền thống sản xuất kinh doanh mà nhiều công ty có thể dễ dàng vay nợ để

**Bảng 4.5:** Kết quả ước lượng với dữ liệu bảng bằng mô hình REM

Random-effects GLS regression	Number of obs	=2500				
Group variable: MCK	Number of groups	=500				
R-sq: within = 0,5578	Obs per group: min =	5				
Between = 0,4133	avg =	5,0				
overall = 0,5221	max =	5				
	Wald chi2(5)	=0,46				
corr(u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> ) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=0,0000				
<b>GDR</b>	<b>Coef,</b>	<b>Std, Err,</b>	<b>z</b>	<b>P&gt; z </b>	<b>[95% Conf, Interval]</b>	
LnSize	,0819473	,0212508	3,86	0,240	,0402965	,123598
<b>Lev</b>	<b>,6221200</b>	,3367587	-0,18	0,003	-,7209046	,5991651
CR	1,539686	75,65588	0,20	0,082	-132,8859	163,6797
CASH	,2863402	2,431098	1,18	0,239	-190,1463	762,8267
<b>LnE</b>	<b>,0052302</b>	4,978047	1,65	0,012	-153,3941	1797,964
ROS	1,319583	5,301815	2,49	0,043	280,4464	2358,72
cons	1,112842	2,122297	-0,15	0,883	-4472,592	3846,659
sigma_u	398,51467					
sigma_e	433,21396					
rho	,458353	(fraction of variance due to u <sub>i</sub> )				

Estimates store random

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Như vậy có thể thấy, biến SGR chịu ảnh hưởng của 2 nhân tố có ý nghĩa thống kê là đòn bẩy tài chính và quy mô vốn chủ sở hữu, có thể viết lại công thức SGR như sau:

$$SGR = 1,11284 + 0,00523x \text{ LnE} + 0,62212 \text{ Lev}$$

Xét trên phạm vi 500 công ty toàn mẫu, không quan tâm tới ngành thì các công ty có quy mô vốn chủ càng cao cũng như đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có tỷ lệ SGR tốt, điều này được lí giải bởi vì sự phân hóa các công ty trong nền kinh tế Việt Nam vẫn còn khá cao, các công ty có quy mô vốn chủ lớn thường là các công ty lớn, các tập đoàn, các công ty này có uy tín lớn và không cần dùng cổ tức như một phương án thu hút đầu tư và hoàn toàn có

mở rộng hơn nữa quy mô vốn, giúp cho hoạt động sản xuất kinh doanh phát triển ổn định và dài hạn.

### 5. Thảo luận và Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy một số nội dung sau:

- Chỉ có một số nhóm ngành trong nền kinh tế như ngành xây dựng, bất động sản, lưu trú, công nghệ thông tin, thủy sản, thiết bị điện cho thấy được sự tăng trưởng SGR qua một số năm hàm ý rằng sự phát triển của các ngành của nền kinh tế qua các năm là rất thấp, thậm chí còn rất bất ổn.

Ngành xây dựng ở Việt Nam trong những năm qua vẫn đang liên tục nhận được sự quan tâm, chỉ đạo quyết liệt của Thủ tướng Chính phủ, một số điểm sáng có thể kể tới như là các cơ chế, thủ tục

đầu tư đã được cải thiện khá nhiều. Về công tác giải phóng mặt bằng và cơ chế thanh toán được ghi nhận là đã có tiến bộ hơn nên tiết kiệm rất nhiều thời gian cho nhà thầu. Từ đó giúp cho ngành xây dựng đạt được tỷ lệ tăng trưởng bền vững tương đối ổn định. Trong thời gian tới, một số vướng mắc của ngành xây dựng nổi trội như cần nhanh chóng điều chỉnh và bổ sung về hệ thống đơn giá định mức hiện nay, cần có quy trình phân cấp, phân quyền cụ thể và quy định rõ ràng cho các ban quản lý dự án, chủ đầu tư để xử lý việc điều chỉnh, giải quyết việc phát sinh, điều chỉnh gói thầu song song với việc tập trung cải thiện chất lượng hồ sơ khảo sát, thiết kế, dự toán của gói thầu.

Ngành lưu trú phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch nhưng cũng cần quan tâm tới sự tăng trưởng dài hạn của ngành. Việc đầu tư ở tại hiện nay có thể sẽ sớm dẫn tới tình trạng bão hòa trong ngành này.

Ngành công nghệ thông tin của nước ta đang ở giai đoạn sơ khai và còn rất nhiều vấn đề cần phát triển như nguồn nhân lực, hệ thống hạ tầng thông tin, sự phát triển bền vững ở đây đạt được tính ổn định nhưng chúng ta cần tốc độ phát triển nhanh mạnh hơn nữa.

Ngành thiết bị điện là một ngành phát triển đồng hành cùng sự phát triển của hệ thống các thiết bị thông minh, gắn với trí tuệ nhân tạo và kết nối mạng, việc ngành này duy trì được tỷ lệ tăng trưởng bền vững là rất tốt nhưng cũng giống như ngành công nghệ thông tin, ngành này cần phát triển với tốc độ nhanh, mạnh hơn nữa.

- Chỉ có một số nhóm ngành bán lẻ, vật liệu xây dựng, kho bãi đạt tăng trưởng vượt qua được tỷ lệ lạm phát trong 1 vài năm cho thấy sự tăng trưởng thực tế của toàn mẫu là rất thấp.

Chỉ có một số ngành đạt được tăng trưởng vượt bậc trong một số năm và vượt qua được tỷ lệ lạm phát trên nghiên cứu toàn mẫu hàm ý về việc các công ty ở các ngành khác đang ở giai đoạn khá khó khăn và dù có đạt được tăng trưởng dương thì cũng lại không vượt qua được mức độ lạm phát, nghĩa là tăng trưởng về mặt giá trị do đồng tiền mất giá nhiều hơn là do sức sản xuất và kinh doanh tốt lên.

- Sự phân hóa về sự tăng trưởng bền vững giữa các công ty trong ngành một cách đáng kể khi nghiên cứu trên phạm vi toàn mẫu, giữa các công ty có vốn chủ sở hữu lớn, có khả năng vay nợ nhiều và các công ty có vốn chủ sở hữu nhỏ và khả năng vay nợ thấp.

- Một số công ty có chính sách cổ tức chưa hợp lý, dẫn tới sự bất ổn của tỷ lệ tăng trưởng bền vững qua các năm.

*Một số gợi ý đối với các bên liên quan:*

- Về phía các công ty, đối phó với một giai đoạn kinh tế bất ổn, các công ty cần linh hoạt trong việc chi trả cổ tức cũng như đầu tư cho tương lai, đảm bảo tốt hơn sự phát triển dài hạn. Các công ty cũng cần nhận thức rõ sự phân hóa trong nền kinh tế, các công ty vừa và nhỏ cần hình thành nên các liên minh hợp tác, bắt tay nhau đồng thời với bắt tay và mở rộng ra quốc tế để xây dựng các chiến lược dài hạn hơn.

- Về phía các cơ quan ban ngành, khi sự tăng trưởng của các ngành không vượt qua được tỷ lệ lạm phát đồng nghĩa với việc sức mua của đồng tiền đang giảm quá nhiều và sức sản xuất của nền kinh tế còn đang rất hạn chế. Nhà nước cần có sự hỗ trợ về mặt định hướng phát triển tổng thể tốt hơn và kiềm chế lạm phát tốt hơn, hướng tới sự phát triển dài hạn hơn trong tương lai.

- Về phía các nhà đầu tư, các nhà đầu tư có thể căn cứ vào tỷ lệ tăng trưởng bền vững như một công cụ tham chiếu để lựa chọn các cổ phiếu ở những ngành có những chiến lược hướng tới phát triển dài hạn, đảm bảo an toàn dài hạn và bền vững cho khoản đầu tư của mình. ◆

#### **Tài liệu tham khảo:**

1. Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23).

2. Arellano, F., & Higgins, D. (2007). The sustainable growth rate and the short-run. *Financial Decisions*, 19(3), 1-9.



3. Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). Fundamentals of Financial Management. *Instructor*.
4. Fonseka, M. M., Ramos, C. G., & Tian, G. L. (2012). The most appropriate sustainable growth rate model for managers and researchers. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 28(3), 481-500.
5. Haryanto, S. (2014). Identifikasi Ekspektasi Investor Melalui Kebijakan Struktur Modal, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Gcpi. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 5(2).
6. Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 7-16.
7. Higgins, R. C. (1981). Sustainable growth under inflation. *Financial Management*, 36-40.
8. Huang, X., & Zhang, J. (2015). Research on the financial sustainable growth of the listed companies on GEM. *International Business and Management*, 10(2), 32-37.
9. Kumar, A. (2018). Impact of Financial innovations on Sustainable Growth Rate: A study on Nifty 50 listed Banks in India. *International Journal of Management, IT and Engineering*, 8(9), 196-210.
10. Mardiyati, U., Ahmad, G. N., & Putri, R. (2012). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2010. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 3(1), 1-17.
11. McFaddin, S., & Clouse, M. (1993). A new model for sustainable growth in the energy industry. *Energy Economics*, 15(1), 3-7.
12. Platt, H.D., Platt, M. B. & C. G. (1995). Sustainable Growth Rate in. Financial Distress. *Journal of Economics and Finance*, 19(2), 147-151.
13. Rahim, N. (2017). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: a Case Study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48-60.
14. Sahin, A., & Ergun, B. (2018). Financial Sustainable Growth Rate and Financial Ratios: A Research on Borsa İstanbul Manufacturing Firms. *Journal of Business Research Turk*, 10(1), 172-197.
15. Utami, D., . S., Muthia, F., & Husni Thamrin, K. M. (2018). Sustainable Growth: Grow and Broke Empirical Study on Manufacturing Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *KnE Social Sciences*, 3(10), 820-834.
16. Wianta Efendi, A., & Adi Wibowo, S. (2017). Pengaruh Debt To Equity Ratio (Der) Dan Debt To Asset Ratio (Dar) Terhadap Kinerja Perusahaan Di Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal Of Applied Managerial Accounting*, 1(2), 157-163.
17. Wu, Xueping & Au Yeung, C. K. (2012). Firm growth type and capital structure persistence. *Journal of Banking & Finance, Elsevier*, 36(12), 3427-3443.

### Summary

This article analyzes and evaluates the sustainable growth rate (SGR) in the 5-year period from 2018-2022 of 500 companies listed on the stock exchange in Vietnam in 23 non-finance sectors. The article focuses on comparing the difference between the sustainable growth rate of each industry over the years as well as comparing that rate with the inflation rate through 02 T Tests to assess whether the companies in each industry group actually achieved the growth of the sustainable growth rate in a statistically significant way. Besides, the study also examined the influence of 6 groups of factors on SGR ratio, total asset size (LnSize), current rate (CR), cash (CASH), leverage (Lev), size of equity (LnE), profit margin (ROS).

Research results show that in the 5 years 2018-2022, only a few industry groups have SGR growth over a few years, and some industries have a value that exceeds the inflation rate for a few years in a statistically significant way and in the sample, only Size of Equity and Financial Leverage actually have a statistically significant effect on SGR.