



NGHIÊN CỨU NHỮNG NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

HUYỀN THỊ TUYẾT PHƯƠNG - Công ty Cổ phần Thương nghiệp Tổng hợp, Quận 8, TP. Hồ Chí Minh

Với việc nghiên cứu hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của 180 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh thông qua hai chỉ tiêu là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu, kết quả mô hình cho thấy hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp chịu sự tác động của nhiều yếu tố. Từ những kết quả đạt được trong nghiên cứu này, bài viết đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong giai đoạn hiện nay.

Từ khóa: Chứng khoán, công ty niêm yết, doanh nghiệp, thị trường chứng khoán

Phương pháp nghiên cứu

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam là kênh huy động vốn dài hạn cho đầu tư và phát triển, phù hợp với mục tiêu xu thế phát triển của đất nước. Mối quan tâm hàng đầu của các nhà đầu tư (NĐT) trên TTCK là hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết. Vì thế, muốn thu hút các NĐT, các công ty phải nâng cao hiệu quả hoạt động của mình. Từ thực tế đó, việc tìm hiểu các nhân tố nào ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp (DN) niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HoSE) là rất cần thiết nhằm giúp cho các công ty nhận biết được lợi thế của mình, từ đó có thể tiếp cận với các nguồn vốn đầu tư để mở rộng phát triển, tạo công ăn việc làm cho người lao động, góp phần ổn định kinh tế - xã hội.

Nguồn dữ liệu

Để tiến hành ước lượng các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN, bài viết sử dụng số liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 180 DN niêm yết trên HoSE từ năm 2011 đến 2015 (nhưng loại trừ các DN thuộc ngành Tài chính bao gồm: Ngân hàng, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, quỹ/công ty đầu tư, những DN thuộc diện kiểm soát đặc biệt và những DN có số liệu bất thường). Bên cạnh đó, thông tin cũng được thu thập từ các website của: Ủy ban chứng khoán Nhà nước, HoSE, các công ty chứng khoán và các dữ liệu khác trên internet.

Phương pháp phân tích

Để tài sử dụng phương pháp nghiên cứu định

lượng bằng cách sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính bằng, sử dụng phần mềm Stata 14 hỗ trợ chạy số liệu, phân tích sự ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết trên HoSE; Đồng thời, dựa vào lý thuyết về hiệu quả hoạt động, các chỉ số trong các báo cáo tài chính, các nghiên cứu thực nghiệm trước đó và quan điểm cá nhân để đề xuất các biến độc lập. Mô hình nghiên cứu có dạng tổng quát như sau:

$$ROA_{it} / ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 TC_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 RISK_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \mu_{it}$$

Trong đó, biến phụ thuộc ROA là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, ROE là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của DN. Các biến độc lập (DE) là cơ cấu vốn, (TC) là quản trị nợ phải thu khách hàng, (TANG) đầu tư tài sản cố định, (RISK) là rủi ro kinh doanh, (SIZE) là quy mô, (GROWTH) là tốc độ tăng trưởng, (AGE) là thời gian hoạt động của DN.

Từ bản chất của các biến độc lập, mô hình kiểm định sự ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động của các DN đang giao dịch trên HoSE kỳ vọng dấu của các biến ở Bảng 1.

Kết quả phân tích

Để phân tích các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết trên HoSE, tác giả phân tích thống kê theo các tiêu chí: số trung bình, số nhỏ nhất, số lớn nhất, độ lệch chuẩn. Kết quả mô tả dữ liệu nghiên cứu cho thấy:

- Hiệu quả hoạt động của các DN được niêm yết trên HoSE có sự chênh lệch nhau rất lớn, chứng tỏ các DN có hiệu quả hoạt động trái ngược nhau. Thông qua chỉ tiêu ROA ta thấy giá trị lớn nhất đạt



BẢNG 1: TÓM TẮT CÁCH TÍNH TOÁN CÁC BIẾN SỐ VÀ KỶ VỌNG ĐÁU

Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Kỳ vọng
Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế / tổng tài sản	
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế / vốn chủ sở hữu	
Cơ cấu vốn	DE	Nợ phải trả / tổng tài sản	- +
Quản trị nợ phải thu khách hàng	TC	(Nợ phải thu khách hàng bình quân x 365) / doanh thu thuần bán hàng	-
Đầu tư tài sản cố định	TANG	Tài sản cố định / tổng tài sản	-
Rủi ro kinh doanh	RISK	Độ lệch chuẩn dòng tiền (Lợi nhuận sau thuế + Khấu hao)	- +
Quy mô DN	SIZE	Ln (Tổng tài sản)	+
Tốc độ tăng trưởng	GROWTH	(Doanh thu t – Doanh thu t-1) / Doanh thu t-1)	+
Thời gian hoạt động của DN	AGE	Năm hiện hành – năm thành lập	+

Nguồn: Tác giả tổng hợp

39,72%, nhỏ nhất là -52,36% và giá trị trung bình trong cả thời kỳ đạt 6,46%. Đây là tỷ lệ lợi nhuận khá thấp. Chỉ tiêu ROE đạt giá trị lớn nhất là 65,24% và nhỏ nhất là -111,90%. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình đạt 11,59%. Mức chênh lệch của ROE cao hơn ROA nhưng giá trị trung bình cũng cao hơn.

- Cơ cấu vốn với tỷ lệ nợ của DN biến thiên từ 3,19% đến 89,43%, trung bình trong toàn thời kỳ là 48,10%. Mặc dù từng loại hình DN sẽ có tỷ lệ nợ vay khác nhau nhưng nhìn chung với mức trung bình trong toàn thời kỳ là 48,10% thì xem như là an toàn.

- Quản trị nợ phải thu khách hàng được đo lường bằng kỳ thu tiền bình quân. Kỳ thu tiền bình quân trong mẫu trung bình là 160,7 ngày, thấp nhất là 1,3 ngày và cao nhất là 2.516,5 ngày.

- Đầu tư tài sản cố định của DN trung bình trong toàn thời kỳ là 26,01% còn lại là đầu tư vào tài sản ngắn hạn. Đây là mức trung bình khá tốt vì DN đã đầu tư nhiều hơn vào tài sản ngắn hạn phục vụ cho hoạt động kinh doanh tạo ra doanh thu tức thì.

- Rủi ro của DN biến thiên từ 22,7 đến 891.854, trung bình là 36.897 cho thấy các DN có mức độ rủi ro rất khác nhau.

- Quy mô của các DN trong mẫu có sự chênh lệch nhau rất lớn. DN có tổng tài sản cao nhất là MSN

với tổng tài sản trung bình 5 năm là 48.717, 763 tỷ đồng và DN có tổng tài sản thấp nhất là VNH có tổng tài sản trung bình 5 năm là 126,922 tỷ đồng.

- Tốc độ tăng trưởng của DN trong toàn thời kỳ biến thiên từ -93,48% đến 334,38%. Tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 12,84%. Đây là mức tăng trưởng khá tốt.

- Thời gian hoạt động của DN cao nhất là 19 năm, thấp nhất là 5 năm, trung bình trong toàn thời kỳ là 9,39 năm.

Hệ số tương quan chỉ ra mối quan hệ hai chiều giữa từng cặp biến với nhau. Hệ số tương quan càng lớn cho thấy, mối quan hệ giữa hai biến càng chặt và ngược lại khi hệ số tương quan thấp diễn tả mối quan hệ giữa hai biến không chặt. Đồng thời, với hệ số dương chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa các cặp biến, hệ số âm cho thấy, quan hệ ngược chiều giữa hai biến. Kết quả cho thấy, mối tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0.8 nên không có hiện tượng tự tương quan.

Nghiên cứu tiếp theo sẽ tiến hành kiểm định VIF cho cả hai mô hình ROA và ROE. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến ở cả hai mô hình cho thấy, hệ số VIF của các biến độc lập rất nhỏ (< 10) nên có thể kết luận rằng không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Vì vậy, nghiên cứu sẽ tiếp tục các bước hồi quy tiếp theo

là thực hiện kiểm định Hausman để lựa chọn giữa phương pháp ước lượng FE (Fixed Effects) hay RE (Random Effects). Kiểm định Hausman sẽ được thực hiện qua 3 bước: (1) Hồi quy mô hình theo ước lượng FE, (2) Hồi quy mô hình theo ước lượng RE, (3) Kiểm định Hausman. Kết quả hồi quy đã lựa chọn phương pháp ước lượng FE cho cả hai mô hình ROA và ROE; đồng thời, qua các kết quả kiểm định đã cho thấy cả hai mô hình đều gặp sai phạm phương

BẢNG 2: KẾT QUẢ HỆ SỐ TƯƠNG QUAN

	DE	TC	TANG	RISK	LnSIZE	GROWTH	AGE
DE	1						
TC	0.0559	1					
TANG	-0.0611	-0.1942	1				
RISK	-0.0005	0.0188	0.0934	1			
SIZE	0.3356	0.1721	0.0233	0.5506	1		
GROWTH	0.0313	-0.1193	-0.0728	0.1189	0.0961	1	
AGE	-0.1729	-0.1116	-0.0568	0.0617	0.0738	-0.0035	1

Nguồn: Kết quả từ phần mềm STATA



sai sai số thay đổi. Nếu vẫn sử dụng kết quả hồi quy theo phương pháp FE thì mô hình ước lượng sẽ bị chệch và không vững, vì vậy cần thực hiện xử lý sai phạm để mô hình có tính chính xác cao hơn.

Để khắc phục hiện tượng sai phạm phương sai sai số thay đổi, nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS) để khắc phục. Kết quả cho thấy, kiểm định Wald có giá trị $\text{Prob}>\text{chi} = 0,000 < 0,05$ nên về tổng thể mô hình ROA có ý nghĩa và kiểm định Wald có giá trị $\text{Prob}>\text{chi} = 0,000 < 0,05$ nên về tổng thể mô hình ROE có ý nghĩa.

Sau khi xử lý kết quả sai phạm bằng phương pháp ước lượng GLS cho cả hai mô hình, nghiên cứu sẽ sử dụng kết quả hồi quy theo ước lượng GLS để thảo luận tác động của từng biến số tới ROE và ROA. Kết quả tóm tắt tác động của các nhân tố tới 2 mô hình như sau:

Trong tất cả 7 biến được đưa vào mô hình thì có 6 biến giải thích được mức độ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các DN thông qua biến phụ thuộc ROA với mức ý nghĩa cao nhất là 1%, cụ thể:

- Tác động của biến số DE – Cơ cấu vốn: Nghiên cứu kỳ vọng cơ cấu vốn tác động âm tới ROA nhưng lại tác động dương tới ROE. Kết quả hệ số hồi quy của DE đều tác động tiêu cực đến cả ROA và ROE. Nói cách khác, DN không sử dụng hiệu quả sử dụng

BẢNG 3: TÓM TẮT KẾT QUẢ TÁC ĐỘNG CỦA CÁC BIẾN SỐ

	ROA		ROE	
	Beta	P-value	Beta	P-value
DE	-0.184200	0.000	-0.162100	0.000
TC	-0.007200	0.000	-0.015100	0.000
TANG	-0.021700	0.000	-0.039400	0.000
RISK	0.000005	0.000	0.000004	0.227
SIZE	0.190000	0.082	1.215860	0.000
GROWTH	0.008010	0.001	0.028310	0.000
AGE	-0.184800	0.000	-0.404600	0.000

Nguồn: Tác giả phân tích

nợ đúng ở góc độ tổng tài sản và ở góc độ vốn chủ sở hữu. Khi đó, nếu tỷ lệ nợ tăng 1% thì ROA giảm 0,18% và ROE giảm 0,16%.

- Tác động của biến số TC – Quản trị nợ phải thu: Kết quả hồi quy đã chấp nhận hai giả thuyết này khi hệ số beta của hai mô hình đều âm và có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, theo kết quả ước lượng thì mức tác động này khá nhỏ, nếu nợ phải thu tăng 1% sẽ làm cho ROA giảm 0.0072% và ROE giảm 0,0151%.

Tác động của biến số TANG – Đầu tư tài sản cố định: Nghiên cứu kỳ vọng biến số TANG có tác

động âm đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của DN. Kết quả hồi quy đã ủng hộ hai giả thuyết này khi hệ số hồi quy của biến số này ở hai mô hình lần lượt là -0.028 và -0.039 và có ý nghĩa thống kê. Khi đó, nếu tỷ lệ đầu tư tài sản cố định tăng 1% thì ROA giảm 0,028% và ROE giảm 0,039%.

Tác động của biến số RISK – Rủi ro kinh doanh: Kết quả hồi quy đã chấp nhận tác động dương của biến số RISK đến ROA mặc dù mức độ tăng không đáng kể, qua đó, nếu RISK tăng 1% thì ROA chỉ tăng 0,000005% và hệ số này không có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROE, nghĩa là rủi ro kinh doanh không có tác động đến ROE.

Tác động của biến số SIZE – Quy mô của DN: Nghiên cứu kỳ vọng tác động dương của biến số SIZE tới ROA và ROE. Tuy nhiên, biến này chỉ có ý nghĩa đối với chỉ tiêu ROE với hệ số hồi quy là 1,21586, nghĩa là khi tổng tài sản tăng 1% thì ROE sẽ tăng 1,22%.

Tác động của biến số GROWTH – Tốc độ tăng trưởng: Nghiên cứu kỳ vọng rằng tốc độ tăng trưởng sẽ tác động tích cực tới ROA và ROE. Kết quả hồi quy đã chứng minh hai giả thuyết trên là đúng khi mức tác động biên của tốc độ tăng trưởng tới ROA là 0,00801 và ROE là 0,02831, nghĩa là khi doanh thu tăng 1% thì ROA sẽ tăng khoảng 0,008% và ROE sẽ tăng khoảng 0,028%.

Tác động của biến số AGE – Thời gian hoạt động của DN: Kết quả hệ số hồi quy ở cả hai mô hình đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê. Hệ số hồi quy của AGE tới ROA là -0,1848 và ROE là -0,4046. Nói cách khác là khi thời gian hoạt động của DN tăng thêm 1 năm thì ROA giảm 0,18% và ROE giảm 0,4%. Thực tế trên HoSE, 5 DN có thời gian hoạt động lâu nhất (HAP, REE, SAM, TMS, BBC) có ROA bình quân là 6,14%, trong khi 5 DN có thời gian hoạt động thấp nhất (ELC, HTI, LM8, NNC, TLG) lại có ROA bình quân là 12,15%. Có thể, DN càng hoạt động lâu năm trên thị trường càng trở nên trì trệ, trở nên bão hòa và DN chưa kịp chuyển hướng sang những ngành có hiệu quả cao hơn.

Một số giải pháp đặt ra

Kết quả của mô hình hồi quy cho thấy, các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN niêm yết trên HoSE. Để nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, các DN cần chú trọng một số vấn đề sau:

Thứ nhất, xây dựng cơ cấu vốn hợp lý: Kết quả hồi quy cho thấy tỷ lệ nợ và hiệu quả kinh doanh của DN có mối quan hệ nghịch chiều. Do đó, để gia tăng hiệu quả kinh doanh, các DN cần hạn



chế sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động của mình. Thay vào đó, DN có thể sử dụng các hình thức huy động vốn khác như: Phát hành thêm cổ phiếu cho nhân viên, cho các cổ đông hiện hữu, cho NĐT chiến lược hoặc phát hành rộng rãi trên TTCK; Huy động vốn từ các quỹ đầu tư... Bên cạnh đó, DN giảm áp lực vốn bằng cách tăng tỷ lệ lợi nhuận giữ lại, chia cổ tức bằng cổ phiếu hoặc tìm nguồn tài trợ thông qua hình thức tìm đối tác đầu tư ở dạng liên doanh, liên kết.

Thứ hai, tăng cường hiệu quả quản trị nợ phải thu: Cần hạn chế số dư nợ, khoản phải thu tăng cao, có thể thực hiện các chính sách chiết khấu thương mại, chiết khấu thanh toán để thu tiền về nhanh nhất. DN cũng cần chú ý đến việc theo dõi, đôn đốc thu hồi nợ và đánh giá tình hình thanh toán của khách hàng. DN có thể áp dụng các kỹ thuật phân tích và kiểm soát nợ như phân loại khách hàng và xếp hạng tín dụng, theo đó mỗi khách hàng sẽ được xếp hạng theo mức độ rủi ro. Căn cứ vào xếp hạng, DN sẽ xây dựng chính sách bán chịu, xác định hạn mức tín dụng và điều khoản thanh toán tương ứng với từng khách hàng.

Để nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp cần chú trọng: xây dựng cơ cấu vốn hợp lý; tăng cường hiệu quả quản trị nợ phải thu; đầu tư tài sản cố định hợp lý; gia tăng quy mô doanh nghiệp hợp lý; đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng và cải thiện hiệu quả thời gian hoạt động trên thị trường.


Thứ ba, đầu tư tài sản cố định hợp lý: Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ tài sản cố định tác động âm đến ROA và ROE. Mặc dù mức tác động là khá thấp nhưng DN cũng cần tính toán một tỷ trọng đầu tư tối ưu nhằm tối đa hoá lợi nhuận cho DN. DN có thể sử dụng những biện pháp như: Đánh giá tình hình sản xuất, tình hình tiêu thụ, tình hình tài chính trước khi quyết định mua hay thuê tài chính để đầu tư dây chuyền công nghệ hiện đại thay thế máy móc cũ kỹ, lạc hậu; Không nên sử dụng vốn vay ngắn hạn để đầu tư tài sản cố định; Tăng cường duy tu, bảo dưỡng nhằm khai thác tối đa công suất của tài sản; Thanh lý các tài sản kém hiệu quả...

Thứ tư, chấp nhận rủi ro kinh doanh: Kết quả hồi quy cho thấy rủi ro kinh doanh và hiệu quả kinh doanh của DN có mối quan hệ cùng chiều. DN nào chấp nhận mức rủi ro càng cao thì lợi nhuận mang lại càng lớn. Do đó, để gia tăng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, các DN cần nhanh

nhạy nắm bắt thời cơ, phân tích thị trường thật kỹ để ra quyết định đầu tư đúng đắn.

Thứ năm, gia tăng quy mô DN hợp lý: Gia tăng quy mô sẽ dẫn tới tăng hiệu quả. Điều này đã được chứng minh bằng nghiên cứu thực nghiệm trong đề tài. Tuy nhiên, khi DN tăng tài sản bằng cách vay nợ để đầu tư mà năng lực quản lý yếu kém thì gánh nặng chi phí lãi vay, chi phí khấu hao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động. Vậy nên, DN không thể cứ gia tăng bất kỳ tài sản nào tùy thích mà nên ưu tiên gia tăng vào tài sản ngắn hạn để cải thiện năng lực kinh doanh hiện hữu trước khi tính toán tới việc gia tăng tài sản dài hạn để có thể tăng trưởng ổn định lâu dài.

Thứ sáu, đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng: Biến tốc độ tăng trưởng có tác động dương đến hiệu quả hoạt động của DN. Do đó, để tăng hiệu quả hoạt động của DN, cần đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng. Để thực hiện điều này, DN có thể thực hiện các biện pháp như: Nâng cao hiệu quả marketing, nghiên cứu thị trường, quảng bá và định vị thương hiệu nhằm mở rộng thị phần; Xây dựng hệ thống phân phối và chiến lược giá phù hợp; Phát triển nguồn nhân lực, nghiên cứu ứng dụng khoa học kỹ thuật nhằm nâng cao chất lượng sản phẩm và giảm giá thành sản xuất; Có kế hoạch kinh doanh sát hợp thị trường, trọng dụng đội ngũ lãnh đạo, quản lý có năng lực...

Thứ bảy, cải thiện hiệu quả thời gian hoạt động trên thị trường: Dù kết quả phân tích thể hiện kết quả tiêu cực của số năm hoạt động tới hiệu quả nhưng mức tác động là khá nhỏ và không đáng kể. Tuy nhiên, điều này cũng hàm ý là DN chưa tận dụng được kinh nghiệm của mình trên thị trường để cải thiện hiệu quả. Để tích lũy kinh nghiệm tốt hơn, DN có thể xây dựng hệ thống thu thập thông tin thị trường thật tốt và coi đây là dữ liệu cần thiết cung cấp cho tiến trình ra quyết định trong tương lai nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của đơn vị mình. 

Tài liệu tham khảo:

1. Mai Văn Nam và Nguyễn Quốc Nghi (2011), Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN nhỏ và vừa ở thành phố Cần Thơ, Tạp chí khoa học Đại học Cần Thơ, số 2011: 19b 122 – 129;
2. Dimirts margaritis and Maria Psillaki (2008), Capital structure, equity ownership and firm performance, Journal of banking and finance;
3. Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011), Determinants of Profitability: What factors play a role when assessing a firm's return on assets?;
4. Neil Nagy (2009), Determinants of Profitability: What factors play a role when assessing a firm's return on assets?;
5. Một số website: hxs.vn, ssc.gov.vn, vietstock.vn...