

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN CÓ VỐN NHÀ NƯỚC NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

● NGUYỄN THU HIỀN

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu nhằm kiểm tra tác động của các yếu tố đến hiệu quả hoạt động của 185 công ty cổ phần phi tài chính có vốn nhà nước niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn được đo bằng tổng nợ trên tổng tài sản (LEV), quy mô doanh nghiệp (SIZE), tài sản cố định hữu hình (TANG), khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ), tuổi đời doanh nghiệp (AGE) có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp trên tổng tài sản (ROA) theo các chiều hướng khác nhau (tích cực hoặc tiêu cực).

Từ khóa: hiệu quả, vốn nhà nước, doanh nghiệp niêm yết, cấu trúc vốn, thị trường chứng khoán Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Kể từ khi tiến hành đổi mới năm 1986, Việt Nam đã có nhiều chủ trương, định hướng về sắp xếp, đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Trong những năm gần đây, Chính phủ Việt Nam đã đạt được nhiều tiến bộ trong việc cải thiện khuôn khổ về quyền sở hữu và quản trị công ty trong các DNNN. Các DNNN sau khi cổ phần hóa đã đạt kết quả kinh doanh cao hơn, hoạt động hiệu quả hơn, do việc sử dụng và quản lý vốn nhà nước được cải thiện. Bên cạnh đó, các DNNN niêm yết luôn hoạt động tốt hơn các loại hình DNNN khác, tuy nhiên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp (DN) này vẫn kém ấn tượng hơn so với các công ty niêm yết tư nhân (OECD, 2022).

Ở Việt Nam, hiệu quả hoạt động và năng lực cạnh tranh của các DNNN chưa tương xứng với nguồn lực nắm giữ nên đã ảnh hưởng không tốt tới hiệu quả và sức cạnh tranh chung của cả nền kinh tế (CIEM, 2019). Chính vì vậy, vấn đề đổi mới và nâng cao hiệu quả hoạt động, sức cạnh tranh của DNNN nói chung, các DNNN sau cổ phần hóa nói riêng góp phần nâng cao giá trị DN đã và đang được Chính phủ, các nhà hoạch định chính sách, nhà quản lý DN cũng như các nhà nghiên cứu rất quan tâm. Điều này đã được cụ thể hóa trong nhiều giải pháp để tháo gỡ khó khăn nhằm thúc đẩy, nâng cao hiệu quả hoạt động của các DNNN (Quyết định số 707/2017/QĐ-TTg, Nghị quyết số 97/2017/NQ-CP, Chỉ thị số 01/2019/CT-TTg, Nghị quyết số 161/2020/NQ-CP, Nghị quyết số 68/2022/NQ-

CP...). Bên cạnh đó, chủ đề về nâng cao hiệu quả hoạt động của các DN đã và đang thu hút sự quan tâm của các nhà nghiên cứu cũng như cộng đồng DN tại Việt Nam. Điều này thể hiện qua việc ngày càng có nhiều nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của các DN.

Mặc dù vậy, kết quả nghiên cứu vẫn chưa có sự thống nhất do các nghiên cứu xem xét tác động của các yếu tố cũng như sử dụng các thước đo hiệu quả hoạt động khác nhau. Hơn nữa, các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào kiểm tra tác động của cấu trúc vốn tới hiệu quả hoạt động nói chung hoặc từng ngành nghề cụ thể nói riêng, có rất ít nghiên cứu kiểm tra tác động của các yếu tố đến hiệu quả hoạt động đối với các công ty cổ phần có vốn nhà nước ở Việt Nam; do đó, cần có nhiều nghiên cứu để làm rõ hơn các vấn đề liên quan đến mối quan hệ giữa các yếu tố với hiệu quả hoạt động của các DN có vốn nhà nước trong bối cảnh nền kinh tế mới nổi này. Phát hiện của nghiên cứu này cung cấp một cái nhìn sâu sắc, góp phần giúp hiểu rõ hơn về mức độ tác động của các yếu tố đến hiệu quả hoạt động của DN có vốn nhà nước, qua đó là nguồn tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà quản lý DN trong quá trình hoạch định các giải pháp, nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Hiệu quả hoạt động của DN

Hiệu quả hoạt động là một phạm trù kinh tế phản ánh mức độ lựa chọn sử dụng các nguồn lực trong DN để xác định có đạt được mục tiêu đã xây dựng hay theo kế hoạch đã đề ra không. Do đó, có nhiều tiêu chí khác nhau để đánh giá hiệu quả hoạt động của DN tùy thuộc vào cách tiếp cận và mục tiêu, ý nghĩa của từng nghiên cứu. Theo Muhammad & Shah (2014), hiệu quả hoạt động của công ty là sự kết hợp giữa lợi nhuận hiện tại và lợi nhuận tiềm năng dự kiến thu được của công ty. Các công ty mong muốn lợi nhuận được tối đa hóa trong tương lai. Việc đo lường hiệu quả hoạt động có thể bị tác động bởi mục tiêu của công ty, được đo lường thông qua các chỉ tiêu kế toán và chỉ số thị trường như Tobins Q (Zeitun & Tian, 2007). Khi nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả

hoạt động của DN, các nghiên cứu thường đo lường hiệu quả hoạt động của DN thông qua hai nhóm chủ yếu, đó là tỷ lệ sinh lời dựa trên kế toán và tỷ lệ thị trường. Tỷ lệ sinh lời dựa trên kế toán, đó là lợi nhuận trên tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và dữ liệu thị trường được sử dụng phổ biến là Tobin's Q.

2.2. Nghiên cứu thực nghiệm và xây dựng giả thuyết

Trong thời gian qua, chủ đề liên quan đến hiệu quả hoạt động của DN đã được nhiều nhà nghiên cứu tại các quốc gia rất quan tâm. Các học giả đã tiếp cận theo các phương pháp nghiên cứu khác nhau và kiểm tra các yếu tố khác nhau tác động đến hiệu quả hoạt động của DN tùy thuộc vào mục tiêu, đối tượng nghiên cứu. Chính vì vậy, kết quả của các nghiên cứu vẫn chưa có sự thống nhất và còn khác biệt tại các quốc gia cũng như thành phần kinh tế, ngành nghề kinh doanh.

Khi xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của DN, Gill et. al. (2011) đã chỉ ra có sự liên kết tích cực đáng kể giữa cấu trúc vốn được đo bằng tổng nợ trên tổng tài sản với hiệu quả hoạt động DN. Ngoài ra, một số nghiên cứu được thực hiện ở các nền kinh tế mới nổi hoặc chuyển đổi đã cho thấy một mối liên hệ tiêu cực giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của DN. Khan (2012) kiểm tra mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của 36 công ty thuộc ngành kỹ thuật tại thị trường Pakistan và cho thấy nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ nghịch biến với hiệu quả hoạt động được đo bằng tổng lợi nhuận trên tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận gộp (GM) và Tobins Q. Zeitun & Tian (2007) xem xét tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả của 167 công ty ở Jordan giai đoạn 1989-2003, kết quả cho thấy cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đáng kể lên chỉ tiêu hiệu quả của DN theo sổ sách kế toán (ROE, ROA) và theo giá trị thị trường (Tobins Q).

Dựa vào quá trình xem xét tài liệu nêu trên, tác giả nhận thấy tồn tại mối quan hệ theo các chiều hướng khác nhau (tích cực, tiêu cực hoặc cả tích cực lẫn tiêu cực) giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của công ty. Ngoài việc chịu sự tác động của

cấu trúc vốn, hiệu quả hoạt động còn có thể phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác thuộc về đặc điểm của DN. Điều này đã được thể hiện trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm, như: quy mô DN (Zeitun & Tian, 2007; Salim & Yadav, 2012), tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (Margaritis & Psillaki, 2010; Nguyễn Xuân Thắng và cộng sự, 2017), khả năng thanh toán (Chu Thị Thu Thủy và cộng sự, 2015) và tuổi của DN (Nguyễn Xuân Thắng và cộng sự, 2017; Nguyễn Thị Mỹ Phượng, 2021). Mặc dù vậy, kết quả trong các nghiên cứu vẫn đang mâu thuẫn về chiều hướng tác động của các yếu tố thuộc về đặc điểm của DN đến hiệu quả hoạt động, cụ thể: quy mô DN tác động tích cực (Margaritis & Psillaki, 2010) hoặc tiêu cực đến hiệu quả hoạt động (Williamson, 1967); tính hữu hình có tác động tiêu cực (Sheikh & Wang, 2013) hoặc tích cực (Margaritis & Psillaki, 2010) đến hiệu quả hoạt động; tính thanh khoản có mối quan hệ tích cực (Goddard et. al., 2005) và tuổi của DN (AGE) có tác động tích cực (Pouraghajan et. al., 2012) đến hiệu quả hoạt động của DN.

Dựa vào các tài liệu thực nghiệm và những lập luận trình bày ở trên, nghiên cứu này xây dựng các giả thuyết như sau:

H1: Tỷ số nợ tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần có vốn nhà nước.

H2: Quy mô DN tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần có vốn nhà nước.

H3: Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần có vốn nhà nước.

H4: Khả năng thanh toán ngắn hạn tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần có vốn nhà nước.

H5: Tuổi của DN tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần có vốn nhà nước.

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm tra tác động của các yếu tố đến hiệu quả hoạt động của DN, nghiên cứu này sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính kết hợp định lượng. Nghiên cứu định lượng với kỹ thuật hồi quy dữ liệu bảng. Việc sử dụng dữ liệu bảng giúp cải thiện hiệu quả của các ước tính kinh tế lượng vì dữ

liệu bảng thường cung cấp một số lượng lớn các điểm dữ liệu làm giảm sự cộng tuyến giữa các biến giải thích và tăng mức độ tự do (Hsiao, 1986). Để xử lý dữ liệu nghiên cứu đã thu thập được, nghiên cứu này sử dụng một số phương pháp hồi quy trên dữ liệu bảng với phần mềm xử lý dữ liệu Stata 17.0 như: Pooled OLS, FEM, REM, GLS, cũng như thực hiện các kiểm định cần thiết như: kiểm định F, Hausman, Wald, Wooldridge,...

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính hàng năm đã được kiểm toán trong giai đoạn 2015-2022 của 185 công ty cổ phần phi tài chính có vốn nhà nước niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (gồm 1.480 quan sát); các DN này hoạt động trong nhiều lĩnh vực, ngành nghề khác nhau. Việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các DN này rất cần thiết và có ý nghĩa khá quan trọng trong bối cảnh Việt Nam đang đẩy nhanh việc cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại các DN.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Tham khảo các tài liệu nghiên cứu thực nghiệm trước được trình bày trong các phần trên, nghiên cứu này chỉ xem xét đến hiệu quả hoạt động được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận sau thuế thu nhập DN trên tổng tài sản (ROA) do trong thời gian qua thị trường chứng khoán Việt Nam không ổn định, có nhiều biến động nên chỉ số Tobins Q dựa trên dữ liệu thị trường chưa phản ánh đúng giá trị thị trường thực. Mặt khác, ROA phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản ở DN, thể hiện trình độ quản lý và sử dụng tài sản. Do đó, để tìm hiểu tác động của các yếu tố đến hiệu quả hoạt động của các DN có vốn nhà nước, phân tích mô hình hồi quy dữ liệu bảng được sử dụng để xem xét mối quan hệ này. Mô hình tổng quát phản ánh tác động của các yếu tố đến hiệu quả hoạt động của DN theo dạng như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 TANG_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + u_{i,t}$$

$$i = 1...N \text{ và } t = 1...8.$$

Trong đó, $ROA_{i,t}$ là biến phụ thuộc đo lường hiệu quả hoạt động của DN i tại thời điểm t và được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận sau thuế thu nhập DN trên tổng

tài sản (ROA); $LEV_{i,t}$ là biến độc lập đo lường cấu trúc vốn của DN i tại thời điểm t và được đo bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản; các biến mô tả đặc điểm của DN i tại thời điểm t , bao gồm: quy mô DN (SIZE) đo lường bởi logarit của tổng giá trị tài sản của DN, tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (TANG) đo lường bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản, khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ) đo lường bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn, tuổi của DN (AGE) đo lường bằng số năm từ khi DN được thành lập đến thời điểm xem xét; $u_{i,t}$ là số hạng sai số ngẫu nhiên của DN i tại thời điểm t .

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả các biến sử dụng trong nghiên cứu này (Bảng 1) cho thấy, giá trị ROA của các công ty cổ phần có vốn nhà nước trong giai đoạn 2015-2022 với giá trị nhỏ nhất là -0,4156, lớn nhất là 0,7219 và giá trị trung bình là 0,0724 với độ lệch chuẩn là 0,0816. Điều này chứng tỏ trong giai đoạn 2015-2022, các DN trong mẫu nghiên cứu hoạt động chưa hiệu quả. Cơ cấu vốn trung bình của các DN này là 44,57% cho thấy tỷ lệ sử dụng nợ của các DN khá cao, chiếm gần 50% tổng nguồn vốn. Ngoài ra, hệ số biến thiên trong khoảng từ 0,0069 đến 1,5162 cho thấy một số DN rất an toàn bằng cách hầu như không dùng nợ, trong khi một số DN khác rất rủi ro với việc sử dụng tỷ số nợ quá cao. Quy mô trung bình là 12,8186 với độ lệch chuẩn là 1,1790 cho thấy quy mô của các DN này không quá chênh lệch; tỷ lệ tài sản cố định hữu hình với giá trị nhỏ nhất là 0,0034, lớn nhất là

0,9381 và giá trị trung bình là 0,2507 với độ lệch chuẩn là 0,2212, cho thấy nhiều DN chưa chú trọng vào việc đầu tư cho tài sản cố định. (Bảng 1)

4.2. Phân tích tương quan

Hệ số tương quan được sử dụng để kiểm tra mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và biến giải thích (hệ số biến thiên từ -1 đến +1). Đồng thời, kiểm tra khả năng có thể xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến số bằng cách thiết lập ma trận hệ số tương quan của các biến. Nếu giữa các cặp biến không có trường hợp nào có hệ số tương quan lớn hơn 0,8, thì không có khả năng xuất hiện đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy. Kết quả phân tích ma trận hệ số tương quan (Bảng 2) cho thấy hệ số tương quan của các biến đều nhỏ hơn 0,8 nên không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Ngoài ra, kết quả kiểm định đa cộng tuyến đối với toàn bộ các biến độc lập được trình bày tại Bảng 3 cho thấy, hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến độc lập đều nhỏ hơn 2,2 (Nguyễn Đình Thọ, 2011), hệ số VIF bình quân là 1,16 nhỏ hơn 2. Do đó, hiện tượng đa cộng tuyến không bị vi phạm.

4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Nghiên cứu đã thực hiện hồi quy với dữ liệu bảng theo cả 3 mô hình Pooled OLS, FEM và REM. Kết quả phân tích hồi quy được trình bày ở Bảng 4 cho thấy, kiểm định F có giá trị P-value = 0,0000 (nhỏ hơn 5%), kiểm định Hausman có giá trị Prob > chi2 = 0,0000 (nhỏ hơn 5%). Vì vậy, mô hình FEM được coi là phù hợp hơn mô hình Pooled OLS, REM. Ngoài ra, để kiểm tra các khuyết tật của mô hình FEM (hiện tượng phương sai sai số

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	1.480	0,0724	0,0816	-0,4156	0,7219
LEV	1.480	0,4457	0,2193	0,0069	1,5162
SIZE	1.480	12,8186	1,1790	11,0224	16,1002
TANG	1.480	0,2507	0,2212	0,0034	0,9381
LIQ	1.480	2,3492	4,3340	0,1138	145,1005
AGE	1.480	22,7973	11,2422	9	70

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17.0

Bảng 2. Kết quả phân tích ma trận tương quan giữa các biến

	ROA	LEV	SIZE	TANG	LIQ	AGE
ROA	1,0000					
LEV	-0,4193	1,0000				
SIZE	-0,0810	0,2378	1,0000			
TANG	-0,0552	0,0402	0,1797	1,0000		
LIQ	0,1115	-0,3435	-0,0997	-0,0724	1,0000	
AGE	0,1271	0,0021	-0,3675	-0,1287	0,0218	1,0000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17.0

Bảng 3. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

Biến	VIF	1/VIF
SIZE	1,26	0,792672
LEV	1,20	0,831672
AGE	1,17	0,852257
LIQ	1,14	0,878348
TANG	1,04	0,959812
VIF trung bình	1,16	

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17.0

thay đổi, tự tương quan), tác giả sử dụng kiểm định Wald để kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi, kiểm định Wooldridge để kiểm tra hiện tượng tự tương quan. Kết quả phân tích hồi quy ở Bảng 4 cho thấy, kiểm định Wald có giá trị $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$, nhỏ hơn 5%, chứng tỏ mô hình có phương sai sai số thay đổi; kiểm định Wooldridge có giá trị $\text{Prob} > F = 0,0000 < 5\%$, chứng tỏ mô hình tồn tại hiện tượng tự tương quan. Do đó, để xử lý hiện tượng phương sai sai số thay đổi, tự tương quan, tác giả sử dụng hồi quy GLS để khắc phục các khuyết tật cho mô hình.

Kết quả phân tích hồi quy từ mô hình GLS ở Bảng 4 cho thấy, các biến LEV, SIZE, TANG, LIQ, AGE có mối quan hệ với biến ROA theo các chiều hướng khác nhau (thuận chiều hoặc ngược chiều) ở mức ý nghĩa thống kê 10%.

4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Cấu trúc vốn (LEV): kết quả phân tích hồi quy cho thấy cấu trúc vốn có tác động ngược chiều với

hiệu quả hoạt động (ROA) của các DN có vốn nhà nước ($\beta_1 = -0,147$). Phát hiện này cho thấy việc sử dụng vốn vay của các DN này vẫn chưa hiệu quả. Hiệu quả hoạt động càng giảm khi hệ số nợ tăng, nói cách khác lợi ích thu được từ việc vay nợ chưa thể bù đắp các chi phí phát sinh từ nợ, do áp lực về trả lãi vay lớn làm DN không phát huy được lợi thế của việc sử dụng nợ nên sẽ kìm hãm, cũng như làm giảm hiệu quả hoạt động của DN.

Quy mô DN (SIZE): kết quả phân tích hồi quy cho thấy quy mô tác động cùng chiều nhưng không đáng kể với hiệu quả hoạt động của DN ($\beta_2 = 0,0072$). Điều này ngụ ý rằng, hiệu quả hoạt động của DN có vốn nhà nước vẫn còn phụ thuộc vào quy mô DN. Quy mô càng lớn DN càng dễ dàng tiếp cận các nguồn lực cũng như thu hút được sự quan tâm và đầu tư của nhiều đối tác trong và ngoài nước thông qua hình thức liên doanh, liên kết, hợp tác mở rộng thị trường, từ đó góp phần nâng hiệu quả hoạt động sản xuất, kinh doanh.

Tài sản cố định hữu hình (TANG): kết quả phân tích hồi quy cho thấy tài sản cố định hữu hình tác động tiêu cực nhưng không đáng kể đến hiệu quả hoạt động của DN ($\beta_3 = -0,00927$). Điều này có nghĩa các DN có tỷ trọng tài sản cố định hữu hình càng lớn, hiệu quả hoạt động càng giảm. Phát hiện này cho thấy, các DN trong mẫu nghiên cứu đầu tư vào tài sản cố định hữu hình chưa mang lại hiệu quả cao, chưa tận dụng hết công suất của tài sản DN đã đầu tư.

Khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ): kết quả phân tích hồi quy cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động cùng chiều nhưng không

Bảng 4. Kết quả hồi quy bằng phương pháp: Pooled OLS, FEM, REM và FGLS

Biến	Pooled OLS	FEM	REM	FGLS
LEV	-0,169*** (-17,73)	-0,198*** (-11,87)	-0,172*** (-13,34)	-0,147*** (-25,42)
SIZE	0,00597** (3,30)	0,0429*** (4,27)	0,00582 (1,73)	0,00720*** (5,69)
TANG	-0,0131 (-1,49)	-0,0311* (-2,45)	-0,0255* (-2,33)	-0,00927* (-2,18)
LIQ	0,000780 (1,67)	0,000510 (1,34)	0,000582 (1,54)	0,000716* (2,22)
AGE	0,00113*** (6,19)	-0,00295*** (-4,40)	0,000420 (1,31)	0,000738*** (6,38)
_cons	0,0503* (2,06)	-0,313** (-2,59)	0,0727 (1,63)	0,0298 (1,72)
N	1.480	1.480	1.480	1.480
R-sq	0,200	0,110		
Prob>F	0,0000	0,0000	0,0000	
Kiểm định lựa chọn mô hình				
F-test		0,0000		
Hausman test		Prob > chi2 = 0,0000		
Kiểm định tính khuyết tật của mô hình				
Wald test		Prob>chi2 = 0,0000: Có hiện tượng phương sai sai số thay đổi		
Wooldridge test		Prob>F = 0,0000: Có hiện tượng tự tương quan		
Ghi chú: *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%				

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17.0.

đáng kể với hiệu quả hoạt động của DN ($\beta_4 = 0,000716$). Phát hiện này ngụ ý các DN có khả năng thanh toán ngắn hạn cao sẽ ít sử dụng nợ vay vì DN đã sử dụng các tài sản có tính thanh khoản cao để tài trợ cho các hoạt động của mình. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động ngược chiều đến hệ số nợ vay, vì vậy việc gia tăng khả năng thanh toán ngắn hạn của DN sẽ làm giảm hệ số nợ vay, điều này thúc đẩy DN hoạt động hiệu quả hơn.

Tuổi đời DN (AGE): kết quả phân tích hồi quy cho thấy tuổi đời DN có mối quan hệ thuận chiều nhưng không đáng kể với hiệu quả hoạt động của DN ($\beta_5 = 0,000738$). Nói cách khác, DN có thâm niên hoạt động trên thị trường càng lâu thì hoạt động càng hiệu quả. Điều này được lý giải, thông thường các DN có thời gian hoạt động lâu năm trên thị trường sẽ có uy tín càng cao, cùng với đó kinh nghiệm quản lý tốt hơn các DN thành lập sau,

đồng thời các DN này sẽ tích lũy được phần lợi nhuận giữ lại tăng dần theo thời gian hoạt động, đây là nguồn vốn tài trợ giúp DN hoạt động ổn định và phát triển tốt hơn.

5. Kết luận

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu được thu thập từ các báo cáo tài chính hàng năm đã được kiểm toán trong giai đoạn 2015-2022 của 185 công ty cổ phần phi tài chính có vốn nhà nước niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với 1.480 quan sát. Để đo lường các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các DN trong mẫu nghiên cứu, tác giả tiến hành phân tích hồi quy dữ liệu bảng với 3 mô hình: Pooled OLS, FEM, REM và thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình. Thực hiện các kiểm định cần thiết như: kiểm định F, Hausman, Wald, Wooldridge để lựa chọn mô hình phù hợp, cũng như sử dụng ước lượng GLS để khắc phục các khuyết tật của mô hình. Kết quả ước lượng GLS cho thấy cấu trúc vốn đại diện bằng tỷ lệ

tổng nợ trên tổng tài sản là một yếu tố quan trọng quyết định và tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động của DN (đo lường bằng ROA). Ngoài ra, quy mô DN, tuổi của DN có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, trong khi tỷ lệ tài sản cố định hữu hình và khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của DN.

Dựa vào kết quả nghiên cứu nêu trên cũng như góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của DN, các nhà quản lý DN cần lưu ý các vấn đề sau:

(i) quan tâm xây dựng các giải pháp nhằm tái cấu trúc vốn theo hướng hợp lý, giảm bớt tỷ lệ nợ

trong cơ cấu vốn, đảm bảo việc huy động và sử dụng nguồn vốn có hiệu quả cao hơn phù hợp với từng giai đoạn phát triển của DN;

(ii) tập trung nghiên cứu giải pháp, xây dựng chiến lược hợp tác, liên doanh, liên kết để mở rộng thị trường, tăng quy mô DN;

(iii) chú trọng hơn đến việc giảm chi phí và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, tài sản, đặc biệt là hiệu quả sử dụng tài sản hữu hình;

(iv) đầu tư vào tài sản hữu hình một cách hợp lý, tránh đầu tư quá mức sẽ dẫn đến gánh nặng chi phí cho DN... ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền và Ngô Thị Quyên (2015). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 215, 59-66.
2. Nguyễn Đình Thọ (2011). *Phương pháp nghiên cứu khoa học trong kinh doanh*. NXB Lao động Xã hội, Hà Nội.
3. Nguyễn Thị Mỹ Phượng, (2021). Các yếu tố tác động đến hiệu quả của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, 51, 168-179.
4. Nguyễn Xuân Thắng, Đàm Văn Huệ, Phạm Việt Hùng và Vũ Ngọc Tuấn (2017). Tác động của sở hữu nhà nước tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cổ phần có vốn nhà nước trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 243, 71-79.
5. OECD (2022). *Đánh giá của OECD về quản trị công ty trong doanh nghiệp nhà nước tại Việt Nam*. Truy cập tại <https://doi.org/10.1787/2b24c510-vi>
6. Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương - CIEM (2019). *Kinh tế nhà nước và cơ cấu lại DNNN: Đánh giá kết quả thực hiện giai đoạn 2011-2020 và đề xuất phương hướng giải pháp cho giai đoạn 2021-2030*. NXB Thanh niên, Hà Nội.
7. Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of commerce and Management*, 23(4), 354-368.
8. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International journal of management*, 28(4), 3-15.
9. Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied financial economics*, 15(18), 1269-1282.
10. Hsiao, C. (1986). *Analysis of Panel Data* (3rd ed.). Cambridge University Press, Cambridge.
11. Khan, A. G. (2012). The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and financial reporting*, 2(1), 245-262.
12. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632.
13. Muhammad, H., & Shah, B. (2014). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Pakistan. *The Journal of Industrial Distribution & Business*, 5(2), 13-20.

14. Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. M. (2012). The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
15. Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
16. Williamson, O. E. (1967). Hierarchical control and optimum firm size. *Journal of political economy*, 75(2), 123-138.
17. Zeitun, R., & Tian, G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), 40-53.

Ngày nhận bài: 14/10/2023

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 29/10/2023

Ngày chấp nhận đăng bài: 15/11/2023

Thông tin tác giả:

PGS. TS. NGUYỄN THU HIỀN

Khoa Kế toán, Học viện Tài chính

FACTORS AFFECTING THE PERFORMANCE OF STATE-OWNED JOINT STOCK COMPANIES LISTED ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET

● Assoc. Prof. PhD. **NGUYEN THU HIEN**

Faculty of Accounting, Academy of Finance

ABSTRACT:

This study examined the impact of factors on the performance of 185 listed state-owned non-financial joint stock companies on the Vietnamese stock market in the period 2015–2022. The study's results showed that the capital structure, which is measured by total debt to total assets (LEV), firm size (SIZE), tangible fixed assets (TANG), current ratio (LIQ), and enterprise age (AGE), has different impacts on the company's performance. The company's performance is measured by the ratio of the after-tax return on total assets (ROA).

Keywords: performance, state capital, listed enterprises, capital structure, Vietnam's stock market.