

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Việt Thái và Bùi Thị Thanh** - Phân tích tác động không gian của ngành du lịch đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. *Mã số: 137+138.1 TRMg.11* 3
An Analysis of the Spatial Impact of Tourism on Vietnam's Economic Growth
- 2. Nguyễn Mạnh Hùng và Nguyễn Thị Xuân Hồng** - Nghiên cứu hoạt động phát triển nguồn nhân lực du lịch của các tỉnh Trung Du, miền núi Bắc Bộ. *Mã số: 137+138. 1HRMg.11* 10
A Study on Tourism Human Resource Development in Northern Mountainous and Mid-land Provinces
- 3. Đặng Thị Việt Đức** - Cấu trúc cung cầu và các yếu tố ảnh hưởng tới gia tăng sản lượng ngành tài chính ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2007-2016. *Mã số: 137+138.1FiBa.11* 28
Input - output structure and sources of output growth of vietnam's banking and finance sector in 2007-2016
- 4. Hoàng Khắc Lịch** - Phân nhóm quốc gia theo tiềm năng và thực tế chi tiêu công. *Mã số: 137+138.1MEco.11* 40
Classifying Countries according to State Spending Potential and Reality
- 5. Nguyễn Thị Cẩm Vân** - Tác động của toàn cầu hóa đến sự phát triển công nghiệp và dịch vụ ở Việt Nam. *Mã số: 137+138.1IIEM.11* 50
The Impact of Globalization on the Development of Industry and Service in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 6. Đỗ Thị Bình** - Nghiên cứu mức độ chủ động trong chiến lược kinh doanh thân thiện với môi trường của các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu thủy sản Việt Nam. *Mã số: 137+138.2BMkt.21* 61
A Study on the Activeness in the Environment-Friendly Business Strategy of Vietnam's Aquatic Product Processing and Exporting Enterprises
- 7. Ngô Mỹ Trân và Dương Trọng Nhân** - Các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thành lập các tiểu ban trực thuộc hội đồng quản trị của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 137+138.2OMIS.21* 75
The Factors Affecting the Formation of Subcommittees under Boards of Directors of Listed Companies on Vietnam Stock Market

- 8. Lê Thị Mỹ Phương và Cao Thi Hà Thương** - Phân tích tác động của quản trị tài chính với hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mã số: 137+138.2FiBa.21 86
An Analysis on the Impact of Financial Administration on Financial Performance at Listed Manufacturing Enterprises on Vietnam Stock Market
- 9. Vũ Thị Thu Hương, Tạ Quang Bình, Hồ Thị Mai Sương và Lương Thị Ngân** - Ảnh hưởng của các công ty zombie đến hiệu quả hoạt động tài chính: Kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam. Mã số: 137+138.2FiBa.21 100
The Impact of Zombie Companies on Financial Performance: Results of Experimental Research at Listed Construction Materials Companies in Vietnam
- 10. Đinh Công Thành, Lê Tấn Nghiêm và Nguyễn Hồng Gấm** - Ảnh hưởng của thuê ngoài dịch vụ đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp - nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Đồng bằng Sông Cửu Long. Mã số: 137+138.2BAdm.21 109
The effect of outsourcing on the non-financial performance of smes in the mekong delta

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 11. Hervé B. BOISMERY** - Entrepreneurship and Credit Crunch in Vietnam: A Recurring Reality? 119
Doanh nghiệp và thắt chặt tín dụng ở Việt Nam: thực trạng tái xuất hiện? Mã số: 137+138.3FiBa.31
- 12. YU-HUI LIN and JIA-CHING JUO** - Risk-Adjusted Productivity Change of Taiwan's Banks in The Financial Holding Companies 133
Thay đổi năng suất điều chỉnh rủi ro của các ngân hàng Đài Loan trong các công ty cổ phần tài chính. Mã số: 137+138.3FiBa.31

PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH TỐI HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH TẠI CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Thị Mỹ Phương

Trường Cao đẳng Thương mại Đà Nẵng

Email: lemyphuong.k11tc@gmail.com

Cao Thị Hà Thương

Đại học Thương mại

Email: hathuong1289@gmail.com

Ngày nhận: 09/09/2019

Ngày nhận lại: 10/12/2019

Ngày duyệt đăng: 17/12/2019

Hiệu quả kinh doanh nói chung và hiệu quả tài chính nói riêng luôn là mối quan tâm hàng đầu của các nhà quản trị điều hành doanh nghiệp, chủ sở hữu và các chủ thể liên quan khác. Để thực hiện mục tiêu nâng cao hiệu quả kinh doanh đòi hỏi các doanh nghiệp phải thực hiện đồng bộ nhiều giải pháp khác nhau bao gồm: các giải pháp về kỹ thuật, tổ chức sản xuất kinh doanh; giải pháp về quản trị tài chính; giải pháp về tổ chức và quản lý nhân sự; giải pháp về marketing, khai thác thị trường, ... nhằm sử dụng tối ưu các nguồn lực. Thông qua nghiên cứu này, đã phân tích để thấy rõ được những tác động của các yếu tố tới hiệu quả của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán và có đưa ra một số đề xuất hàm ý chính sách nhằm nâng cao hơn nữa hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán.

***Từ khóa:** Quản trị tài chính, hiệu quả tài chính, doanh nghiệp sản xuất niêm yết.*

1. Cơ sở lý luận

1.1. Khái niệm về quản trị tài chính

Trước hết cần phân biệt giữa quản trị (Governance) và quản lý (Management). Nguồn gốc về quản trị bắt nguồn từ sự phân tách giữa quyền sở hữu với quyền quản lý ở các doanh nghiệp đại chúng. Các nhà đầu tư vốn vào các doanh nghiệp luôn kỳ vọng sẽ sinh lời, do vậy họ có thể được hưởng lợi nhuận trong tương lai. Tuy nhiên, do nhiều nhà đầu tư thiếu thời gian và trình độ chuyên môn cần thiết để điều hành doanh nghiệp nhằm đảm bảo rằng doanh nghiệp đó tạo ra lợi nhuận. Vì vậy, các nhà đầu tư thuê các nhà quản lý có trình độ để trực tiếp điều hành doanh nghiệp, đảm bảo rằng các hoạt động doanh nghiệp có khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động lâu dài.

Quản trị (Governance), theo nghĩa chung nhất là sự tác động có mục đích của chủ thể quản trị đến đối tượng quản trị để đạt được các mục tiêu đã được xác

định trước. Theo từ điển Bách khoa toàn thư Wikipedia thì “*Quản trị được định nghĩa là quá trình điều phối các công việc để chúng có thể được hoàn thành với hiệu suất và hiệu quả cao nhất*”. Dựa trên khái niệm cơ bản này có thể xem xét các quan niệm khác nhau về quản trị tài chính với các cách tiếp cận khác nhau.

Cho đến nay cũng còn nhiều quan điểm khác nhau về quản trị tài chính (QTTC) doanh nghiệp. Theo GS.TS. Phạm Quang Trung, Đại học Kinh tế Quốc dân thì “*QTTC là một trong những chức năng quản lý cơ bản và quan trọng nhất có vai trò quyết định hiệu quả hoạt động và sự phát triển của DN. QTTC bao gồm những vấn đề quản lý tài sản của DN, huy động và thu hút các nguồn vốn, phân bổ vốn và các quyết định về đầu tư và sử dụng thông tin tài chính trong quá trình ra quyết định*”.

Theo TS. Nguyễn Thu Thủy, Đại học Ngoại thương thì “*Quản trị tài chính là quá trình huy động,*

sử dụng và phân phối các quỹ tiền tệ của doanh nghiệp một cách có hiệu quả và đạt được các mục tiêu của doanh nghiệp đặt ra trong từng thời kỳ”

Theo PGS, TS. Bùi Văn Vân, Học viện Tài chính cho rằng “*Quản trị doanh nghiệp là việc lựa chọn, đưa ra quyết định và tổ chức thực hiện các quyết định tài chính nhằm đạt được các mục tiêu hoạt động doanh nghiệp”*.”

Từ những quan niệm trên về quản trị tài chính, có thể khái quát *quản trị tài chính là sự tác động có mục đích của chủ thể quản trị đến đối tượng bị quản trị nhằm đạt được mục tiêu đã được xác định trước trong các hoạt động tài chính*. Xét theo góc độ quản trị tác nghiệp, quản trị tài chính là quá trình thực hiện các hoạt động của nhà quản trị liên quan đến các hoạt động huy động vốn, đầu tư, sử dụng vốn và phân phối kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đạt được mục tiêu mà doanh nghiệp đã đặt ra.

Quản trị tài chính là một bộ phận cấu thành, một nội dung quan trọng của hoạt động quản trị doanh nghiệp, có quan hệ chặt chẽ và tác động đến mọi mặt hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Hầu hết các quyết định quản trị doanh nghiệp đều dựa trên cơ sở những đánh giá về kết quả của hoạt động tài chính doanh nghiệp. Các yếu tố cơ bản cấu thành hoạt động quản trị doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính nói riêng bao gồm:

- *Chủ thể quản trị*: Chủ thể quản trị là tác nhân tạo ra hoạt động quản trị. Chủ thể quản trị có thể là một người hoặc nhiều người (nhà quản trị). Các tác động của chủ thể quản trị có thể chỉ một lần và cũng có thể nhiều lần.

- *Đối tượng quản trị*: là đối tượng trực tiếp nhận các tác động của chủ thể quản trị. Đối tượng quản trị có thể là con người (một hoặc nhiều người), một tổ chức nào đó (doanh nghiệp, TĐKT, toàn bộ nền kinh tế), thế giới vô sinh (máy móc thiết bị, đất đai, nhà xưởng...), hoặc giới sinh vật (vật nuôi, cây trồng...) hoặc một hoạt động cụ thể (huy động vốn, đầu tư, sử dụng vốn, phân phối lợi nhuận doanh nghiệp)...

- *Mục tiêu của quản trị*: Mục tiêu là cái đích cần đạt được của hoạt động quản trị. Mục tiêu là căn cứ để xác định các biện pháp tác động của chủ thể quản trị. Sự tác động của chủ thể quản trị đến đối tượng

quản trị luôn được thực hiện theo một phương thức nhất định và trong một môi trường nhất định.

1.2. Mục tiêu quản trị tài chính

Hoạt động quản trị tài chính là một bộ phận cấu thành, một nội dung quan trọng của quản trị doanh nghiệp nên mục tiêu của quản trị tài chính cũng phải nhằm thực hiện tốt nhất các mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp. Những mục tiêu này phải được thể hiện thành ý chí thường trực của những nhà quản trị tài chính khi lựa chọn và đưa ra các quyết định tài chính.

Mục tiêu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nói chung, quản trị tài chính doanh nghiệp nói riêng được quyết định bởi mục tiêu thành lập doanh nghiệp của chủ sở hữu. Đối với các doanh nghiệp hoạt động công ích, mục tiêu hoạt động là cung cấp cho xã hội các sản phẩm, dịch vụ công cộng với chi phí tiết kiệm nhất. Lợi ích của doanh nghiệp này là những đóng góp của nó trong việc duy trì hoặc phát triển lợi ích chung của cộng đồng và xã hội. Lợi nhuận hoạt động chỉ được xem là mục tiêu thứ yếu, thậm chí không đặt ra đối với các doanh nghiệp này.

Đối với các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh, mục tiêu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là *tối đa hóa lợi nhuận nhưng đồng thời phải tối thiểu hóa rủi ro, suy cho cùng là tối đa hóa lợi ích cho chủ sở hữu*. Tối đa hóa lợi nhuận đòi hỏi các doanh nghiệp phải sử dụng có hiệu quả các nguồn lực (lao động, vật tư, tiền vốn) để tạo ra nhiều của cải vật chất cho xã hội. Tuy nhiên, mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận chỉ mang tính chất ngắn hạn, được xem xét trong điều kiện giản đơn, ngắn hạn, gắn liền với hoạt động trong năm tài chính và chịu ảnh hưởng nhiều bởi cách thức hạch toán kế toán của doanh nghiệp mà chưa xét đến các yếu tố phức tạp khác như giá trị thời gian của tiền, những rủi ro có thể gặp và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong tương lai. Vì vậy tối đa hóa lợi nhuận chỉ có thể coi là một tiêu chuẩn hiệu quả ngắn hạn để xem xét đưa ra các quyết định quản trị tài chính ở một thời điểm nhất định. Khi lựa chọn các quyết định tài chính dài hạn, mang tính chiến lược của doanh nghiệp đòi hỏi nhà quản trị phải xem xét đầy đủ hơn các yếu tố khác

như giá trị thời gian của tiền, khả năng sinh lời và rủi ro có thể gặp trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong tương lai.

Mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp được coi là đầy đủ nhất đó là tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu hay tối đa hóa trị doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp niêm yết, tối đa hóa giá trị doanh nghiệp cũng đồng nghĩa với tối đa hóa giá trị cổ phiếu doanh nghiệp trên thị trường. Bởi lẽ lợi nhuận mà chủ sở hữu đạt được bao gồm cả số lợi nhuận được chia (tức lợi tức cổ phần) và phần chênh lệch giữa giá bán và giá mua của tài sản đầu tư. Lợi ích của chủ sở hữu là tối đa hóa giá trị hai bộ phận này. Vì vậy tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp cũng chính là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu tại doanh nghiệp. Quá trình này vừa đáp ứng được yêu cầu, mục tiêu kinh doanh của doanh nghiệp, vừa phản ánh đầy đủ các yếu tố như mục đích đầu tư của chủ sở hữu, giá trị thời gian của tiền và rủi ro trong kinh doanh, giá trị tài sản của chủ sở hữu cũng được phản ánh theo quy luật cung cầu, quy luật cạnh tranh trên thị trường.

1.3. Khái niệm hiệu quả tài chính

Hiệu quả là một phạm trù kinh tế phản ánh mối quan hệ so sánh giữa kết quả đạt được với các nguồn lực đã bỏ ra để có được kết quả đó. Tuy nhiên, khi xem xét hiệu quả người ta thường có sự phân biệt hiệu quả ở các phạm vi khác nhau như hiệu quả đối với toàn bộ nền kinh tế, một doanh nghiệp hay một hoạt động cụ thể.

Ở phạm vi doanh nghiệp, khái niệm hiệu quả thường được hiểu là hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, gắn với mục tiêu kinh tế là chủ yếu. Mục tiêu kinh doanh cuối cùng của doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị tài sản cho chủ sở hữu, lợi nhuận chỉ là mục tiêu trực tiếp, ngắn hạn.

Khi bàn về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp cũng có nhiều cách tiếp cận khác nhau. Trong đó có 2 cách tiếp cận chính: *Một là*, cách tiếp cận truyền thống là xem xét hiệu quả là mối quan hệ so sánh giữa kết quả thu về và nguồn lực hay chi phí đã bỏ ra để có được kết quả đó; *Hai là*, cách tiếp cận hiệu quả theo mức độ đạt được những kết quả theo mục tiêu đặt ra, theo đó mức độ đạt được các kết quả

theo mục tiêu càng cao thì càng có hiệu quả. Mức độ đạt được các kết quả đã chứa đựng các mục tiêu đặt ra. Thực tế cho thấy cách tiếp cận thứ nhất về hiệu quả kinh doanh là phổ biến, rõ ràng và dễ hiểu hơn đối với nhiều người.

Khi xem xét đến hiệu quả kinh doanh, Paul A Samuelsen trong cuốn Kinh tế học đã chỉ ra: “*Hiệu quả tức là sử dụng một cách hữu hiệu nhất các nguồn lực của nền kinh tế để thỏa mãn nhu cầu mong muốn của con người*”. Gắn với quan điểm này, tác giả Manfred Kuhu cũng viết: “*Tính hiệu quả được xác định bằng cách lấy kết quả tính theo đơn vị giá trị chia cho chi phí kinh doanh*”. Đây cũng là quan điểm được nhiều nhà kinh tế và quản trị kinh doanh áp dụng để xác định hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp hay của các hoạt động kinh tế. Tác giả luận án cũng tiếp cận khái niệm hiệu quả tài chính theo quan điểm này khi đưa ra khái niệm về hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Quy trình nghiên cứu

Để nghiên cứu về sự tác động của quản trị tài chính đến hiệu quả tài chính của các DNSX niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2016, các bước tiến hành của phương pháp này như sau:

Bước 1: Xác định mô hình nghiên cứu

Bước 2: Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Bước 3: Phân tích tương quan và mô hình hồi quy

Bước 4: Đưa ra hàm ý chính sách

Xác định mô hình nghiên cứu

- Mô hình OLS

Mô hình thực nghiệm nghiên cứu mối quan hệ này thường được sử dụng dữ liệu bảng kết hợp chuỗi thời gian. Do dữ liệu dưới bảng nên ngoài mô hình hồi quy OLS thì mối quan hệ này cũng sẽ được kiểm chứng bằng mô hình ảnh hưởng cố định FEM (fixed effects model) và mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên REM (random effects model).

Mô hình hồi quy có dạng:

$$Y = \beta_{1i} + \beta_{2i}X1 + \beta_{3i}X2 + \beta_{4i}X3 + \beta_{5i}X4 + \beta_{6i}X5 + \beta_{7i}X6 + \beta_{8i}X7 + \varepsilon_{it}$$

Mô hình OLS này có nhược điểm là ràng buộc quá chặt về các đơn vị chéo, điều này khó xảy ra

trong thực tế. Vì vậy, để khắc phục nhược điểm này gặp phải ở mô hình OLS thì mô hình FEM và REM được sử dụng.

- Mô hình ảnh hưởng cố định - FEM

Với giả định mỗi thực thể đều có những đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến các biến giải thích, FEM phân tích mối tương quan này giữa phần dư của mỗi thực thể với các biến giải thích qua đó kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt (không đổi theo thời gian) ra khỏi các biến giải thích để chúng ta có thể ước lượng những ảnh hưởng thực của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Mô hình ước lượng sử dụng:

$$Y_{it} = C_i + \beta X_{it} + u_{it}$$

Trong đó:

Y_{it} : biến phụ thuộc với i : doanh nghiệp, t : thời gian (quý)

X_{it} : biến độc lập

C_i : hệ số chặn cho từng thực thể nghiên cứu ($i = 1, \dots, n$)

β : hệ số góc đối với nhân tố X

u_{it} : phần dư

- Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên - REM

Điểm khác biệt giữa FEM và REM được thể hiện ở sự biến động giữa các thực thể. Nếu sự biến động giữa các thực thể có tương quan đến biến độc lập - biến giải thích trong mô hình ảnh hưởng cố định thì trong mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên sự biến động giữa các thực thể được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Chính vì vậy, nếu sự khác biệt giữa các thực thể có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc thì REM sẽ thích hợp hơn so với FEM. Trong đó, phần dư của mỗi thực thể (không tương quan với biến giải thích) được xem là một biến giải thích mới.

Ý tưởng cơ bản bắt đầu:

$$Y_{it} = C + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_n X_{nit} + u_{it}$$

Thay vì xem β_{1i} là cố định, ta giả định đó là một biến ngẫu nhiên với một giá trị trung bình là β_1 . Và giá trị tung độ gốc cho một cá nhân riêng lẻ có thể được biểu thị là:

$$C = C + \varepsilon_i \quad i = 1, 2, \dots, N$$

Trong đó: ε_i : là số hạng ngẫu nhiên với một giá trị trung bình bằng 0 và phương sai bằng σ^2_ε .

Thay vào công thức trên ta có:

$$Y_{it} = C + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_i + u_{it}$$

ε_i : Sai số thành phần của các đối tượng khác nhau

u_{it} : Sai số thành phần theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp

Giả định thông thường mà mô hình đưa ra là:

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2_\varepsilon)$$

$$u_{it} \sim N(0, \sigma^2_u)$$

$$E(\varepsilon_{it}, u_{it}) = 0 \quad E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \quad (i \neq j)$$

Nghĩa là các thành phần sai số riêng biệt (ε_{it}) không có tương quan với nhau và không tự tương quan giữa các đơn vị theo không gian và chuỗi thời gian.

Nhìn chung, mô hình FEM hay REM tốt hơn cho nghiên cứu phụ thuộc vào giả định có hay không sự tương quan giữa ε_i và các biến giải thích X . Nếu giả định rằng không có tương quan, thì REM phù hợp hơn và ngược lại.

Ngoài ra, nếu căn cứ vào N (số dữ liệu chéo) và T (độ dài thời gian nghiên cứu) thì theo Judge:

- Trường hợp T lớn và N nhỏ: Trong trường hợp này không có sự khác biệt lớn về giá trị của các tham số ước lượng trong mô hình FEM và REM. Vì vậy việc lựa chọn mô hình nào phụ thuộc vào tiện ích trong xử lý. Thông thường trong trường hợp này mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) được lựa chọn.

Trường hợp T nhỏ và N lớn: Trong trường hợp này, kết quả ước lượng khác biệt nhau rất lớn. Nếu các đối tượng nghiên cứu không được chọn ra một cách ngẫu nhiên từ một tổng thể lớn hơn nhiều thì FEM sẽ phù hợp hơn. Ngược lại, nếu các đối tượng nghiên cứu được lựa chọn một cách ngẫu nhiên từ một tổng thể lớn hơn thì REM sẽ thích hợp hơn bởi vì trong trường hợp này hệ số chặn β_{1i} là thật sự ngẫu nhiên nên việc suy luận thống kê hay giải thích mô hình sẽ dễ dàng và không có điều kiện ràng buộc. Do đó, nếu các điều kiện của REM được đảm bảo thì kết quả ước lượng của REM sẽ chính xác hơn so với FEM.

- Lựa chọn mô hình

Kiểm định Hausman được sử dụng lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu với giả thiết:

H_0 : Ước lượng của FEM và REM là không khác nhau;

H_1 : Ước lượng của FEM và REM là khác nhau.

Nếu p-value < α , H_0 bị bác bỏ. Khi đó, mô hình REM không hợp lý, nếu mô hình FEM được lựa chọn. Ngược lại, mô hình REM phù hợp để lựa chọn nếu chấp nhận giả thiết H_0 .

Xây dựng giả thiết nghiên cứu

a. Biến phụ thuộc

Có rất nhiều các chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhưng luận án sẽ sử dụng chỉ tiêu Tỷ suất sinh lời của Vốn chủ sở hữu (ROE) làm biến phụ thuộc. Bởi vì ROE là hệ số được sử dụng phổ biến nhất, ROE là những chỉ báo kết quả cho kết quả sản xuất kinh doanh hiện tại và phản ánh khả năng lợi nhuận mà doanh nghiệp đã đạt được trong các kỳ kế toán đã qua. Đáng chú ý là giá trị của hệ số này có thể phụ thuộc vào cách tính lợi nhuận. Mặt khác, do hạn chế về cơ sở dữ liệu và đặc tính về thông tin bất cân xứng của TTCK Việt Nam.

b. Biến độc lập

Về biến độc lập, nghiên cứu sử dụng hai nhóm biến, đó là nhóm biến giải thích và nhóm biến kiểm soát. Nhằm phù hợp với mục đích nghiên cứu, phù hợp với lý thuyết về quản trị tài chính tại Việt Nam và phù hợp với nghiên cứu là các DNSXNY trên TTCK Việt Nam.

Nhóm biến giải thích bao gồm các biến phản ánh nội dung quản trị tài chính trong phạm vi nội bộ là cấu trúc vốn, chu kỳ luân chuyển tiền mặt, tỷ lệ vốn lưu động, tỷ lệ TSCĐ, hiệu suất sử dụng TSCĐ.

Nhóm biến kiểm soát bao gồm các biến quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn.

Như vậy, dựa vào mô hình nghiên cứu trước và để phù hợp với nghiên cứu của các doanh nghiệp tại Việt Nam, nghiên cứu sử dụng tất cả 7 biến như sau: cấu trúc vốn, quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn, chu kỳ luân chuyển tiền mặt, tỷ lệ vốn lưu động, tỷ lệ TSCĐ, hiệu suất sử dụng TSCĐ. Trong đó:

- *Cấu trúc vốn được đo lường bằng chỉ tiêu tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu.*

Theo lý thuyết cơ cấu vốn thì tỷ lệ nợ gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp bởi lợi ích từ lá chắn thuế.

Khi chi phí sử dụng nợ thấp cùng với lá chắn thuế, DN sẽ được lợi khi nâng cao mức nợ. Tuy nhiên, khi tỷ lệ nợ trên VCSH tăng, tác động của tỷ lệ nợ buộc tăng lợi tức yêu cầu của chủ sở hữu, nghĩa là chi phí sử dụng VCSH tăng, vì lợi ích thu được từ mức vay nợ tăng thêm nhỏ hơn mức gia tăng chi phí đại diện. Ở mức tỷ lệ nợ trên VCSH cao, chi phí nợ cũng tăng do đó khả năng DN không trả được nợ, tỷ lệ nợ trên VCSH lúc này khiến DN làm giảm HQTC.

Giả thiết được đặt ra là, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có quan hệ cùng chiều hoặc ngược chiều với hiệu quả tài chính.

- *Quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ tiêu logarit của tổng tài sản.*

Một số lý thuyết tổ chức cho rằng: Quy mô và tuổi của doanh nghiệp có liên quan đến tính trị trẻ của doanh nghiệp. Sự trị trẻ là không thỏa đáng, hoặc chậm chạp, thích ứng với những thay đổi, hoặc sự đề kháng với những thay đổi cơ bản trong hoạt động kinh doanh, dẫn đến doanh nghiệp có thể bỏ lỡ những cơ hội có lợi nhuận. Các doanh nghiệp lớn tạo ra hiệu suất cao là do họ có khả năng đa dạng và khai thác nền kinh tế bởi quy mô đầy đủ của mình.

Giả thiết được đặt ra là, quy mô tác động cùng chiều với hiệu quả tài chính.

- *Khả năng thanh toán được đo lường bằng chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn.*

Khả năng thanh toán ngắn hạn có vai trò rất quan trọng đối với tình hình tài chính của doanh nghiệp. Khả năng thanh toán ngắn hạn thấp, kéo dài thường xuyên sẽ xuất hiện dấu hiệu rủi ro tài chính, nguy cơ phá sản có thể xảy ra. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp duy trì khả năng thanh toán ngắn hạn quá cao cũng có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Cụ thể như: Khi KNTT ngắn hạn cao thì đồng nghĩa với việc doanh nghiệp hoặc đầu tư quá nhiều vào TSNH.

Giả thuyết đặt ra là, khả năng thanh toán tác động cùng chiều hoặc ngược chiều đến hiệu quả tài chính.

- *Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC).*

Một trong những chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản trị vốn lưu động là chu kỳ luân chuyển tiền mặt. Chu kỳ luân chuyển tiền bắt đầu khi doanh nghiệp mua

các nguồn nguyên liệu vật liệu, sản xuất, bán sản phẩm và đến khi nhận được tiền từ các sản phẩm bán ra. Các doanh nghiệp có chu kỳ luân chuyển tiền ngắn hơn sẽ ít phải đầu tư vào vốn lưu động hơn, do vậy chi phí tài trợ của những doanh nghiệp này thường thấp. Bằng cách sử dụng chu kỳ luân chuyển tiền, các nhà quản lý có thể theo dõi vốn lưu động hiệu quả trong thời kỳ kinh doanh của họ.

Phương thức nghiên cứu truyền thống đối với mối tương quan giữa chu kỳ luân chuyển tiền mặt và tỷ suất sinh lời cho thấy rằng chu kỳ luân chuyển tiền khá dài sẽ có xu hướng làm giảm tỷ suất sinh lời (Samiloglu và Demirgunes - 2008). Điều đó có nghĩa là giảm đầu tư vào vốn luân chuyển sẽ ảnh hưởng tích cực lên tỷ suất sinh lời.

Giả thuyết đặt ra là, chu kỳ luân chuyển tiền mặt tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính.

- Tỷ lệ vốn lưu động.

Quan điểm đầu tiên cho rằng, doanh nghiệp đầu tư VLD càng lớn có thể góp phần làm tăng doanh thu, rút ngắn thời gian thanh toán và do đó, có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Quan điểm thứ hai cho rằng, doanh nghiệp đầu tư vốn lưu động càng lớn sẽ phải đối mặt với chi phí tài trợ vốn bổ sung, do đó có thể làm tăng khả năng phá sản của doanh nghiệp. Tức là có mối quan hệ nghịch giữa đầu tư vốn lưu động và hiệu quả hoạt động.

Quan điểm thứ ba cho rằng tồn tại một mức độ đầu tư VLD tối ưu để cân bằng giữa chi phí và lợi ích nhằm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, quản lý vốn lưu động có tầm quan trọng đối với các doanh

nh nghiệp nhỏ, các doanh nghiệp nhỏ có xu hướng tăng các thành phần VLD trong ngắn hạn và đầu tư cao vào hàng tồn kho và khoản phải thu thì lợi nhuận sẽ thấp, nghiên cứu này cũng cho thấy mức độ tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp nhỏ.

Giả thuyết đặt ra là, mức đầu tư VLD tác động cùng chiều hoặc ngược chiều với hiệu quả tài chính.

- Tỷ lệ tài sản cố định.

Trong một nghiên cứu của R.Zeitun và G.G.Tian (2007) chỉ ra rằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản lại có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, việc đầu tư vào tài sản cố định (trang bị mới TSCĐ, nâng cao kỹ thuật công nghệ..) cũng có thể làm gia tăng hiệu quả tài chính nếu TSCĐ được các doanh nghiệp sử dụng một cách có hiệu quả.

Giả thuyết đặt ra là, tỷ lệ tài sản cố định tác động cùng chiều hoặc ngược chiều hiệu quả tài chính.

- Hiệu suất sử dụng tài sản cố định.

Ngoài chỉ tiêu mức đầu tư vào tài sản cố định, theo nghiên cứu của Tô Thị Ngọc Lan (2013) Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon. Luận án phân tích thực trạng hệ thống quản lý tài chính của VNPT và ảnh hưởng của nó đến hiệu quả tài chính của tập đoàn qua các khía cạnh bằng chỉ tiêu vòng quay TSCĐ hay nghiên cứu của Phạm Anh Ngọc (2013), Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon. Luận án khám phá những ảnh hưởng của thực tiễn quản lý tài chính, các khía cạnh tài chính và lợi nhuận của DNVVN.

Giả thuyết đặt ra là, hiệu suất sử dụng tài sản cố định tác động cùng chiều hiệu quả tài chính.

Bảng 1: Bảng tóm tắt giả thuyết tác động của các biến độc lập đến ROE

Tên biến	Viết tắt	Ký hiệu	Chiều hướng tác động đến ROE	
			Tác động âm	Tác động dương
Tỷ suất sinh lời trên VCSH	ROE	Y		
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	D/E	X ₁	X	X
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	X ₂		X
Khả năng thanh toán ngắn hạn	CR	X ₃	X	X
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt	CCC	X ₄	X	
Tỷ lệ VLD	CA/TA	X ₅	X	X
Tỷ lệ TSCĐ	FAR	X ₆	X	X
Hiệu suất sử dụng TSCĐ	FATO	X ₇		X

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan giữa các biến

Ma trận tương quan giữa các biến độc lập và thống kê mô tả của các biến độc lập và biến phụ thuộc bao gồm giá trị bình quân, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và lớn nhất.

243%. CTCP Chế tạo máy Vinacommin có mã cổ phiếu CTT là doanh nghiệp có DFL cao nhất toàn ngành trong 6 năm là 451.9%. Bên cạnh đó, CTCP in SGK Hòa Phát (in ấn và các hỗ trợ) có mã cổ phiếu HTP có DFL thấp nhất là 9%. Độ lệch chuẩn 472% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với DFL thực tế giữa các doanh nghiệp.

Bảng 2: Thống kê tóm tắt các biến

Biến	Bình quân	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Tỷ suất sinh lời VCSH (Y)	0,16855	0,19061	-0,1700	1,94000
Cấu trúc vốn (X1)	2,43343	4,72389	0,09000	45,1900
Quy mô doanh nghiệp (X2)	5,75565	0,62709	3,9000	7,43000
Khả năng thanh toán ngắn hạn (X3)	0,70434	0,38364	0,13000	3,41000
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X4)	4,69235	3,19558	-90,270	7,24000
Tỷ lệ VLĐ (X5)	0,60661	0,206004	0,0070	0,9591
Tỷ lệ TSCĐ (X6)	0,29481	0,190073	0,0001	0,9558
Hiệu suất sử dụng TSCĐ (X7)	0,11796	0,36074	0,0000	6,71000

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Từ kết quả của bảng phân tích thống kê mô tả, tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) là chỉ tiêu đầu tiên làm thước đo cho hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam ở nghiên cứu này. Trong kết quả phân tích thống kê mô tả, giá trị trung bình của ROE toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 16,86%, tức là cứ 100 đồng đầu tư của nhà đầu tư thì sẽ nhận được 16,85 đồng. Tỷ suất sinh lời VCSH lớn nhất đạt 194%. Doanh nghiệp đạt ROE cao nhất trong ngành chính là CTCP bột giặt LIX. Bên cạnh đó, CTCP thủy hải sản Việt Nhật có mã cổ phiếu VNH có ROE thấp nhất. Độ lệch chuẩn 19% là con số tương đối nhỏ giữa giá trị trung bình ngành với tỷ suất sinh lời VCSH thực tế giữa các doanh nghiệp.

Yếu tố đầu tiên ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là cấu trúc vốn, thể hiện bằng chỉ tiêu đòn bẩy tài chính. Ở đây đòn bẩy tài chính được đo lường bằng chỉ tiêu hệ số nợ trên VCSH. Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 243%, tức là nợ vay lớn hơn số vốn chủ sở hữu hiện có là

Yếu tố thứ hai ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là quy mô doanh nghiệp. Ở đây quy mô doanh nghiệp được đánh giá bằng logarit tổng tài sản doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 5.75565. CTCP CTCP Sữa Việt Nam có mã cổ phiếu VNM là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất toàn ngành trong 6 năm là 7.43000. Bên cạnh đó, CTCP SXKD Dược và TTB Y tế Việt Mỹ (sx khác) có mã cổ phiếu AMV có quy mô nhỏ nhất là 3.9000. Độ lệch chuẩn 62.71% là con số khoảng cách giữa giá trị trung bình ngành với quy mô thực tế giữa các doanh nghiệp.

Yếu tố thứ ba ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là khả năng thanh toán ngắn hạn. Ở đây KNTT hiện thời được đo lường bằng chỉ tiêu nợ ngắn hạn trên tài sản ngắn hạn. KNTT hiện thời trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 0.70434, tức là 1 đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng 0.7 đồng tài sản ngắn hạn. CTCP xi măng La Hiên VVMI có mã cổ phiếu CLH là doanh nghiệp có KNTT cao nhất toàn ngành trong

6 năm là 3.41. Bên cạnh đó, CTCP Dây cáp điện Việt Thái có mã cổ phiếu VTH có KNTT thấp nhất là 0.13. Độ lệch chuẩn 38% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với KNTT thực tế giữa các doanh nghiệp.

Yếu tố thứ tư ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC). Thời gian luân chuyển tiền mặt (CCC) hiện thời trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 4.69 ngày. CTCP khoáng sản và VLXD Hưng Long có mã cổ phiếu KHL là doanh nghiệp có thời gian quay vòng tiền lâu nhất toàn ngành trong 6 năm là 7 ngày. Bên cạnh đó, CTCP khoáng sản luyện kim màu có mã cổ phiếu KSK có số ngày quay vòng tiền thấp nhất là -90 ngày. Độ lệch chuẩn 319% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với số ngày quay vòng tiền thực tế giữa các doanh nghiệp.

Yếu tố thứ năm, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là tỷ lệ VLĐ, VLĐ được đầu tư trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 60.66%. CTCP Phân lân Ninh Bình có mã cổ phiếu NFC là doanh nghiệp có

TSCĐ. Tỷ trọng TSCĐ trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 29.48%. CTCP xi măng La Hiên VVMI có mã cổ phiếu CLH là doanh nghiệp có tỷ trọng TSCĐ cao nhất toàn ngành trong 6 năm là 96%. Bên cạnh đó, CTCP Liên doanh Sana WMT có mã cổ phiếu ASA có tỷ trọng TSCĐ thấp nhất là 1%. Độ lệch chuẩn 19% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với tỷ trọng TSCĐ thực tế giữa các doanh nghiệp.

Yếu tố thứ bảy, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là hiệu suất sử dụng TSCĐ. Bên cạnh chỉ tiêu mức đầu tư TSCĐ, để đánh giá quản trị VCD, còn thêm chỉ tiêu hiệu suất VCD. Hiệu suất VCD được đầu tư trung bình toàn ngành trong 6 năm (2010-2016) là 11.79%. CTCP Liên doanh Sana WMT có mã cổ phiếu ASA là doanh nghiệp có hiệu suất VLĐ cao nhất toàn ngành trong 6 năm là 671%. Bên cạnh đó, CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau có mã cổ phiếu DCM có hiệu suất VCD thấp nhất là 0%. Độ lệch chuẩn 65% là con số tương đối lớn giữa giá trị trung bình ngành với hiệu suất VCD thực tế giữa các doanh nghiệp.

3.2. Hệ số tương quan giữa các biến

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa biến

	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7
Y	1,0000							
X1	0,8445	1,0000						
X2	-0,0226	0,0577	1,0000					
X3	-0,0090	0,0261	-0,0271	1,0000				
X4	-0,0039	-0,0127	0,2421	-0,9763	1,0000			
X5	-0,0383	0,0029	-0,0778	-0,2186	0,1956	1,0000		
X6	0,0326	0,0168	0,0608	0,0957	-0,0795	-0,5474	1,0000	
X7	0,0148	-0,0258	-0,0215	-0,0293	0,0236	0,1174	-0,3006	1,0000

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả
 tỷ lệ đầu tư VLĐ cao nhất toàn ngành trong 6 năm là 96%. Bên cạnh đó, CTCP May Phú Thịnh - Nhà Bè có mã cổ phiếu NPS có tỷ lệ VLĐ thấp nhất là 7%. Độ lệch chuẩn 21% là con số tương đối nhỏ giữa giá trị trung bình ngành với tỷ lệ VLĐ thực tế giữa các doanh nghiệp.

Yếu tố thứ sáu ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam là tỷ lệ

Trước tiên, xem xét mối tương quan giữa biến phụ thuộc là ROE (Y) và biến độc lập là cấu trúc vốn (X1), giữa hai biến này có mối tương quan dương, ($r_{ROE,X1} = 0.844532$). Điều này phân nào chứng minh tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính, tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ hai là biến quy mô doanh nghiệp, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ($r_{ROE, X_2} = -0.022666$). Điều này phần nào chứng minh tác động của quy mô doanh nghiệp đến hiệu quả tài chính và tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ ba là biến khả năng thanh toán, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ($r_{ROE, X_3} = -0.009045$). Điều này phần nào chứng minh tác động của khả năng thanh toán đến hiệu quả tài chính, và tác động đó là ngược chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ tư là chu kỳ luân chuyển tiền mặt, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ($r_{ROE, X_4} = -0.009045$). Điều này phần nào chứng minh tác động của chu kỳ tiền mặt đến hiệu quả tài chính, tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ năm là tỷ lệ vốn lưu động, giữa hai biến này có mối tương quan âm, ($r_{ROE, X_5} = -0.038390$). Điều này phần nào chứng minh tác động của mức đầu tư VLD đến hiệu quả tài chính, tác động đó là nghịch chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ sáu là tỷ lệ tài sản cố định, giữa hai biến này có mối tương quan dương, ($r_{ROE, X_6} = 0.032642$). Điều này phần nào chứng minh tác động của mức đầu tư TSCĐ đến hiệu quả tài chính, tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

Thứ bảy là biến Hiệu suất sử dụng TSCĐ, giữa hai biến này có mối tương quan dương, ($r_{ROE, X_7} = 0.014883$). Điều này phần nào chứng minh tác động của hiệu suất sử dụng TSCĐ đến hiệu quả tài chính, tác động đó là thuận chiều tới hiệu quả tài chính.

3.3. Phân tích kết quả hồi quy

Đánh giá sự tuân thủ giả thiết hồi quy

Một trong các giả thiết hồi quy yêu cầu các phần dư trong mô hình không có tương quan với nhau (các phần dư là độc lập, không có mối liên hệ với nhau). Có thể kiểm tra tính độc lập của phần dư thông qua đại lượng thống kê Durbin Watson (DW). Trong thực tế, khi tiến hành kiểm định Durbin - Watson người ta áp dụng một quy tắc kiểm định: Nếu $1 < DW < 3$ thì kết luận mô hình không có tự tương quan, nếu $0 < DW < 1$ thì kết luận mô hình có tự tương quan dương, nếu $3 < DW < 4$ thì kết luận mô hình có tự tương quan âm (Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2013). Hệ số DW thu được sau

khi hồi quy FEM là 2.17. Điều đó chứng tỏ các sai số ngẫu nhiên ở mô hình dự báo không có tự tương quan, giả thiết hồi quy về tính độc lập của phần dư được thỏa mãn.

Bên cạnh hệ số DW, hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation - VIF) cũng thường được tính toán để cung cấp thông tin về việc có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập trong mô hình hay không. Luận án này vận dụng phương pháp xác định đa cộng tuyến bởi các tác giả Hoàng Trọng & Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2013) nếu hệ số VIF của biến độc lập có giá trị > 10 thì có thể kết luận rằng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa biến độc lập đó với các biến độc lập còn lại trong mô hình. Xem xét kết quả VIF khi hồi quy FEM có $VIF < 10$ nên không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Phương pháp hồi quy: Sử dụng phương pháp hồi quy FEM và REM. Sau đó để lựa chọn mô hình thích hợp, chúng ta sử dụng kiểm định Hausman Với:

H_0 : REM là mô hình thích hợp hơn FEM

H_1 : FEM là mô hình thích hợp hơn REM

Nếu $(\text{Prob.} > \lambda_2) < 0,05$ bác bỏ H_0 , hay REM không hợp lý, FEM sẽ là mô hình thích hợp.

3.3.1. Ứng dụng mô hình hồi quy đánh giá tác động QTTC đến HQTC của các DNSXNY trên TTCK Việt Nam

Với mô hình trên có 7 nhân tố tác động tới hiệu quả tài chính ROE được đo lường bình quân trong giai đoạn 2010-2016: Cấu trúc vốn (X_1); quy mô doanh nghiệp (X_2), khả năng thanh toán (X_3), chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X_4), tỷ lệ VLD (X_5), cấu trúc tài sản (X_6), vòng quay tài sản cố định (X_7).

$$Y = 1,248425 + 0,100526X_1 - 0,265581X_2 - 0,233395X_3 - 0,02839X_4 - 0,211360X_5 + 0,466050X_6 + 0,110674X_7$$

Với biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE), sau khi dùng phương pháp FEM, ta có kết quả nghiên cứu như sau:

Biến cấu trúc vốn: Kết quả của mô hình này cho thấy CTV có tác động cùng chiều đến HQTC: Theo lý thuyết cơ cấu vốn thì tỷ lệ nợ gia tăng lợi nhuận của doanh nghiệp bởi lợi ích từ lá chắn thuế, nợ là đòn bẩy để doanh nghiệp gia tăng doanh thu, từ đó

Bảng 4: Kết quả hồi quy

Biến độc lập	Biến phụ thuộc	ROE
Cấu trúc vốn (X1)		0.100526
Quy mô doanh nghiệp (X2)		-0.265581
Khả năng thanh toán ngắn hạn (X3)		-0,233395
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X4)		-0,02839
Tỷ lệ VLD (X5)		-0.011360
Tỷ lệ TSCĐ (X6)		0.466050
Hiệu suất sử dụng TSCĐ (X7)		0,110674

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

tăng lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu tỷ lệ nợ trên VCSH và hiệu quả tài chính cùng chiều nhau cho thấy các DN trong DNSX sử dụng nợ có hiệu quả, lợi ích thu được từ việc vay nợ có thể bù đắp cho các chi phí phát sinh từ nợ, các DNSX càng gia tăng việc sử dụng nợ thì hiệu quả tài chính càng cao. Qua đó, cho thấy các DN đã tận dụng được hiệu ứng của đòn bẩy tài chính dương trong việc gia tăng HQTC. Doanh nghiệp nên vay thêm để kinh doanh nếu có nhu cầu mở rộng kinh doanh mà vẫn giữ được hiệu quả kinh doanh như cũ để tận dụng lợi thế của các điều kiện kinh doanh nhằm tối đa hóa lợi nhuận, đồng thời giúp cho doanh nghiệp tăng trưởng nhanh và phát triển bền vững. Kết quả trùng khớp với các nghiên cứu của (Myers (1977); Sensen (1986); McConnell (1995), Dessi and Robertson (2003), Muhammad Muzaffar Saeedi, Ammar Ali Gull and et al (2013).

Biến quy mô doanh nghiệp có mối tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu. Khi quy mô tăng lên 1 lần thì tỷ suất sinh lời trên VCSH của các DNSXNY giảm 0.265581 lần. Nếu đứng trên quan điểm của lý thuyết cổ đông, mục tiêu kinh doanh là tạo ra lợi nhuận, một khi doanh nghiệp không tạo nên lợi nhuận thì không phải là kinh doanh hiệu quả, vậy khi doanh nghiệp gia tăng quy mô, mà không làm gia tăng lợi nhuận, gia tăng tỷ suất sinh lời trên đồng vốn bỏ ra mà còn làm suy giảm đi. Đây được xem như là một sự thất bại của doanh nghiệp. Nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết lựa chọn (altetnative theory). Hay là các nghiên cứu

của (Shepherd (1972), Ammar và cộng sự (2003). Một số lý thuyết tổ chức như: Miller và Chen (1994); Aldrich và Austen (1986).

Biến khả năng thanh toán (khả năng thanh toán hiện hành) có mối quan hệ ngược chiều với HQTC: Tính thanh khoản cao là dấu hiệu của việc sử

dụng và quản trị tiền không có hiệu quả. KNTT phản ánh việc DN có đáp ứng về nghĩa vụ trả các khoản nợ ngắn hạn bằng tài sản ngắn hạn hay không. KNTT ngắn hạn lớn có thể do các khoản phải thu lớn, hàng tồn kho lớn (tức nguyên vật liệu dự trữ quá lớn không dùng hết và hàng hóa, thành phẩm tồn kho không bán được không đổi lưu được), tài sản lưu động tồn trữ lớn... Mặt khác tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn có thể được hình thành từ vốn vay dài hạn như tiền trả trước cho người bán; hoặc được hình thành từ nợ khác (như các khoản ký quỹ, ký cược...) hoặc được hình thành từ nguồn vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, nếu khả năng thanh toán quá cao cho thấy DN sử dụng tài sản chưa hiệu quả, tài sản tồn đọng còn nhiều, chưa phát huy được sức sinh lời nên hiệu quả tài chính sẽ thấp. Kết quả trùng khớp với Agrawal, A.& Knoeber C (1996).

Biến chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC) tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE). CCC cho biết thời gian kể từ khi doanh nghiệp thanh toán tiền mua nguyên vật liệu đầu vào cho tới khi thu được tiền từ khách hàng. CCC càng ngắn thì hiệu quả tài chính của các DNSX càng cao. Do đó, cần rút ngắn chu kỳ luân chuyển tiền mặt đến mức tối đa nhưng không làm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi đó, doanh nghiệp có nguồn ngân quỹ để đảm bảo cho chu kỳ kinh doanh tiếp theo, giảm nguồn tài trợ bên ngoài, giảm chi phí và rủi ro cho doanh nghiệp, vì thế có thể làm tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

QUẢN TRỊ KINH DOANH

Biến tỷ lệ VLĐ tác động âm đến ROE, chứng tỏ các doanh nghiệp này nếu có tỷ lệ tài sản trên tổng tài sản càng cao thì ROE sẽ càng thấp.

Biến tỷ lệ TSCĐ tác động dương đến ROE, chứng tỏ doanh nghiệp càng chú trọng đầu tư vào tài sản cố định thì ROE sẽ càng lớn.

Biến hiệu suất sử dụng TSCĐ tác động dương đến ROE, chứng tỏ sử dụng TSCĐ có hiệu quả sẽ là tín hiệu tích cực đến lợi nhuận và gia tăng ROE.

3.3.2. Ứng dụng mô hình hồi quy đánh giá tác động QTTT đến HQTC của các DNSXNY theo từng nhóm ngành

Bảng 5: Kết quả hồi quy theo từng nhóm ngành

	DNSX thực phẩm	DNSX sợi vải	DNSX Giấy	DNSX hóa chất	DNSX KCPK	DNSX nhựa và cao su	DNSX MM-TB-ĐT	DNSX khác
X1	0.01829	0.17060	0.19321	0.17525	0.01945	0.00315	0.02071	-0.39406
X2	0.49310	-1.26045	-1.12491	-0.23903	0.00217	-0.9970	0.08964	0.35026
X3	0.01812	-0.00014	-0.03820	0.00533	0.08144	0.00465	-0.00672	-0.17848
X4	-0.00017	-0.00035	-0.00047	-0.00015	0.00005	0.00425	0.00022	-0.00096
X5	0.04810	0.21712	0.79196	1.47047	0.14697	-0.3508	-0.44266	0.34120
X6	0.07282	-0.37305	-0.49899	1.14329	-0.03088	1.29489	0.08607	1.57562
X7	0.00108	-0.02581	0.00161	0.01019	0.00091	0.05814	-0.00203	0.00897

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Nếu xét theo từng nhóm ngành thì kết quả mô hình bình quân trong giai đoạn 2010-2016 lại cho ra khác nhau.

Biến cấu trúc vốn: Kết quả của mô hình này cho thấy CTV có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lời VCSH đối với tất cả các DNSX thực phẩm, DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT. Riêng đối với DNSX khác thì CTV lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

Biến quy mô doanh nghiệp có mối tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu đối với các DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX nhựa và cao su. Trong khi đó các DNSX thực phẩm, DNSX KCPK, DNSX MM-TB-ĐT và DNSX khác lại có mối tương quan cùng chiều.

Biến khả năng thanh toán (khả năng thanh toán ngắn hạn) có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời VCSH đối với các DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX MM-TB-ĐT và DNSX khác. Trong khi đó, DNSX thực phẩm, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su lại có mối tương quan cùng chiều.

Biến chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC) tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu đối với DNSX thực phẩm, DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất và DNSX khác. Trong lúc đó DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao

su, DNSX MM-TB-ĐT lại có mối tương quan cùng chiều.

Biến tỷ lệ VLĐ tác động dương đến ROE với các DNSX thực phẩm, DNSX sợi vải, DNSX giấy, DNSX hóa chất và DNSX khác. Trong lúc đó DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT lại có mối tương quan ngược chiều.

Biến tỷ lệ TSCĐ tác động dương đến ROE đối với DNSX thực phẩm, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX MM-TB-ĐT. Riêng đối với DNSX sợi vải, DNSX giấy lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

Biến hiệu suất sử dụng TSCĐ tác động dương đến ROE các DNSX thực phẩm, DNSX giấy, DNSX hóa chất, DNSX KCPK, DNSX nhựa và cao su, DNSX

khác. Riêng đối với DNSX sợi vải, DNSX MM-TB-ĐT thì lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

3.3.3. *Ứng dụng mô hình hồi quy đánh giá tác động QTTC đến HQTC của các DNSXNY theo quy mô doanh nghiệp*

Biến chu kỳ luân chuyển tiền mặt (CCC) tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu đối với các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì lại có mối quan hệ tác động cùng chiều.

Biến tỷ lệ VLD tác động dương đến ROE đối các

Bảng 6: Kết quả hồi quy theo quy mô doanh nghiệp

	Nhóm DNSX lớn	Nhóm DNSX vừa	Nhóm DNSX nhỏ
X1	-0.032776	-0.032776	0.082754
X2	-0.016957	-0.016957	-0.279332
X3	-0.004546	-0.004546	-0.000365
X4	-0.000123	-0.000123	0.000411
X5	0.248651	0.248651	-0.035316
X6	0.043283	0.043283	-0.088179
X7	0.004261	0.004261	0.000753

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả

Nếu xét theo từng nhóm ngành thì kết quả mô hình lại cho ra khác nhau.

Biến cấu trúc vốn: Kết quả của mô hình này cho thấy CTV có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lời VCSH đối các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì CTV lại có mối quan hệ tác động cùng chiều.

Biến quy mô doanh nghiệp có mối tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu đối với các DNSX lớn, vừa và nhỏ.

Biến khả năng thanh toán (khả năng thanh toán hiện hành) có mối quan hệ ngược chiều với tỷ suất sinh lời VCSH đối với các DNSX lớn, vừa và nhỏ.

DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì CTV lại có mối quan hệ tác động cùng chiều.

Biến tỷ lệ TSCĐ tác động dương đến ROE đối các DNSX lớn và vừa. Riêng đối với DNSX nhỏ thì CTV lại có mối quan hệ tác động ngược chiều.

Biến hiệu suất sử dụng TSCĐ tác động dương đến ROE các đối các DNSX lớn, DNSX vừa và DNSX nhỏ.

4. Kết luận và một số hàm ý chính sách

Nghiên cứu cho thấy sự tác động một chiều của quản trị tài chính thông qua quản trị vốn, quản trị vốn lưu động và quản trị tài sản cố định đến hiệu quả tài chính của các DNSXNY trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể:

Bảng 7: So sánh kết quả nghiên cứu và kỳ vọng

Các nhân tố	Giả thiết ban đầu	Kết quả nghiên cứu
Cấu trúc vốn (X1)	+/-	0.100526
Quy mô doanh nghiệp (X2)	+	-0.265581
Khả năng thanh toán ngắn hạn (X3)	+/-	-0,233395
Chu kỳ luân chuyển tiền mặt (X4)	-	-0,02839
Tỷ lệ VLD (X5)	+/-	-0.211360
Tỷ lệ TSCĐ (X6)	+/-	0.466050
Hiệu suất sử dụng TSCĐ (X7)	+	0,110674

(Nguồn: Tính toán của tác giả)

Từ những kết quả trên tác giả đưa ra một số đề xuất hàm ý chính sách như:

- *Tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý, thúc đẩy quá trình thực thi hiệu quả và nâng cao vai trò quản lý của các cơ quan chức năng có thẩm quyền.*

Các quy định về chính sách thuế chưa theo kịp, chưa tương thích với quy định của OECD, Liên Hợp Quốc, UNDP nên các hoạt động chuyển nhượng gián tiếp ngoài Việt Nam giữa các tập đoàn nước ngoài như chuyển nhượng vốn, cổ phần, chuyển giao tài sản vô hình... thường không thu được thuế hoặc có thu thì cũng xảy ra tranh chấp quốc tế. Do đó, các cơ quan quản lý cần rà soát lại các quy định chính sách thuế hiện hành, so sánh đối chiếu với các quy định của OCED, LHQ, UNDP... để bổ sung, sửa đổi cho phù hợp và tương thích với các quy định quốc tế. Ngoài ra, Nhà nước cần quy định chi tiết về vai trò với các bên liên quan và quy định về công bố thông tin, nhất là những thông tin bắt buộc công bố về thành viên HĐQT như giao dịch cổ phiếu, tỷ lệ cổ phần sở hữu... Các cơ quan chức năng cũng cần ban hành các quy định về đảm bảo công bằng giữa các nhà đầu tư lớn và nhà đầu tư nhỏ, giữa các nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó cần phải nâng cao trách nhiệm, vai trò, thẩm quyền của các cơ quan quản lý Nhà nước liên quan tới lĩnh vực quản trị công ty, nhất là vai trò của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở Giao dịch chứng khoán.

- *Ổn định nền kinh tế vĩ mô*

Môi trường kinh tế vĩ mô có tác động rất lớn đối với hoạt động của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng nói riêng. Trong điều kiện nền kinh tế ổn định, tăng trưởng đều, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết ngành xây dựng cũng an toàn hơn. Môi trường kinh tế vĩ mô còn nhiều bất cập khiến cho các nhà đầu tư dè dặt. Đây là yếu tố bất lợi với

các doanh nghiệp sản xuất niêm yết, nhất là trong điều kiện các doanh nghiệp đang rất cần các nguồn vốn ổn định. Như vậy, việc ổn định môi trường vĩ mô là một vấn đề cấp thiết mà Chính phủ và các cơ quan nhà nước cần phối hợp để đưa ra những biện pháp để bảo đảm tính ổn định của nền kinh tế.

- *Nâng cao năng lực và tính hiệu quả của các hiệp hội và tổ chức xã hội*

Một số tổ chức xã hội như Hiệp hội các DN vừa và nhỏ Việt Nam, Hiệp hội các Nhà đầu tư Tài chính Việt Nam (VAFI)... cần nâng cao trách nhiệm và vai trò của mình đối với hoạt động quản trị công ty tại các DN thông qua một số biện pháp như thành lập bộ phận chuyên môn nhằm thực hiện các đánh giá, khảo sát hàng năm về thực trạng quản trị công ty tại DN, hỗ trợ DN trong việc đưa ra các kế hoạch, chiến lược cải thiện chất lượng quản trị công ty. Ngoài ra, các tổ chức xã hội cũng cần tổ chức các diễn đàn, hội thảo về quản trị công ty nhằm tạo cơ hội chia sẻ, giao lưu giữa các chuyên gia và các nhà quản trị đến từ nhiều doanh nghiệp.

Một vai trò quan trọng khác của các tổ chức xã hội là xây dựng cơ chế trợ giúp, đại diện cho nhóm cổ đông nhỏ tham gia họp ĐHĐCĐ tại DN để bảo vệ quyền lợi của họ. Ngoài ra, các tổ chức này cần phối hợp với các cơ quan quản lý Nhà nước để cùng nhau đóng vai trò giúp đỡ, hỗ trợ và giám sát hoạt động quản trị công ty của DN. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: Tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn*, Tạp chí khoa học và công nghệ, đại học Đà Nẵng, Số 5, Trang 14-24.
2. Nguyễn Tấn Bình (2010), *Phân tích hoạt động doanh nghiệp*, Nhà xuất bản thống kê, TP.HCM.

3. Nguyễn Thị Phương Liên (2012), *Giáo trình quản trị tài chính*, NXB Thống kê.
4. Nguyễn Thị Minh (2014), *Quản lý tài chính của các Doanh nghiệp nhỏ và vừa trên địa bàn Hà Nội*, Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
5. Phan Đình Nguyên, Nguyễn Ngọc Trãi (2014), *Tác động của vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam*, Tạp chí công nghệ Ngân hàng, trang 54.
6. Phạm Anh Ngọc (2013), *Ảnh hưởng của quản lý tài chính và một số khía cạnh tài chính đến lợi nhuận của DNVTN thương mại và dịch vụ trong tỉnh Thái Nguyên*, Đại học Southern Luzon, Lucban, Quezon
7. Nguyễn Thị Khánh Phương (2015), *Nghiên cứu mối quan hệ giữa thông tin kế toán và giá cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCKVN*, Luận án tiến sĩ.
8. Nguyễn Năng Phúc (2013), *Giáo trình Phân tích báo cáo tài chính*, NXB Đại học Kinh tế quốc dân.
9. Chu Thị Thu Thủy, Ngô Thị Quyên, Nguyễn Thanh Huyền (2015), *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính, nghiên cứu điển hình tại các CTCP phi tài chính niêm yết trên SGDCK TP.HCM*, Tạp chí kinh tế và phát triển, số 215/tháng 5.
10. Abbasali, P., & Milad, E. 2012, *Impact of Working Capital Management on Profitability and Market Evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange*, International Journal of Business & Social Science; May2012, Vol. 3 Issue 9.
11. Afeef, M. 2011, *Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan*, International Journal of Business & Social Science; 2011, Vol. 2 Issue 22, p173.
12. Altman, E., 1984, *The Success of Business Failure Prediction Models (An International Survey)*, Journal of Banking and Finance, 8, pp. 171-184.
13. Amjed, S. 2007, *The impact of Financial structure on profitability: study of Pakistan's Textile Sector*, Mibes 2007, pp.440-450
14. Brigham, E, F & Houston, J, F., 2007, *Financial Management*, (4th edn), Cengage Learning.
15. Đông, H, P., & Su, J, T. 2010, *The relationship between working capital management and profitability: a Vietnam case*, International Research Journal of Finance and Economics ISSN Issue 01/2010; 49:1450- 2887.
16. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. 2010, *The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States*, Business and Economics Journal, 10, 1-9.

Summary

Business performance in general and financial performance in particular has been of first-rate interest of executives, shareholders, and other stakeholders. In order to improve the business performance, enterprises need to simultaneously implement various solutions including technical solutions, production and business organization, financial management, human resources organization and management, marketing solution, market exploitation, etc. to make full use of the resources. The researcher has analyzed to figure out the influence of the factors on the performance of listed manufacturing enterprises on the stock market and made several suggestions to the policy to improve the financial performance of manufacturing enterprises listed on Vietnam's stock market.