

PHÂN TÍCH CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: NGHIÊN CỨU ĐIỂN HÌNH TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

Chu Thị Thu Thủy*, Nguyễn Thanh Huyền**, Ngô Thị Quyên***

Ngày nhận: 7/4/2014

Ngày nhận bản sửa: 8/5/2014

Ngày duyệt đăng: 25/3/2015

Tóm tắt:

Mục tiêu của nghiên cứu là xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của công ty từ đó đưa ra một số gợi ý đối với các nhà quản trị để nâng cao hiệu quả tài chính. Nghiên cứu sử dụng số liệu của 230 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn năm 2011-2013 trong 14 ngành. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng hiệu quả tài chính (ROA) của các công ty bị ảnh hưởng đáng kể bởi tỷ lệ vốn nhà nước, đòn bẩy tài chính, năng lực quản lý, quy mô công ty, khả năng thanh toán nhanh và chu kỳ sản xuất kinh doanh của công ty. Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra tác động dương (+) của ROA lên tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Từ khóa: Chu kỳ sản xuất kinh doanh, hiệu quả tài chính, công ty cổ phần niêm yết phi tài chính.

The factors affecting firms' financial performance: the case of non-financial companies listed on HoChiMinh stock exchange

Abstract:

The study aimed at finding the factors affecting the financial performance of non-financial companies listed on Ho Chi Minh stock exchange (HOSE) in Vietnam. The study population consists of 230 all non-financial companies listed on HOSE in the period 2011-2013. The result showed that the percentage of state capital, financial leverage, management competence, company's size, quick assets and business cycle had a significant effect on financial performance (ROA). Otherwise, the result indicated that ROA had a positive (+) significant effect on returns on equities (ROE).

Keywords: Business cycle, financial performance, listed non-financial companies.

1. Giới thiệu

Trong hơn hai thập kỷ qua có rất nhiều nghiên cứu về hiệu quả tài chính và các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Các nghiên cứu đưa ra các thước đo khác nhau về hiệu quả tài chính như ROA, ROE... tùy vào cách tiếp cận và mục tiêu nghiên cứu. Cũng tương tự như vậy, các nhân tố tác động cũng khá đa dạng như vị trí địa lý, hoạt động xuất khẩu... nhưng chiều tác động đến hiệu quả tài chính lại không thống nhất hoặc có một số nhân tố có tác

động mạnh đến hiệu quả tài chính trong nghiên cứu này nhưng này không có ý nghĩa thống kê trong nghiên cứu khác.

Thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011-2013 liên tục biến động mạnh về giá chứng khoán. Điều này được lý giải bởi hai yếu tố nội sinh và ngoại sinh trong đó một trong những yếu tố nội sinh rất quan trọng là hiệu quả tài chính của các công ty. Tuy nhiên, khi xem xét hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE trong

giai đoạn này, nhóm tác giả nhận thấy rất nhiều công ty cổ phần niêm yết hoạt động kinh doanh lỗ liên tục dẫn đến hiệu quả tài chính âm (công ty cổ phần Dệt may, Đầu tư, Thương mại Thành Công (TCM); công ty cổ phần Bất động sản du lịch Ninh Vân Bay (NVT),...) nhưng ngược lại, một số doanh nghiệp đạt được hiệu quả tài chính cao với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản đạt mức trên 30% (công ty cổ phần công viên nước Đầm Sen (DSN), công ty cổ phần đá núi nhỏ (NNC),...). Điều này đặt ra cho nhóm nghiên cứu câu hỏi “Liệu có những yếu tố nào tác động đến hiệu quả tài chính các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE? Và mức độ tác động ra sao?”

Bài báo tập trung nghiên cứu các nhân tố tác động đến hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần niêm yết trên HOSE. Nhóm nghiên cứu sử dụng là phương pháp phân tích tương quan Pearson và phân tích hồi quy bội. Nghiên cứu đã chỉ ra các nhân tố đòn bẩy tài chính, tỷ lệ vốn nhà nước, khả năng thanh toán nhanh, chu kỳ sản xuất kinh doanh và quy mô công ty có tác động mạnh đến hiệu quả tài chính, trong đó hai nhân tố mới nhóm tác giả phát triển từ các nghiên cứu trước là tỷ lệ vốn nhà nước và chu kỳ sản xuất kinh doanh.

2. Tổng quan nghiên cứu về hiệu quả tài chính và các nhân tố ảnh hưởng

Trên thế giới có rất nhiều nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về hiệu quả tài chính. Nghiên cứu về lý thuyết dựa trên nền tảng của kinh tế vi mô, những nghiên cứu thực nghiệm thì tập trung trên hai mối quan tâm chính là đo lường hiệu quả tài chính và xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Hiệu quả tài chính được đo lường bằng nhiều thước đo khác nhau tùy vào mục đích nghiên cứu. Tuy nhiên, có ba thước đo phổ biến thường được các nhà nghiên cứu sử dụng là: ROS (Hart và Ahuja, 1996; Liargovas và Skandalis, 2008); ROA (Liargovas và Skandalis, 2008; McGuire và các cộng sự, 1988; Russo và Fouts, 1997; Stanwick và Stanwick, 2000; Tarawneh, 2006; Agiomirgiannakis và các cộng sự, 2006) và ROE (Liargovas và Skandalis, 2008; Konar và Cohen, 2001). Các thước đo này được sử dụng rộng rãi trên thế giới bởi việc tính toán dễ dàng. *Mối quan tâm thứ hai của các nhà nghiên cứu là xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của công ty.*

Nghiên cứu của Ghosh, Nag và Sirmans (2000), Berger và Bonaccorsi (2006), Gleason và các cộng sự (2000), Simerly và Li (2000), Liargovas và Skandalis (2008),... trong không gian nghiên cứu khác nhau đều chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có tác động mạnh đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, chiều tác

động không giống nhau do ảnh hưởng của sự đánh đổi giữa lá chắn thuế từ lãi vay và chi phí áp lực tài chính.

Các nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012), Amalendu (2010), Liargovas và Skandalis, (2008), Lee (2009), Amato và Burson (2007), Ammar và các cộng sự (2003),... đã chỉ ra tác động của quy mô công ty và hiệu quả tài chính. Các nghiên cứu này đưa ra những quan điểm trái ngược nhau về mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả tài chính. Quan điểm thứ nhất dựa trên lý thuyết cơ bản về lợi thế kinh tế nhờ quy mô. Theo lý thuyết này thì lợi thế kinh tế về mặt quy mô xảy ra bởi một loạt các nguyên nhân như: Tài chính (Công ty lớn có thể đi vay với lãi suất thấp hơn và có khả năng mua nhiều hàng hóa hơn nên được hưởng chiết khấu thương mại nhiều hơn); Cơ cấu tổ chức (công ty lớn thì trình độ chuyên môn và mức độ chuyên môn hóa của lao động cao); Trình độ công nghệ, kỹ thuật (Công ty lớn có lợi thế về tỷ lệ chi phí cố định trên sản phẩm). Như vậy, theo quan điểm này, công ty có quy mô càng lớn thì hiệu quả tài chính càng cao. Tuy nhiên, quan điểm ngược lại dựa trên lý thuyết lựa chọn (alternative theory) cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô công ty và hiệu quả tài chính. Ngoài ra, nếu quy mô công ty quá lớn nhiều khi lại tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính do một số vấn đề về tham nhũng và một số lý do khác (Yuqi, 2008). Mặt khác, công ty lớn có thể hoạt động thiếu hiệu quả do quá trình kiểm soát kém, điều này cũng gây tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính.

Khả năng thanh toán ngắn hạn có vai trò rất quan trọng đối với tình hình tài chính của công ty, điều này đã được chứng minh qua một số nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012); Maleya và Muturi (2013); Amalendu (2010); Liargovas và Skandalis (2008), Khalifa và Zurina (2013),... Khả năng thanh toán ngắn hạn thấp, kéo dài thường xuất hiện dấu hiệu rủi ro tài chính, nguy cơ phá sản có thể xảy ra. Tuy nhiên, nếu công ty duy trì khả năng thanh toán ngắn hạn quá cao cũng có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính cụ thể: Khi khả năng thanh toán ngắn hạn cao thì đồng nghĩa với việc công ty hoặc đầu tư quá nhiều vào tài sản ngắn hạn như tiền, hàng tồn kho, phải thu khách hàng (điều này làm tăng chi phí hoạt động như chi phí cơ hội của việc giữ tiền, chi phí lưu kho, chi phí thu nợ...) hoặc sử dụng ít nguồn nợ ngắn hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn (không tận dụng được chi phí tài chính thấp của nguồn ngắn hạn hoặc những nguồn không phải trả lãi vay) do đó sẽ làm giảm lợi nhuận và tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính.

Theo Timmons (1994) những công ty thành công có sự đóng góp không nhỏ của kỹ năng và sự sáng tạo của nhà quản lý. Cũng theo Bird (1995) cũng chỉ ra rằng năng lực quản lý tác động mạnh đến hiệu quả tài chính và hiệu quả hoạt động của công ty. Những công ty thành công là những công ty có những nhà quản lý có năng lực “cốt lõi” - khả năng kết hợp giữa sự hiểu biết, kinh nghiệm, chuyên môn, kỹ năng để điều hành nhóm quản lý đạt mục tiêu của công ty (Coyne, Hall và Clifford, 1997).

3. Phương pháp nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là 230 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn năm 2011 – 2013. Nhóm tác giả sử dụng các thông tin thu thập từ bản báo cáo bạch, báo cáo tài chính và thông tin về công ty trên trang web của HOSE. Phương pháp phân tích dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu là *phương pháp tỷ số* (để tính toán các tỷ số đo lường hiệu quả tài chính (ROA, ROE) và các tỷ số đo lường các nhân tố tác động như khả năng thanh toán (QR, CR), năng lực ban quản lý (MC), chu kỳ sản xuất kinh doanh (BS), đòn bẩy tài chính (DFL) và tỷ lệ vốn nhà nước (State) và phương pháp phân tích thống kê (để kiểm tra mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập, bài báo sử dụng các phương pháp thống kê mô tả, ma trận tương quan Pearson, kiểm tra hiện tượng tự tương quan (Durbin-Watson), kiểm tra đa cộng tuyến và sử dụng phương pháp hồi quy bội).

4. Mô hình nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu

4.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu và thực trạng của Việt Nam, mô hình lý thuyết đưa ra là:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * STATE + \beta_2 * DFL + \beta_3 * I + \beta_4 * MC + \beta_5 * SIZE + \beta_6 * BS + \beta_7 * QR + \beta_8 * CR + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 * ROA + \varepsilon \quad (2)$$

ROA: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản

ROE: Tỷ suất sinh lời trên doanh thu

STATE: Tỷ lệ vốn Nhà nước

DFL: Đòn bẩy tài chính

I: Ngành

MC: Tỷ số năng lực quản lý

SIZE: Quy mô

BS: Chu kỳ sản xuất kinh doanh

QR, CR: Khả năng thanh toán ngắn hạn

4.2. Các biến nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

4.2.1. Hiệu quả tài chính

Nghiên cứu sử dụng thước đo để đánh giá hiệu

quả tài chính là ROA. Đây là thước đo thường được các nhà phân tích tài chính và các nhà nghiên cứu sử dụng. Tuy nhiên, mục tiêu cuối cùng của quản trị tài chính là tối đa hóa lợi ích của chủ sở hữu do đó sau khi kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến ROA, nhóm tác giả kiểm tra tác động của ROA lên ROE.

4.2.2. Khả năng thanh toán ngắn hạn

Để đo lường khả năng thanh toán ngắn hạn các nhà nghiên cứu thường sử dụng khả năng thanh toán hiện hành (CR) và khả năng thanh toán nhanh (QR). Khả năng thanh toán có tác động đến hiệu quả tài chính cụ thể: Theo Almajali và các cộng sự (2012), Maleya và Muturi (2013) thì khả năng thanh toán có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả tài chính. Nhưng ngược lại, Khalifa và Zurina (2013) chỉ ra khả năng thanh toán có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính. Vậy cặp giả thuyết nghiên cứu được đưa ra là:

H01: Khả năng thanh toán ngắn hạn không tác động đến hiệu quả tài chính

H11: Khả năng thanh toán ngắn hạn có tác động đến hiệu quả tài chính

4.2.3. Đòn bẩy tài chính

Đòn bẩy tài chính đề cập đến việc sử dụng nợ trong cấu trúc vốn của công ty. Thước đo về đòn bẩy tài chính nhóm tác giả sử dụng trong nghiên cứu là **Tỷ số nợ = Tổng nợ/tổng tài sản**. Đòn bẩy tài chính là một trong những quyết định quan trọng của nhà quản lý tài chính vì nó ảnh hưởng đến lợi ích, rủi ro của chủ sở hữu cũng như giá trị thị trường của công ty. Vì vậy, có rất nhiều nghiên cứu xem xét tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính cụ thể: Ghosh, Nag và Sirmans (2000), Berger và Udell (2006) trong nghiên cứu của mình đã chỉ ra đòn bẩy tài chính có tác động dương lên hiệu quả tài chính, nhưng ngược lại, Gleason và các cộng sự (2000), Simerly và Li (2000), Maleya và Muturi (2013) trong nghiên cứu của mình lại chỉ ra tác động âm của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả tài chính. Vì vậy, giả thuyết được đưa ra là

H02: Đòn bẩy tài chính không có tác động đến hiệu quả tài chính

H12: Đòn bẩy tài chính có tác động đến hiệu quả tài chính

4.2.4. Quy mô công ty (size)

Quy mô công ty được đo lường quy mô tổng tài sản. Có khá nhiều nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa quy mô công ty và hiệu quả tài chính. Các nghiên cứu này đưa ra những quan điểm trái ngược nhau về mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả tài chính. Quan điểm thứ nhất cho rằng công ty có quy mô càng lớn thì hiệu quả tài chính càng cao

do lợi thế về quy mô. Tuy nhiên, quan điểm ngược lại cho rằng quy mô có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả tài chính do một số vấn đề về tham nhũng và một số lý do khác: như hoạt động thiếu hiệu quả do quá trình kiểm soát kém. Vì vậy giả thuyết được đưa ra là:

H03: Quy mô công ty không tác động đến hiệu quả tài chính

H13: Quy mô công ty có tác động đến hiệu quả tài chính

4.2.5. Chu kỳ sản xuất kinh doanh của công ty (BS - Business cycle)

Chu kỳ sản xuất kinh doanh của công ty là khoảng thời gian kể từ khi công ty mua hàng đến khi công ty bán được hàng và thu tiền về.

**BS = Thời gian quay vòng hàng tồn kho +
Thời gian quay vòng khoản phải thu.**

Chu kỳ sản xuất kinh doanh của công ty càng ngắn, tức là rút ngắn thời gian quay vòng hàng tồn kho và thời gian quay vòng khoản phải thu thì càng tăng hiệu quả tài chính. Nguyên nhân chủ yếu do hàng hóa được bán nhanh hơn, thời gian lưu kho ít hơn, doanh thu tăng, giảm chi phí đầu tư hàng tồn kho. Hơn nữa phải thu khách hàng quay vòng nhanh hơn, công ty thu hồi nợ nhanh hơn, tăng vòng quay của vốn, giảm các chi phí liên quan đến khoản phải thu. Với tác động kép của rút ngắn chu kỳ sản xuất kinh doanh sẽ làm tăng khả năng sinh lời. Vì vậy, giả thuyết được đưa ra là:

H04: Chu kỳ sản xuất kinh doanh không có tác động đến hiệu quả tài chính

H14: Chu kỳ sản xuất kinh doanh có tác động đến hiệu quả tài chính

4.2.6. Tỷ lệ vốn nhà nước (State)

Tỷ lệ vốn nhà nước được đo lường bằng tỷ lệ % vốn nhà nước trên tổng vốn chủ sở hữu. Các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán và có số năm hoạt động lâu đa phần với quy mô vốn lớn chủ yếu là được cổ phần hóa. Vì vậy, giả thuyết được đưa ra là:

H05: Tỷ lệ vốn nhà nước không có tác động đến hiệu quả tài chính

H15: Tỷ lệ vốn nhà nước có tác động đến hiệu quả tài chính

4.2.7. Ngành (I - Industry)

Nhóm tác giả sử dụng cách phân ngành của HOSE, căn cứ để phân ngành của HOSE là dựa vào doanh thu cụ thể: Hoạt động kinh doanh nào mang lại doanh thu bình quân lớn nhất trong 3 năm liền kề năm phân ngành và chiếm trên 50% trở lên trong tổng doanh thu bình quân của công ty niêm yết thì

xếp công ty vào một ngành cấp 3 duy nhất hệ thống ngành kinh tế Việt Nam năm 2007 tương ứng với hoạt động đó. Tương ứng với 14 ngành, nhóm nghiên cứu đặt biến giả từ 1 cho đến 14. Mỗi ngành khác nhau sẽ có hiệu quả tài chính khác nhau, vì vậy nhóm nghiên cứu đưa thêm biến ngành để xem xét yếu tố ngành nghề liệu có tác động đến hiệu quả tài chính của công ty hay không. Giả thuyết đưa ra là:

H06: Ngành không có tác động đến hiệu quả tài chính

H16: Ngành có tác động đến hiệu quả tài chính

4.2.8. Tỷ số năng lực quản lý (MC)

Theo Liargovas và Skandalis (2008) và Almajalivà các cộng sự (2012) thì năng lực quản lý được đo lường như sau:

**Management competence index =
Profit/Number of professionals**

Trong đó Profit (lợi nhuận) được đo lường bằng lợi nhuận trước thuế hoặc lợi nhuận sau thuế của công ty. Theo như MaMerikas và các cộng sự (2006) thì “professionals” là những nhà quản lý thỏa mãn 2 tiêu chuẩn sau: (1) Có bằng đại học và (2) Quản lý trực tiếp hoặc là một bộ phận của nhóm quản lý (management team). Cũng theo Liargovas và Skandalis (2008) thì một công ty có nhóm quản lý (management team) khi thỏa mãn ít nhất ba trong năm điều kiện sau: (1) Kinh nghiệm của nhà quản lý trung bình là 20 năm, (2) Nhóm quản lý nắm giữ trung bình 34% cổ phần công ty, (3) Hầu hết các nhà quản lý trong nhóm tốt nghiệp đại học (4) Tuổi trung bình của các nhà quản lý trong nhóm từ 50 đến 60 tuổi, (5) Tất cả các nhà quản lý trong nhóm đều thực hiện các hoạt động đổi mới- hoạt động đổi mới đề cập đến việc giới thiệu sản phẩm mới, công nghệ sản xuất mới, phát triển thị trường mới hoặc đổi mới cơ cấu tổ chức trong công ty. Giả thuyết được đưa ra:

H07: Tỷ số năng lực quản lý không có tác động đến hiệu quả tài chính

H17: Tỷ số năng lực quản lý có tác động đến hiệu quả tài chính

5. Kết quả nghiên cứu và phân tích dữ liệu

5.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả (bảng 1) cung cấp số liệu tối thiểu, tối đa và trung bình, độ lệch chuẩn của các biến độc lập và biến phụ thuộc của 230 công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 2011 đến 2013 với mẫu nghiên cứu là 526. Tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước (state) trung bình khoảng 22,4%. Quy mô công ty trung bình 2.368.359 triệu đồng. Khả năng thanh toán trung bình của các công

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
STATE	0	0.799	0.224	0.241
SIZE	113,572	74,980,300	2,368,359	6,430,328
QR	0.015	208.516	2.198	9.329
DFL	0.002	0.989	0.452	0.208
BS	1.698	9,348	351.225	691.289
MC	188.286	619,233	12,987.054	44,799.476
I	1.000	14.000	5.245	4.399
ROA	0.014	0.397	0.091	0.073
ROE	0.020	0.526	0.161	0.094
CR	0.217	229.578	2.914	10.234
Valid N	526			

Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính các công ty niêm yết trên HOSE - sử dụng SPSS 16

ty phi tài chính niêm yết trên HOSE khoảng 2,91 lần. Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (DFL) trung bình là 0,45 lần. Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) trung bình là 9% trong 3 năm và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu trung bình 16,14%. Chu kỳ sản xuất kinh doanh trung bình khoảng 352 ngày. Tỷ số năng lực quản lý trung bình khoảng 12985,67 triệu đồng. Khả năng thanh toán nhanh của các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên HOSE đạt mức trung bình 2,19 lần.

5.2. Kiểm tra tương quan

Qua phân tích Pearson (bảng 2), có thể nhận thấy các biến số chu kỳ sản xuất kinh doanh (BS), đòn bẩy tài chính (DFL), tỷ số năng lực quản lý (MC) có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính (ROA)

trong đó BS và DFL có tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính, còn MC có tác động cùng chiều với hiệu quả tài chính.

5.3. Kiểm tra phân phối chuẩn

Để ước lượng hồi quy tuyến tính một trong những kiểm định quan trọng là xem xét xem các biến có phân phối chuẩn hay không. Ban đầu khi kiểm tra một số biến như ROA, BS, CR, size, QR, MC không có phân phối chuẩn với hệ số Skewness rất lớn. Vì vậy, nhóm tác giả đã chuyển các biến này sang thành hàm Loga tự nhiên. Sau khi sử dụng phương pháp trên thì hầu hết các biến đã chuyển thành phân phối chuẩn với kết quả chiết xuất từ SPSS trong bảng 3.

5.4. Kiểm tra đa cộng tuyến

Bảng 2. Ma trận tương quan Pearson giữa ROA và các biến độc lập

		STATE	SIZE	QR	DFL	BS	MC	I	CR
ROA	Pearson Correlation	0.056	0.042	0.041	-0.558	-0.207	0.268	0.001	0.029
	Sig. (2-tailed)	0.199	0.337	0.344	0.000	0.000	0.000	0.991	0.501

Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính các công ty niêm yết trên HOSE - sử dụng SPSS 16

Bảng 3. Kiểm tra phân phối chuẩn

	STATE	DFL	I	LNROA	LNSIZE	LNMC	LNBS	LNCR	LNQR
Skewness	0.561	-0.007	0.993	-0.008	0.945	0.908	0.221	1.43	0.61
Kurtosis	-1.177	-0.827	-0.498	-0.683	1.37	1.874	1.555	5.844	3.532

Nguồn: Tính toán từ báo cáo tài chính các công ty - sử dụng SPSS 16

Bảng 4. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

	STATE	DFL	I	LNMC	LNSIZE	LNBS	LNQR	LNCR
Tolerance	0.972	0.437	0.869	0.234	0.208	0.737	0.581	0.886
VIF	1.029	2.289	1.15	4.268	4.805	1.357	1.723	1.129

Nguồn: Tính toán từ SPSS 16

Bảng 5. Kiểm định Anova và Durbin -Watson

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	Sig.
1	.982a	0.964	0.963	0.15015516	1.844	.000a

Nguồn: Tính toán từ SPSS 16

Để phân tích hồi quy tương quan trước hết nhóm tác giả kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến bằng kiểm định Collinearity Statistics. Các biến độc lập sẽ có hiện tượng Đa cộng tuyến khi hệ số Tolerance nhỏ hơn 0,1 hoặc VIF lớn hơn 10. Theo bảng 4 có thể nhận thấy rằng hệ số Tolerance biến thiên từ 0.234 đến 0.972 và hệ số VIF biến thiên từ 1.029 đến 4,268 nên trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập.

5.5. Kiểm tra tự tương quan

Để kiểm tra tự tương quan trong thực tế các nhà nghiên cứu thường sử dụng kiểm định Durbin-watson, nếu hệ số Durbin-watson nằm trong vùng từ 1 đến 3 (đặc biệt càng tiến đến gần 2 càng tốt) thì không có hiện tượng tự tương quan. Qua dữ liệu kiểm định Durbin - Watson trên SPSS có hệ số D = 1.844 (bảng 5) nên trong mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

5.6. Hồi quy bội

5.6.1. Kiểm định sự phù hợp của mô hình ROA

Với R-Square = 0,964 tức là các biến độc lập trong mô hình giải thích được 96,4% sự thay đổi của hiệu quả tài chính. Mặt khác thông qua kiểm định Anova về sự phù hợp của mô hình có thể nhận thấy mô hình hoàn toàn phù hợp để xem xét sự tác động của các biến độc lập đến hiệu quả tài chính với mức P-value (Sig.) < 5%.

5.6.2. Mô hình và giải thích ý nghĩa mô hình ROA

Sau khi kiểm tra phân phối chuẩn, tự tương quan và đa cộng tuyến nhóm nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy bội để kiểm tra mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và biến độc lập.

Kết quả hồi quy (bảng 6) cho thấy hầu hết các biến đều có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính ở mức ý nghĩa 10% trừ 2 biến số ngành và số

năm hoạt động không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%. Sự tác động của các biến độc lập đến hiệu quả tài chính (LnROA) được giải thích thông qua các hệ số hồi quy:

- *Tỷ lệ vốn nhà nước (state)*: Với Pvalue = 8,6% < 10% tức là tỷ lệ vốn nhà nước có tác động đến hiệu quả tài chính và có tác động ngược chiều tại mức ý nghĩa 10%. Các công ty có quy mô vốn nhà nước lớn chủ yếu là các công ty trong các lĩnh vực xây dựng, khai khoáng và sản xuất điện, phân phối khí đốt. Những ngành này cần vốn đầu tư lớn nên tư nhân không đủ khả năng và năng lực để đầu tư. Đối với các công ty có vốn nhà nước lớn thường thực hiện xây dựng nhiều các dự án cầu đường, các công trình thủy lợi phục vụ cho mục đích công cộng và lợi ích chung của xã hội (đây là những dự án mà các công ty tư nhân không muốn tham gia vì lợi nhuận thực tế đem lại thấp nhưng hiệu quả kinh tế đem lại cho xã hội cao). Ngoài ra, các công ty sản xuất điện và phân phối khí đốt, khai khoáng là những công ty cung cấp các yếu tố đầu vào cần thiết cho xã hội mặc dù hiệu quả kinh tế cho xã hội cũng như lợi ích chung cao. Tuy nhiên, vốn đầu tư lớn và mức lợi nhuận đạt được ở mức thấp.

- *Quy mô công ty (Size)*: Với mức ý nghĩa P-value rất nhỏ và nhỏ hơn 5% có nghĩa là đủ khả năng để bác bỏ giả thuyết H0 hay quy mô công ty có tác động đến hiệu quả tài chính. Mặt khác, quy mô công ty có tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính, nghĩa là quy mô công ty càng lớn thì hiệu quả tài chính càng thấp. Điều này phù hợp với các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quy mô của Lee (2009), Amato và Burson (2007), Ammar và các cộng sự (2003) đều chỉ ra hiệu quả tài chính giảm khi quy mô công ty tăng.

- *Đòn bẩy tài chính (DFL)*: Theo bảng 6 thì đòn

Bảng 6. Mô hình hồi quy bội LiROA

	(Constant)	STATE	DFL	I	LNMC	LNSIZE	LNBS	LNQR	LNCR
Unstandardized Coefficients	1.528	-0.048	-0.224	0.001	0.946	-0.868	-0.019	-0.019	0.015
Sig.	0.0000	0.0860	0.0000	0.3520	0.0000	0.0000	0.0060	0.0530	0.155

Nguồn: Tính toán từ SPSS 16

Bảng 7. Hồi quy đơn giữa ROE và ROA

	(Constant)	LnROA
Unstandardized Coefficients	-.182	.675
Sig.	.004	0.000
R - square	0.634	

Nguồn: Tính toán từ SPSS 16

bẫy tài chính có ý nghĩa thống kê tại mức 5% và có tác động âm đến hiệu quả tài chính. Tác động âm của đòn bẫy tài chính trong nghiên cứu này giống như nghiên cứu của Maleya và Muturi (2013), Berger và Bonaccorsi (2006), Gleason và các cộng sự (2000), Simerly và Li (2000)... Theo lý thuyết về sự đánh đổi khi sử dụng nợ ở mức tối ưu hóa thì sẽ cân bằng được lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ nên sử dụng nợ ở một mức độ nhất định sẽ làm gia tăng hiệu quả tài chính. Mặc dù vậy, khi sử dụng nợ càng nhiều thì rủi ro tài chính gia tăng và những chi phí do áp lực tài chính tăng dẫn đến tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính.

- *Tỷ số năng lực của Ban quản lý (LnMC)*: Tỷ số năng lực của Ban quản lý của công ty có P-value < 5% tức là năng lực của Ban quản lý có tác động đáng kể đến hiệu quả tài chính của công ty. Tỷ số năng lực của ban quản lý có tác động dương đến hiệu quả tài chính, điều này hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu trước của Liargovas và Skandalis (2008), Almajali và các cộng sự (2012), Bird (1995), Timmons (1994),... hay nói cách khác năng lực quản lý tác động và ảnh hưởng đến sự thành công của các công ty.

- Chu kỳ sản xuất kinh doanh (LnBS) và khả năng thanh toán nhanh (LnQR): đều có tác động âm (-) đến hiệu quả tài chính và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Như vậy, điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết: Một công ty quản lý hai loại tài sản lưu động là hàng tồn kho và phải thu khách hàng tốt khiến cho hàng tồn kho quay và phải thu khách hàng quay vòng nhanh hơn sẽ giúp công ty rút ngắn chu kỳ sản xuất kinh doanh. Từ đó, công ty sẽ tiết kiệm

các chi phí đầu tư hàng tồn kho và chi phí quản lý phải thu khách hàng và tăng lợi nhuận. Mặt khác, nếu công ty duy trì khả năng thanh toán ngắn hạn thấp, tức là tận dụng nợ ngắn hạn để đầu tư. Vì vậy, chi phí tài chính thấp, lợi nhuận cao.

5.6.3. Mô hình hồi quy ROE và ROA

Qua bảng 7 có thể nhận thấy rằng ROA có tác động đáng kể đến tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu và thu nhập trên một cổ phiếu thường với Pvalue < 5%. Hơn nữa, R-square là 0.634 có nghĩa là ROA giải thích được 63,4% sự thay đổi ROE. Bên cạnh đó, hệ số Beta của ROA dương chứng tỏ rằng khi ROA tăng sẽ đóng góp vào việc tăng ROE.

6. Kết luận và một số kiến nghị

Nghiên cứu của nhóm nghiên cứu đã chỉ ra rằng State, size, DFL, BS, MC và QR có tác động đáng kể đến hiệu quả tài chính. Trong đó, State, DFL, BS, QR có tác động âm đến hiệu quả tài chính hay các công ty muốn gia tăng hiệu quả tài chính cần cố gắng rút ngắn chu kỳ sản xuất kinh doanh bằng cách quản lý hàng tồn kho và phải thu hiệu quả hơn, rút ngắn thời gian quay vòng của hai loại tài sản ngắn hạn này. Hơn nữa, cần tập trung vào duy trì khả năng thanh toán nhanh phù hợp, không nên để các tài sản có tính thanh khoản cao và phải thu khách hàng ở mức quá lớn so với nợ ngắn hạn làm tăng chi phí cơ hội và giảm hiệu quả tài chính. Hơn nữa, để tăng hiệu quả tài chính các công ty cần chú trọng tăng năng lực của Ban quản lý. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng có mối quan hệ dương giữa ROA và ROE hay để tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ hữu các công ty cần áp dụng các biện pháp để gia tăng khả năng tạo lợi nhuận của tài sản đầu tư. □

Tài liệu tham khảo

- Agiomirgiannakis, G., Voulgaris, F. và Papadogonas, T. (2006), 'Financial factors affecting profitability and employment growth: the case of Greek manufacturing', *Int. J. Financial Services Management*, Số 1, tập 2/3, trang 232 – 242.
- Amalendu, Bhunia (2010), 'Financial Performance of Indian Pharmaceutical Industry: A Case Study', *Asian Journal of Management Research*, Số 1, tập 2, trang 427-451.
- Ammar, A., Hanna, A.S., Nordheim, E.V. và Russell, J.S. (2003), 'Indicator Variables Model of Firm's Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data', *Journal of Construction Engineering and Management*, Số 129, trang 192-197.
- Amato, L.H. và Burson, T.E. (2007), 'The effects of firm size on profit rates in the financial services', *Journal of Economics and Economic Education Research*, Số 8, tập 1, trang 67-81.
- Almajali, Y.A, Alamro, S.H. và Al-Soub, Y.Z. (2012), 'Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange', *Journal of Management Research*, Số 4, tập 2, trang

- Berger, A.N và di Patti, E.B (2006), 'Capital Structure and Financial performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry', *Journal of Banking and Finance*, Số 30, trang 1065-1102
- Bird, B. (1995), 'Toward a theory of entrepreneurial competency.' In J.A.Katz (ed) *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence, and Growth*, Greenwich, CT: JAI Press 2, trang 52-72.
- Coyne, K.P., Hall, J.D. và Clifford, P.G. (1997), 'Is your Core Competence a Mirage?', *The McKinsey Quarterly*, Số 1, Trang 40-45.
- Ghosh, C., Nag, R., và Sirmans, C. (2000), 'The pricing of seasoned equity offerings: Evidence from REITs', *Real Estate Economics*, Số 28, trang 363-384.
- Gleason, K., Mathur, L. và Mathur, I. (2000), 'The interrelationship between culture, capital structure, and performance: Evidence from European retailers', *Journal of Business Research*, Số 50, trang 185-191.
- Hart, S. L. và Ahuja, G. (1996), 'Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance', *Business Strategy and the Environment*, Số 5, trang 30-37.
- Khalifa, M.K. và Zurina, S. (2013), 'Financial Performance and Identify Affecting Factors in this Performance of Non-oil Manufacturing Companies Listed on Libyan Stock Market (LSM)', *European Journal of Business and Management*, Số 5, tập 12, trang 82-89.
- Konar, S. và Cohen, M. A. (2001), 'Does the Market Value Environmental Performance?', *Review of Economics and Statistics*, Số 83, tập 2, trang 281-309.
- Russo, M.V. và Fouts, P.A. (1997), 'A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability', *Academy of Management Journal*, Số 40, tập 3, trang 534-559.
- Liargovas, P. và Skandalis, K. (2008), 'Factor affecting firms' financial performance: The Case of Greece', *American Economic Review*, Số 48 trang 261-297.
- Lee, J. (2009), 'Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms', *Int. J. of the Economics of Business*, Số 16, tập 2, trang 189-203.
- McGuire, J. B., Sundgren, A. và Schneeweis, T. (1988), 'Corporate social responsibility and firm financial performance', *Academy of Management Journal*, Số 31, tập 4, trang 854- 872.
- Maleya, M.O. và Muturi, W. (2013), 'Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya', *Research Journal of Finance and Accounting*, Số 4, tập 15, trang 99-104.
- Tarawneh, M. (2006), 'A Comparison of Financial Performance in the Banking Sector: Some Evidence from Omani Commercial Banks', *International Research Journal of Finance and Economics*, Số 3, trang 103-112.
- Simerly, R. và Li, M. (2000), 'Environmental dynamism, financial leverage and performance: A theoretical integration and an empirical test', *Strategic Management Journal*, Số 21, tập 1, trang 31-49.
- Stanwick, S. và Stanwick, P. (2000), 'The relationship between environmental disclosures and financial performance: An empirical study of US corporations', *Eco-Management and Auditing*, Số 7, trang 155-164.
- Timmons, J.A. (1994), *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*, 4th editon. Irwin Press, Chicago.
- Yuqi, L. (2008), 'Determinants of Banks' Profitability and Its Implication on Risk Management Practices: Panel Evidence from the UK', Luận án tiến sĩ, The University of Nottingham, UK.

Thông tin tác giả:

***Chu Thị Thu Thủy**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Đại học Thăng Long
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kế toán, kiểm toán và tài chính
- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ mail: thuyc2702@yahoo.com;

****Nguyễn Thanh Huyền**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Đại học Thăng Long
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kế toán, kiểm toán và tài chính
- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ mail: thanhhuyen205@yahoo.com;

*****Ngô Thị Quyên**, Thạc sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Đại học Thăng Long
- Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kế toán, kiểm toán và tài chính
- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ mail: quyennt104@yahoo.com