



PROFITABILITY DETERMINANTS IN VIETNAMESE LISTED COMPANIES

Le Thi Bao Nhu^{1*}, Nguyen Thi Thu Hau²

¹Saigon University, Vietnam

²Bac Lieu University, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.v15i6.456</p> <p><i>Received:</i> November 10, 2023</p> <p><i>Accepted:</i> December 25, 2023</p> <p><i>Published:</i> August 25, 2024</p> <p>Keywords: Listed company; Profitability; ROA; ROE</p> <p>JEL codes: G00, G30, M49</p>	<p>The article evaluates the impact of factors affecting profitability in Vietnamese listed companies from 2018 to 2022. Using a secondary data sample from the financial reports of 652 listed companies on the Vietnamese stock market and employing Feasible Generalized Least Squares (FGLS), the results indicate that in both research periods (2018-2022 and 2020-2021), leverage and inflation negatively impacted profitability, asset turnover and firm size have a positive impact on profitability. Conversely, liquidity and working capital showed no significant effect on both ROA and ROE. Moreover, while firm age negatively impacts profitability in the recent 5-year period (2018-2022), it does not affect profitability during the COVID-19 pandemic period (2020-2021). Based on these findings, the authors propose some recommendations to enhance company profitability.</p>

*Corresponding author:

Email: ltnhu@sgu.edu.vn



CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI TẠI CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Thị Bảo Như^{1*}, Nguyễn Thị Thu Hậu²

¹Trường Đại học Sài Gòn

²Trường Đại học Bạc Liêu

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.v15i6.456</p> <p>Ngày nhận: 10/11/2023</p> <p>Ngày nhận lại: 25/12/2023</p> <p>Ngày đăng: 25/08/2024</p> <p>Từ khóa: Công ty niêm yết; Khả năng sinh lời; ROA; ROE</p> <p>Mã JEL: G00, G30, M49</p>	<p>Bài báo được thực hiện nhằm đánh giá tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với mẫu dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính của 652 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, sử dụng mô hình FGLS, nghiên cứu đã chỉ ra trong cả hai giai đoạn nghiên cứu (2018-2022 và 2020-2021), đòn bẩy tài chính và lạm phát có tác động ngược chiều; vòng quay tổng tài sản và quy mô có tác động cùng chiều tới khả năng sinh lời của công ty; mặt khác, khả năng thanh toán và vốn lưu động hầu như không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Bên cạnh đó, thời gian hoạt động ảnh hưởng nghịch chiều đến khả năng sinh lời trong 5 năm gần đây (2018-2022) nhưng lại không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời trong giai đoạn xảy ra dịch bệnh COVID-19 (2020-2021). Từ kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả gợi ý một số các hàm ý chính nhằm nâng cao khả năng sinh lời tại công ty.</p>

1. Giới thiệu

Sàn giao dịch chứng khoán là nơi thực hiện các giao dịch trao đổi mua, bán, chuyển nhượng các loại chứng khoán như cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, chứng khoán phái sinh.

*Tác giả liên hệ:

Email: ltbnhu@sgu.edu.vn

Hiện nay, ngày càng nhiều các công ty tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (Tạp chí Công thương, 2023). Các công ty muốn thu hút các nhà đầu tư phải quan tâm đến khả năng sinh lời. Các nhà đầu tư sử dụng khả năng sinh lời như một công cụ để giúp xác định xem họ có nên bỏ tiền của mình vào cổ phiếu của một công ty cụ thể hay không. Do đó, khả năng sinh lời là một trong các tiêu chí

quyết định sự tồn tại và thành công lâu dài của một công ty (Yazdanfar, 2013). Các nhà quản lý thường dựa vào khả năng sinh lời để xây dựng chiến lược hiệu quả. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các yếu tố bên trong (quy mô, tình hình tài chính) và yếu tố bên ngoài (tăng trưởng, lạm phát, lãi suất) đã tác động đến khả năng sinh lời của công ty (Gitman và cộng sự, 2015; Trần Thị Xuân Anh và cộng sự, 2022; Youssef và cộng sự, 2022).

Những lập luận trên cho thấy, việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của các công ty trên thị trường niêm yết Việt Nam là cần thiết vì giai đoạn này nền kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng nặng nề của dịch COVID-19 và khủng hoảng kinh tế thế giới. Rất hiếm nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời trong giai đoạn xảy ra dịch bệnh COVID-19. Các công ty biết được các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời trong những giai đoạn khác nhau để có kế hoạch phát triển trong tương lai, xây dựng chiến lược hoạt động nhằm đem lại lợi nhuận cao nhất, phát huy các yếu tố có tác động cùng chiều và có hướng xử lý các yếu tố tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời. Trong bài báo này, nhóm tác giả xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường Việt Nam giai đoạn 2018-2022 và giai đoạn xảy ra dịch bệnh COVID-19 (2020-2021), đồng thời đưa ra một số hàm ý chính sách hữu ích đối với các nhà quản trị công ty.

Phần còn lại của bài báo được cấu trúc như sau: Phần tiếp theo cung cấp tổng quan nghiên cứu và phát triển các giả thuyết nghiên cứu. Phương pháp nghiên cứu bao gồm mô hình và dữ liệu được trình bày ở phần 3. Phần 4 thể hiện kết quả nghiên cứu và cuối cùng phần 5 là kết luận và một số hàm ý chính sách.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Khả năng sinh lời là một trong những thước đo quan trọng để đánh giá mức độ thành công

hay thất bại của một doanh nghiệp. Khả năng sinh lời liên quan chặt chẽ đến lợi nhuận nhưng cũng có một số điểm khác biệt chính. Trong khi lợi nhuận là một con số tuyệt đối thì khả năng sinh lời là tương đối (Malik, 2011). Để đánh giá khả năng sinh lời, người ta hay dùng các biến số như ROA, ROE (Alarussi & Alhaderi, 2018; Yazdanfar, 2013).

Khả năng sinh lời của doanh nghiệp có thể được tiếp cận dựa trên ba khía cạnh chính: Đặc điểm riêng của doanh nghiệp, đặc điểm của ngành và yếu tố thị trường (Yazdanfar, 2013). Có nhiều nghiên cứu đã giải thích khả năng sinh lời của doanh nghiệp dựa trên ba khía cạnh này. Đồng thời, cũng có nhiều nghiên cứu vận dụng các lý thuyết có liên quan như quan điểm Cấu trúc - Hành vi - Hiệu quả (SCP), quan điểm dựa trên thị trường (MBV), giả thuyết Chiến lược - Cấu trúc - Hiệu quả (SSP), quan điểm Tổ chức - Môi trường - Cấu trúc - Hiệu quả (OESP) và quan điểm dựa trên nguồn lực (RBV). Trong khi các cách tiếp cận truyền thống như quan điểm SCP và MBV nhấn mạnh vai trò của đặc điểm ngành trong việc giải thích lợi nhuận của doanh nghiệp thì RBV nhấn mạnh tầm quan trọng của các yếu tố nội bộ doanh nghiệp (Amit & Schoemaker, 1993; Peteraf, 1993). Các nghiên cứu của Yazdanfar (2013), Alghusin (2015) và Alarussi và Alhaderi (2018) cũng cho thấy, tỷ suất sinh lợi của công ty chủ yếu bị ảnh hưởng bởi các yếu tố nội bộ doanh nghiệp. Do đó, trong bài báo này, nhóm tác giả sử dụng cách tiếp cận theo hướng nội bộ doanh nghiệp nhằm làm rõ mục tiêu nghiên cứu.

2.2. Tổng quan nghiên cứu

2.2.1. Tổng quan nước ngoài

Alarussi và Gao (2021) đã nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty niêm yết Trung Quốc. Bốn biến độc lập gồm khả năng thanh khoản, tài sản vô hình, vốn lưu động và đòn bẩy của công ty được sử dụng để kiểm tra về mối quan hệ của chúng với lợi nhuận bên cạnh hai biến kiểm soát là quy mô và hiệu quả công ty. Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo thường niên của

100 công ty niêm yết phi tài chính của Trung Quốc trên sàn giao dịch chứng khoán Thượng Hải giai đoạn 2017–2019. Các phát hiện cho thấy, quy mô, vốn lưu động và tài sản vô hình có mối quan hệ cùng chiều và đáng kể với ROA và EPS. Ngoài ra, các phát hiện này cho thấy, mối quan hệ ngược chiều và chặt chẽ giữa tính thanh khoản với ROA và EPS. Đòn bẩy, được đo bằng tỷ lệ nợ và tỷ lệ đòn bẩy lại cho kết quả khác nhau; tỷ lệ nợ có mối quan hệ cùng chiều với ROA trong khi tỷ lệ đòn bẩy thể hiện mối liên hệ ngược chiều với ROA.

Lim và Rokhim (2021) đã nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty được phẩm tại Indonesia. Các phát hiện cho thấy, mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ tăng trưởng bền vững với khả năng sinh lời được đo bằng ROE, ROA. Tính thanh khoản cũng ảnh hưởng cùng chiều đến ROA, ROE nhưng lại ảnh hưởng nghịch chiều đến EPS. Hơn nữa, cả quy mô doanh nghiệp và sức mạnh thị trường đều thể hiện mối quan hệ cùng chiều đáng kể với ROA nhưng lại có mối quan hệ ngược chiều đáng kể với EPS. Tăng trưởng doanh thu và hiệu quả của công ty (được đo bằng tỷ lệ vòng quay tài sản) không có mối quan hệ đáng kể với lợi nhuận.

Tương tự, Alarussi và Alhaderi (2018) đã nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận ở Malaysia. Các phát hiện cho thấy, mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp, vốn lưu động, hiệu quả của công ty và khả năng sinh lời. Kết quả cũng cho thấy, mối quan hệ ngược chiều giữa cả tỷ lệ nợ và tỷ lệ đòn bẩy với khả năng sinh lời. Khả năng thanh khoản không có mối quan hệ với khả năng sinh lời của công ty.

2.2.2. Tổng quan trong nước

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về các yếu tố tác động đến lợi nhuận cũng được tiến hành. Nghiên cứu của Lại Cao Mai Phương và cộng sự (2022) đã cho thấy, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng cùng chiều đến lợi nhuận (ROA), trong khi hệ số thanh toán nhanh, đòn bẩy tài chính vốn và đầu tư

tài sản cố định có tác động ngược chiều đến lợi nhuận các công ty chứng khoán.

Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022) đã sử dụng số liệu từ năm 2010 đến năm 2020 của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh về sự tác động của các nhân tố tới khả năng sinh lời. Nghiên cứu cho thấy, tác động cùng chiều tới khả năng sinh lời là nhóm nhân tố bên trong (quy mô, tăng trưởng doanh thu) và các nhân tố bên ngoài (GDP, lạm phát và lãi suất cho vay của ngân hàng). Tác động ngược chiều tới khả năng sinh lời là đòn bẩy tài chính, cơ cấu tài sản cố định.

Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021) đã phân tích và đánh giá tác động của các yếu tố đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành dệt may niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2018. Kết quả cho thấy, các nhân tố tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp là vòng quay tổng tài sản, tăng trưởng doanh thu, thời gian hoạt động, khả năng thanh toán và quy mô doanh nghiệp. Các nhân tố có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời là mức độ tập trung thị trường và đòn bẩy tài chính. Nhân tố GDP và tỷ lệ lạm phát đều không có ảnh hưởng đáng kể.

Tương tự, Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2018) đã nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Nhóm tác giả đo lường chất lượng của công ty bằng mô hình của Dechow và Dichev (2002). Nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu của 474 công ty niêm yết từ năm 2010 đến năm 2015. Các yếu tố không tác động đến lợi nhuận của công ty là quy mô. Các yếu tố tác động ngược chiều đến lợi nhuận là tăng trưởng của công ty. Các yếu tố tác động cùng chiều đến lợi nhuận là mức độ tăng trưởng, mức độ thâm hụt tín dụng và đòn bẩy tài chính.

2.3. Phát triển giả thuyết nghiên cứu

Quy mô được coi là có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty. Khi quy mô càng lớn

chúng tỏ công ty hoạt động có hiệu quả nên mở rộng sản xuất kinh doanh hơn nữa. Khi quy mô lớn, các hoạt động của công ty nhiều hơn và đem lại lợi nhuận cao cho công ty, do đó ban quản trị mới mạnh dạn mở rộng quy mô trong tương lai. Ha-Brookshire (2009) đã tìm thấy mối quan hệ cùng chiều và đáng kể giữa quy mô và lợi nhuận khi nghiên cứu các công ty phi sản xuất của Mỹ. Alarussi và Alhaderi (2018); Alghusin (2015) và Yazdanfar (2013) cũng tìm ra được quy mô của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời. Một công ty có quy mô càng lớn và hoạt động hiệu quả sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư.

Giả thuyết H1: Quy mô của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Yazdanfar (2013) đã chỉ ra rằng thời gian hoạt động của công ty có tác động cùng chiều với lợi nhuận. Một công ty có thời gian và kinh nghiệm hoạt động càng nhiều sẽ tạo ra nhiều lợi nhuận cho công ty. Các công ty hoạt động lâu năm chứng tỏ công ty có nhiều sản phẩm chất lượng để kinh doanh, khẳng định được thương hiệu và tạo được uy tín trên thị trường kinh doanh. Điều đó giúp cho công ty kinh doanh ngày càng thuận lợi và bán được nhiều sản phẩm, góp phần tạo ra nhiều lợi nhuận.

Giả thuyết H2: Thời gian hoạt động của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Vốn lưu động là một trong những biến số đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích khả năng sinh lời của công ty. Alarussi và Alhaderi (2018) và Youssef và cộng sự (2022) nhận thấy vốn lưu động ảnh hưởng cùng chiều và đáng kể đến khả năng sinh lời và lợi nhuận của công ty.

Giả thuyết H3: Vốn lưu động của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tính thanh khoản được định nghĩa là khả năng một công ty chuyển đổi tài sản thành tiền mặt một cách nhanh chóng. Nó cũng được xem xét trên khía cạnh một công ty có khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn của mình. Thanh khoản được đo bằng một số tỷ lệ, chẳng hạn như tỷ lệ thanh khoản hiện hành, tỷ lệ thanh khoản nhanh và tỷ lệ thanh toán bằng tiền mặt. Thanh khoản rất quan trọng để điều hành hoạt động kinh doanh đúng cách. Nghiên cứu của Vătavu (2014) đã chứng minh khả năng thanh toán có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời.

Giả thuyết H4: Tỷ lệ thanh khoản của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Đòn bẩy tài chính là thành phần quan trọng trong cơ cấu vốn của một công ty. Điều này là do sự lựa chọn giữa nợ và vốn chủ sở hữu gợi ý sự đánh đổi giữa rủi ro kinh doanh và tài chính. Theo lý thuyết trật tự cấu trúc vốn, đòn bẩy và lợi nhuận có mối quan hệ ngược chiều (Myers & Majluf, 1984). Kết quả nghiên cứu của Alghusin (2015), Alarussi và Alhaderi (2018) và Odusanya và cộng sự (2018) đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ đòn bẩy và khả năng sinh lời.

Giả thuyết H5: Đòn bẩy tài chính của công ty có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Khi vòng quay tài sản càng lớn thì công ty có doanh thu càng nhiều, khi doanh thu tăng dẫn đến lợi nhuận cũng tăng tương ứng. Tan và Floros (2012), Alghusin (2015) và Alarussi và Alhaderi (2018) chỉ ra rằng vòng quay tổng tài sản tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời.

Giả thuyết H6: Vòng quay tổng tài sản của công ty có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Vătavu (2014) và Odusanya và cộng sự (2018) cho thấy yếu tố tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời là lạm phát. Lạm phát sẽ ảnh hưởng đến giá cả thị trường. Khi lạm phát tăng cao, giá cả của sản phẩm sẽ tăng theo dẫn đến nhu cầu tiêu dùng giảm, đặc biệt là những mặt hàng xa xỉ, không cần thiết. Lúc đó, người dân sẽ tiêu dùng chọn lọc hơn. Các công ty sẽ kinh doanh khó khăn hơn khi yếu tố đầu vào tăng mà sản phẩm đầu ra không bán được.

Giả thuyết H7: Lạm phát có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

$$PER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 AGE_{i,t} + \beta_3 WC_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ATR_{i,t} + \beta_7 INF_t + \epsilon_{i,t}$$

Các biến được mô tả như trong Bảng 1,

Bảng 1. Các biến được sử dụng trong mô hình

STT	Tên biến	Kí hiệu	Cách tính	Nghiên cứu liên quan
1	Quy mô	SIZE	Log (Tổng tài sản)	Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022); Susilo và cộng sự (2020); Alarussi và Alhaderi (2018); Alghusin (2015); Vătavu (2014); Yazdanfar (2013)
2	Thời gian hoạt động	AGE	Năm t - năm niêm yết + 1	Youssef và cộng sự (2022); Nguyễn Thị Ngọc Trang và Bùi Kim Phương (2018); Yazdanfar (2013); Chander và Aggarwal (2008)
3	Vốn lưu động	WC	Log (Tài sản ngắn hạn – Nợ ngắn hạn)	Yousaf và Bris (2021); Altaf (2020); Vương Đức Hoàng Quân và Dương Diễm Kiều (2016)
4	Tỷ lệ thanh khoản	LIQ	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022); Alarussi và Gao (2021); Lim và Rokhim (2021); Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021)
5	Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ/Tổng tài sản	Youssef và cộng sự (2022); Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022); Alarussi và Alhaderi (2018); Alghusin (2015)
6	Vòng quay tổng tài sản	ATR	Doanh thu thuần/Tài sản bình quân	Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021); Alghusin (2015)
7	Lạm phát	INF	Tỷ lệ lạm phát hàng năm	Youssef và cộng sự (2022); Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021); Odusanya và cộng sự (2018); Vătavu (2014)
8	Tỷ suất sinh lời	PER	ROA, ROE	Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022); Youssef và cộng sự (2022); Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021)

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để nghiên cứu các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu gồm 7 biến độc lập và một biến phụ thuộc. Mô hình đề xuất được dựa trên nghiên cứu của Alarussi và Alhaderi (2018), nhóm tác giả áp dụng thêm hai biến mới là thời gian hoạt động và lạm phát dựa trên nghiên cứu của Youssef và cộng sự (2022) như sau:

Ngoài ra, nhóm tác giả còn thực hiện hồi quy trong giai đoạn 2020-2021 nhằm tìm hiểu ảnh hưởng của của các yếu tố trên đến khả năng sinh lời tại các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn xảy ra COVID-19.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính của 652 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2018-2022. Loại trừ khỏi mẫu các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính, bảo hiểm, chứng khoán và các công ty không đủ dữ liệu trong giai đoạn nghiên cứu. Các số liệu vĩ mô như lạm phát được thu thập từ nguồn dữ liệu của Ngân hàng Thế giới (Worldbank).

4. Kết quả nghiên cứu

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu. Nhóm tác giả xử lý dữ liệu trên phần mềm Stata, một số biến không phân phối chuẩn được điều chỉnh bằng kỹ thuật winsor. Thời gian hoạt động trung bình của các công ty khảo sát trung bình gần 20 năm cho thấy các công ty này có kinh nghiệm trong việc kinh doanh. Nhóm biến phụ thuộc bao gồm biến ROE, ROA với số quan sát là 3.260, 3.219 quan sát có giá trị trung bình lần lượt là 0,113 và 0,058. Kết quả này cũng tương tự như nghiên cứu của Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021), Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016) và Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022). Giai đoạn nghiên cứu cũng là giai đoạn có sự biến động mạnh trong các chỉ tiêu vĩ mô, INF dao động từ 1,835 đến 3,540.

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả các biến định lượng trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std.dev.	Min	Max
ROE	3,260	0,113	0,096	-0,026	0,333
ROA	3,219	0,058	0,055	-0,015	0,193
AGE	3,255	17,520	6,243	8,000	31,000
ATR	3,260	1,086	0,849	0,100	3,265
WC	2,562	8,087	12,399	-1,448	27,815
LIQ	3,241	1,757	1,654	-0,217	6,519
SIZE	3,247	27,601	1,474	25,140	30,466
LEV	3,248	0,488	0,220	0,092	0,835
INF	3,260	2,910	0,587	1,835	3,540

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu

	LEV	AGE	ATR	WC	LIQ	SIZE	INF
LEV	1,000						
AGE	0,064	1,000					
ATR	0,050	0,035	1,000				
WC	-0,004	-0,023	-0,079	1,000			
LIQ	-0,562	-0,056	-0,168	0,231	1,000		
SIZE	0,398	-0,021	-0,219	0,405	-0,097	1,000	
INF	0,015	-0,085	0,023	-0,003	-0,008	-0,026	1,000

Ma trận hệ số tương quan cho thấy mối tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Kết quả trong bảng 3 cho thấy hệ số tương quan so sánh từng cặp giữa các biến đều nhỏ

hơn 0,8 là chấp nhận được. Tiếp theo nhóm tác giả sẽ sử dụng hệ số VIF để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Bảng 4. Kết quả kiểm tra đa cộng tuyến

Variable	VIF
LEV	1,79
LIQ	1,62
SIZE	1,59
WC	1,32
ATR	1,10
AGE	1,02
INF	1,01
Mean VIF	1,35

Kết quả bảng 4 cho thấy hệ số VIF nhỏ hơn 4, chứng tỏ mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến trong cả hai mô hình. Mean VIF là 1,35.

Bảng 5. Kết quả hồi quy bằng FGLS các yếu tố tác động đến ROA, ROE

Biến	2018-2022				2020-2021			
	ROE		ROA		ROE		ROA	
	Coef.	Z	Coef.	Z	Coef.	Z	Coef.	Z
LEV	-0,0713***	-9,88	-0,1033***	-29,26	-0,0779***	-14,67	-0,1176***	-13,58
AGE	-0,0014***	-7,55	-0,0003***	-4,03	-0,0009***	-5,53	0,0000	0,11
ATR	0,0488***	30,54	0,0210***	27,43	0,0427***	26,74	0,0184***	10,59
WC	0,0006***	5,63	0,0003***	5,50	-0,0003**	-2,51	0,0000	-0,15
LIQ	-0,0012	-1,30	0,0000	0,00	-0,0012	-1,63	0,0005	0,48
SIZE	0,0190***	17,13	0,0082***	15,27	0,0206***	25,91	0,0094***	7,63
INF	-0,0028***	-3,34	-0,0012***	-3,37	-0,0050***	-9,36	-0,0026***	-5,28
_cons	-0,4082***	-13,77	-0,1385***	-9,79	-0,4367***	-21,66	-0,1604	-4,75
Wald chi2(7)	1406,87***		2500,62***		4216,71***		40001,78***	
F test	7,38***		7,91***		4,22***		4,15***	
Hausman test	85,33***		81,96***		17,64**		32,71***	
Wooldridge test	26,348***		15,203***		6,545***		7,262***	
Wald test	6.1e+35***		7.9e+33***		3.5e+35***		2.0e+37***	

Ghi chú: Ký hiệu *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nhóm tác giả thực hiện kiểm định F-test và Hausman test để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả cho thấy FEM phù hợp nhất để chạy mô hình hồi quy. Khi kiểm định các khuyết tật của mô hình, nhóm tác giả nhận thấy mô

hình bị hiện tượng tương quan bậc 1 và phương sai thay đổi. Để khắc phục vấn đề trên, nhóm tác giả tiến hành hồi quy hiệu chỉnh theo FGLS (Feasible Generalized Least Squares). Kết quả hồi quy như sau:

Ở cả hai giai đoạn nghiên cứu, đòn bẩy tài chính (LEV), và lạm phát (INF) có tác động ngược chiều với khả năng sinh lời (ROA, ROE) ở mức ý nghĩa 1%. Đầu tiên, tác động ngược chiều của đòn bẩy tài chính (LEV) đến với khả năng sinh lời cũng là kết quả nghiên cứu của Alghusin (2015), Alarussi và Alhaderi (2018), Odusanya và cộng sự (2018), Lại Cao Mai Phương và cộng sự (2022) và Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022). Điều này đúng với thực tế, khi các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức dẫn đến chi phí trả lãi cao. Giai đoạn 2018-2022 là giai đoạn ảnh hưởng của dịch COVID-19 rất nghiêm trọng. Việc kinh doanh không hiệu quả mà công ty phải trả một khoảng lãi cao dẫn đến hiệu suất sinh lời thấp. Đồng thời, lạm phát cũng có ảnh hưởng nghịch chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, chứng tỏ trong giai đoạn kinh tế không ổn định, lạm phát cao và có thể dẫn đến những tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đây cũng là kết quả của Vätavu (2014), (Odusanya và cộng sự, 2018).

Tiếp theo, thời gian hoạt động (AGE) của các công ty càng dài thì mức độ và hiệu quả kinh doanh càng giảm, dẫn đến tỷ suất sinh lời cũng giảm đáng kể, đây cũng là kết quả của Youssef và cộng sự (2022) và Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016). Tuy nhiên, trong giai đoạn xảy ra dịch bệnh COVID-19, thời gian hoạt động của các công ty hầu như không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi của các doanh nghiệp. Các tác giả như Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2014) thì có kết quả ngược lại là thời gian hoạt động (AGE) có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời. Điều này có thể được giải thích rằng, giai đoạn năm 2020-2021, đây là giai đoạn kinh tế Việt Nam bị đình trệ do ảnh hưởng của COVID-19, nên các công ty có thời gian hoạt động lâu năm càng có kinh nghiệm trong việc thích ứng với môi trường kinh doanh trở nên bất lợi một cách nhanh chóng, từ đó giảm tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lợi của doanh nghiệp.

Ở cả hai giai đoạn nghiên cứu, khả năng thanh toán (LIQ) và vốn lưu động (WC) hầu

như không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty. Trong đó, WC tác động đến ROA và ROE (với mức ý nghĩa 1%, xấp xỉ bằng 0). Kết quả này cũng tương tự như nghiên cứu của Youssef và cộng sự (2022), Phan Thu Hiền và Nguyễn Nhật Hà (2021) và Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022).

Vòng quay tài sản (ATR), và quy mô công ty (SIZE) đều có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời ở mức ý nghĩa 1% trong cả hai giai đoạn. Theo kết quả nghiên cứu, vòng quay tổng tài sản có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời. Nếu công ty đầu tư nhiều vào tài sản như mua mới các trang thiết bị sản xuất và hoạt động thì sẽ đem lại hiệu quả hoạt động càng cao. Kết quả này cũng phù hợp với các nghiên cứu Alarussi và Alhaderi (2018). Ngoài ra, nghiên cứu của Youssef và cộng sự (2022) cũng có kết quả tương tự rằng vốn lưu động có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời. Công ty sử dụng vốn lưu động càng nhiều đồng với nghĩa là việc kinh doanh sẽ thuận lợi và lợi nhuận càng tăng. Quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều với khả năng sinh lời của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán. Công ty nào có doanh thu càng lớn thì khả năng sinh lời càng cao. So với lý thuyết đánh đổi thì điều này hoàn toàn hợp lý, khi công ty quy mô càng lớn thì khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao. Sử dụng tài sản có hiệu quả sẽ nâng cao lợi nhuận của công ty lên. Nghiên cứu của Alghusin (2015), Vätavu (2014), (Yazdanfar, 2013) và Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2022) cũng có kết quả nghiên cứu tương tự.

5. Kết luận và hàm ý

Bài viết được thực hiện trên 652 công ty niêm yết tại HOSE và HNX trong giai đoạn từ 2018- 2022, đây là giai đoạn Việt Nam chịu ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19. Với mục đích xác định của các yếu tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy FGLS trong cả hai giai đoạn nghiên cứu 2018-2022 và 2020-2021. Kết quả cho thấy, đòn bẩy tài chính, lạm phát của

công ty có tác động ngược chiều, vòng quay tổng tài sản và quy mô có tác động cùng chiều tới khả năng sinh lời của công ty. Yếu tố khả năng thanh toán (LIQ, WC) thì hầu như không có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Ngoài ra, thời gian hoạt động của công ty có ảnh hưởng nghịch chiều trong giai đoạn 2018-2022 và không ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi trong giai đoạn 2020-2021. Với kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả đưa ra một số hàm ý nhằm nâng cao khả năng sinh lời cho các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới như sau:

Thứ nhất, không nên lạm dụng đòn bẩy tài chính trong thời gian kinh tế khó khăn vì sẽ làm tăng gánh nặng chi phí cho công ty trong tương lai. Vì khi chi phí tăng sẽ dẫn tới khả năng sinh lời giảm. Ngoài ra, cần chú ý đến lạm phát. Theo kết quả nghiên cứu, yếu tố này tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời, đặc biệt là trong giai đoạn nghiên cứu là giai đoạn 2018-2022 có là giai đoạn kinh tế Việt Nam gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19. Vì vậy, công ty cần chú ý đến lạm phát khi xây dựng chiến lược kinh doanh của công ty trong thời gian tới. Mặt khác, các công ty có thời gian hoạt động ngắn thì nên chú ý đến vấn đề đổi mới sáng tạo tại công ty. Đồng thời, cần có các chiến lược linh hoạt để đối phó với các tình hình kinh tế thay đổi khác nhau.

Thứ hai, công ty cũng cần quan tâm đến khả năng thanh toán và vốn lưu động. Dù theo kết quả nghiên cứu, hai yếu tố này không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời trong cả hai giai đoạn. Tuy nhiên, từ sau năm 2023, nền kinh tế bắt đầu thời kỳ hồi phục và phát triển sau đại dịch, các hoạt động kinh tế dần đi vào quỹ

đạo nên khả năng thanh toán và vốn lưu động không ít thì nhiều cũng ảnh hưởng đáng kể đến khả năng sinh lời của các công ty. Cần sử dụng vốn lưu động và các tỷ lệ nợ hiệu quả như giảm tài sản ngắn hạn chuyển sang tài sản dài hạn và tăng nợ ngắn hạn, giảm nợ dài hạn để giảm khả năng chiếm dụng vốn lớn, giảm chi phí lãi vay.

Cuối cùng, vòng quay tổng tài sản và quy mô công ty là hai yếu tố mà công ty cần phải đẩy mạnh nếu muốn tăng khả năng sinh lời. Doanh nghiệp cần tăng doanh thu thuần thông qua việc đầu tư vào các kênh bán hàng để đạt hiệu quả cao như kênh bán hàng online, kênh bán hàng truyền thống, quảng cáo sản phẩm đến người tiêu dùng,... Bên cạnh đó, các công ty phải xem xét việc quản lý đầu tư trang thiết bị để tăng cao năng suất sản xuất sản phẩm. Việc quản lý tài sản cũng cần phải quan tâm hơn nữa, tránh để mất mát và lãng phí tài sản.

Như vậy, bài báo đã tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trong đó, nhóm tác giả chia ra hai mốc thời gian là 2018-2022 với 2020-2021 nhằm làm rõ ảnh hưởng của COVID-19 đến khả năng sinh lời. Đây là điểm mới của bài viết so với các bài viết khác. Khả năng sinh lời của doanh nghiệp có thể được tiếp cận dựa trên ba khía cạnh chính là các yếu tố nội bộ doanh nghiệp, đặc điểm của ngành và yếu tố thị trường (Yazdanfar, 2013).

Phạm vi bài báo chỉ mới tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời chủ yếu dựa trên yếu tố nội bộ doanh nghiệp, các nghiên cứu tiếp theo có thể thực hiện sâu hơn dựa trên hai yếu tố còn lại.

Tài liệu tham khảo

- Alarussi, A. S., & Alhaderi, S. M. (2018). Factors affecting profitability in Malaysia. *Journal of Economic Studies*, 45(3), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JES-05-2017-0124>
- Alarussi, A. S., & Gao, X. (2021). Determinants of profitability in Chinese companies. *International Journal of Emerging Markets*, 18(10), 4232-4251. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-04-2021-0539>
- Alghusain, N. A. S. (2015). Do financial leverage, growth and size affect profitability of Jordanian industrial firms listed. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 5(4), 335-348. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARBS/v5-i4/1580>

- Altaf, N. (2020). Working Capital Financing, Firm Performance and Financial Flexibility: Evidence from Indian Hospitality Firms. *Global Business Review*, 25(2). <https://doi.org/10.1177/0972150920961371>
- Amit, R., & Schoemaker, P. J. H. (1993). Strategic Assets and Organizational Rent. *Strategic Management Journal*, 14(1), 33-46. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140105>
- Chander, S., & Aggarwal, P. (2008). Determinants of corporate profitability: an empirical study of Indian drugs and pharmaceutical industry. *Paradigm: A Management Research Journal*, 12(2), 51-61. <https://doi.org/10.1177/0971890720080206>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
- Ha-Brookshire, J. E. (2009). Does the firm size matter on firm entrepreneurship and performance? US apparel import intermediary case. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 16(1), 132-146. <https://doi.org/10.1108/14626000910932926>
- Huỳnh Thị Tuyết Phượng (2016). Nghiên cứu những nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết. *Tạp chí Tài chính*. <https://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu-nhung-nhan-to-anh-huong-den-hieu-qua-hoat-dong-cua-cac-cong-ty-niem-yet.html>
- Lại Cao Mai Phương, Lưu Hoàn Mỹ, Phạm Thị Như Thuỳ, & Trịnh Thị Oanh (2022). Các yếu tố tác động đến lợi nhuận của công ty chứng khoán niêm yết. *Tạp chí Tài chính*, Kỳ 1, tháng 5. <https://tapchitaichinh.vn/cac-yeu-to-tac-dong-den-loi-nhuan-cua-cong-ty-chung-khoan-niem-yet.html>
- Lim, H., & Rokhim, R. (2021). Factors affecting profitability of pharmaceutical company: An Indonesian evidence. *Journal of Economic Studies*, 48(5), 981-995. <https://doi.org/10.1108/JES-01-2020-0021>
- Malik, H. (2011). Determinants of insurance companies profitability: An analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic Research International*, 1(3), 315-321. [http://www.savap.org.pk/journals/ARInt./Vol.1\(3\)/2011\(1.3-32\)stop.pdf](http://www.savap.org.pk/journals/ARInt./Vol.1(3)/2011(1.3-32)stop.pdf)
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nguyễn Thị Ngọc Trang & Bùi Kim Phương (2018). Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(7), 5-20. <https://jabes.ueh.edu.vn/Content/ArticleFiles/c4d5e993-0cd2-4c82-8710-5c831501a5e8/JABES-2018-8-V305.pdf>
- Odusanya, I. A., Yinusa, O. G., & Ilo, B. M. (2018). Determinants of firm profitability in Nigeria: Evidence from dynamic panel models. *SPOUDAI-Journal of Economics and Business*, 68(1), 43-58. <https://hdl.handle.net/10419/195210>
- Peteraf, M. A. (1993). The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179-191. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140303>
- Phan Thu Hiền, & Nguyễn Nhật Hà (2021). Các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành dệt may trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh-Kinh tế và quản trị kinh doanh*, 16(3), 181-196. <https://doi.org/10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.16.3.1232.2021>
- Quan Minh Nhựt & Lý Thị Phương Thảo (2014). Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học trường đại học Cần Thơ*, 33, 65-71. <https://sj.ctu.edu.vn/ql/docgia/tacgia-4304/baibao-2441.html>

- Susilo, D., Wahyudi, S., & Pangestuti, I. R. D. (2020). Profitability Determinants of Manufacturing Firms in Indonesia. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8(2), 53-64. DOI: 10.35808/ijeba/443
- Tan, Y., & Floros, C. (2012). Bank profitability and inflation: The case of China. *Journal of Economic studies*, 39(6), 675-696. <https://doi.org/10.1108/01443581211274610>
- Tạp chí Công thương (2023). *Thực trạng quản trị công ty tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. <https://tapchitaichinh.vn/thuc-trang-quan-tri-cong-ty-tai-cac-doanh-nghiep-niem-yet-tren-thi-truong-chung-khoan-viet-nam.html>
- Trần Thị Xuân Anh, Dương Ngân Hà, Nguyễn Việt Long (2022). Đánh giá tác động của các nhân tố tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 244, 14-25. <https://vjol.info.vn/index.php/HVNH-KHDAOOTAONH/article/view/71988/61054>
- Vătavu, S. (2014). The determinants of profitability in companies listed on the Bucharest stock exchange. *Annals of the University of Petrosani. Economics*, 14(1), 329-338. <https://www.upet.ro/annals/economics/pdf/2014/part1/Vatavu.pdf>
- Vương Đức Hoàng Quân, Dương Diễm Kiều (2016). Tác động của quản lý vốn lưu động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học Đại học Văn Hiến* 4(3), 56-64. <https://www.vhu.edu.vn/Resources/Docs/SubDomain/qlkh/7%20hoang%20quan.pdf>
- Yazdanfar, D. (2013). Profitability determinants among micro firms: Evidence from Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 9(2), 151-160. <https://doi.org/10.1108/17439131311307565>
- Yousaf, M., & Bris, P. (2021). Effects of working capital management on firm performance: Evidence from the EFQM certified firms. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1958504>
- Youssef, I. S., Salloum, C., & Sayah, M. A. (2022). The determinants of profitability in non-financial UK SMEs. *European Business Review* 35(5), 652-671. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2022-0173>