



THE IMPACT OF EQUITY INVESTMENT ON FINANCIAL PERFORMANCE OF LISTED FIRMS

Phan Quynh Trang^{1*}, Luu Quynh Huong¹

¹Ho Chi Minh City Open University, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfmr.v17i01.554</p> <p><i>Received:</i> June 15, 2024</p> <p><i>Accepted:</i> May 14, 2025</p> <p><i>Published:</i> February 25, 2026</p> <p>Keywords: Equity investment, Equity shareholding, Financial performance</p> <p>JEL codes: G30, G31, G32</p>	<p>Equity investment has become an essential strategy for large corporations to create value chains in their business. This study investigates the impact of equity investment on the financial performance of Vietnamese listed firms during the 2010-2022 period. The regression results indicate that equity investments, regardless of the level of shareholding, do not positively affect the firm's financial performance. There are some possible explanations for the negative result, such as the professional qualifications, as well as the ability to assess the feasibility of the investment project. Based on the empirical results, the implication suggests that managers should thoroughly select companies for investment, as the outcomes may negatively impact the firm's performance.</p>

*Corresponding author:

Email: trang.pq@ou.edu.vn



ẢNH HƯỞNG CỦA ĐẦU TƯ GÓP VỐN ĐỐI VỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA CÔNG TY NIÊM YẾT

Phan Quỳnh Trang^{1*}, Lưu Quỳnh Hương¹

¹Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfmr.v17i01.554</p> <p><i>Ngày nhận bài:</i> 15/06/2024</p> <p><i>Ngày chấp nhận:</i> 14/05/2025</p> <p><i>Ngày đăng:</i> 25/02/2026</p> <p>Từ khóa: Góp vốn cổ phần, Hiệu quả hoạt động tài chính, Hoạt động đầu tư</p> <p>Mã JEL: G30, G31, G32</p>	<p>Đầu tư vào các công ty con thông qua việc nắm giữ cổ phần là xu hướng tất yếu của các doanh nghiệp lớn để tạo ra chuỗi liên kết giá trị trong hoạt động kinh doanh. Do đó, mục tiêu của nghiên cứu này là đánh giá vai trò của hoạt động đầu tư góp vốn đối với hiệu quả hoạt động tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010-2022. Kết quả hồi quy cho thấy, việc đầu tư góp vốn cổ phần vào công ty khác, cho dù mức độ nắm giữ cổ phần nhiều hay ít thì đều không có đóng góp tích cực vào hiệu quả hoạt động tài chính của công ty. Kết quả này có thể được giải thích bởi nguyên nhân xuất phát từ khả năng đánh giá đầu tư ban đầu của công ty cũng như trình độ chuyên môn của bộ phận đầu tư của doanh nghiệp. Dựa trên kết quả nghiên cứu, khuyến nghị đối với các nhà quản trị là nên thận trọng trong việc lựa chọn các công ty để bỏ vốn đầu tư vì kết quả đầu tư có thể gây tổn thất cho hiệu quả hoạt động tài chính của công ty.</p>

1. Giới thiệu

Hiệu quả tài chính có thể được xem như là một trong những chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp được các nhà đầu tư quan tâm. Bên cạnh đó, các nghiên cứu học thuật cũng tập trung vào xem xét các yếu tố khách quan và chủ quan ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp như: lợi thế cạnh tranh (Ma, 2000), quản trị

doanh nghiệp (Bhagat & Bolton, 2008), quan hệ giao dịch với khách hàng (Coltman và cộng sự, 2011), tần suất họp của Hội đồng quản trị (Vafeas, 1999), tỷ lệ nợ (Ibhagui & Olokoyo, 2018), vai trò của Tổng giám đốc (Khan & Vieito, 2013; Mackey, 2008).

Đầu tư doanh nghiệp là một chủ đề nhận được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu bởi vì đầu tư là một quyết định quan trọng của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp thúc đẩy hoạt động xuất khẩu (Liu & Lu, 2015) cũng như gia tăng giá trị doanh nghiệp (Ehie & Olibe, 2010; Dehning và cộng sự, 2005). Tuy

*Tác giả liên hệ:

Email: trang.pq@ou.edu.vn

nhiên, có sự khác biệt giữa các quyết định đầu tư liên quan đến mua sắm tài sản cố định để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh và các quyết định đầu tư góp vốn vào các công ty khác. Đầu tư dài hạn tại doanh nghiệp với mục tiêu tài sản được mua sắm phải được tối ưu hóa trong sản xuất kinh doanh, trong khi đó, đầu tư góp vốn phụ thuộc vào việc đánh giá tiềm năng phát triển của công ty góp vốn. Thông thường, các doanh nghiệp sẽ thường đầu tư góp vốn vào các công ty vệ tinh phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đi đầu tư. Ví dụ như, Tổng công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk), các công ty mà Vinamilk góp vốn cũng là các công ty hoạt động trong lĩnh vực chăn nuôi bò sữa, sản xuất đường hay dứa đều là những công ty vệ tinh cung ứng nguồn nguyên vật liệu cho công ty góp vốn. Các nghiên cứu trước cũng cho rằng có mối liên hệ chặt chẽ giữa việc đầu tư vào công ty con và công ty liên kết với công ty bỏ vốn đầu tư (Procher & Engel, 2018; Song & Lee, 2017; Young Baek, 2003) bởi vì các quyết định liên quan đến công ty con và công ty liên kết có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty bỏ vốn đầu tư như: chi phí thuê dịch vụ kiểm toán (Gul và cộng sự, 2018) hay mức độ rủi ro (Gong và cộng sự, 2018).

Tại Việt Nam, Luật Doanh nghiệp 2020 quy định doanh nghiệp sở hữu trên 50% vốn điều lệ hoặc tổng số cổ phần phổ thông của công ty khác thì được xem là quan hệ công ty mẹ và công ty con. Trong khi đó, công ty liên kết là công ty có mối quan hệ kinh tế, tài chính hoặc kinh doanh với một công ty khác nhưng không bị kiểm soát bởi công ty đó. Các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam tập trung vào các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Nguyễn Thị Thu Thủy & Nguyễn Văn Thuận, 2021; Chu Thị Thu Thủy, 2020; Phạm Quốc Việt và cộng sự, 2018; Nguyễn Anh Phong & Ngô Phú Thanh, 2017; Phan Bùi Gia Thủy và cộng sự, 2017). Tuy nhiên, các nghiên cứu về vai trò của đầu tư vào công ty con và công ty liên kết còn khá mờ nhạt và hầu như chưa có. Do đó, trong nghiên cứu này, chúng tôi thực hiện đánh giá vai trò của hoạt động đầu tư góp

vốn hay đầu tư vào các công ty khác (gọi là công ty con và công ty liên kết) thông qua góp vốn cổ phần đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010-2022. Cụ thể, chúng tôi xem xét hoạt động đầu tư góp vốn có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính hay không? Tỷ lệ góp vốn khác nhau có ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính hay không? Kết quả nghiên cứu sẽ gợi ý một số đề xuất đối với doanh nghiệp trong hoạt động đầu tư thông qua việc nắm giữ cổ phần.

2. Lược khảo nghiên cứu

Hiệu quả hoạt động là một khái niệm khá rộng và mỗi tác giả đưa ra các định nghĩa khác nhau về hiệu quả hoạt động. Ví dụ như Harrison (1974) cho rằng, hiệu quả hoạt động là kết quả của quá trình nỗ lực đánh giá doanh nghiệp. Hay Gimbert và cộng sự (2010) lại cho rằng, đánh giá hiệu quả hoạt động là một nhóm các chỉ tiêu đo lường bao gồm tài chính hoặc phi tài chính để hỗ trợ quá trình ra quyết định của doanh nghiệp. Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp bị tác động trực tiếp bởi các hoạt động đầu tư khác nhau. Chappell và Jaffe (2018) Sử dụng dữ liệu của 13.000 doanh nghiệp tại New Zealand từ năm 2005 đến 2013 để đánh giá sự ảnh hưởng của đầu tư vào tài sản vô hình đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) cho thấy, đầu tư nhiều hơn vào lao động và nguồn vốn giúp doanh thu và sự hài lòng của nhân viên và khách hàng được cải thiện nhưng không cải thiện được khả năng sinh lời và năng suất lao động. Likitwongkajon và Vithessonthi (2020) đánh giá tác động của việc đầu tư ra nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Nhật Bản trong giai đoạn 1990-2016. Kết quả hồi quy hai giai đoạn (2SLS) cho thấy, hoạt động đầu tư ra nước ngoài làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi sử dụng ROA làm thước đo đại diện.

Nghiên cứu về quyết định lựa chọn góp vốn đã được thực hiện từ rất sớm, ví dụ như nghiên cứu của Harrigan (1988). Tác giả đã chỉ

ra rằng, lựa chọn góp vốn đầu tư vào các doanh nghiệp khác giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh cũng như có thể ổn định lợi nhuận và thúc đẩy hoạt động hợp tác. Nghiên cứu của Dushnitsky và Lenox (2005) cho thấy, các công ty đầu tư góp vốn vào doanh nghiệp khác để tìm kiếm các ý tưởng về đổi mới, đặc biệt là các công ty trong các ngành có chế độ bảo hộ sở hữu trí tuệ còn yếu kém. Một số nghiên cứu đánh giá mối quan hệ giữa góp vốn đầu tư vào công ty con và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp một cách trực tiếp hơn. Ví dụ, Coudounaris và cộng sự (2020) nghiên cứu mối quan hệ giữa các mô hình thoái vốn của công ty con trong giai đoạn từ năm 1989 đến 2018 bằng cách sử dụng ma trận tương quan của 80 nghiên cứu trước đó, được lựa chọn dựa trên sáu tiêu chí khác nhau. Nhóm nghiên cứu kết luận rằng, các đặc điểm của công ty con như quy mô hay đặc điểm có mối liên hệ với hiệu quả tài chính (ROA) của công ty mẹ. Hay, Chen và cộng sự (2022) đánh giá mối liên hệ giữa công ty góp vốn và công ty được góp vốn bằng việc sử dụng dữ liệu của các doanh nghiệp tại Đài Loan giai đoạn 2001-2007. Kết quả nghiên cứu cho thấy, hiệu quả hoạt động của công ty góp vốn bị tác động bởi mối liên hệ về mặt nguồn lực giữa công ty góp vốn và công ty được đầu tư góp vốn. Cam kết nguồn lực càng tốt thì công ty mẹ hoạt động càng hiệu quả hơn.

Từ bối cảnh nghiên cứu có thể thấy, việc đầu tư vào công ty con – công ty liên kết có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của công ty mẹ. Hơn nữa, tác động của việc đầu tư vào công ty con đến hoạt động của công ty mẹ phụ thuộc vào các yếu tố liên quan đến quy mô đầu tư và các mối liên hệ chặt chẽ với công ty mẹ. Trong bối cảnh ở Việt Nam, các yếu tố về mặt quản trị vẫn còn là vấn đề cần được cải thiện. Hơn nữa, các tập đoàn cũng có xu hướng đầu tư đa ngành nghề, cho nên có thể dẫn đến tình trạng đầu tư dàn trải. Vì vậy, chúng tôi đánh giá rằng hoạt động đầu tư vào công ty con có tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty mẹ và tác động này là ngược chiều với hiệu quả hoạt động.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

Tham khảo các mô hình nghiên cứu trước đó về các yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Caselli và cộng sự, 2023; Nguyễn Thị Thu Thủy & Nguyễn Văn Thuận, 2021; Chu Thị Thu Thủy, 2020; Carney và cộng sự, 2019) thì mô hình nghiên cứu của chúng tôi mô tả như sau:

$$PER_{it} = \beta_0 + \beta_2 SUD_{it} + \beta_{2-6}(\text{Control_Firm})_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, $PER_{i,t}$ là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp i tại năm t , đại diện bởi ROA và ROE. Trong đó, ROA là tỷ suất sinh lời trên tài sản, ROE là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu. SUD_{it} là tỷ lệ góp vốn của doanh nghiệp. SUD được đại diện bởi SUD1, SUD2, SUD3, SUD4. Trong đó, SUD1 nhận giá trị 1 cho doanh nghiệp có nắm giữ cổ phần tại công ty con với tỷ lệ từ 65% trở lên, nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại. SUD2 nhận giá trị 1 cho doanh nghiệp có nắm giữ cổ phần tại công ty con với tỷ lệ từ 50% trở lên, nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại. SUD3 nhận giá trị 1 cho doanh nghiệp có nắm giữ cổ phần tại công ty với tỷ lệ từ 35% trở lên, nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại. SUD4 nhận giá trị 1 cho doanh nghiệp có nắm giữ cổ phần tại công ty khác, nhận giá trị 0 cho các trường hợp còn lại. Các biến kiểm soát gồm có, khả năng thanh khoản (LIQ), tỷ lệ nợ (LEV), khả năng tăng trưởng (GROW), quy mô doanh nghiệp (SIZE), tỷ lệ tài sản cố định (TANG). $\varepsilon_{i,t}$ là sai số của mô hình (*xem Phụ lục 1 online*).

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sàn giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2022. Mẫu nghiên cứu đã được làm sạch khỏi các trường hợp thiếu quan sát và các dữ liệu bất thường (outliers) có thể ảnh hưởng đến kết quả hồi quy. Các số liệu liên quan đến báo

cáo tài chính được cung cấp bởi cơ sở dữ liệu của Finpro, trong khi số liệu về đầu tư công ty con và công ty liên kết được thu thập từ công ty thuyết minh trong báo cáo tài chính của doanh nghiệp.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) để kiểm định vai trò của hoạt động đầu tư vào công ty con và công ty liên kết đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đây là hai ước lượng hồi quy được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về tài chính.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Phân tích thống kê mô tả và ma trận tương quan

Kết quả thống kê mô tả (xem Phụ lục 2 online) cho thấy, ROA có giá trị trung bình 7,77%. Doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên tài sản cao nhất là 38,61%, trong khi doanh nghiệp đạt kết quả thấp nhất là 0,07%. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) có giá trị trung bình là 15,23%, trong khi doanh nghiệp có ROE cao nhất lên tới 59,51%. Đối với các thước đo liên quan đến đầu tư vào các công ty khác thông qua nắm giữ cổ phần thì 69,97% các doanh nghiệp có nắm giữ cổ phần tại các doanh nghiệp khác, trong đó 59,18% doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu nắm giữ cổ phần từ 35%, 52,15% doanh nghiệp nắm giữ cổ phần từ 50% và 46,02% doanh nghiệp nắm giữ cổ phần từ 65%. Đối với hệ số vay nợ (LEV), 48,35% tài sản của doanh nghiệp được tài trợ bởi nợ vay, trong khi hệ số thanh toán (LIQ) khá tốt với giá trị trung bình là 2,39. Mặc dù tỷ suất tăng trưởng doanh thu trung bình là 23,33%, nhưng cũng có những doanh nghiệp có doanh thu giảm mạnh với mức giảm tận 73,46%. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) trung bình là 13,5306 tỷ đồng, tương ứng với mức tổng tài sản là 3.600,66 tỷ đồng, nhưng có doanh nghiệp nhỏ nhất, quy mô tương ứng chỉ 10,26 tỷ đồng.

Ma trận tương quan giúp xác định mức độ và hướng của mối quan hệ tuyến tính giữa các

biến nhằm tránh tình trạng mô hình có quá nhiều biến tương quan với nhau mà không đóng góp đáng kể vào việc giải thích biến phụ thuộc. Hệ số tương quan dương cao nhất giữa các biến độc lập trong mô hình là 0,4670 giữa SIZE và SUD1, gợi ý về mối tương quan thuận chiều giữa quy mô và hoạt động đầu tư vào công ty khác. Hệ số tương quan âm cao nhất là giữa LEV và LIQ với giá trị -0,5386 (xem Phụ lục 3 online).

4.2. Phân tích và thảo luận kết quả hồi quy

Bảng 1 và Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy theo OLS và REM về tác động của việc đầu tư vào công ty con và công ty liên kết đến hiệu quả hoạt động, đại diện bởi ROA và ROE.

Vai trò của hoạt động đầu tư góp vốn được khẳng định với hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê trong hầu hết các kết quả hồi quy. Cụ thể, kết quả hoạt động của công ty đầu tư góp vốn chịu ảnh hưởng bởi hoạt động đầu tư góp vốn vào công ty khác thông qua việc nắm giữ cổ phần. Kết quả hồi quy của biến SUD có ý nghĩa thống kê ở tất cả các thước đo đại diện cho hoạt động đầu tư vào công ty con, bao gồm cả hai thước đo đại diện cho hiệu quả hoạt động của công ty mẹ, khi sử dụng hồi quy OLS. Hồi quy OLS giả định rằng các cá thể (doanh nghiệp) trong mẫu quan sát là không có sự khác biệt, trong khi đó hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) xem xét đến sự khác biệt ngẫu nhiên giữa các cá thể. Kết quả hồi quy bằng REM cho thấy, tác động của đầu tư vào công ty con – công ty liên kết có ý nghĩa thống kê ở hầu hết các thước đo đại diện cho đầu tư vào công ty con – công ty liên kết, ngoại trừ SUD1 – nắm giữ cổ phần từ 65% trở lên khi hiệu quả tài chính được đại diện bởi ROA. Ngược lại, khi hiệu quả tài chính của công ty đầu tư được đại diện bởi ROE thì chỉ có biến SUD3 – đầu tư với tỷ lệ nắm giữ từ 35% trở lên có ý nghĩa thống kê. Vai trò của hoạt động đầu tư, đặc biệt là đầu tư vào công ty khác bằng việc nắm giữ cổ phần, đối với hiệu quả tài chính của công ty đầu tư được tìm thấy ở các nghiên cứu trước đây (Chen và cộng sự, 2022; Coudounaris và cộng sự, 2020). Hoạt động đầu tư vào công ty con có xu hướng làm giảm hiệu

quả tài chính của công ty góp vốn có thể được giải thích rằng hoạt động quản trị yếu kém của các doanh nghiệp có thể dẫn đến yếu kém trong hoạt động đầu tư (Domadenik và cộng sự, 2016; Firth và cộng sự, 2006). Hơn nữa, việc đa dạng

hóa đầu tư vào các ngành nghề, đặc biệt là các ngành nghề không có nhiều liên quan đến công ty đầu tư cũng có thể làm giảm hiệu quả hoạt động (Schommer và cộng sự, 2019).

Bảng 1. Kết quả hồi quy khi hiệu quả hoạt động đại diện bởi ROA

Biến nghiên cứu	Hồi quy OLS				Hồi quy REM			
	SUD1	SUD2	SUD3	SUD4	SUD1	SUD2	SUD3	SUD4
SUD	-0,0106*** (0,0017)	-0,0094*** (0,0018)	-0,0162*** (0,0018)	-0,0121*** (0,0020)	-0,0038 (0,0029)	-0,0054* (0,0028)	-0,0088** (0,0031)	-0,0071* (0,0032)
LEV	-0,1626*** (0,0049)	-0,1624*** (0,0049)	-0,1645*** (0,0049)	-0,1642*** (0,0050)	-0,1461*** (0,0090)	-0,1463*** (0,0090)	-0,1476*** (0,0090)	-0,1474*** (0,0090)
LIQ	-0,0014** (0,0005)	-0,0013** (0,0005)	-0,0013** (0,0005)	-0,0014** (0,0005)	-0,0018*** (0,0005)	-0,0018*** (0,0005)	-0,0018*** (0,0005)	-0,0018*** (0,0005)
SIZE	0,0045*** (0,0006)	0,0043*** (0,0006)	0,0052*** (0,0006)	0,0043*** (0,0006)	-0,0003 (0,0013)	-0,0001 (0,0013)	0,0003 (0,0013)	-0,0001 (0,0013)
GROW	0,0032** (0,0011)	0,0031** (0,0011)	0,0033** (0,0011)	0,0031** (0,0011)	0,0085*** (0,0010)	0,0085*** (0,0010)	0,0085*** (0,0010)	0,0085*** (0,0010)
TANG	0,0201*** (0,0038)	0,0200*** (0,0038)	0,0173*** (0,0038)	0,0182*** (0,0038)	-0,0185* (0,0077)	-0,0187* (0,0077)	-0,0193* (0,0077)	-0,0194* (0,0078)
Hệ số chặn	0,0994*** (0,0075)	0,1019*** (0,0074)	0,0961*** (0,0073)	0,1060*** (0,0072)	0,1563*** (0,0163)	0,1546*** (0,0161)	0,1523*** (0,0161)	0,1566*** (0,0161)
Số quan sát	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405
Adj. R-squared	0,2013	0,2004	0,2065	0,2019	0,1756	0,1754	0,1832	0,1782

Ghi chú: Tham khảo Bảng 1 về thông tin các biến. Sai số hiệu chỉnh được trình bày trong dấu ngoặc đơn, Ký hiệu *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 2. Kết quả hồi quy khi hiệu quả hoạt động đại diện bởi ROE

Biến nghiên cứu	Hồi quy OLS				Hồi quy REM			
	SUD1	SUD2	SUD3	SUD4	SUD1	SUD2	SUD3	SUD4
SUD	-0,0121*** (0,0032)	-0,0107*** (0,0032)	-0,0236*** (0,0032)	-0,0180*** (0,0035)	0,0016 (0,0056)	-0,0034 (0,0053)	-0,0126* (0,0058)	-0,0101 (0,0058)
LEV	-0,0197* (0,0090)	-0,0194* (0,0090)	-0,0231* (0,0090)	-0,0229* (0,0091)	0,0015 (0,0148)	0,0007 (0,0148)	-0,0017 (0,0149)	-0,0014 (0,0149)
LIQ	-0,0007 (0,0007)	-0,0007 (0,0007)	-0,0007 (0,0007)	-0,0008 (0,0007)	-0,0015* (0,0007)	-0,0016* (0,0007)	-0,0016* (0,0007)	-0,0016* (0,0007)
SIZE	0,0071*** (0,0011)	0,0069*** (0,0011)	0,0086*** (0,0010)	0,0075*** (0,0010)	-0,0048* (0,0023)	-0,0041 (0,0023)	-0,0029 (0,0023)	-0,0034 (0,0023)
GROW	0,0092*** (0,0021)	0,0091*** (0,0021)	0,0093*** (0,0021)	0,0091*** (0,0021)	0,0171*** (0,0020)	0,0172*** (0,0020)	0,0172*** (0,0020)	0,0172*** (0,0020)
TANG	0,0280*** (0,0068)	0,0279*** (0,0069)	0,0232*** (0,0069)	0,0244*** (0,0069)	-0,0316* (0,0126)	-0,0320* (0,0126)	-0,0333** (0,0126)	-0,0334** (0,0126)
Hệ số chặn	0,0657*** (0,0132)	0,0685*** (0,0131)	0,0560*** (0,0128)	0,0699*** (0,0127)	0,2136*** (0,0290)	0,2073*** (0,0288)	0,1983*** (0,0285)	0,2046*** (0,0283)
Số quan sát	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405	7.405
R2	0,0123	0,0119	0,0176	0,0142	0,0402	0,0381	0,0230	0,0293

Ghi chú: Tham khảo Bảng 1 về thông tin các biến. Sai số hiệu chỉnh được trình bày trong dấu ngoặc đơn. Ký hiệu *, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Đối với các biến khác đại diện cho đặc điểm của doanh nghiệp thì hầu hết đều có tác động đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Hệ số nợ (LEV) có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đối với ROA ở cả hai ước lượng hồi quy, nhưng chỉ có ý nghĩa thống kê khi sử dụng hồi quy OLS ở mô hình sử dụng ROE. Tác động ngược chiều của LEV có thể được giải thích, khi doanh nghiệp sử dụng quá nhiều nợ vay thì dẫn đến chi phí kiệt quệ tài chính gia tăng và làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do lợi ích thu được từ lá chắn thuế thấp hơn lợi ích nhận được từ chi phí trả lãi vay. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy, ở các nghiên cứu trước (Ghardallou, 2023; Ibhagui & Olokoyo, 2018). Kết quả hồi quy tương tự như LEV cũng được tìm thấy với biến LIQ. Về mặt lý thuyết, khả năng thanh khoản tốt hơn hàm ý tín hiệu về tình trạng hoạt động tích cực của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hệ số thanh toán cao cũng hàm ý rằng có nhiều tài sản ngắn hạn (hàng tồn kho) phải quản lý cũng như nợ vay ngắn hạn ít (hay khoản chiếm dụng vốn như phải trả người bán và người mua trả tiền trước ít). Các biến quy mô (SIZE), cơ hội tăng trưởng (GROW) và tài sản cố định (TANG) hầu hết có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này hàm ý rằng, doanh nghiệp lớn hơn, doanh thu tăng trưởng tốt hơn, nhiều tài sản cố định hơn thì có thể hoạt động hiệu quả hơn. Diễn giải theo cách khác, các doanh nghiệp có nguồn lực sẵn có tốt hơn thì có cơ hội mở rộng để hoạt động hiệu quả hơn.

5. Kết luận và hàm ý quản trị

Trong khi các nghiên cứu đánh giá vai trò đa dạng hóa hoạt động đầu tư hay hoạt động đầu tư thông qua nắm giữ cổ phần tại các công ty còn khá ít tại Việt Nam, mục tiêu của nghiên cứu này là đánh giá vai trò của việc đầu tư vào các công ty con và công ty liên kết đối với hiệu quả tài chính của công ty đầu tư góp vốn tại các doanh nghiệp niêm yết của Việt Nam trong giai đoạn 2010-2022. Kết quả hồi quy OLS và REM cho thấy, việc đầu tư vào các công ty con và công ty liên kết, cho dù mức độ nắm giữ cổ phần nhiều hay ít thì đều không có đóng

góp tích cực vào hiệu quả hoạt động của công ty đầu tư. Kết quả này có thể được giải thích bởi nguyên nhân xuất phát từ kỹ năng quản lý tài chính của công ty đầu tư, các xung đột lợi ích giữa hai công ty hoặc các gánh nặng tài chính đến từ công ty được góp vốn. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ và hệ số thanh toán đến hiệu quả tài chính và tác động cùng chiều của quy mô, tăng trưởng doanh thu và tài sản cố định đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Từ kết quả nghiên cứu thì một số hàm ý về chính sách và quản trị có thể được gợi ý như sau:

Thứ nhất, chính sách đầu tư đa dạng ngành nghề của các tập đoàn nên được kiểm soát vì việc đầu tư dàn trải vào các ngành nghề khác nhau có thể giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận thông qua việc gia tăng đầu tư cũng như tận dụng các lợi ích nhờ mối liên hệ với công ty được góp vốn. Tuy nhiên, đầu tư dàn trải vào các doanh nghiệp vệ tinh có thể khiến các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp yếu kém trong quản lý, gặp bất lợi từ các gánh nặng về chi phí. Do đó, các tập đoàn, đặc biệt là các tập đoàn có nguồn vốn đầu tư của nhà nước thì càng cần được chú trọng giám sát hoạt động đầu tư vào các công ty khác.

Thứ hai, bản thân các doanh nghiệp cũng cần chú trọng lựa chọn kỹ càng các dự án đầu tư vào các công ty con. Hoạt động đầu tư vào công ty khác mặc dù đem lại khá nhiều lợi ích cho doanh nghiệp, nhưng công ty đầu tư góp vốn phải chịu nhiều gánh nặng về tài chính khi bỏ vốn đầu tư, cho dù là tỷ lệ đầu tư cao hay thấp. Các doanh nghiệp có nhiều hoạt động đầu tư vào các công ty con thì nên có bộ phận đầu tư với nhiều nhân viên có kinh nghiệm, có kỹ năng chuyên môn, cũng như có thể thuê tư vấn bên ngoài để lựa chọn các dự án đầu tư tốt hơn.

Hạn chế của nghiên cứu này là chỉ đánh giá được hoạt động đầu tư vào công ty con có tác động và chiều hướng tác động như thế nào đến hoạt động của công ty mẹ. Trong khi đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể đánh giá trực tiếp tỷ lệ đầu tư vào công ty con hoặc số lượng công

ty con được đầu tư có tác động như thế nào đến công ty mẹ cũng như xem xét đến yếu tố quản trị của công ty mẹ trong mối liên hệ giữa hoạt động đầu tư vào công ty con và hiệu quả hoạt động của công ty mẹ. Ngoài ra, việc so sánh

hiệu quả tài chính của các công ty đầu tư vào công ty con và công ty liên kết với những công ty không đầu tư cũng nên được xem xét trong các nghiên cứu trong tương lai.

Tài liệu tham khảo

- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>
- Carney, M., Estrin, S., Liang, Z., & Shapiro, D. (2019). National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries. *Journal of World Business*, 54(4), 244–257. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.03.003>
- Caselli, S., Gatti, S., Chiarella, C., Gigante, G., & Negri, G. (2023). Do shareholders really matter for firm performance? Evidence from the ownership characteristics of Italian listed companies. *International Review of Financial Analysis*, 86. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102544>
- Chappell, N., & Jaffe, A. (2018). Intangible Investment and Firm Performance. *Review of Industrial Organization*, 52(4), 509–559. <https://doi.org/10.1007/s11151-018-9629-9>
- Chen, C.-J., Lin, Y.-H., Wang, S.-H., & Guo, R.-S. (2022). Parent-subsidiary linkage: How resource commitment and resource similarity influence firm performance. *Asia Pacific Journal of Management*, 39(2), 615–658. <https://doi.org/10.1007/s10490-020-09741-x>
- Chu Thị Thu Thủy (2020). Tác động của đặc trưng hội đồng quản trị đến hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(3), 43–60. <http://digital.lib.uieh.edu.vn/handle/UEH/60522>
- Coltman, T., Devinney, T. M., & Midgley, D. F. (2011). Customer relationship management and firm performance. *Journal of Information Technology*, 26(3), 205–219. <https://doi.org/10.1057/jit.2010.39>
- Coudounaris, D. N., Orero-Blat, M., & Rodríguez-García, M. (2020). Three decades of subsidiary exits: Parent firm financial performance and moderators. *Journal of Business Research*, 110, 408–422. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.024>
- Dehning, B., Richardson, V. J., & Stratopoulos, T. (2005). Information technology investments and firm value. *Information & Management*, 42(7), 989–1008. <https://doi.org/10.1016/j.im.2004.11.003>
- Domadenik, P., Prašnikar, J., & Svejnar, J. (2016). Political connectedness, corporate governance, and firm performance. *Journal of Business Ethics*, 139(2), 411–428. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2675-4>
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J. (2005). When do firms undertake R&D by investing in new ventures? *Strategic Management Journal*, 26(10), 947–965. <https://doi.org/10.1002/smj.488>
- Ehie, I. C., & Olibe, K. (2010). The effect of R&D investment on firm value: An examination of US manufacturing and service industries. *International Journal of Production Economics*, 128(1), 127–135. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2010.06.005>
- Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2006). Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy. *Journal of Management Studies*, 43(6), 1289–1330. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00621.x>
- Ghardallou, W. (2023). The heterogeneous effect of leverage on firm performance: A quantile regression analysis. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(1), 210–225. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2021-0490>
- Gimbert, X., Bisbe, J., & Mendoza, X. (2010). The Role of performance measurement systems in strategy formulation processes. *Long Range Planning*, 43(4), 477–497. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2010.01.001>
- Gong, D., Huizinga, H., & Laeven, L. (2018). Nonconsolidated affiliates, bank capitalization, and risk taking. *Journal of Banking & Finance*, 97, 109–129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.09.019>
- Gul, F. A., Hsu, A. W., & Liu, S. H.-T. (2018). Parent-Subsidiary Investment layers and audit fees. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(4), 555–579. <https://doi.org/10.1177/0148558X17696763>
- Harrigan, K. R. (1988). Joint ventures and competitive strategy. *Strategic Management Journal*, 9(2), 141–158. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090205>

- Harrison, F. (1974). The management of scientists: Determinants of perceived role performance. *Academy of Management Journal*, 17(2), 234–241. <https://doi.org/10.5465/254977>
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57-82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>
- Likitwongkajon, N., & Vithessonthi, C. (2020). Do foreign investments increase firm value and firm performance?. Evidence from Japan. *Research in International Business and Finance*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101099>
- Liu, Q., & Lu, Y. (2015). Firm investment and exporting: Evidence from China's value-added tax reform. *Journal of International Economics*, 97(2), 392-403. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.07.003>
- Ma, H. (2000). Competitive advantage and firm performance. *Competitiveness Review*, 10(2), 15-32. <https://doi.org/10.1108/eb046396>
- Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1357-1367. <https://doi.org/10.1002/smj.708>
- Nguyễn Anh Phong, Ngô Phú Thanh (2017). Tác động của quy mô và sở hữu nước ngoài đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Đại học Huế: Kinh tế và Phát triển*, 126(5C), 75-85. <https://doi.org/10.26459/hueuni-jed.v126i5D.4386>
- Nguyễn Thị Thu Thủy, Nguyễn Văn Thuận (2021). Tác động của quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: Nghiên cứu thực nghiệm từ các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp Chí Nghiên Cứu Tài Chính - Marketing*, 62(2), 1-17. <https://doi.org/10.52932/jfm.vi62.141>
- Phạm Quốc Việt, Lương Quốc Trọng Vinh, & Hồ Thu Hoài (2018). Nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán tại Việt Nam. *Tạp Chí Kinh Tế & Phát Triển*. <https://dlib.neu.edu.vn/handle/NEU/35181>
- Phan Bùi Gia Thủy, Trần Đức Tài, & Trần Thị Tú Anh (2017). Ảnh hưởng của đặc điểm tổng giám đốc điều hành đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. *Tạp chí Khoa học Đại học Mở - Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, 12(2), 205–217. <https://journalofscience.ou.edu.vn/index.php/econ-vi/article/view/1456/1120>
- Phan Quỳnh Trang, Nguyễn Sĩ Khái, & Vũ Hoàng Minh Trung (2024). Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài và giá trị doanh nghiệp. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 74(2), 7-15. <https://doi.org/10.61602/jdi.2024.74.02>
- Procher, V. D., & Engel, D. (2018). The investment-divestment relationship: Resource shifts and intersubsidiary competition within MNEs. *International Business Review*, 27(3), 528–542. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.10.004>
- Schommer, M., Richter, A., & Karna, A. (2019). Does the Diversification–firm performance relationship change over time? A meta-analytical review. *Journal of Management Studies*, 56(1), 270-298. <https://doi.org/10.1111/joms.12393>
- Song, S., & Lee, J. Y. (2017). Relationship with Headquarters and divestments of foreign subsidiaries: The hysteresis perspective. *Management International Review*, 57, 545–570. <https://doi.org/10.1007/s11575-017-0317-z>
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- Young Baek, H. (2003). Parent-Affiliate agency conflicts and foreign entry mode choice. *Multinational Business Review*, 11(2), 75–98. <https://doi.org/10.1108/1525383X200300012>