



## FACTORS AFFECTING THE PROFITABILITY OF CONSUMER GOODS ENTERPRISES: STUDY OF ENTERPRISES LISTED ON THE VIETNAM STOCK EXCHANGE

Nguyen Khanh Linh<sup>1\*</sup>, Phan Thi Hang Nga<sup>2</sup>

<sup>1</sup>University of Bedfordshire

<sup>2</sup>University of Finance – Marketing

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi71.339</p> <p><i>Received:</i> September 12, 2022</p> <p><i>Accepted:</i> October 15, 2022</p> <p><i>Published:</i> October 25, 2022</p> <p><b>Keywords:</b> Consumer goods company; Firm characteristics; Macroeconomic factors; profitability; Vietnamese listed company.</p>	<p>Consumer goods are one of the most potential and important markets of Vietnam. To further nurture the growth of this market, improving the firm profitability of consumer goods companies is essential. This research examines the influence of macroeconomic drivers and firm-specific aspects on profitability, proxied by ROA and ROE, of listed consumer goods companies in Vietnam. The study used POOL, FEM, REM, and GLS models to study 79 listed companies on HNX and HOSE from 2016 to 2020. The regression result showed that both macroeconomics and firm-specific factors have a significant impact on the profitability of studied firms. The macroeconomic factors are the GDP rate, interest rate, inflation rate, and exchange rate. The firm characteristics include firm size, leverage, and liquidity. Research's implication is that firm managers and policymakers should consider both macroeconomics and firm-specific factors in their decision-making process, especially interest rate and financial leverage.</p>

*\*Corresponding author:*

Email: [nguyenkhanhlinh.mba@gmail.com](mailto:nguyenkhanhlinh.mba@gmail.com)



## CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP HÀNG TIÊU DÙNG: NGHIÊN CỨU CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Khánh Linh<sup>1\*</sup>, Phan Thị Hằng Nga<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Bedfordshire, Vương Quốc Anh

<sup>2</sup>Trường Đại học Tài chính – Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi71.339</p> <p>Ngày nhận: 12/09/2022</p> <p>Ngày nhận lại: 15/10/2022</p> <p>Ngày đăng: 25/10/2022</p> <p><b>Từ khóa:</b> Doanh nghiệp hàng tiêu dùng; Doanh nghiệp niêm yết; Đặc điểm doanh nghiệp; Lợi nhuận; Yếu tố kinh tế vĩ mô.</p>	<p>Thị trường hàng tiêu dùng là một trong những thị trường quan trọng của Việt Nam. Để tiếp tục phát triển thị trường tiềm năng này, cải thiện tình hình hoạt động và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thuộc ngành hàng là cực kỳ quan trọng. Nghiên cứu này nhằm xem xét các tác động khả dĩ các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp sản xuất kinh doanh hàng tiêu dùng, được đo bằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Nghiên cứu sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu dạng bảng POOL, REM, FEM và phương pháp GLS để nghiên cứu trên 79 doanh nghiệp niêm yết trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2016-2020. Kết quả ước lượng cho thấy, năng sinh lời của doanh nghiệp ngành hàng tiêu dùng niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi cả yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp. Các yếu tố vĩ mô đặc trưng gồm tăng trưởng GDP, tỷ lệ lạm phát, lãi suất và tỷ giá hối đoái. Các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp thể hiện quy mô, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản doanh nghiệp. Khuyến nghị các nhà quản lý doanh nghiệp nên quan tâm đến cả các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp khi đưa ra quyết định, đặc biệt là lãi suất và đòn bẩy tài chính doanh nghiệp.</p>

### 1. Giới thiệu

Thị trường hàng tiêu dùng cuối ở Việt Nam đang chứng kiến những bước phát triển mạnh mẽ trong những năm qua. Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê Việt Nam (2022), tỷ lệ tăng

trưởng 9 tháng đầu năm 2022 của ngành hàng này đã đạt ngưỡng 7,26%, đóng góp 44,46% vào tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế Việt Nam. Thị trường hàng tiêu dùng hứa hẹn sẽ tiếp tục là một trong những thị trường quan trọng của Việt Nam trong thời gian tới. Để tiếp tục phát triển thị trường tiềm năng này, cải thiện tình hình hoạt động và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp thuộc ngành hàng là cực kỳ

\*Tác giả liên hệ:

Email: [nguyenkhanhlinh.mba@gmail.com](mailto:nguyenkhanhlinh.mba@gmail.com)

quan trọng. Các nghiên cứu thực nghiệm đã phát hiện ra một số yếu tố có ảnh hưởng đáng chú ý đến lợi nhuận kinh doanh như các chỉ số phản ánh sự tăng trưởng và mức độ hoạt động của nền kinh tế, cũng như các chỉ số tiền tệ (Bhayani, 2010; Nanda & Panda, 2018; Bui và cộng sự, 2020). Các nhà nghiên cứu đã nghiên cứu các đặc điểm của doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp và các chỉ số tài chính, cũng như tác động của chúng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp (Hall & Weiss, 1967; Saeed và cộng sự, 2013; Dioha và cộng sự, 2018; Mukras, 2015).

Mặc dù, các yếu tố quyết định lợi nhuận kinh doanh đã được nghiên cứu thực nghiệm trên toàn thế giới, tuy nhiên ngành hàng tiêu dùng ở Việt Nam vẫn chưa được chú ý do tính chất non trẻ của thị trường này. Trong khi đó, các nghiên cứu từ những ngành khác lại không thể áp dụng vào ngành tiêu dùng vì sự khác biệt trong tính chất ngành (Izedonmi & Abdullahi, 2011). Để lấp đầy khoảng trống đó, nghiên cứu sẽ điều tra xem các yếu tố kinh tế vĩ mô và đặc điểm của doanh nghiệp có mối quan hệ nào với khả năng sinh lời hay không, được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các doanh nghiệp hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam. Từ đó, nghiên cứu cung cấp thêm các bằng chứng về ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô và các đặc điểm doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động của sản xuất kinh doanh hàng tiêu dùng ở Việt Nam.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Lý thuyết nền tảng

**Quan điểm nguồn lực.** Quan điểm Nguồn lực của Wernerfelt (1984) giải thích mối liên hệ giữa hoạt động và nguồn lực bên trong của doanh nghiệp. Lý thuyết cho rằng, các nguồn lực nội bộ cung cấp cho doanh nghiệp những lợi thế cạnh tranh để tăng hiệu quả hoạt động (Wernerfelt, 1984). Để duy trì tính bền vững của các lợi thế cạnh tranh, Barney (1986) và Mahoney và Pandian (1992) cho rằng, các nguồn lực cần phải thỏa mãn bốn đặc điểm sau: (1) Có giá trị cao, (2) Có tính khan hiếm, (3) Khó tái tạo, và (4) Khó thay thế. Quan điểm Nguồn lực là một trong những nền tảng của

nghiên cứu này vì lý thuyết đó giúp mô tả ảnh hưởng của các đặc tính nội bộ, ví dụ như quy mô và cấu trúc tài chính đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

**Lý thuyết về cơ cấu nguồn vốn doanh nghiệp.** Lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cung cấp hai cách giải thích khác nhau về tác động của đòn bẩy đối với hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers, 1984) đề xuất một trật tự phân cấp, ưu tiên huy động vốn từ các nguồn nội bộ hơn các nguồn bên ngoài. Lý thuyết cho rằng, việc huy động vốn từ các nguồn bên ngoài có thể đắt hơn do phải cộng thêm chi phí bù cho thông tin không cân xứng giữa người cho vay và người đi vay (Baskin, 1989). Lý thuyết được hỗ trợ bởi nghiên cứu của Titman và Wessels (1988) và Shyam-Sunder và Myers (1999).

Mặt khác, lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (Myers & Majluf, 1984) lại ủng hộ lợi ích của nợ đối với tài chính doanh nghiệp khi cho rằng, lá chắn từ khấu trừ thuế từ việc sử dụng nợ làm cho việc huy động vốn từ nợ rẻ hơn đối với các doanh nghiệp. Nghiên cứu của Marsh (1982) và Hovakimian và cộng sự (2001) đã ủng hộ lý thuyết này. Kết luận, mặc dù hai lý thuyết đối lập nhau, nhưng chúng đều giúp giải thích và dự đoán ảnh hưởng của chi phí vay nợ đến chi phí hoạt động và tiếp đó là khả năng sinh lợi dựa vào cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

**Giả thuyết Kinh tế vĩ mô.** Giả thuyết Kinh tế vĩ mô tập trung mô tả mối liên hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và hoạt động của doanh nghiệp. Giả thuyết này dựa trên giả định rằng, các biến số kinh tế vĩ mô, chẳng hạn như tỷ lệ GDP, lãi suất và tỷ lệ lạm phát, ảnh hưởng lẫn nhau và ảnh hưởng đến hoạt động của một doanh nghiệp (Mwangi, 2013). Ví dụ, nghiên cứu của Fama và Schwert (1977) đã chứng minh rằng có mối quan hệ qua lại giữa tỷ lệ lạm phát và lãi suất cho vay hàng năm. Nghiên cứu này được phát triển dựa trên giả thuyết này và được tiến hành theo lập luận kinh tế rằng, mọi thứ đều có sự phụ thuộc vào nhau (Muchir, 2012).

**Lý thuyết chi phí đẩy.** Năm 1767, James Stewart đã đề xuất học thuyết đầu tiên về lý thuyết chi phí đẩy, giải thích sự gia tăng lạm phát do sự gia tăng trong chi phí và cạnh tranh.

Việc tăng lương do công đoàn đòi hỏi sẽ làm tăng chi phí sản xuất; do đó, các doanh nghiệp phải tăng giá sản phẩm để tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng của họ (Steuart, 1767). Khi này, giá cả tăng ở một số ngành, đặc biệt là các ngành cung cấp đầu vào cho ngành khác, sẽ tạo ra xu hướng tăng giá tương tự ở các ngành phía sau và ảnh hưởng lan truyền đến toàn bộ nền kinh tế (Totonchi, 2011). Ở mức độ hợp lý, lạm phát gia tăng sẽ thúc đẩy các hoạt động kinh doanh sản xuất (Bùi và cộng sự, 2020). Nhưng khi lạm phát không được kiểm soát mà tăng cao, sức mua của người dân sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, thậm chí có thể dẫn đến suy thoái kinh tế. Dựa trên lý thuyết này, lạm phát luôn có tác động đáng kể đến chi phí hoạt động kinh doanh sản xuất của doanh nghiệp và sức mua của người dân; từ đó, ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

*Lý thuyết tiền tệ.* Lý thuyết tiền tệ giải thích vai trò quản lý của Chính phủ trong việc kiểm soát mức độ hoạt động kinh tế thông qua nguồn cung tiền bắt đầu từ các kênh ngân hàng (Stiglitz và cộng sự, 2003). Có hai cách chính mà chính sách tiền tệ có thể tác động đến hoạt động của doanh nghiệp: đó là thông qua tác động đến tỷ lệ dự trữ bắt buộc và lãi suất (Stiglitz và cộng sự, 2003). *Thứ nhất*, khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc thay đổi, nguồn cung tiền ra thị trường sẽ bị ảnh hưởng ngược chiều: tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng sẽ giới hạn khả năng cho vay của ngân hàng, từ đó giảm lượng cung tiền. *Thứ hai*, khi lãi suất thay đổi, chi phí vay nợ sẽ có biến động cùng chiều. Nghĩa là khi lãi suất tăng, chi phí trả lãi cho các khoản nợ trở nên đắt đỏ hơn, từ đó ảnh hưởng đến chi phí của doanh nghiệp và các quyết định mở rộng sản xuất trên vốn vay. Qua hai kênh này, chính sách tiền tệ có ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của doanh nghiệp (Adrian & Shin, 2010).

*Lý thuyết ngang giá sức mua.* Lý thuyết ngang giá sức mua nhận định giá trị của hàng hóa đồng nhất phụ thuộc vào giá trị đồng tiền của quốc gia đó, dựa trên các giả định rằng chi phí giao dịch không tồn tại, hàng hóa được giao dịch là đồng nhất và không có rào cản (Cassel, 1918). Theo đó, khi sức mua là tương đương giữa các

quốc gia thì tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền của các quốc gia này sẽ ở mức cân bằng. Điều này cho thấy sức mạnh của đồng tiền có ý nghĩa rất lớn đối với chi phí và doanh thu của hoạt động xuất nhập khẩu của một quốc gia.

## 2.2. Bằng chứng Thực nghiệm

Ảnh hưởng của các yếu tố kinh tế vĩ mô đến lợi nhuận của các doanh nghiệp đã được nghiên cứu rộng rãi trên toàn thế giới (McNamara & Duncan, 1995; Mwangi, 2013; Issah & Antwi, 2017; Romus và cộng sự, 2020; Baariu & Peter, 2021). Các nghiên cứu này đã nghiên cứu ảnh hưởng của một số động lực kinh tế vĩ mô đối với lợi tức tài sản của các doanh nghiệp trong các lĩnh vực khác nhau tại Nigeria, Vương quốc Anh, Australia, Indonesia và Kenya. Tuy vậy, các biến được chọn và kết quả giữa các nghiên cứu không đồng nhất. Nghiên cứu của Romus và cộng sự (2020), chẳng hạn, phát hiện ra rằng tỷ lệ GDP có mối liên hệ đáng kể đến lợi nhuận của các doanh nghiệp Indonesia trong khi lãi suất hầu như không đóng vai trò gì trong việc ảnh hưởng đến các biến phụ thuộc. Từ một góc nhìn khác, khi nghiên cứu các ngân hàng Kenya, Baariu và Peter (2021) đã nghiên cứu rằng tất cả các biến được nghiên cứu, cụ thể là tỷ lệ GDP, tỷ lệ lạm phát và lãi suất, đều có ảnh hưởng đáng kể đến ROA.

Các nghiên cứu của Atsango (2018), Blažková và Dvoutelý (2018), Dioha và cộng sự (2018), Kartiningsih và Daryanto (2020), Chabachib và cộng sự (2020), Le và cộng sự (2020) và Nguyen và Tran (2021) đã cố gắng khám phá mối quan hệ giữa các đặc tính của doanh nghiệp đến lợi nhuận. Tuy nhiên, các kết quả đều khác nhau đáng kể giữa các nghiên cứu. Ví dụ, kết quả từ Kartiningsih và Daryanto (2020) cho thấy rằng tất cả các biến được chọn, bao gồm số năm hoạt động của doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản, đều ảnh hưởng rõ nét đến lợi nhuận bán hàng của các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống Indonesia. Trong khi đó, Dioha và cộng sự (2018) kết luận rằng chỉ quy mô doanh nghiệp, tăng trưởng doanh số và đòn bẩy tài chính mới có tác động đáng kể đến hoạt động của các doanh nghiệp hàng tiêu dùng Nigeria.

Các xu hướng tương tự cũng được quan sát thấy trong các nghiên cứu về tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô và các khía cạnh đặc tính của doanh nghiệp đối với lợi nhuận. Chẳng hạn như các nghiên cứu ở Pakistan (Hussain, 2015), Ấn Độ (Nanda & Panda, 2018), Việt Nam (Bùi và cộng sự, 2020), Croatia (Pervan và cộng sự, 2019) và Nga (Tsvetkova và cộng sự, 2021). Không chỉ vậy, có một sự đa dạng hoá đáng chú ý trong các yếu tố được nghiên cứu giữa các nghiên cứu nói trên. Hơn nữa, hầu hết trong số những nghiên cứu này đều hoặc là chỉ tập trung vào các động lực kinh tế vĩ mô, hoặc là chỉ đặc tính cụ thể của doanh nghiệp. Ví dụ, các nghiên cứu của Hussain (2015), Nanda và Panda (2018), Bui và cộng sự (2020) và Tsvetkova và cộng sự (2021) tập trung nhiều hơn vào các đặc điểm của doanh nghiệp hơn là các động lực kinh tế vĩ mô. Trong khi đó, nghiên cứu của Pervan và cộng sự (2019) tập trung vào các yếu tố kinh tế vĩ mô hơn là các yếu tố nội bộ doanh nghiệp. Hơn nữa, những nghiên cứu có cùng chủ đề này trên các doanh nghiệp hàng tiêu dùng ở Việt Nam còn hạn chế do phần lớn các nghiên cứu của Việt Nam tập trung chủ yếu vào lĩnh vực sản xuất, cụ thể là nghiên cứu của Lê và cộng sự (2020), Nguyễn và Trần (2021).

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu

Đối tượng của nghiên cứu này bao gồm tất cả các doanh nghiệp hàng tiêu dùng niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) tại Việt Nam trong giai đoạn 2016-2020. Cỡ mẫu bao gồm 79 doanh nghiệp đang hoạt động được quan sát trong 5 năm, cung cấp tổng cộng 395 quan sát. Dữ liệu được thu thập là dữ liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính được lưu trữ trên tvsi.com và Dữ liệu Mở của Ngân hàng Thế giới.

#### 3.2. Mô hình và Phương pháp phân tích dữ liệu

Nghiên cứu này áp dụng mô hình thống kê và hồi quy dữ liệu dạng bảng, bao gồm POOL,

FEM, REM, và phương pháp ước lượng GLS để xem xét mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và các đặc điểm của doanh nghiệp được chọn đối với tình hình hoạt động của doanh nghiệp hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam. Nghiên cứu sẽ thực hiện phân tích trên phần mềm STATA15. Các bước phân tích được trình bày như sau: (1) thống kê mô tả; (2) phân tích hồi quy bằng các mô hình POOL, FEM, REM; (3) kiểm định tính phù hợp của mô hình để lựa chọn; (4) kiểm tra giả định về phương sai sai số không đổi và sự độc lập giữa các đơn vị chéo đều bị vi phạm; và (5) sử dụng phương pháp GLS để khắc phục các sai phạm của các mô hình.

Mô hình Hồi quy được ứng dụng trong nghiên cứu này được dựa trên mô hình trong nghiên cứu của Egbunike và Okerekeoti (2018), như được nêu dưới đây:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * FS_{it} + \beta_2 * CR_{it} + \beta_3 * DR_{it} + \beta_4 * IntR_t + \beta_5 * InfR_t + \beta_6 * GDPR_t + \beta_7 * ExcR_t + e_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * FS_{it} + \beta_2 * CR_{it} + \beta_3 * DR_{it} + \beta_4 * IntR_t + \beta_5 * InfR_t + \beta_6 * GDPR_t + \beta_7 * ExcR_t + e_{it}$$

#### Ghi chú:

$ROA_{it}$  = Tỷ suất sinh lời của tài sản doanh nghiệp i trong năm t;

$ROE_{it}$  = Tỷ suất sinh lời trên vốn cổ phần doanh nghiệp i trong năm t;

$FS_{it}$  = Quy mô doanh nghiệp i trong năm t;

$CR_{it}$  = Đòn bẩy tài chính doanh nghiệp i trong năm t;

$DR_{it}$  = Tính thanh khoản doanh nghiệp i trong năm t;

$IntR_t$  = Lãi suất trong năm t;

$InfR_t$  = Lạm phát trong năm t;

$GDPR_t$  = Tỷ lệ Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) trong năm t;

$ExcR_t$  = Tỷ giá hối đoái trong năm t.

#### 3.3. Mô tả biến

Tên biến	Các xác định biến	Kỳ vọng dấu	Các nghiên cứu hiện có
<b>Biến phụ thuộc</b>			
Tỷ suất sinh lời của tài sản (ROA)	$ROA = \frac{\text{Thu nhập ròng}}{\text{Bình quân tổng tài sản}}$		Egbunike và Okerekeoti (2018); Khatab và cộng sự (2011); Le và cộng sự (2020)
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	$ROE = \frac{\text{Thu nhập ròng}}{\text{Bình quân vốn chủ sở hữu}}$		Egbunike và Okerekeoti (2018); Khatab và cộng sự (2011); Le và cộng sự (2020)
<b>Biến phụ thuộc</b>			
Quy mô doanh nghiệp (FS)	$FR = Ln(\text{tổng tài sản})$	+	Egbunike và Okerekeoti (2018); Chen và cộng sự (2007); Ghazali (2010)
Đòn bẩy tài chính (CR)	$CR = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	+/-	Egbunike và Okerekeoti (2018); Dioha và cộng sự (2018); Kartiningsih và Daryanto (2020)
Tính thanh khoản (DR)	$DR = \frac{\text{Tài sản lưu động}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	+/-	Egbunike và Okerekeoti (2018); Dioha và cộng sự (2018); Kartiningsih và Daryanto (2020)
Tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR)	Sự thay đổi hàng năm của tổng giá trị hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam.	+	Egbunike và Okerekeoti (2018); Issah và Antwi (2017); Romus và cộng sự (2020)
Lãi suất (IntR)	Sự thay đổi hàng năm của lãi suất cho vay chính thức.	-	Egbunike và Okerekeoti (2018); Issah và Antwi (2017); Romus và cộng sự (2020)
Tỷ lệ lạm phát (InfR)	Sự thay đổi hàng năm của chỉ số giá tiêu dùng.	+	Egbunike và Okerekeoti (2018); Issah và Antwi (2017); Romus và cộng sự (2020)
Tỷ giá hối đoái (ExcR)	Tỷ giá trao đổi ngoại tệ của Việt Nam đồng (VND, đ) với đô la Hoa Kỳ (US\$).	+	Bailliu và Bouakez (2004); Bodnar và Gentry (1993); Yeboah và Takacs (2019)

### 3.4. Xây dựng giả thuyết

GDP cho biết tổng sản lượng nội địa được sản xuất bởi một quốc gia. Dựa trên lý thuyết về các chỉ số kinh tế trùng hợp (Mitchell & Burns, 1938), Tỷ lệ tăng trưởng GDP phản ánh trạng thái hiện tại và tương lai của hoạt động kinh tế vĩ mô. Những thay đổi trong tỷ lệ tăng trưởng GDP sẽ gây ra những thay đổi về phía cung theo chiều hướng tương tự (Mwangi, 2013). Tỷ lệ tăng trưởng GDP gia tăng cũng ảnh hưởng tích cực đến sức mua của người tiêu dùng, dẫn đến tăng nhu cầu sản phẩm và lợi nhuận của doanh nghiệp (Bui và cộng sự, 2020). Giải thích này phù hợp với bằng chứng thực nghiệm hiện có

của Mwangi (2013), Pervan và cộng sự (2019), Bui và cộng sự (2020) và Romus và cộng sự (2020). Trong khi đó, các sản phẩm của ngành hàng trong nghiên cứu này là mặt hàng tiêu dùng đại trà, mặt hàng mà có thể được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng GDP. Do đó, nghiên cứu này mong muốn đạt được kết quả sau:

*Giả thuyết H1: Tốc độ tăng trưởng GDP ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời.*

Lãi suất là chi phí phải trả cho việc sử dụng vốn vay hoặc tài sản. Theo lý thuyết của nền kinh tế tiền tệ, lãi suất ảnh hưởng đến mặt cầu và mặt cung bằng cách tác động đến các hoạt

động kinh tế (Stiglitz và cộng sự, 2003). Lãi suất cao hơn làm tăng chi phí sản xuất và giảm các hoạt động như đầu tư (Bhayani, 2010; Mwangi, 2013; Romus và cộng sự, 2020), dẫn đến giảm lợi nhuận của doanh nghiệp. Do đó, giả thuyết sau được kỳ vọng sẽ đạt được:

*Giả thuyết H2: Lãi suất ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời.*

Tỷ lệ lạm phát thể hiện sự biến động trong chỉ số giá tiêu dùng (CPI), trong đó các mức độ khác nhau của chỉ số này dẫn đến các tác động khác nhau. Bui và cộng sự (2020) cho rằng tỷ lệ lạm phát ở mức trung bình thúc đẩy các hoạt động kinh tế, chẳng hạn như đầu tư, nhằm tăng năng suất và chất lượng sản phẩm. Trong khi mức lạm phát cao có thể phá hủy các hoạt động kinh tế và suy thoái tài chính. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có thể giảm thiểu hậu quả của lạm phát cao nếu họ dự đoán được những biến động của nó (Mwangi, 2013; Pervan và cộng sự, 2019). Từ đó, các doanh nghiệp có thể ước tính giá trị tiền tệ trong tương lai và sức mua của người tiêu dùng. Do đó, họ có thể linh hoạt quản lý chi phí sản xuất và giá thành sản phẩm để đạt được lợi nhuận cao nhất (Pervan và cộng sự, 2019). Căn cứ vào tình hình kiểm soát lạm phát đang được giữ ở mức ổn định ở Việt Nam (Tổng cục thống kê, 2022), tác giả có giả thuyết sau:

*Giả thuyết H3: Tỷ lệ lạm phát ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời.*

Tỷ giá hối đoái là tỷ giá quy đổi từ đồng tiền của quốc gia này với quốc gia khác và được xem là công cụ hữu hiệu để đo lường sức mua của đồng nội tệ. Theo Bailliu và Bouakez (2004), Tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp trên ba phương diện: giá hàng nhập khẩu, chi phí sản xuất và lạm phát. Khi đồng nội tệ yếu, chi phí nhập khẩu và sản xuất dựa trên nguyên vật liệu nhập khẩu sẽ gia tăng; từ đây kéo theo lạm phát gia tăng và sức mua của người tiêu dùng sẽ giảm sút nếu lạm phát trở nên quá cao. Tuy nhiên, hoạt động xuất khẩu sẽ được hưởng lợi khi giá hàng xuất khẩu rẻ sẽ tăng nhu cầu và sức mua ở những thị trường quốc tế nơi có đồng tiền mạnh hơn. Để đánh giá ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái, cần thiết phải xem xét thêm đặc tính của ngành hàng và doanh nghiệp bởi các hoạt động xuất nhập khẩu của mỗi ngành hàng và doanh nghiệp là

khác nhau (Bodnar & Gentry, 1993). Xem xét thực trạng cán cân nghiêng về nhập khẩu của Việt Nam nói chung và của ngành hàng tiêu dùng nói riêng (Tổng cục thống kê, 2022), Từ đây, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

*Giả thuyết 4: Tỷ giá hối đoái ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời.*

Quy mô doanh nghiệp được định nghĩa là nguồn lực doanh nghiệp sở hữu, bao gồm tài sản, công nghệ và sở hữu trí tuệ (Kumar và cộng sự, 1999). Quy mô lớn hơn cung cấp cho phép các doanh nghiệp tiếp cận nhiều nguồn lực hơn để tiến hành nhiều hoạt động vận hành hơn, thu hút nhiều đầu tư hơn và đạt được hiệu quả cao hơn (Mathur & Kenyon, 1997; Majumdar, 1997; Chabachib và cộng sự, 2020). Ngoài ra, quy mô doanh nghiệp lớn hơn cho phép các doanh nghiệp tận dụng lợi thế theo quy mô, nơi các doanh nghiệp được hưởng lãi suất thấp hơn và tỷ lệ chiết khấu cao hơn cho các giao dịch số lượng lớn của họ (Nanda & Panda, 2018). Không chỉ vậy, những lợi thế này lại cho phép các doanh nghiệp lớn giảm chi phí sản xuất, nâng cao nguồn tài chính và tạo ra nhiều lợi nhuận hơn so với các doanh nghiệp nhỏ hơn. Giải thích này được hỗ trợ bởi nghiên cứu trước đây của Nanda và Panda (2018), Chabachib và cộng sự (2020), Kartiningasih và Daryanto (2020) và Nguyen và Tran (2021). Do đó, nghiên cứu hy vọng sẽ tạo ra kết quả sau:

*Giả thuyết 5: Quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận.*

Các doanh nghiệp có thể vay từ các nguồn lực bên ngoài để tài trợ phát triển và đảm bảo cho các hoạt động điều hành của doanh nghiệp (Kartiningasih & Daryanto, 2020). Mối liên hệ giữa đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời của doanh nghiệp được giải thích bằng lý thuyết Trật tự Phân hạng và Đánh đổi Cấu trúc vốn. Lý thuyết Trật tự Phân hạng (Myers, 1984) cho rằng việc vay nợ đắt hơn so với huy động nguồn lực bên trong do thông tin không cân xứng. Do đó, phụ thuộc nhiều vào nợ có thể cho thấy sức khỏe tài chính kém và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Lập luận này được hỗ trợ bởi các tài liệu nghiên cứu hiện có của Doğan (2013) và Nanda và Panda (2018). Mặt khác, lý thuyết Đánh đổi Cấu trúc vốn (Myers & Majluf, 1984) giải thích mối quan hệ thuận

chiều giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả tài chính. Lý thuyết ủng hộ rằng các doanh nghiệp có mức nợ cao hơn sẽ được hưởng các lá chắn thuế lớn hơn đối với các khoản nợ, dẫn đến giảm chi phí hoạt động. Nghiên cứu của Stierwald (2010), Bhayani (2010) và Atsango (2018) cũng cho kết quả tương tự. Do đó, nghiên cứu đưa ra hai giả thuyết như sau:

*Giả thuyết 6a: Đòn bẩy doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời.*

*Giả thuyết 6b: Đòn bẩy doanh nghiệp ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời.*

Tính thanh khoản phản ánh khả năng áp dụng các nghĩa vụ ngắn hạn bằng tài sản lưu động của một doanh nghiệp (Chabachib và cộng sự, 2020). Có hai trường phái tranh luận về ảnh hưởng của tính thanh khoản đối với hoạt động của doanh nghiệp. Một bên cho rằng tính thanh khoản ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận vì một doanh nghiệp có tính thanh khoản cao có thể giảm chi phí lãi vay và khả năng phá sản (Novita & Sofie, 2015; Malik, 2011). Do đó, mức độ thanh khoản cao cho thấy tình trạng tài chính khoẻ mạnh, đồng thời khiến doanh nghiệp trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư

(Kartorningsih & Daryanto, 2020). Mối quan hệ này đã được chứng minh qua nghiên cứu của Nguyen và Tran (2021) và Nanda và Panda (2018). Trong khi các nhà nghiên cứu khác ủng hộ lập luận ngược lại, khi tính thanh khoản cao ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận vì trong lúc các doanh nghiệp giữ một lượng lớn tài sản nhàn rỗi họ sẽ không thể tạo ra nhiều lợi nhuận hơn từ chúng (Bhayani, 2010). Hơn nữa, các doanh nghiệp phải trả một khoản chi phí cao hơn để duy trì tài sản nhàn rỗi (Nanda & Panda, 2018). Vì những lý do này, tác giả đưa ra hai giả thuyết như sau:

*Giả thuyết 7a: Tính thanh khoản có ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời.*

*Giả thuyết 7b: Tính thanh khoản ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời.*

**4. Kết quả và thảo luận**

**4.1. Thống kê mô tả**

Mẫu nghiên cứu gồm 395 quan sát của 79 doanh nghiệp hàng tiêu dùng niêm yết Việt Nam từ năm 2016 đến năm 2020 được trình bày trong Bảng 1.

**Bảng 1.** Tóm tắt bảng thống kê mô tả

	Đơn vị tính	Trung bình	Trung vị	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Tỷ suất sinh lời của tài sản (ROA)	%	8,482	6,420	-18,990	54,150	7,909
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)	%	15,877	12,550	-95,320	81,480	14,754
Quy mô doanh nghiệp (FS)	Tỷ đồng	13,959	13,900	10,600	18,570	1,530
Đòn bẩy tài chính (CR)	%	0,475	0,480	0,040	0,970	0,177
Tính thanh khoản (DR)	%	1,827	1,480	0,500	10,380	1,217
Tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR)	%	7,351	7,372	6,960	7,708	0,300
Lãi suất (IntR)	%	3,149	3,221	2,668	3,540	0,361
Tỷ lệ lạm phát (InfR)	%	6,006	6,810	2,910	7,080	1,580
Tỷ giá hối đoái (ExcR)	1000đ	22,633	22,602	21,935	23,208	461,545

Kết quả thống kê (Bảng 1) cho thấy, các doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu có các đặc điểm chung như *quy mô tương đối lớn, cấu trúc đòn bẩy tài chính cân bằng, và khả năng thanh khoản tốt*. Các chỉ số đo lường hiệu quả hoạt

động kinh doanh được giữ ở mức khá tốt là 8,482% ở tỷ suất sinh lời của tài sản và 15,877% ở tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Tuy vậy, có mức độ chênh lệch đáng kể giữa các doanh nghiệp hàng tiêu dùng, lên đến 7,909 điểm lệch



chuẩn cho tỷ suất sinh lời của tài sản và 14,754 điểm lệch chuẩn cho tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ tăng trưởng GDP trong giai đoạn 2016-2020 có sự khác biệt đáng kể, trong đó mức tối thiểu là 2,91% do trong giai đoạn này tình hình tăng trưởng GDP của Việt Nam sụt giảm vì ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19. Trong khi đó, lãi suất, tỷ lệ lạm phát, và tỷ giá

hối đoái có ít sự thay đổi, với độ lệch chuẩn của lãi suất là 0,30, tỷ lệ lạm phát là 0,36, và tỷ giá hối đoái là 461,545 đồng.

**4.2. Phân tích hồi quy**

Kết quả phân tích bằng các mô hình hồi quy POOL, FEM, REM và GLS được trình bày ở bảng 2 và 3 như sau:

**Bảng 2.** Kết quả Hồi quy mô hình ROA

Biến phụ thuộc: ROA	Mô hình hồi quy			
	POOL	FEM	REM	GLS
Quy mô doanh nghiệp (FS)	0,302 [-1,22]	0,247 [-0,19]	0,374 [-0,84]	0,342 [-1,64]
Đòn bẩy tài chính (CR)	-20,17*** [-6,82]	-15,21*** [-3,76]	-16,37*** [-5,17]	-13,39*** [-7,70]
Tính thanh khoản (DR)	-0,349 [-0,81]	1,093** [-2,34]	0,703* [-1,68]	0,0688 [-0,21]
Tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR)	0,346 [-0,96]	0,409* [-1,87]	0,391* [-1,79]	0,158* [-1,66]
Lãi suất (IntR)	-1,7 [-0,21]	-1,746 [-0,35]	-1,718 [-0,35]	3,406* [-1,68]
Tỷ lệ lạm phát (InfR)	0,243 [-0,15]	0,178 [-0,18]	0,188 [-0,2]	0,57 [-1,36]
Tỷ giá hối đoái (ExcR)	0,000247 [-0,04]	0,000549 [-0,16]	0,000431 [-0,12]	-0,00299** [-2,20]
<b>Hằng số</b>	<b>18,54</b>	<b>7,649</b>	<b>9,69</b>	<b>48,29***</b>
<b>Độ phù hợp mô hình</b>	<b>F(7, 387)</b>	<b>F(7,309)</b>	<b>Wald chi2 (7)</b>	<b>Wald chi2 (7)</b>
Thống kê F/ Wald chi2	11,26***	8,25***	71,27***	118,4***
<b>Lựa chọn mô hình</b>				
<b>Kiểm định ảnh hưởng cố định</b> (Wald test) F(78, 309)	9,8***			
<b>Kiểm định Hausman</b> (Hausman test) (chi2(6))	3,9			
<b>Kiểm định phương sai sai số thay đổi</b> chibar2(01)	312,21***			
<b>Kiểm định tương quan chuỗi</b> ALM(lambda=0)	46,95***			

**Ghi chú:** Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%.  
Thống kê t trong ngoặc [ ].

**Bảng 3.** Kết quả Hồi quy mô hình ROE

Biến phụ thuộc: ROE	Mô hình hồi quy			
	POOL	FEM	REM	GLS
Quy mô doanh nghiệp (FS)	0,218 [-0,43]	2,726 [-0,84]	0,453 [-0,56]	0,611 [-1,47]
Đòn bẩy tài chính (CR)	-13,28** [-2,22]	-18,31* [-1,78]	-12,92* [-1,81]	-9,678*** [-2,94]
Tính thanh khoản (DR)	-0,811 [-0,93]	0,995 [-0,84]	0,202 [-0,21]	-0,24 [-0,52]
Tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR)	0,726 [-0,99]	0,89 [-1,59]	0,793 [-1,43]	0,462** [-2,49]
Lãi suất (IntR)	1,963 [-0,12]	0,74 [-0,06]	1,62 [-0,13]	7,076* [-1,81]
Tỷ lệ lạm phát (InfR)	2,85 [-0,88]	2,747 [-1,12]	2,82 [-1,15]	2,191*** [-2,72]
Tỷ giá hối đoái (ExcR)	-0,00225 [-0,19]	-0,00175 [-0,20]	-0,00191 [-0,22]	-0,00615** [-2,35]
<b>Hằng số</b>	43,74	4,96	32,9	87,79***
<b>Độ phù hợp mô hình</b>	F(7, 387)	F(7,309)	Wald chi2 (7)	Wald chi2 (7)
Thống kê F/ Wald chi2	1,48*	2,34**	14,48**	38,51***
<b>Lựa chọn mô hình</b>				
<b>Kiểm định ảnh hưởng cố định</b> (Wald test) F(78, 309)	4,7***			
<b>Kiểm định Hausman</b> (Hausman test) (chi2(6))	3,59			
<b>Kiểm định phương sai sai số thay đổi</b> chibar2(01)	138,77***			
<b>Kiểm định tương quan chuỗi</b> ALM(lambda=0)	62,38***			

**Ghi chú:** Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%.  
Thống kê t trong ngoặc [ ].

Chỉ số thống kê F và Wald từ Bảng 2 và 3 đều cho thấy, cả ba mô hình POOL, FEM và REM là phù hợp, khi tất cả chỉ số thống kê của cả ba mô hình đều có giá trị  $Prob < \alpha = 10\%$ . Kiểm định Wald giữa FEM và POOL cho ra kết quả  $F(78, 309) = 11,26$  và  $F(78,309) = 4,7$  (bảng 2 và 3) với giá trị  $Prob > F = 0,0000 (< \alpha = 1\%)$ . Điều này thể hiện rằng, có sự khác biệt đặc trưng giữa các doanh nghiệp hàng tiêu dùng; vì vậy, mô hình FEM sẽ được lựa chọn trong kiểm định này. Sau đó, kiểm định Hausman giữa FEM và REM đã kết luận rằng, mô hình REM có tính phù hợp cao hơn FEM, khi kết quả  $(chi2(6)) = 3,9$

và  $(chi2(6)) = 3,59$  (bảng 4.4 và 4.5) đều mang giá trị  $Prob > chi2 (> \alpha = 5\%)$ . Thế nên, mô hình REM sẽ được lựa chọn trong kiểm định này.

Tiếp theo, kiểm định Lagrange multiplier (Breusch & Pagan, 1980) được sử dụng trên mô hình REM để xem xét phương sai thay đổi và tương quan chuỗi. Kết quả cho thấy, giá trị  $chibar2(01)$  có  $Prob > chi2$  nhỏ hơn 1%, và  $ALM(\lambda = 0)$  có  $Pr > chi2(1)$  nhỏ hơn 1% ở cả hai bảng 2 và 3. Từ đó, nghiên cứu kết luận rằng, có tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan (phụ thuộc giữa các

đơn vị chéo) – hai hiện tượng này sẽ bào mòn tính hiệu quả của mô hình REM. Theo Beck và Katz (1995), phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát (GLS) sẽ là phương pháp phù hợp nhất, giúp cải thiện sự chệnh lệch và độ hiệu quả của kết quả ước lượng trong điều kiện các giả định về hiện tượng phương sai sai số là không đổi và độc lập giữa các đơn vị chéo bị vi phạm. Cho nên, nghiên cứu sẽ triển khai phương pháp GLS để kiểm tra mối tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc.

#### 4.4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Theo kết quả hồi quy, các yếu tố kinh tế vĩ mô cho thấy, có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Các biến vĩ mô được nghiên cứu bao gồm tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR), lãi suất (IntR) và tỷ giá hối đoái (ExcR) đều có tác động mang ý nghĩa thống kê đến cả ROA và ROE của các doanh nghiệp hàng tiêu dùng niêm yết Việt Nam. Cụ thể như sau:

Tác động của biến *tỷ lệ tăng trưởng GDP* (GDPR) có hệ số 0,158 với giá trị  $P=0,098$  đối với biến ROA, và có hệ số 0,462 với giá trị  $P=0,013$  đối với ROE. Điều này cho thấy, tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR) có tác động thuận chiều đến khả năng sinh lời (ROA và ROE) của doanh nghiệp được nghiên cứu; từ đó, giả thuyết 1 được chấp nhận. Kết quả này phù hợp với đặc tính của các doanh nghiệp hàng tiêu dùng. Khi nền kinh tế tăng trưởng, sức mua và nhu cầu mua sắm hàng tiêu dùng của người dân cũng tăng theo, dẫn đến doanh thu tăng cao cho các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng. Các nghiên cứu thực nghiệm cũng ủng hộ kết quả này (Mwangi, 2013; Pervan và cộng sự, 2019; Bui và cộng sự, 2020; Romus và cộng sự, 2020).

Đối với biến ROA và ROE, *Lãi suất* (IntR) có đều tác động dương ở mức ý nghĩa  $P<0,1$ . Hệ số tương quan với ROA nằm ở mức 3,406 và hệ số hồi quy với ROE nằm ở mức 7,076. Như vậy, Lãi suất gia tăng sẽ ảnh hưởng đến ROA và ROE tăng theo. Đây là một kết quả bất ngờ của nghiên cứu, đi ngược lại với đa số những nghiên cứu thực nghiệm đi trước (Bhayani, 2010; Mwangi, 2013; Romus và cộng sự, 2020). Vì vậy, nghiên cứu này đề xuất một cách giải thích cho kết quả này, đó là khả năng sinh lợi của thị trường hàng tiêu dùng Việt

Nam quá lớn, từ đó doanh thu có thể bù đắp được chi phí vay nợ kể cả khi lãi suất tăng cao.

Biến *tỷ lệ lạm phát* (InfR) cho thấy tác động đáng kể đến chỉ số ROE ở mức ý nghĩa  $P=0,007$  và hệ số hồi quy là 2,191; trong khi đó lại không quan sát được tác động đáng kể của biến này với chỉ số ROA. Như vậy, kết quả nghiên cứu chấp nhận giả thuyết 3. Lý do đằng sau mối quan hệ này là chỉ số giá tiêu dùng tăng có thể làm tăng lợi nhuận cho mỗi sản phẩm bán ra. Từ đó, các doanh nghiệp hàng tiêu dùng được khuyến khích nâng cao năng suất và đầu tư để tăng lợi nhuận. Kết quả này được thống nhất với các nghiên cứu thực nghiệm đã được đề cập (Mwangi, 2013; Pervan và cộng sự, 2019; Bui và cộng sự, 2020).

Tác động giữa *Tỷ giá hối đoái* (ExcR) và *Khả năng sinh lợi* (ROA và ROE) được tìm thấy đều có mức ý nghĩa  $P < 0,05$ . Trong đó, hệ số hồi quy giữa ExcR và ROA là -0,003 còn hệ số giữa ExcR và ROE là -0,006. Như vậy, giả thuyết 4 được chấp nhận, khi tỷ giá hối đoái (ExcR) có tác động ngược chiều đến ROA và ROE. Khi tỷ giá hối đoái tăng, giá trị của đồng nội tệ sẽ giảm so với đồng đô Hoa Kỳ, từ đó khiến việc nhập khẩu hàng hoá và nguyên vật liệu sản xuất trở nên đắt đỏ hơn. Với tính chất của ngành hàng tiêu dùng vẫn dựa vào nguồn cung từ nhập khẩu, kết quả đã phản ánh đúng thực trạng tại Việt Nam và phù hợp với kết quả nghiên cứu của Yeboah và Takacs (2019).

Kết quả hồi quy cũng cho thấy, có tác động của đặc điểm doanh nghiệp đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, từng biến khác nhau, bao gồm đòn bẩy tài chính (CR), quy mô doanh nghiệp (FS) và tính thanh khoản (DR) sẽ có những tác động khác nhau. Cụ thể như sau:

Biến *Đòn bẩy tài chính* (CR) có tác động mạnh mẽ nhất đến ROA và ROE với giá trị  $P$  lần lượt là 0,000 và 0,003. Hệ số hồi quy của biến CR là -13,39 với biến ROA và -9,678 với biến ROE. Phát hiện này chấp nhận giả thuyết 6b và bác bỏ giả thuyết 6a. Kết quả này phù hợp với lý thuyết Đánh đổi Cấu trúc vốn, khi sự bất cân xứng về thông tin sẽ làm gia tăng thêm chi phí cho việc vay nợ từ nguồn bên ngoài (Baskin, 1989), từ đó làm giảm lợi nhuận thu được. Các nghiên cứu thực nghiệm đều ủng hộ cho kết quả này (Doğan, 2013; Nanda & Panda, 2018).

Các biến còn lại, bao gồm quy mô doanh nghiệp (FS) và tính thanh khoản (DR), đều không thể hiện tác động có ý nghĩa thống kê đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp được nghiên cứu. Từ đây, giả thuyết 5, 7a và 7b bị bác bỏ. Phát hiện này đi ngược lại với các lý thuyết về quan điểm dựa trên nguồn lực và tính thanh khoản cũng như là với các nghiên cứu thực nghiệm đi trước. Có hai hướng để giải thích cho kết quả này. *Thứ nhất*, khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp hàng tiêu dùng không dựa vào quy mô hay thanh khoản vì đặc tính riêng biệt của ngành hàng trong việc phân phối nguồn lực để hoạt động kinh doanh. *Thứ hai*, mẫu điều tra của nghiên cứu còn nhỏ nên chưa cung cấp đủ bằng chứng để chứng minh mối tương quan giữa các biến FS, DR với ROA, ROE.

## 5. Kết luận và hàm ý quản trị

### 5.1. Kết luận

Khả năng sinh lời là một chỉ tiêu cần thiết để đạt được mục tiêu cuối cùng của quản lý tài chính. Các tài liệu học thuật gần đây đã xác định các động lực kinh tế vĩ mô và các đặc tính của doanh nghiệp là những yếu tố có thể quyết định lợi nhuận (Nanda & Panda, 2018; Bui và cộng sự, 2020; Dioha và cộng sự, 2018; Mukras, 2015). Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô, các yếu tố nội bộ doanh nghiệp đến khả năng sinh lời, tính theo ROA và ROE, của các doanh nghiệp hàng tiêu dùng niêm yết tại Việt Nam. Quy mô doanh nghiệp (FS), đòn bẩy tài chính (CR), tính thanh khoản (DR), tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR), tỷ lệ lạm phát (InfR), lãi suất (IntR) và tỷ giá hối đoái (ExcR) được sử dụng làm các biến độc lập cho ROA và ROE.

Kết quả hồi quy cho thấy, các yếu tố kinh tế vĩ mô được cho thấy, có tác động đáng kể hơn hẳn so với các yếu tố về đặc điểm doanh nghiệp. Cả ba yếu tố là tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPR), tỷ giá hối đoái (ExcR), và tỷ lệ lạm phát (IntR) đều có ảnh hưởng đến chỉ số ROE hoặc cả hai chỉ số khả năng sinh lời. Trong đó, lãi suất (IntR) là biến có tác động mạnh mẽ nhất đến cả ROA và ROE theo chiều dương, và đây cũng là một phát hiện thú vị của nghiên cứu. Đối với các yếu tố đặc điểm doanh nghiệp, nghiên cứu vẫn cho thấy có tác động ý nghĩa của chúng đến với

khả năng sinh lời của doanh nghiệp, tuy nhiên chỉ có yếu tố đòn bẩy tài chính (CR) là có ảnh hưởng mạnh theo chiều âm đến ROA và ROE. Hai yếu tố còn lại là quy mô doanh nghiệp (FS) và tính thanh khoản (DR) không thể hiện tác động có ý nghĩa thống kê.

### 5.2. Hàm ý quản trị

Kết quả từ nghiên cứu này đưa ra một số khuyến nghị sau đây cho các nhà hoạch định chính sách và quản lý doanh nghiệp. Do đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của doanh nghiệp, các nhà quản lý nên xem xét chỉ số này khi ra quyết định. Theo kết quả, đòn bẩy ảnh hưởng tiêu cực đến ROA; do đó, các nhà quản lý doanh nghiệp nên nỗ lực để hạn chế tỷ lệ đòn bẩy trong cấu trúc tài chính. Cuối cùng, mặc dù quy mô doanh nghiệp và tính thanh khoản không cho thấy tác động đáng kể đến ROA và ROE, nhưng các nhà quản lý doanh nghiệp vẫn nên quan tâm đầy đủ đến chúng.

Kết quả về các chỉ số kinh tế vĩ mô cho thấy, các nhà hoạch định chính sách có thể giảm gánh nặng bình ổn lãi suất hàng năm, ít nhất là đối với ngành hàng tiêu dùng, khi nghiên cứu phản ánh mối quan hệ tích cực giữa lãi suất và khả năng sinh lời. Chính phủ và các cơ quan chức năng cũng nên duy trì tính bền vững của tỷ lệ tăng trưởng GDP cao và duy trì tỷ lệ lạm phát ở mức hợp lý vì những chỉ số này tác động tích cực đến tăng trưởng sản xuất và sự ổn định của các nguồn lực nhập khẩu.

### 5.3. Hạn chế của nghiên cứu

Hạn chế của nghiên cứu này là chỉ bao gồm các doanh nghiệp hàng tiêu dùng được niêm yết trên HNX và HOSE; các doanh nghiệp đại chúng chưa niêm yết chưa được đưa vào nghiên cứu. Thêm nữa, nghiên cứu mới chỉ bao quát dữ liệu trong một khoảng thời gian 5 năm, từ 2016 đến 2020. Cuối cùng, một số kết quả liên quan đến quy mô doanh nghiệp, tính thanh khoản và lãi suất được tìm thấy là đi ngược lại với lý thuyết cũng như các nghiên cứu thực nghiệm trước đó. Do đó, cần có thêm những nghiên cứu sâu hơn để xem xét mối quan hệ chung giữa các chỉ số kinh tế vĩ mô và đặc điểm doanh nghiệp đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp, đặc biệt là đối với ngành hàng tiêu dùng ở Việt Nam.

## Tài liệu tham khảo

- Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). Financial intermediaries and monetary economics. In *Handbook of Monetary Economics*, 3, 601-650: Elsevier.
- Atsango, V. L. (2018). *Relationship Between Firm Characteristics and Profitability of Deposit Taking Sacco'S In Kenya*. University of Nairobi.
- Baariu, M. J., & Peter, N. (2021). Relationship Between Selected Macroeconomic Variables and the Financial Performance of Investment Banks in Kenya. *International Journal of Economics and Finance*, 13(11), 1-98.
- Bailliu, J., & Bouakez, H. (2004). Exchange rate pass-through in industrialized countries. *Bank of Canada Review*, 2004(Spring), 19-28.
- Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 32(10), 1231-1241.
- Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, 18(1), 26-35.
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American political science review*, 89(3), 634-647.
- Bhayani, S. J. (2010). Determinant of profitability in Indian cement industry: An economic analysis. *South Asian Journal of Management*, 17(4), 6-20.
- Blažková, I., & Dvouletý, O. (2018). Investigating the differences in entrepreneurial success through the firm-specific factors: Microeconomic evidence from the Czech food industry. *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, 11(2), 154-176.
- Bodnar, G. M., & Gentry, W. M. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA. *Journal of International Money and Finance*, 12(1), 29-45.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Bui, H., Nguyen, D., Tran, D., Hoang, P., Pham, M., & Tran, M. (2020). Determinants influencing the profitability of listed food processing firms in Vietnam. *Accounting*, 6(4), 441-452.
- Cassel, G. (1918). Abnormal deviations in international exchanges. *The Economic Journal*, 28(112), 413-415.
- Chabachib, M., Hersugondo, H., Ardiana, E., & Pamungkas, I. D. (2020). Analysis of company characteristics of firm values: Profitability as intervening variables. *International Journal of Financial Research*, 11(1), 60-70.
- Chen, K. Y., Elder, R. J., & Hsieh, Y.-M. (2007). Corporate governance and earnings management: The implications of corporate governance best-practice principles for Taiwanese listed companies. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2), 73-105.
- Dioha, C., Mohammed, N. A., & Okpanachi, J. (2018). Effect of firm characteristics on profitability of listed consumer goods companies in Nigeria. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 4(2), 14-31.
- Doğan, M. (2013). Does firm size affect the firm profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53-59.
- Egbunike, C. F., & Okerekeoti, C. U. (2018). Macroeconomic factors, firm characteristics and financial performance. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 142-168.
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115-146.
- Ghazali, N. A. M. (2010). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, 20(2), 109-119.
- Hall, M., & Weiss, L. (1967). Firm size and profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 49(3), 319-331.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Hussain, I. (2015). Macro economy and profitability of insurance companies: a post crisis scenario in Pakistan. *Pakistan Business Review*, 17(2), 243-263.
- Issah, M., & Antwi, S. (2017). Role of macroeconomic variables on firms' performance: Evidence from the UK. *Cogent Economics and Finance*, 5(1), 1405581.
- Izedonmi, P. F., & Abdullahi, I. B. (2011). The effects of macroeconomic factors on the Nigerian stock returns: A sectoral approach. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(7), 25-29.
- Kartiningih, D., & Daryanto, W. M. (2020). The effect of firm characteristics to profitability of food and beverage companies listed in Indonesia stock exchange. *International Journal of Business, Economics and Law*, 22(1), 69-76.
- Khatib, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., & Saeed, B. (2011). Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(1), 39.

- Kumar, K., Rajan, R., & Zingales, L. (1999). *What Determines Firm Size?* (No. 2211). CEPR Discussion Papers.
- Le, T., Mai, V., & Nguyen, V. (2020). Determinants of profitability: Evidence from construction companies listed on Vietnam Securities Market. *Management Science Letters*, 10(3), 523-530.
- Mahoney, J. T., & Pandian, J. R. (1992). The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic Management Journal*, 13(5), 363-380.
- Majumdar, S. K. (1997). The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12(2), 231-241.
- Malik, H. (2011). Determinants of insurance companies profitability: an analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic Research International*, 1(3), 315-321.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121-144.
- Mathur, S. S., & Kenyon, A. (1997). *Creating value: shaping tomorrow's business*: Butterworth-Heinemann.
- McNamara, R., & Duncan, K. (1995). *Firm performance and macro-economic variables*: Bond University, School of Business.
- Muchir, H. G. (2012). *The impact of macroeconomic variables on the performance of the Nairobi securities exchange*. University of Nairobi.
- Mukras, M. S. (2015). Financial leverage and performance of listed firms in a frontier market: Panel evidence from Kenya. *European Scientific Journal*, 11(7), 534-550.
- Mwangi, F. K. (2013). *The effect of macroeconomic variables on financial performance of aviation industry in Kenya*. University of Nairobi.
- Myers, S. C. (1984). *Capital Structure Puzzle* (No. 1393). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nanda, S., & Panda, A. K. (2018). The determinants of corporate profitability: an investigation of Indian manufacturing firms. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 66-86.
- Nguyen, N. M., & Tran, K. T. (2021). Factors influencing business efficiency of steel firms: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(1), 295-304.
- Novita, B. A., & Sofie, S. (2015). Pengaruh struktur modal dan likuiditas terhadap profitabilitas. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 2(1), 13-28.
- Pervan, M., Pervan, I., & Ćurak, M. (2019). Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry: evidence from dynamic panel analysis. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 968-981.
- Romus, M., Anita, R., Abdillah, M. R., & Zakaria, N. B. (2020). *Selected firms environmental variables: Macroeconomic variables, performance and dividend policy analysis*. Paper presented at the IOP Conference Series: Earth and Environmental Science.
- Saeed, M. M., Gull, A. A., & Rasheed, M. Y. (2013). Impact of capital structure on banking performance (A case study of Pakistan). *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(10), 393-403.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Steuart, J. (1767). *An Inquiry Into the Principles of Political Economy* (Vol. 1). A. Millar, and T. Cadell.
- Stierwald, A. (2010). *Determinants of Profitability: An Analysis of Large Australian Firms* (No. wp2010n03). Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research, The University of Melbourne.
- Stiglitz, J., Stiglitz, J. E. S., & Greenwald, B. (2003). *Towards a new paradigm in monetary economics*: Cambridge University Press.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Tổng cục Thống kê Việt Nam (2022). *Thông cáo Báo chí tình hình Kinh tế - Xã hội Quý III và 9 tháng năm 2022*. <https://www.gso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2022/09/thong-cao-bao-chi-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iii-va-9-thang-nam-2022/>
- Totonchi, J. (2011, July). Macroeconomic theories of inflation. In *International conference on economics and finance research*, 4(1), 459-462.
- Tsvetkova, L., Bugaev, Y., Belousova, T., & Zhukova, O. (2021). Factors affecting the performance of insurance companies in Russian federation. *Montenegrin Journal of Economics*, 17(1), 209-218.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Yeboah, M., & Takacs, A. (2019). Does Exchange Rate Matter in Profitability of Listed Companies in South Africa? An Empirical Approach. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(6), 171-178.