

NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ BÊN TRONG DOANH NGHIỆP ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

RESEARCH ON INTERNAL FACTORS AFFECTING TO FINANCIAL PERFORMANCE
OF MATERIAL-CONSTRUCTION FIRMS WHICH ARE CURRENTLY LISTING IN THE
STOCK MARKET OF VIETNAM

Ngày nhận bài: 20/07/2017

Ngày chấp nhận đăng: 18/08/2017

Phạm Đức Cường, Trần Xuân Quân

TÓM TẮT

Nghiên cứu này nhằm đánh giá các nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh từ đó đề xuất các biện pháp để nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng của 30 doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết. Kết quả cho thấy quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn, rủi ro kinh doanh, đầu tư tài sản cố định và quản trị nợ phải thu là có tác động đến hiệu quả kinh doanh, trong đó chỉ có rủi ro kinh doanh là có tác động cùng chiều đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu chúng tôi đề xuất rằng chính sách đầu tư tài sản cố định, xây dựng cơ cấu vốn, quản lý hàng tồn kho, và phòng ngừa rủi ro,... cần áp dụng cho các doanh nghiệp vật liệu xây dựng tại Việt Nam.

Từ khóa: Hiệu quả kinh doanh, thị trường chứng khoán, Doanh nghiệp vật liệu xây dựng..

ABSTRACT

The research aims to assess internal factors affecting to financial performance so that feasible suggestions could be provided for construction materials firms which are currently listing in the stock market of Vietnam. The authors applied regression for panel data which collected from 30 construction material listed firms. The findings show that firms' financial performance are positively affected by the firms' size, capital structure, capitalization expenditure, and accounts receivable management. The research results also reflect positive relation between firms' financial performance and business risk. Upon the research results we recommend that the changes should be focus on improving policies about capitalization expenditure; reasonable capital structure and management of inventories.

Keywords: financial performance, stock market of Vietnam, construction materials firms.

1. Tính cấp thiết của chủ đề nghiên cứu

Hiệu quả hoạt động kinh doanh sự so sánh giữa kết quả đạt được trong quá trình sản xuất kinh doanh với chi phí bỏ ra để đạt được kết quả đó. Các đại lượng này chịu tác động bởi rất nhiều các nhân tố khác nhau với các mức độ khác nhau, do đó có ảnh hưởng tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các yếu tố có thể xuất phát từ môi trường bên ngoài doanh nghiệp hoặc xuất phát từ bản thân nội tại của doanh nghiệp và

tùy theo từng ngành kinh tế mà các doanh nghiệp hoạt động trong những ngành khác nhau thì chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố tác động khác nhau.

Cùng với xu thế phát triển hiện nay của đất nước, đặc biệt trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng xây dựng, ngành vật liệu xây dựng

PGS. TS. Phạm Đức Cường, Viện Kế toán – Kiểm toán, Đại học Kinh tế quốc dân.

CN. Trần Xuân Quân, Khoa Kinh tế & Kế toán, Đại học Quy Nhơn

(VLXD) đã có những đóng góp đáng kể nhất trong công cuộc hình thành hệ thống cơ sở hạ tầng, tạo tiền đề cho phát triển kinh tế đất nước. Cụ thể, các chủng loại vật liệu xây dựng như: xi măng, thép, sứ vệ sinh, kính, gạch xây, gạch ốp lát... đã có những bước tăng trưởng vượt bậc. Từ chỗ cung không đủ cầu, phải nhập khẩu, đến nay chúng ta có thể tự hào vươn lên là nước xuất khẩu hàng đầu khu vực.

Tuy nhiên, sự phát triển nhanh chóng của đất nước cũng đem lại nhiều thách thức đối với các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng, đặc biệt là sự cạnh tranh gay gắt của nền kinh tế thị trường. Trong điều kiện đó, làm thế nào để duy trì hiệu quả kinh doanh, tạo ra lợi nhuận, và phương hướng phát triển lâu dài và bền vững cho doanh nghiệp. Bài viết này nhằm tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty ngành vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ đó đề xuất các biện pháp cần thực hiện.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu có liên quan đến đề tài

Cho tới nay, đã có một số lý thuyết nói về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh (HQKD) như lý thuyết kinh tế của Hawley (1893) cho rằng lợi nhuận chính là mức giá mà xã hội trả cho rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp, hay lý thuyết về cơ cấu vốn của Modigliani và Miller (1958 và 1963) nêu rõ việc lựa chọn và sử dụng nguồn vốn như thế nào sẽ có tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp

Theo Hawley, rủi ro trong kinh doanh phát sinh từ sự lỗi thời của sản phẩm, giảm giá một cách đột ngột, sản phẩm khác thay thế vượt trội hơn, thiên tai hoặc sự khan hiếm của các nguồn nguyên vật liệu quan

trọng. Vì vậy, đó là yếu tố không thể tránh khỏi của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp chấp nhận mức rủi ro cao thì khi đó, doanh nghiệp có quyền được hưởng một khoản thưởng gọi là “lợi nhuận”. Lợi nhuận chính là mức giá mà xã hội trả cho rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp.

Hawley cho rằng lợi nhuận bao gồm hai phần: một phần đại diện cho bồi thường tổn thất do các nguyên nhân khách quan gây ra rủi ro, phần còn lại là do doanh nghiệp chấp nhận rủi ro để kinh doanh. Từ đó cho thấy, rủi ro kinh doanh và lợi nhuận của doanh nghiệp có quan hệ mật thiết với nhau, hay nói cách khác, HQKD của doanh nghiệp cũng bị ảnh hưởng bởi yếu tố rủi ro trong kinh doanh.

Lý thuyết cơ cấu vốn của Modigliani và Miller nghiên cứu về hai mệnh đề chính: mệnh đề thứ nhất nói về giá trị công ty và mệnh đề thứ hai nói về chi phí sử dụng vốn. Các mệnh đề này được xem xét ứng với hai giả định chính: có thuế và không có thuế. Hiện nay, đây được xem là một trong những lý thuyết nền tảng mà các nhà nghiên cứu trên thế giới có thể dựa vào để áp dụng trong nhiều lĩnh vực khác nhau, trong đó có kế toán, ví dụ như Weixu (2005), Zeitun và Tian (2007), Onaolapo và Kajola (2010),...

Theo như mô hình nghiên cứu của Modigliani và Miller thì cấu trúc vốn có liên quan đến giá trị của doanh nghiệp. Các công ty sử dụng nợ càng cao thì giá trị sẽ càng tăng hay nói cách khác, việc lựa chọn và sử dụng nguồn vốn như thế nào sẽ có tác động đến HQKD của đơn vị.

Dựa trên các khuôn khổ lý thuyết trên, nhiều nghiên cứu đã được tiến hành trên nhiều phạm vi và môi trường nghiên cứu khác nhau:

Weixu và Yong (2005) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và hiệu quả kinh doanh bằng cách điều tra 1.130 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thượng Hải. Tác giả xây dựng mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là ROE và các biến độc lập là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả kinh doanh bị tác động rất lớn bởi biến tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu có tác động cùng chiều đến hiệu quả kinh doanh khi ở mức tỷ lệ nợ thấp và tác động âm khi ở mức tỷ lệ nợ cao. Biến quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều đến hiệu quả kinh doanh trọng yếu ở mô hình tuyến tính, còn mô hình phi tuyến thì ngược lại, không có thay đổi trọng yếu. Và với biến tốc độ tăng trưởng của tổng tài sản các tác giả này cho rằng không có tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Zeitun và Tian (2007a) đã kế thừa mô hình của Weixu and Yong (2005) và khắc phục nhược điểm của nghiên cứu trước về ảnh hưởng của cấu trúc nguồn vốn đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tại Úc. Trong khi các nghiên cứu trước đây chỉ xét các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trên phương diện tài chính, sổ sách thì nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007b) đã thực hiện nghiên cứu trên cả hai phương diện tài chính và thị trường. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 167 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Amman – Jordan trong khoảng thời gian từ 1989 – 2003. Về phương diện tài chính, biến phụ thuộc hiệu quả kinh doanh được đại diện bằng khả năng sinh lời của tài sản (ROA), trên phương diện thị trường, biến hiệu quả kinh doanh được đại diện bằng Tobin's Q, và biến tỷ số giữa giá trị thị trường của vốn cổ

phần trên giá trị sổ sách của vốn cổ phần (MBVR). Biến độc lập bao gồm: Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh, ngành nghề kinh doanh, khủng hoảng tài chính, tỷ trọng tài sản cố định, thuế thu nhập và mức sai lệch của dòng tiền trong 3 năm qua. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các yếu tố có tác động cùng chiều với hiệu quả kinh doanh là nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, tốc độ tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp, thuế, trong đó biến nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có tác động mạnh nhất đối với hiệu quả kinh doanh trên phương diện thị trường. Yếu tố có tác động ngược chiều là tỷ trọng tài sản cố định. Yếu tố ngành nghề kinh doanh có tác động mạnh đến hiệu quả kinh doanh ở một số lĩnh vực: Bất động sản, dịch vụ giáo dục, hóa học và dầu mỏ, thuốc lá.

Ở một góc độ nghiên cứu khác, Nagy (2009) thực hiện nghiên cứu về xác định các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của tổng tài sản. Dữ liệu điều tra bao gồm 500 doanh nghiệp hoạt động trên nhiều lĩnh vực từ năm 2003 – 2007 tại Hoa Kỳ. Mô hình nghiên cứu tác giả đưa ra trong đó biến phụ thuộc là khả năng sinh lời của tổng tài sản (ROA), còn các biến độc lập bao gồm các biến: Doanh thu (sales), tỷ lệ chi phí R&D (RDInt), chi phí vốn (Capx), số phân khúc thị trường (BusSeg), tỷ lệ tái đầu tư (ReinR), tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (DE), tỷ suất lợi nhuận (NMP), tỷ lệ thanh khoản (CurrR), xếp hạng cổ phiếu (QualRank), giá cổ phiếu trong 3 năm (ThreeYrRt), khoản đầu tư mua lại (ACQ), tuổi của công ty (Year), biến phân loại ngành (ConsStap, Finan, HlthCare, Tech, Industr, Telecom, ConsDiser, Energy, Mater). Kết quả nghiên cứu cho thấy thuế, chi phí quảng cáo, hàng tồn kho và dòng tiền lưu động dương như không có tác động đáng kể đến khả năng sinh lời của tài sản. Riêng

về nhân tố thuế thì theo nghiên cứu này ngược với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007), những tác giả cho rằng có tác động tích cực đối với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các biến doanh thu, tỷ suất lợi nhuận ròng, giá trị của cổ phiếu trong vòng 3 năm trở lại, tỷ lệ tái đầu tư có tác động tích cực đối với ROA. Còn các biến Tỷ lệ thanh khoản, hoạt động mua lại cổ phần của các công ty khác, chi phí vốn, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, số phân khúc thị trường có tác động ngược chiều đối với khả năng sinh lời của tài sản.

Siminica & cộng sự (2011) đã thực hiện nghiên cứu nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi trên tổng tài sản của doanh nghiệp trên 40 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Bucharest của Romania trong 4 năm từ 2007 đến 2010. Nghiên cứu bao gồm hai năm tăng trưởng kinh tế (2007 và 2008) và hai năm của suy thoái (2009 và 2010) của Romania. Các biến đưa vào nghiên cứu: Biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời của tổng tài sản (ROA); Biến độc lập bao gồm: Tỷ trọng tài sản cố định (FAR), tỷ lệ ổn định tài chính (FSR), tỷ lệ nợ (DER), đòn bẩy tài chính (FL), tỷ lệ có việc làm (CER), khả năng thanh toán hiện hành (CL), khả năng thanh toán nhanh (QR), vốn lưu động (WC), tỷ lệ tài trợ cho tài sản cố định (RFFA), phạm vi của vốn đầu tư (CCI), phạm vi của nhu cầu vốn lưu động (CNWC), số ngày vòng quay vốn lưu động (RFT), tỷ lệ nhu cầu vốn lưu động (RNWC), kỳ thu tiền bình quân (TC), hiệu suất sử dụng tài sản (NCA), số ngày một vòng quay tài sản (DCA), tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS). Đối với mỗi năm trong 4 năm phân tích, tác giả đã đưa ra một mô hình thống kê liên kết giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập được coi là có liên quan. Kết quả nghiên

cứ cho thấy: hiệu quả kinh doanh của các công ty Rumani giảm là do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế. Trước cuộc khủng hoảng, hiệu quả kinh doanh bị ảnh hưởng đáng kể bởi cấu trúc tài chính. Điều này cũng giống với kết quả của các nhà nghiên cứu đi trước như Weixu and Yong (2005), Zeitun và Tian (2007), Nagy (2009). Sau cuộc khủng hoảng, tầm quan trọng của các chỉ số quản trị kinh doanh (tỷ suất lợi nhuận và tỷ lệ doanh thu) được nhấn mạnh ngoài ra còn có sự tác động của các yếu tố ngẫu nhiên bên ngoài, không thể kiểm soát bằng quản lý.

Bashir & cộng sự (2013) nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu suất của các doanh nghiệp ngành thực phẩm ở Pakistan. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 411 doanh nghiệp trong giai đoạn từ 2005 – 2010 để thực hiện nghiên cứu. Tác giả đã sử dụng biến phụ thuộc tỷ suất sinh lời của vốn đầu tư (ROI) và các biến độc lập là đòn bẩy, tốc độ tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp, rủi ro kinh doanh, thuế, tỷ trọng tài sản cố định, tính thanh khoản và lá chắn thuế phi nợ. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy rằng hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thực phẩm ở Pakistan bị ảnh hưởng đáng kể bởi đòn bẩy dài hạn, quy mô doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định, và lá chắn thuế phi nợ.

Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013) thực hiện nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dữ liệu điều tra được thu thập từ Báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 45 công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 03 năm từ 2010 – 2012. Sau đó tác giả đã sử dụng phương pháp tính trung bình các chỉ số của 45 công ty này trong 3 năm. Biến phụ thuộc là ROA và các biến độc lập là: Quy mô

doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, quản trị nợ phải thu khách hàng, đầu tư tài sản cố định, cơ cấu vốn, rủi ro kinh doanh và thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả điều tra cho thấy có 05 nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp: tốc độ tăng trưởng, quản trị nợ phải thu khách hàng, đầu tư tài sản cố định, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh. Trong đó, tốc độ tăng trưởng có tác động cùng chiều với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, biến Kỳ thu tiền bình quân, tỷ trọng tài sản cố định, tỷ lệ nợ và độ lệch chuẩn của dòng tiền có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Riêng biến quy mô tài sản không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

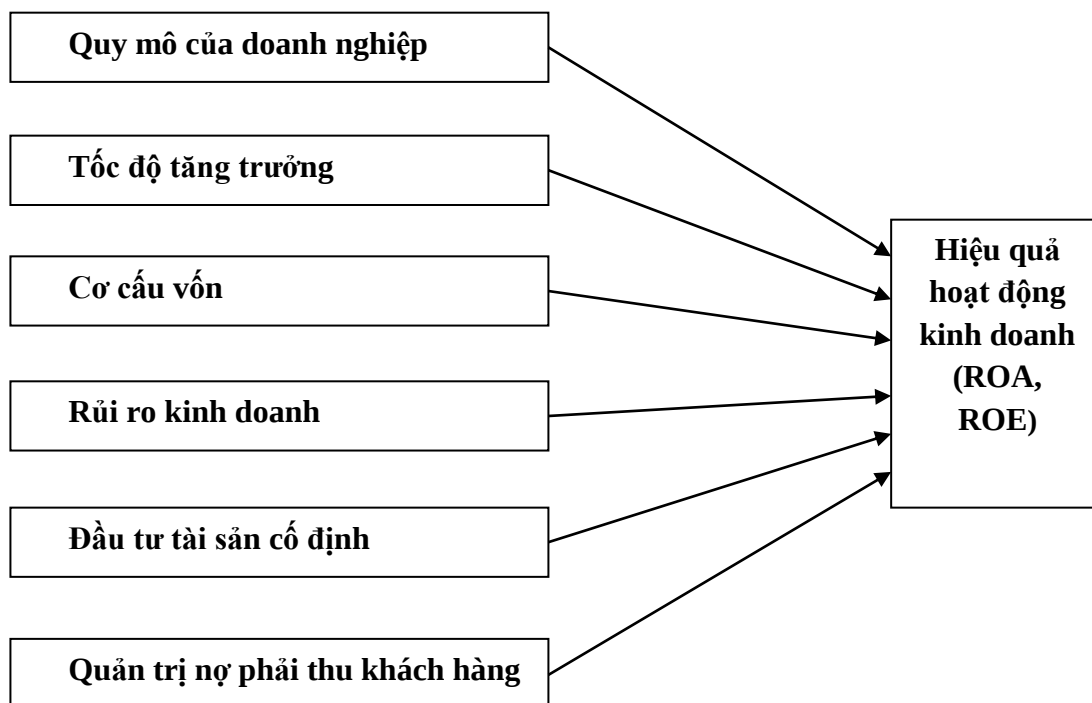
Trên một góc độ nghiên cứu khác, Doãn Thùy Dương và Đinh Thế Hùng (2014) nghiên cứu về cấu trúc nguồn vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu thu thập từ 235 công ty đang niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2011 – 2013, thực hiện bằng mô hình hồi quy bảng (POOL) và ảnh hưởng cố định (FEM). Biến phụ thuộc sử dụng cho mô hình là tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS). Biến độc lập bao gồm: Hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu và hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu, giá trị khấu hao trên tổng tài sản, giá trị thị trường của cổ phiếu trên giá trị sổ sách của cổ phiếu, giá trị logarit cơ sở tự nhiên của tổng tài sản theo từng năm và tỷ lệ vốn chủ sở hữu nhà nước trên tổng vốn. Kết quả điều tra cho thấy hệ số nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu và hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu tác động ngược chiều với khả năng sinh lời, trong khi cơ cấu sở hữu có tác động cùng chiều với khả năng

sinh lời. Phần giá trị khấu hao của tổng tài sản và quy mô doanh nghiệp không có mối quan hệ với ROE và EPS. Ngoài ra, cơ hội tăng trưởng cũng không có ảnh hưởng lớn đến khả năng sinh lời.

Qua việc tổng quan những nghiên cứu trong và ngoài nước nêu trên, tác giả nhận thấy rằng có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, nhiều kết quả nhất quán nhau nhưng có kết quả khác nhau, thậm chí ngược nhau. Trong khi đó, tại Việt Nam, qua khoảng thời gian tìm hiểu, tác giả chưa thấy có nghiên cứu cụ thể nào về hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp kinh doanh vật liệu xây dựng và các nhân tố ảnh hưởng đến nó. Do đó, việc nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố bên trong đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp kinh doanh vật liệu xây dựng tại Việt Nam là cần thiết nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về tác động của các nhân tố này đến hiệu quả kinh doanh, từ đó làm tài liệu tham khảo hữu ích cho các đối tượng liên quan như nhà đầu tư, nhà quản lý doanh nghiệp, cơ quan quản lý nhà nước và các đối tượng khác trong bối cảnh các doanh nghiệp Việt nam hiện nay.

3. Mô hình và các giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm đã được nêu ra ở trên, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu với các biến phụ thuộc ROA và ROE đại diện cho hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp và 06 biến độc lập như sau: (1) Quy mô doanh nghiệp, (2) Tốc độ tăng trưởng, (3) Cơ cấu vốn, (4) Rủi ro kinh doanh, (5) Đầu tư tài sản cố định và (6) Quản trị nợ phải thu khách hàng. Mô hình nghiên cứu dự kiến như hình 1 dưới đây.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log(SIZE)_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 DR_{it} + \beta_4 \log(RISK)_{it} + \beta_5 FAR_{it} + \beta_6 \log(TC)_{it} + \varepsilon_{it} (*)$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \log(SIZE)_{it} + \alpha_2 GROWTH_{it} + \alpha_3 DR_{it} + \alpha_4 \log(RISK)_{it} + \alpha_5 FAR_{it} + \alpha_6 \log(TC)_{it} + \varepsilon_{it} (**)$$

Trong đó:

ROA_{it} : Tỷ suất sinh lời của tài sản

ROE_{it} : Tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu

$SIZE_{it}$: Quy mô doanh nghiệp

$GROWTH_{it}$: Tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp

DR_{it} : Tỷ lệ nợ

$RISK_{it}$: Rủi ro kinh doanh

FAR_{it} : Tỷ trọng tài sản cố định

TC_{it} : Kỳ thu tiền bình quân

i : Doanh nghiệp thứ i

t : Năm thứ t

α_0, β_0 là hệ số chặn; $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_9, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_9$ là các hệ số và ε_{it} là phần nhiễu

Bảng 1 dưới đây, các tác giả đề xuất tóm tắt cách tính toán các biến và kỳ vọng về xu hướng mối quan hệ giữa biến độc lập và phụ thuộc.

Bảng 1: Tóm tắt cách tính toán các biến số và kỳ vọng dấu

Nhân tố	Biến	Công thức tính	Kỳ vọng	Ký hiệu
Hiệu quả kinh doanh	Lợi nhuận trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản		ROA
	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu		ROE
Quy mô doanh nghiệp	Quy mô tài sản	Tổng tài sản	+	SIZE
Tốc độ tăng trưởng	Tốc độ tăng trưởng của doanh thu	$= (DT_n - DT_{n-1}) \times 100\% / DT_{n-1}$	+	GROWTH
Cơ cấu vốn	Tỷ lệ nợ	$= \text{Nợ phải trả} \times 100\% / \text{Tổng tài sản}$	+/-	DR
Rủi ro kinh doanh	Độ lệch chuẩn của dòng tiền	$= LN_{st} + \text{Khấu hao}$	+/-	RISK
Đầu tư tài sản cố định	Tỷ trọng tài sản cố định	$= \text{TSCĐ} \times 100\% / \text{Tổng tài sản}$	+/-	FAR
Quản trị nợ phải thu khách hàng	Kỳ thu tiền bình quân	$= \text{Nợ phải thu KH bình quân} \times 365 / \text{DTT bán hàng}$	-	TC

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

4. Dữ liệu và thu thập dữ liệu

Để tiến hành ước lượng các nhân tố bên trong ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, bài viết sử dụng số liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán của 30 doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán từ năm 2011 đến 2015. Dữ liệu được thu thập trên trang web <http://www.cophieu68.vn>,

<http://www.cafef.vn>

và

<http://www.vndirect.com.vn>.

Sau đó báo cáo tài chính này được dùng để tính toán số liệu về các biến phụ thuộc ROA, ROE và các biến độc lập có trong mô hình nghiên cứu.

Các biến phụ thuộc, biến độc lập đã thu thập được tổ chức thành dữ liệu bảng (Panel data) theo từng công ty, phân bố theo từng

năm. Dữ liệu nghiên cứu được tổng hợp theo dạng bảng (Panel data). Dữ liệu bảng là dữ liệu kết hợp cả dữ liệu chéo (Cross-section) và dữ liệu chuỗi thời gian (Time-Series). Trong dữ liệu bảng, một mẫu dữ liệu chéo các đơn vị (ngành nghề, công ty, quốc gia) được khảo sát theo thời gian, vì vậy chúng ta sẽ có dữ liệu được gộp trong không gian cũng như thời gian.

5. Phương pháp xử lý dữ liệu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng bằng cách sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính bảng, sử dụng phần mềm Stata 12.0 hỗ trợ chạy số liệu, phân tích sự ảnh hưởng của các nhân tố bên trong đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán.

❖ *Phân tích thống kê mô tả*

Trong bài viết, kỹ thuật thống kê mô tả được sử dụng để mô tả những đặc tính cơ bản của dữ liệu thu thập dựa trên các tiêu chí: giá trị trung bình (mean), giá trị lớn nhất (maximum), giá trị nhỏ nhất (minimum), độ lệch chuẩn (standard deviation),... cho từng biến độc lập và phụ thuộc.

❖ *Phân tích hồi quy*

Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng dữ liệu thiết kế theo dạng bảng, do đó tác giả sẽ sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu kết hợp tất cả các quan sát (Pooled OLS). Với dữ liệu bảng thì ta có thêm giả định rằng mỗi thực thể đều có đặc điểm riêng biệt có thể ảnh hưởng đến biến giải thích nhưng các yếu tố đó lại không thể quan sát được. Và việc xem xét có hay không những yếu tố đó sẽ được thực hiện với hai mô hình là mô hình tác động cố định (FEM – Fixed Effects Model) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM – Random Effects Model).

Sau khi thực hiện lựa chọn mô hình phù hợp, mô hình nào được lựa chọn sẽ được dùng để chạy mô hình hồi quy cho dữ liệu nghiên cứu và tiến hành kiểm định các khuyết tật của mô hình (bao gồm hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan).

Sau khi xem xét về hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan, nếu mô hình xảy ra hai hiện tượng trên thì tác giả tiến hành khắc phục bằng cách chuyển sang mô hình bình phương tối thiểu tổng quát (GLS-Generallized Least Squares) với các tùy chọn để khắc phục hoặc là hiện tượng phương sai thay đổi, hoặc là khắc phục hiện tượng tự tương quan, hoặc là khắc phục cả hai hiện tượng.

6. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Kết quả thống kê mô tả cho thấy tổng số quan sát là 150 ứng với mẫu nghiên cứu gồm

30 doanh nghiệp trong giai đoạn 2011 – 2015. ROE của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu cao nhất là 60,74% và nhỏ nhất là -158,44%, giá trị trung bình đạt 6,3% với độ lệch chuẩn là 1,83% nhỏ hơn giá trị trung bình. Điều này cho thấy ROE giữa các doanh nghiệp có sự chênh lệch tương đối nhỏ. Biến phụ thuộc ROA của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có giá trị cao nhất là 46,1% và giá trị nhỏ nhất là -16,99%, giá trị trung bình là 4,89% tương ứng với độ lệch chuẩn là 0,75%, điều này cũng cho thấy mức độ chênh lệch tương đối nhỏ giữa ROA của các doanh nghiệp trong mẫu.

Về các biến độc lập, Bảng 2 cho thấy, quy mô doanh nghiệp vật liệu xây dựng (SIZE) có quy mô không chênh lệch nhiều, tuy nhiên vẫn có một số doanh nghiệp có mức tổng tài sản vượt trội so với các doanh nghiệp khác như công ty cổ phần Xi măng Hà Tiên 1 (HT1) hoặc công ty có quy mô nhỏ như Công ty cổ phần Viglacera Đông Anh (DAC). Đối với tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp (GROWTH), giá trị bé nhất là -68,37%, giá trị lớn nhất là 150,99%, giá trị trung bình là 8.09%, độ lệch chuẩn là 2,33%, cho thấy hàng năm mức độ tăng trưởng trung bình của doanh nghiệp là 8,09%, đây là một con số tương đối khả quan đối với các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng, ngoài ra với độ lệch chuẩn là 2,33% cho thấy không có sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp với nhau. Về nhân tố cơ cấu vốn hay đại diện bằng biến tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản (DR) có giá trị trung bình là 56,24% tương ứng với mức độ lệch chuẩn là 1,8%, điều này cho thấy trung bình các doanh nghiệp trong ngành có tỷ lệ nợ phải trả chiếm khoản trên 50% tổng vốn của doanh nghiệp, ngoài ra mức độ lệch chuẩn tương đối thấp cho thấy không có sự khác biệt nhiều giữa các doanh nghiệp với nhau về cơ cấu vốn, tuy nhiên có một số trường hợp cá biệt như Công ty cổ phần tấm lợp vật liệu xây dựng Đồng Nai

(DCT) có mức tỷ lệ nợ phải trả lớn nhất là 98,9% và doanh nghiệp sử dụng gần như hoàn toàn vốn chủ sở hữu với mức tỷ lệ nợ phải trả rất bé 5,89% như công ty cổ phần Hóa An (DHA). Đối với biến độ lệch chuẩn của dòng tiền (RISK) cho thấy nhìn chung các doanh nghiệp không có sự chênh lệch nhiều về rủi ro trong kinh doanh, tuy nhiên vẫn có một số doanh nghiệp có mức độ lệch chuẩn rất lớn so với các doanh nghiệp khác

trong ngành. Đối với biến tỷ trọng tài sản cố định (FAR), giá trị trung bình là 38,94%, độ lệch chuẩn tương ứng 2,12%, cho thấy không có sự chênh lệch về tỷ trọng tài sản cố định giữa các doanh nghiệp trong ngành với nhau. Về quản trị nợ phải thu khách hàng, đại diện là biến kỳ thu tiền bình quân (TC), giá trị trung bình là 67,4 ngày, độ lệch chuẩn mẫu là 10,85 ngày.

Bảng 2: Kết quả hồi quy mô hình theo Pooled OLS, FEM và REM

	Biến phụ thuộc ROA			Biến phụ thuộc ROE		
Mô hình	Pooled OLS	FEM	REM	Pooled OLS	FEM	REM
Log(SIZE)	-5.652** (0.003)	9.17* (0.037)	-2.094 (0.33)	-3.636 (0.548)	63.94*** (0.0000)	8.216 (0.266)
GROWTH	0.0186 (0.28)	0.0189 (0.113)	0.0225 (0.072)	0.0838 (0.133)	0.0584 (0.152)	0.0805 (0.077)
DR	-0.15*** (0.000)	-0.257*** (0.000)	-0.17*** (0.000)	-0.33** (0.002)	-1.616*** (0.000)	-0.619*** (0.000)
Log(RISK)	9.453*** (0.000)	4.348** (0.002)	5.059*** (0.000)	13.79** (0.005)	3.764 (0.416)	3.956 (0.418)
FAR	-0.128*** (0.000)	0.0144 (0.739)	-0.0545 (0.104)	-0.282** (0.001)	0.43** (0.004)	-0.087 (0.452)
Log(TC)	-3.133* (0.02)	-2.464 (0.281)	-3.067 (0.076)	-5.277 (0.222)	-14.12 (0.072)	-8.438 (0.156)
Số quan sát (N)	150	150	150	150	150	150
R-squared	63.15%	32.76%	25.49%	36.15%	45.53%	26.44%
F(Wald-Chi²)	40.84 (0.000)	9.26 (0.000)	91.62 (0.000)	13.5 (0.000)	15.88 (0.000)	49.02 (0.000)

*, ** và *** tương ứng với mức ý nghĩa 5%, 1% và 0.1%

Giá trị P-value được đặt trong dấu ngoặc đơn

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 12.0

Nhất quán với mục tiêu nghiên cứu, để xác định nhân tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh (ROA, ROE), nhóm tác giả thực hiện kiểm định bằng cả 3 mô hình Pooled OLS,

FEM và REM. Sau đó lựa chọn mô hình phù hợp nhất dựa trên kiểm định F-test và Hausman.

Bảng 3. Bảng tổng hợp các kiểm định lựa chọn giữa 3 mô hình Pooled OLS, FEM và REM của mô hình (*) và (**)

Loại Kiểm định	Mô hình ROA			Mô hình ROE		
	Pooled OLS và FEM	FEM và REM	Pooled OLS và REM	Pooled OLS và FEM	FEM và REM	Pooled OLS và REM
Kiểm định F	F(29, 114) = 9.14 Prob > F = 0.0000			F(29, 114) = 7.71 Prob > F = 0.0000		
Kiểm định Hausman		Chi2(6) = 9.21 Prob>chi2 = 0.1622			Chi2(6) = 53.27 Prob>chi2 = 0.0000	
Kiểm định LM			Không cần thực hiện			Không cần thực hiện
Kết luận	Chọn FEM	Chọn REM		Chọn FEM	Chọn FEM	

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 12.0

Kết quả kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp cho thấy đối với hàm hồi quy ROA, mô hình REM thể hiện sự phù hợp hơn, và đối với hàm hồi quy ROE mô hình FEM phù hợp hơn. Tiếp theo, tác giả tiến hành kiểm định phương sai sai số thay đổi bằng các lệnh xttest0 đối với mô hình REM, xttest3 đối với mô hình FEM và hiện tượng tự tương quan bằng lệnh xtserial cho cả hai hàm hồi quy ROA và ROE.

Bảng 4. Kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan cho hồi quy ROA và ROE

Kiểm định	Hồi quy ROA	Hồi quy ROE
Phương sai sai số thay đổi	Chibar2 (01) = 58.07 Prob>chibar2 = 0.000 < 0.05	Chi2 (30) = 29732.82 Prob>chi2 = 0.000 < 0.05
Tự tương quan	F(1, 29) = 20.813 P-value = 0.001 < 0.05	F(1,29) = 7.856 P-value = 0.009 < 0.05

Nguồn: Tổng hợp từ phần mềm Stata 12.0

Từ bảng 3 cho thấy mô hình (*) và (**) đều có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan.

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 tóm tắt tác động của các nhân tố tới 2 mô hình như sau:

Bảng 5. Tổng hợp kết quả hồi quy theo mô hình GLS

	ROA		ROE	
	Beta	P-value	Beta	P-value
Log(SIZE)	- 7.146	0.000	- 16.925	0.000
GROWTH	0.008	0.317	0.016	0.543
DR	-0.1	0.000	-0.036	0.506
Log(RISK)	8.502	0.000	19.923	0.000
FAR	- 0.071	0.000	-0.165	0.000
Log(TC)	- 1.945	0.016	-4.181	0.019

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm Stata 12.0

Trong tất cả 6 biến được đưa vào mô hình thì có 5 biến giải thích được mức độ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh thông qua biến phụ thuộc ROA và 4 biến giải thích

thông qua biến phụ thuộc ROE với mức ý nghĩa cao nhất là 1%, cụ thể:

Tác động của biến SIZE – quy mô doanh nghiệp: Nghiên cứu kỳ vọng quy mô doanh nghiệp tác động tích cực tới ROA và ROE. Tuy nhiên, kết quả hệ số hồi quy của SIZE đều có tác động tiêu cực đến ROA và ROE. Nói cách khác, những doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng giảm. Kết quả này không đồng nhất với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007) và Onalapo và Kajola (2010). Tuy nhiên sự khác biệt này có thể xuất phát từ nguyên nhân doanh nghiệp chịu ảnh hưởng mạnh từ cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản năm 2011 – 2013 làm cho mức tiêu thụ vật liệu xây dựng bị giảm một cách trầm trọng. Doanh nghiệp càng lớn thì chi phí từ các hoạt động càng nhiều.

Tác động của biến GROWTH – tốc độ tăng trưởng doanh thu: Nghiên cứu kỳ vọng Growth có tác động dương đến ROA và ROE. Tuy nhiên, kết quả điều tra cho thấy Growth không ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Kết quả này không đồng nhất với các nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007), Onalapo và Kajola (2010) nhưng đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Weixu (2005), Bashir & cộng sự (2013). Thực tế tại Việt Nam, từ năm 2011 đến năm 2013, các DN còn chịu tác động trực tiếp từ cuộc khủng hoảng về thị trường bất động sản, lãi suất cho vay lên mức trên 20%/năm, nhu cầu tiêu thụ VLXD giảm mạnh làm cho chi phí đối với đầu vào của VLXD tăng cao. Vì thế, doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao thì kinh doanh chưa chắc hiệu quả hơn so với doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp.

Tác động của biến DR – cơ cấu vốn: Nghiên cứu kỳ vọng DR có tác động đến ROA và ROE. Kết quả nghiên cứu cho thấy DR tác động tiêu cực đến ROA.

Tuy nhiên, mức độ tác động DR đối với ROA là lớn nhất trong các biến độc lập, tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn tăng lên 1% làm cho ROA giảm 0.1%. Kết quả này đồng nhất với các nghiên cứu thực nghiệm của Meil Nagy (2009) nhưng không đồng nhất với lý thuyết cơ cấu vốn của Modigliani và Miller và nghiên cứu của Siminica & cộng sự (2011). Từ năm 2011 đến năm 2013, do DN chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản, lãi suất cho vay cao, sản lượng tiêu thụ giảm một cách đáng kể nên trong giai đoạn này, nếu DN có tỷ lệ nợ cao thì sẽ gặp nhiều bất lợi hơn, đầu ra lại rất khó khăn. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với dữ liệu và thời gian nghiên cứu.

Tác động của biến RISK – rủi ro kinh doanh: Nghiên cứu kỳ vọng RISK có tác động đến ROA và ROE. Kết quả cho thấy RISK có tác động tích cực trên cả 2 mô hình ROA và ROE, trong đó, RISK có tác động lớn nhất đối với ROE, nếu RISK tăng lên 1% làm cho ROE tăng 0.1992%. Kết quả nghiên cứu này không đồng nhất với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007) nhưng đồng nhất với lý thuyết kinh tế của F.B Hawley và các nghiên cứu thực nghiệm Bashir & cộng sự (2013). Trong giai đoạn 2011-2013, nền kinh tế Việt Nam cũng như thế giới có nhiều biến động đem lại nhiều rủi ro cho các DN VLXD Việt Nam, mặc dù rủi ro cao mang lại cho DN HQKD cao hơn nhưng DN nếu không có các biện pháp phòng ngừa và các chính sách hợp lý thì sẽ có nguy cơ giảm HQKD. Giai đoạn 2014-2015 là giai đoạn phục hồi của thị trường bất động sản cũng như ngành VLXD, ở giai đoạn này việc chấp nhận rủi ro sẽ giúp DN có khả năng gia tăng lợi nhuận của mình.

Tác động của biến FAR – đầu tư tài sản cố định: Nghiên cứu kỳ vọng FAR có tác động đến ROA và ROE. Kết quả cho thấy

FAR đều có tác động tiêu cực trên cả 2 mô hình ROA và ROE. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007), Onaolapo và Kajola (2010), Siminica & cộng sự (2011) nhưng lại không đồng nhất với các nghiên cứu thực nghiệm của Nosa và Ose (2010), Bashir & cộng sự (2013). Nguyên nhân có thể là do trong khoảng thời gian khủng hoảng 2011 – 2013, những doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản cố định càng cao thì các khoản chi phí khấu hao và chi phí hàng tồn kho càng lớn. Từ đó làm ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Tác động của biến TC – quản trị nợ phải thu khách hàng. Đồng nhất với giả thuyết nghiên cứu, kết quả từ mô hình cũng cho thấy TC có tác động tiêu cực đối với cả ROA và ROE. Nói cách khác, khi doanh nghiệp quản lý các khoản phải thu càng tốt thì hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng cao. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Siminica & cộng sự (2011). DN quản lý tốt nợ phải thu khách hàng, áp dụng chính sách bán hàng hợp lý thì sẽ làm giảm kỳ thu tiền bình quân từ đó sẽ không rơi vào tình trạng thiếu hụt vốn để đầu tư sản xuất, nâng cao được HQKD.

7. Một số kiến nghị đề xuất

Từ kết quả nghiên cứu cho thấy để có thể nâng cao hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp kinh doanh vật liệu xây dựng cần phải:

Thứ nhất, *đầu tư tài sản cố định có hiệu quả*: Kết quả hồi quy cho thấy tỷ trọng tài sản cố định và hiệu quả kinh doanh có mối quan hệ ngược chiều. Do đó, để gia tăng hiệu quả kinh doanh, các doanh nghiệp xây lắp cần phải xác định rõ nhu cầu thị trường, đánh giá trình độ lao động, tình hình sản xuất, tình hình tài chính, tình hình thị trường,... trước khi quyết định đầu tư mua sắm thiết bị mới hay mở rộng quy mô tài sản cố định. Bên

canh đó, việc giảm giá trị tài sản đầu tư thông qua việc tìm kiếm nguồn hàng rẻ, tổ chức đầu thầu cung cấp tài sản cố định,...cũng cần được quan tâm.

Thứ hai, *quản lý tốt các khoản nợ phải thu*: Doanh nghiệp vật liệu xây dựng cần phải có chính sách tín dụng tín dụng hiệu quả để quản lý tốt nợ phải thu. Cần xây dựng hồ sơ về tín dụng của khách hàng như: thông tin về khách hàng, thời điểm giao dịch; các chỉ tiêu thể hiện năng lực tài chính của khách hàng; thông tin về thời hạn trả nợ đúng hạn, quá hạn; doanh số nợ,...; tăng cường công tác thu hồi nợ bằng cách bố trí nhân sự theo dõi khoản phải thu nhằm đảm bảo các khoản nợ được thu đúng hạn, thông báo thời hạn trả nợ với khách hàng,...; đánh giá hiệu quả quản trị khoản phải thu định kỳ theo các chỉ tiêu sau: kỳ thu tiền bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành hoặc trung bình của ngành, kỳ thu tiền bình quân trong quá khứ; sử dụng công nghệ thông tin, doanh nghiệp nên đầu tư phần mềm quản lý công nợ, giúp việc theo dõi khoản nợ nhanh chóng, chính xác, hiệu quả và giảm bớt nhân sự trong công tác quản lý công nợ.

Thứ ba, *xây dựng cơ cấu vốn hợp lý*: Dựa vào mô hình cho thấy cơ cấu vốn tác động rất lớn đối với hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Theo thống kê các chỉ số tài chính tổng hợp tại trang web Cophieu68.vn cho thấy năm 2015 mức tỷ lệ nợ phải trả của trung bình ngành vật liệu xây dựng là 69% và vẫn đang trên đà giảm. Vì vậy, các doanh nghiệp VLXD cần phải giảm tỷ lệ nợ phải trả xuống mức này hoặc thấp hơn để phù hợp với thực trạng hiện tại. Để làm được điều đó, doanh nghiệp cần phải: (1) *Sử dụng tài sản có hiệu quả*: giải quyết tốt các công việc như thu hồi nợ từ các đơn vị khác, giải phóng hàng tồn kho không dự kiến,... (2) *Xác định nguồn tài trợ*: sử dụng các kênh huy động vốn khác như huy động nguồn vốn từ các hoạt động phát hành cổ phiếu, trái phiếu cho

cổ đông hiện hữu, cho các đối tác chiến lược hoặc phát hành rộng rãi trên thị trường chứng khoán. Đây là hình thức huy động vốn khá hiệu quả vì doanh nghiệp vừa huy động được vốn với số lượng lớn vừa có thể nâng cao vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Thứ tư, *phòng ngừa những rủi ro trong kinh doanh*: Giảm hàng tồn kho trước sức ép cạnh tranh để tránh các khoản chi phí hàng tồn kho và giải quyết tình trạng cung vượt cầu, nâng sức cạnh tranh sản phẩm bằng nhiều chiến lược khác nhau, đồng thời chú

trọng hơn vào nội địa và đẩy mạnh xuất khẩu qua một số thị trường. Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu, cần tuân thủ các quy định, chủ động trước thời cơ và thách thức. Đối với các doanh nghiệp trong nước cần cạnh tranh lành mạnh bằng chất lượng sản phẩm, giảm chi phí và giá thành sản xuất thông qua cải tiến quy trình, công nghệ và nâng cao trình độ nguồn lao động cho doanh nghiệp, chủ động tham gia thị trường quốc tế và tận dụng sử dụng nguyên liệu là phế thải, nhiên liệu có thể tái tạo được.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Doãn Thùy Dương và Đinh Thế Hùng (2014), ‘Cấu trúc nguồn vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam’, Tạp chí Kinh tế & Phát triển, 12/2014, trang 30-37.
- Frederick B. Hawley (1893), ‘The Risk Theory of Profit’, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 7, No. 4, pp. 459-479.
- Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011), ‘The Correlation between the Return on Assets and the Measures of Financial Balance for Romanian Companies’, International journal of mathematical models and methods in applied sciences, 2 (6).
- Modigliani, F., and M. Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, 48, 261-297.
- Modigliani, F., and M. Miller, (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, the American Economic Review, 53, 433-443.
- Neil Nagy (2009), ‘Determinants of Profitability: What factors play a role when assessing a firm’s return on assets?’, The University of Akron.
- Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013), ‘Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty ngành sản xuất chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam’, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Đà Nẵng.
- Rami Zeitun & Gary Gang Tian (2007a), ‘Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan, Australasian Accounting Business and Finance Journal’, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 1 (4).
- Remi Zeitun & Gary Gang Tian (2007b), ‘Does ownership affect a firm’s performance and default risk in Jordan?’, The International Journal of Business in Society, 7 (1), 66-82.
- Weixu XI & Hao Yong (2005), ‘An empirical study on relationship between corporate performance and capital structure’.
- Zahid Bashir, Ali Abbas, Shahid Manzoor và Muhammad Nadeem Akram (2013), ‘Empirical Investigation of the Factors Affecting Firm’s Performance: a Study Based on Food Sector of Pakistan’, International SAMANM Journal of Finance and Accounting, July 2013, Vol.1, No.2.