

**Tạp chí Khoa học và Kinh tế Phát triển
Trường Đại học Nam Cần Thơ**

Website: jsde.nctu.edu.vn



Các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty niêm yết tại Việt Nam

Lê Xuân Thái^{1*} và Nguyễn Thiện Phong²

¹Trường Đại học Cần Thơ

²Trường Đại học Tây Đô

*Người chịu trách nhiệm về bài viết: Lê Xuân Thái (email: lxthai@ctu.edu.vn)

Ngày nhận bài: 30/11/2024

Ngày phản biện: 31/12/2024

Ngày duyệt đăng: 10/1/2025

Title: Factors affecting the profit of listed companies in Vietnam

Keywords: firm size, listed companies, profit, risks, VNX

Từ khóa: công ty niêm yết, lợi nhuận, quy mô công ty, VNX, yếu tố rủi ro

ABSTRACT

The main objective of this study is to measure the impact of economic risks including debt ratios, the corporate bond market on the profit of companies listed on the Vietnam stock market (VNX). Data used in this study were collected from the financial statements of 309 listed companies in the period 2016 - 2022. The results in the FGLS regression model showed that firm size had a positive relationship with companies profit; leverage, tangibility ratio and quick liquidity had negative relationships with companies profit. The instability of the corporate bond market and Covid-19 epidemic had a negative impact on company profits

TÓM TẮT

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là đo lường ảnh hưởng của một số yếu tố rủi ro như nợ vay, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đến lợi nhuận của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (VNX). Số liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của 309 công ty niêm yết trong giai đoạn 2016 – 2022. Kết quả ước lượng bằng mô hình hồi quy FGLS cho thấy quy mô công ty có tác động dương đến lợi nhuận công ty; đòn bẩy tài chính, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định hữu hình và tính thanh khoản nhanh có tác động âm đến đến lợi nhuận công ty. Bất ổn trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, dịch bệnh có tác động âm đến lợi nhuận công ty niêm yết.

1. GIỚI THIỆU

Một số nghiên cứu phân tích vĩ mô đã chỉ ra mức độ ảnh hưởng của các cú sốc bên ngoài đến nền kinh tế Việt Nam không quá lớn. Nền kinh tế

Việt Nam vẫn đứng vững trước các cú sốc kinh tế do ảnh hưởng bởi dịch bệnh COVID-19, và những xáo trộn trên thị trường tài chính toàn cầu. Một số nghiên cứu đã minh chứng rằng dịch bệnh

COVID-19 đã tác động tiêu cực đến nền kinh tế, hoạt động sản xuất của các công ty và làm suy giảm lợi nhuận của công ty (Thành & Trinh, 2020; Trang & Như, 2022) [18],[33]. Thị trường vốn của Việt Nam trong năm 2021 -2022 cũng đã bộc lộ một số hạn chế: quản lý nhà nước về thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn nhiều bất cập, đã xảy ra những vi phạm của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu như sử dụng sai mục đích, công bố thông tin không chính xác, đầy đủ làm cho lòng tin của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp bị suy giảm, dẫn đến hiện tượng lo sợ vỡ nợ trái phiếu và rút tiền hàng loạt, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp tăng cao, và thanh khoản của thị trường trái phiếu sụt giảm.

Nghiên cứu của Chen (2019) cho rằng nguyên nhân chính của khủng hoảng tài chính từ trái phiếu là do mất khả năng trả nợ của người đi vay [6]. Hai rủi ro lớn nhất trái phiếu doanh nghiệp là biến động lãi suất thực và rủi ro thanh khoản. Áp lực trả nợ trái phiếu đến hạn trong năm 2022-2024 chiếm 73% giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành tại năm 2021, tạo áp lực lớn lên các doanh nghiệp phát hành trái phiếu và các định chế tài chính. Nghiên cứu của Ke Bi (2021) chỉ ra công ty vỡ nợ trái phiếu đã thay thế tỷ lệ nợ ngắn hạn lớn và các khoản nợ ngân hàng bằng trái phiếu công ty, trong khi các khoản tiền mặt và tương đương tiền nhỏ hơn các khoản nợ phải thanh toán nên không có đủ khả năng thanh toán nợ, đặc biệt là trong ngắn hạn [16]. Phân tích tính lan truyền của rủi ro vỡ nợ tín dụng, hiệu ứng lan truyền giữa thị trường trái phiếu và cổ phiếu, Báo & Hoàng (2016) kết luận các cú sốc dao động của thị trường làm tăng khả năng tổn thương của thị trường tài chính trong mối quan hệ giữa các thị

trường cổ phiếu, trái phiếu và ngoại hối [27]. Nghiên cứu này tìm kiếm những bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của các yếu tố đến lợi nhuận công ty niêm yết.

2. PHƯƠNG TIỆN VÀ PHƯƠNG PHÁP

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định tính, gồm các dữ liệu từ báo cáo tài chính năm của 309 công ty niêm yết (phi tài chính) trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2016 – 2022. Tổng cộng có 2.163 quan sát của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong 7 năm. Các chỉ tiêu tài chính được khảo sát trong nghiên cứu là lợi nhuận, quy mô công ty, đòn bẩy tài chính, tỷ lệ nợ dài hạn, tỷ lệ nợ ngắn hạn, tỷ lệ tài sản cố định, khả năng thanh khoản. Bên cạnh đó, nghiên cứu xem xét tác động của dịch bệnh Covid-19 từ năm 2019 đến năm 2020 và rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp từ năm 2021 đến 2022 như là yếu tố rủi ro bên ngoài ảnh hưởng đến lợi nhuận các công ty.

Mô hình nghiên cứu phân tích có dạng:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1STD_i + \beta_2LTD_i + \beta_3RISK_TP_i + \beta_4COVID_i + \beta_5FSIZE_i + \beta_6TANG_i + \beta_7TTKN_i$$

Biến phụ thuộc Y_i bao gồm ROA (tỷ số lợi nhuận trên tài sản) và ROE (tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu).

Biến độc lập bao gồm:

- Đòn bẩy tài chính (LEV);
- Tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD);
- Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD);
- Rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp (RISK_TP);
- Ảnh hưởng dịch Covid-19 (COVID);
- Quy mô công ty (FSIZE);
- Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định (TANG);
- Tính thanh khoản (TTKN).

Bảng 1. Diễn giải các biến sử dụng và đo lường của nghiên cứu

Tên biến và đơn vị tính	Ký hiệu	Phương pháp tính	Dấu tác động	Các nghiên cứu trước
Biến phụ thuộc				
Tỷ số ROA (lần)	ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản		Le & Phan (2017); Hung & Cuong (2020); Thanh (2022)
Tỷ số ROE (lần)	ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu		Le & Phan (2017); Ngọc (2023)
Biến độc lập				
Quy mô công ty	FSIZE	Logarit (tổng tài sản)	+	Anh (2018); Gonzalez et al. (2019); Ahmad et al. (2023)
Đòn bẩy tài chính (lần)	LEV	Tổng nợ trên tổng tài sản	-	Le & Phan (2017); Ngọc et al. (2019); Thanh (2022)
Tỷ số nợ dài hạn (lần)	LTD	Nợ dài hạn trên tổng tài sản	-	Vuong (2017); Le & Phan (2017); Nenu & Gherghina (2018);
Tỷ số nợ ngắn hạn (lần)	STD	Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	-	Le & Phan (2017); Nenu & Gherghina (2018); Ngọc et al. (2019); Thanh (2022)
Rủi ro do bất ổn thị trường TP (biến giả)	RISK_TP	(0: năm không ảnh hưởng; 1: năm ảnh hưởng)		Túy (2021); Zundert & Driessen (2022); Ahmad et al. (2023)
Ảnh hưởng Covid - 19 (biến giả)	COVID	(0: năm không ảnh hưởng; 1: năm ảnh hưởng)	-	Le & Phan (2017); Golubeva (2021); Vo (2023)
Đầu tư tài sản cố định (lần)	TANG	Tài sản cố định trên tổng tài sản	-	Le & Phan (2017)
Tính thanh khoản nhanh (lần)	TTKN	Tài sản ngắn hạn trên tổng nợ	-	Oanh & Anh (2017)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Kết quả nghiên cứu được phân tích bằng phần mềm Stata 14.0. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng được sử dụng trong mô hình kinh tế lượng. Các ước lượng hồi quy gồm có phương pháp hồi quy theo các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM), phương pháp hồi quy theo các yếu tố ảnh hưởng cố định (FEM) và phương pháp hồi quy theo bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS). Thực hiện các kiểm định khi mô hình hồi quy xuất hiện dấu hiệu phương sai sai số thay đổi (kiểm định Wald) hoặc tự tương quan (kiểm định Wooldridge); và phương pháp hồi quy FGLS được chọn giải thích kết quả khi có phương sai sai số

thay đổi và tự tương quan xuất hiện trong mô hình ước lượng nhằm khắc phục các ảnh hưởng này.

3. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

3.1 Cơ sở lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm

Nghiên cứu sử dụng mô hình phân tích của Jabeur et al. (2020) và Ahmad et al. (2023) xác định các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty dưới tác động của các cú sốc kinh tế. Trong mô hình nghiên cứu, nhóm tác giả phân tích ảnh hưởng của các yếu tố rủi ro thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định, tính thanh khoản đến lợi nhuận các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam [1],[14].

- Rủi ro thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Tjandrasa et al. (2020) kết luận biến động chỉ số thị trường chứng khoán, tỷ lệ lạm phát, rủi ro tín dụng có ảnh hưởng đến lợi tức trái phiếu công ty [32]. Nghiên cứu của Zhukov (2014) kết luận rủi ro vỡ nợ của các công ty niêm yết tăng lên có liên quan đến chi phí sử dụng vốn bình quân (danh mục cổ phiếu và trái phiếu) của doanh nghiệp [40]. Khi ngưỡng nợ vượt quá giới hạn an toàn làm cho chi phí sử dụng vốn tăng gây rủi ro cho doanh nghiệp. Khi phân tích mối liên hệ giữa lợi tức kỳ vọng của trái phiếu công ty và lợi nhuận cổ phiếu, Zundert & Driessen (2022) kết luận có mối tương quan nghịch giữa lợi tức kỳ vọng của trái phiếu công ty ở kỳ hạn ngắn 5 năm và lợi nhuận cổ phiếu [41]. Nghiên cứu của Hiền & Huệ (2019) cho thấy rủi ro phá sản, biến động lợi nhuận và quy mô giao dịch cổ phiếu đều có tác động tới quy mô giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp niêm yết [35]. Với trái phiếu doanh nghiệp, hai rủi ro lớn nhất là biến động lãi suất thực và rủi ro thanh khoản. Các doanh nghiệp mất khả năng thanh toán các nghĩa vụ trái phiếu đã phát hành dễ rơi vào vòng xoáy rủi ro vỡ nợ trái phiếu. Bảo & Hoàng (2016) kết luận các cú sốc thị trường trái phiếu có ảnh hưởng đến thị trường giao dịch cổ phiếu, và từ đó ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty niêm yết [27]. Giả thuyết đề xuất là tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong đó rủi ro thị trường trái phiếu có tác động tiêu cực đến lợi nhuận công ty niêm yết.

- Đòn bẩy tài chính: Lý thuyết đại diện kết luận việc sử dụng nợ sẽ làm tăng chi phí và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Nhiều nghiên cứu đã kết luận việc sử dụng quá mức đòn bẩy tài chính sẽ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận (Ngọc et al., 2019; Thanh, 2022) [5],[25]. Gonzalez et al. (2021) kết luận đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng ngược chiều đến tỷ số ROE; Tuấn et al. (2017), Tiến & Khôi (2017) kết luận đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng

ngược chiều đến tỷ số ROA [10],[11],[28]. Nghiên cứu của Notta & Vlachvei (2014); Jabeur et al. (2020) kết luận trong giai đoạn khủng hoảng tài chính công ty có tỷ lệ nợ cao sẽ làm ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận công ty [14],[30]. Giả thuyết đề xuất là tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong đó đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến đến lợi nhuận công ty.

- Quy mô công ty: Theo kinh tế học vi mô, các công ty có quy mô càng lớn thì càng có lợi trong hoạt động kinh doanh do tận dụng hiệu quả quy mô trong sản xuất, do đó nghiên cứu kỳ vọng quy mô công ty có mối tương quan thuận với hiệu quả kinh doanh của các công ty niêm yết. Nghiên cứu của Vu et al. (2019), Gonzalez et al. (2021) kết luận quy mô công ty có tác động dương đến lợi nhuận công ty [10],[38]. Ahmad et al. (2023) kết luận các công ty nên sử dụng yếu tố quy mô công ty như là công cụ chính để cải thiện lợi nhuận trong giai đoạn khủng hoảng [1]. Từ những bằng chứng trên, giả thuyết đề xuất là tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong đó quy mô công ty có tác động tích cực đến lợi nhuận công ty.

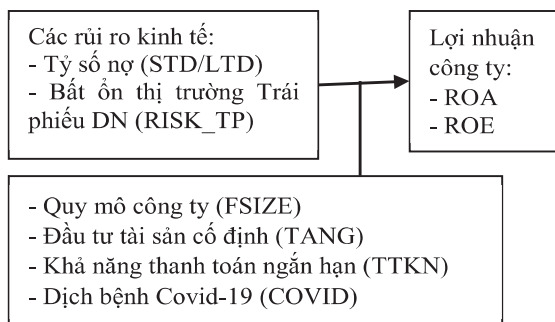
- Đầu tư tài sản cố định: Nhiều nghiên cứu cho rằng tỷ lệ đầu tư tài sản cố định có ảnh hưởng ngược chiều đến lợi nhuận (Hằng & Linh, 2020) [24]. Một số nghiên cứu kết luận tỷ lệ đầu tư tài sản cố định không có tác động đến lợi nhuận công ty (Phuong et al., 2021) [19]. Các công ty sử dụng nhiều tài sản cố định trong sản xuất thì tỷ lệ đầu tư tài sản cố định có xu hướng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận. Từ những bằng chứng trên, giả thuyết đề xuất là tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong đó tỷ lệ đầu tư tài sản cố định có tác động ngược chiều đến lợi nhuận công ty.

- Tính thanh khoản nhanh: Khả năng thanh khoản tốt cho phép công ty huy động nguồn tiền cho các hoạt động kinh doanh, tăng cơ hội đầu tư và làm

cải thiện lợi nhuận công ty (Lan et al., 2018) [13]. Tuy nhiên, việc quản trị vốn lưu động kém có thể gây ra tác động ngược làm giảm lợi nhuận công ty khi dự trữ tiền mặt quá lớn hoặc đầu tư ít vào tài sản dài hạn để tạo ra lợi nhuận ở những năm tiếp theo (Anton & Nuciu, 2021) [3]. Notta & Vlachvei, (2014), Jabeur et al. (2020) kết luận tính thanh khoản của công ty trong giai đoạn khủng hoảng tài chính có ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty [14],[30]. Giả thuyết đề xuất là tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong đó khả năng thanh khoản nhanh có tác động ngược chiều đến lợi nhuận công ty.

- Dịch bệnh Covid-19: Kết quả nghiên cứu của Hiếu et al. (2020), Hùng et al. (2020) chỉ ra rằng rủi ro kinh doanh do dịch bệnh làm suy giảm lợi nhuận của công ty [12],[43]. Dịch bệnh kéo dài làm cho kinh tế rơi vào suy thoái, tác động tiêu cực đến các hoạt động kinh tế và nền kinh tế của nhiều nước (Thành & Trinh, 2020; Golubeva, 2021; Cox & Woods, 2023) [7],[9],[33]. Giả thuyết đề xuất là tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong đó rủi ro dịch bệnh Covid-19 có tác động tiêu cực đến lợi nhuận công ty.

Các bằng chứng thực nghiệm có trước cho thấy các rủi ro kinh tế tác động tiêu cực đến lợi nhuận của công ty, do đó mô hình hồi quy đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam tác giả đề xuất theo nghiên cứu thực nghiệm của Jabeur et al. (2020) và Ahmad et al. (2023) như sau:



Hình 1. Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng các yếu tố rủi ro kinh tế đến lợi nhuận công ty

3.2 Kết quả phân tích thống kê mô tả và tương quan

Kết quả phân tích tại Bảng 2 cho biết, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của các công ty biến động rất mạnh trong giai đoạn nghiên cứu (từ -56 đến 2,9 lần); tỷ suất lợi nhuận trên tài sản trung bình là 0,046 lần và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình là 0,055 lần. Các công ty có tỷ lệ nợ trên tài sản khá cao, đòn bẩy tài chính trung bình là 0,48 lần; trong đó chủ yếu là tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm 41,3 %; tỷ lệ nợ dài hạn là 6,9%. Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định bình quân là 20,9% và tính thanh khoản nhanh bình quân là 2,85 lần.

Bảng 2. Kết quả thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Tên biến	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
ROA	-0,590	0,589	0,046	0,072
ROE	-56,097	2,909	0,055	1,234
LEV	0,001	1,568	0,480	0,242
STD	0,001	1,502	0,413	0,232
LTD	0,000	0,787	0,069	0,120
LIQ	0,034	146,916	2,849	5,975
FSIZE	10,180	13,426	11,581	0,592
TANG	0,000	0,922	0,209	0,199

Nguồn: Tác giả nghiên cứu và phân tích

Đức & Luận (2014) kết luận khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ nhỏ hơn 56,7% thì việc tăng mức sử dụng nợ sẽ có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp [37]. Tỷ số nợ dài hạn thấp cho thấy công ty sử dụng nguồn vốn vay dài hạn ít hơn vay ngắn hạn. Xét ở góc độ phát triển, các công ty tập trung vay nợ ngắn hạn để có nguồn vốn sản xuất kinh doanh, hạn chế vay dài hạn đầu tư cho cơ sở hạ tầng, công nghệ để phát triển sẽ giảm cơ hội tăng hiệu quả kinh doanh, cạnh tranh lâu dài. Tỷ số nợ dài hạn thấp là một trong nhiều nguyên nhân ảnh hưởng đến cơ hội đầu tư dài hạn và tăng hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam. Khả năng thanh khoản nhanh bình quân của các công ty là 2,85 lần, cho biết các công

ty đáp ứng nhanh các điều kiện thanh toán khi đến hạn. Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định, hạ tầng, công nghệ thấp (20,9%) của các công ty sẽ giảm cơ hội tăng hiệu quả kinh doanh, và sức cạnh tranh.

Nghiên cứu của KeBi (2021) [16] kết luận rủi ro của trái phiếu doanh nghiệp gắn liền với khả năng thanh toán nợ, đặc biệt là trong ngắn hạn. Kết quả phân tích tương quan tại Bảng 3 cho biết có sự tương quan chặt giữa đòn bẩy tài chính (LEV) và tỷ số nợ ngắn hạn (STD), nên nghiên cứu lựa chọn phân tích ảnh hưởng của tỷ số nợ ngắn hạn (STD) và tỷ số nợ dài hạn (LTD) đến tỷ số lợi nhuận của các công ty niêm yết.

3.3 Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty niêm yết

Để nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố đến lợi nhuận công ty niêm yết, tác giả trước tiên sử dụng

mô hình hồi quy các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) và hồi quy các yếu tố ảnh hưởng cố định (FEM) để đo lường ảnh hưởng của quy mô công ty, tỷ số nợ ngắn hạn, tỷ số nợ dài hạn, tính thanh khoản nhanh, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định, rủi ro do dịch bệnh Covid-19 và rủi ro do thị trường trái phiếu doanh nghiệp đến tỷ suất lợi nhuận trên tài sản và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Sau đó, để xác định mô hình nào phù hợp hơn tác giả sử dụng kiểm định Hausman (Hausman test) để lựa chọn mô hình tốt nhất. Kiểm định dấu hiệu phương sai sai số thay đổi bằng kiểm định Wald và hiện tượng tự tương quan với kiểm định Wooldridge để xác định, loại bỏ các nhiễu trong mô hình hồi quy và dùng phương pháp hồi quy FGLS để khắc phục các ảnh hưởng này. Kết quả ước lượng từ các mô hình được trình bày chi tiết ở Bảng 4 và 5.

Bảng 3. Kết quả phân tích tương quan các biến trong mô hình hồi quy

Tên biến	ROA	ROE	LEV	STD	LTD	LIQ	FSIZE
ROA							
ROE	0,277						
LEV	-0,308	-0,056					
STD	-0,285	-0,068	0,867				
LTD	-0,069	0,020	0,323	-0,173			
LIQ	0,088	0,008	-0,406	-0,383	-0,093		
FSIZE	-0,095	0,008	0,439	0,239	0,430	-0,174	
TANG	0,062	0,011	-0,066	-0,247	0,335	-0,106	0,056

Nguồn: Tác giả nghiên cứu và phân tích

Bảng 4. Ảnh hưởng của sử dụng nợ và yếu tố rủi ro đến tỷ số ROA

Tên biến	REM		FEM		GLS (h, ar1)	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Hệ số a	-0,0889	0,094	-0,3458	0,000	0,0148	0,351
STD	-0,1140	0,000	-0,1211	0,000	-0,1003	0,000
LTD	-0,1151	0,000	-0,1361	0,000	-0,1001	0,000
RISK_TP	-0,0166	0,000	-0,0215	0,000	-0,0044	0,000
COVID	-0,0109	0,000	-0,0128	0,000	-0,0046	0,000
FSIZE	0,0177	0,000	0,0417	0,000	0,0070	0,000
LIQ	-0,0002	0,312	-0,0001	0,630	-0,0007	0,000
TANG	-0,0366	0,002	-0,1049	0,000	-0,0007	0,859
R ² (%)	10,82		2,17		-	
Số quan sát	2163		2163		2163	
Kiểm định F:	172,1***		24,06***			
Hausman:	53,66***		Wald:	74,104***		
			Wooldridge:	11,50***		

Chú thích: ***: mức ý nghĩa 1%

Nguồn: Tác giả nghiên cứu và phân tích

Bảng 5. Ảnh hưởng của sử dụng nợ và yếu tố rủi ro đến tỷ số ROE

Tên biến	REM		FEM		GLS (h, ar1)	
	Coef.	P-value	Coef.	P-value	Coef.	P-value
Hệ số a	-0,4958	0,417	-7,3573	0,001	-0,0048	0,928
STD	-0,4892	0,001	-1,6803	0,000	-0,1504	0,000
LTD	-0,0945	0,732	-1,1106	0,052	0,0003	0,988
RISK_TP	-0,1446	0,024	-0,2182	0,001	-0,0371	0,000
COVID	-0,0245	0,701	-0,0637	0,324	-0,0198	0,000
FSIZE	0,0727	0,183	0,7162	0,000	0,0149	0,002
LIQ	-0,0045	0,368	-0,0063	0,296	-0,0021	0,001
TANG	-0,1044	0,488	-0,0654	0,874	-0,0282	0,019
R ² (%)	1,0		1,0		-	
Số quan sát	2163		2163		2163	
Kiểm định F:	17,95**		5,08 ***		150,2***	
Hausman:	20,98***		Wald:	1,4 x 10 ⁸ ***		
			Wooldridge:	8,9 ***		

Chú thích: ***, **: mức ý nghĩa 1%, 5%

Nguồn: Tác giả nghiên cứu và phân tích

Kết quả của kiểm định Hausman tại Bảng 4 cho thấy là mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM. Kiểm định Wald cho biết có phương sai sai số thay đổi, và kiểm định Wooldridge cho biết có hiện tượng tự tương quan trong mô hình hồi quy; do đó kết quả ước lượng theo phương pháp hồi quy FGLS được sử dụng để giải thích ảnh hưởng của các yếu tố nghiên cứu đến tỷ số ROA. Kết quả kiểm định Hausman trình bày tại Bảng 5 cho thấy mô hình FEM là phù hợp hơn mô hình REM. Kiểm định Wald cho biết có phương sai sai số thay đổi, và kiểm định Wooldridge cho biết có sự tự tương quan trong mô hình hồi quy; do đó kết quả ước lượng theo phương pháp hồi quy FGLS được sử dụng để giải thích ảnh hưởng của các yếu tố nghiên cứu đến tỷ số ROE. Kết quả phân tích tại mô hình hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) được trình bày tại Bảng 4 và 5.

Kết quả phân tích cho biết các yếu tố rủi ro do bệnh Covid-19, rủi ro thị trường trái phiếu doanh nghiệp, tỷ số nợ ngắn hạn, tính thanh khoản của công ty có tác động tiêu cực đến tỷ số lợi nhuận

ROA và ROE; quy mô công ty có ảnh hưởng tích cực đến tỷ số lợi nhuận ROA và ROE. Tỷ số nợ dài hạn có tương quan nghịch với tỷ số lợi nhuận ROA nhưng không có tác động đến tỷ số lợi nhuận ROE, điều này có thể được giải thích là nợ dài hạn chủ yếu được dùng để đầu tư vào các tài sản dài hạn phục vụ cho sản xuất lâu dài nên có tác động âm đến tỷ số ROA. Tỷ lệ đầu tư tài sản cố định có tương quan nghịch với tỷ số lợi nhuận ROE.

- Ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19: Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố dịch bệnh Covid-19 có ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đo bằng tỷ số ROA và ROE. Kết quả nghiên cứu đồng quan điểm với các nghiên cứu của Hùng et al. (2020), Nguyen et al. (2021), Kien et al. (2023), Teresiene et al. (2021) kết luận dịch bệnh Covid-19 làm giảm chỉ số niềm tin của người tiêu dùng (CCI) và ảnh hưởng đến chỉ số quản trị mua hàng (PMI) do sự đứt gãy chuỗi cung ứng hàng hóa và người tiêu dùng [17],[31]. Akbulaev et al. (2020) kết luận các công ty sản xuất liên quan đến

hoạt động xuất – nhập khẩu chịu ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 nhiều hơn các công ty khác [2]. Đây là hai nguyên nhân chính ảnh hưởng đến sản xuất và tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

- Ảnh hưởng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp: Khi phân tích các cuộc khủng hoảng kinh tế trên thế giới, Phạm Thị Túy (2010) rút ra kết luận các cuộc khủng hoảng có xuất phát từ tiền tệ, ngân hàng hoặc nợ đều có thể gọi chung là khủng hoảng tài chính. Trái phiếu doanh nghiệp là một loại nợ dài hạn, và khi các doanh nghiệp mất khả năng thanh toán các nghĩa vụ trái phiếu đã phát hành thì dễ rơi vào vòng xoáy rủi ro vỡ nợ trái phiếu, gây ra khủng hoảng tài chính. Hai rủi ro lớn nhất của thị trường trái phiếu doanh nghiệp là biến động lãi suất thực và rủi ro thanh khoản [42]. Trong năm 2021 - 2022, hai rủi ro này xuất hiện cùng lúc trên thị trường trái phiếu Việt Nam gây ra những bất ổn trên thị trường và rủi ro vỡ nợ trái phiếu. Chen (2019) cho rằng nguyên nhân chính của khủng hoảng tài chính từ trái phiếu là do mất khả năng trả nợ của người đi vay [6]. Kết quả phân tích cho biết rủi ro của thị trường trái phiếu có tác động âm đến lợi nhuận của các công ty đo bằng tỷ số ROA và ROE. Theo nghiên cứu của Bảo & Hoàng (2016) [27], các cú sốc ở thị trường trái phiếu có ảnh hưởng xấu đến thị trường cổ phiếu, và từ đó ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty niêm yết. Nhiều nghiên cứu đã kết luận các cuộc khủng hoảng tài chính gây ra những tổn thất cho các nền kinh tế và làm cho lợi nhuận của các công ty suy giảm (Notta & Vlachvei, 2014; Ke Bi, 2021; Zundert & Driessen, 2022; Ahmad et al., 2023) [1],[16],[30],[41]. Kết quả nghiên cứu đã ủng hộ các kết luận trên và kết luận rủi ro thị trường trái phiếu có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam.

Đây là kết quả phân tích đầu tiên về ảnh hưởng của rủi ro thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam đến lợi nhuận công ty niêm yết.

- Tỷ số nợ: Kết quả phân tích cho biết rằng tỷ số nợ ngắn hạn có tác động âm đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của công ty; tỷ số nợ dài hạn có tác động âm đến tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản. Kết quả của nghiên cứu ủng hộ quan điểm lý thuyết về sử dụng nợ của Jensen & Meckling (1976), DeAngelo & Masulis (1980), và các nghiên cứu có trước của Vuong et al. (2017), Ngọc et al. (2019), Nguyen & Nguyen (2020) và kết luận ngược lại kết quả nghiên cứu của Narinder & Mahima (2019), Yeongjun et al. (2023) [8],[15],[22],[25],[26],[29],[39]. Khi doanh nghiệp sử dụng nhiều nợ trong cơ cấu nguồn vốn hoạt động sẽ làm tăng rủi ro: khôn khéo tài chính do trả lãi vay, tăng chi phí đại diện, chịu kiểm soát của bên cho vay nợ và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng tài chính liên quan đến thị trường trái phiếu, công ty có tỷ lệ nợ ngắn hạn lớn sẽ dễ dàng rơi vào khủng hoảng nợ làm tăng nguy cơ phá sản.

- Quy mô công ty: Quy mô công ty có tác động dương đến tỷ số ROA của công ty. Kết quả nghiên cứu phù hợp với các nghiên cứu có trước của Đặng Ngọc Hùng (2015), Nguyen & Nguyen (2020), Ahmad et al. (2023), Vo (2023) [1],[29],[36]. Các công ty niêm yết có quy mô tài sản lớn có nhiều lợi thế về vốn, công nghệ, nguồn nhân lực, quản trị công ty để khai thác các lợi thế cạnh tranh về quy mô, cải thiện năng suất lao động giảm chi phí đầu vào, và tăng hiệu quả đầu ra. Khi quy mô công ty tăng 1% thì làm cho tỷ số ROA tăng 0,007%; về mặt thống kê, tác động của quy mô công ty đến tỷ số ROA có ý nghĩa ở mức

1%. Quy mô công ty có tác động dương đến tỷ số ROE của công ty. Kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Mule et al. (2015), Nguyen & Nguyen (2020), Vo (2023) và ngược lại với nghiên cứu của Vinh & Hương (2022) [20],[29],[36]. Khi quy mô công ty tăng 1% làm cho tỷ số ROE tăng 0,015%; về mặt thống kê, tác động của quy mô công ty đến tỷ số ROE có ý nghĩa ở mức 1%.

- Đầu tư tài sản cố định: Đúng với kỳ vọng của nghiên cứu, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định (TANG) của các công ty niêm yết có tương quan nghịch với kết quả lợi nhuận của công ty đo bằng tỷ số ROE. Kết quả nghiên cứu cho thấy các công ty đầu tư nhiều vốn vào tài sản cố định làm cho hiệu quả sử dụng vốn thấp và ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty. Kết quả của nghiên cứu phù hợp với các nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng (2015), Nguyen & Nguyen (2020) và kết luận ngược lại kết quả nghiên cứu của Tuấn et al. (2017), Oanh & Anh (2017) [28],[29],[34]. Cụ thể là, khi công ty tăng tỷ lệ đầu tư tài sản cố định lên 1% sẽ làm cho tỷ số ROE giảm 0,028%.

- Tính thanh khoản nhanh: Tỷ lệ tài sản thanh khoản nhanh của công ty có tác động âm đến tỷ số ROA và ROE. Các công ty có khả năng thanh toán nhanh có các giá trị tài sản ngắn hạn lớn hơn giá trị nợ phải trả, và doanh nghiệp ít sử dụng nợ. Việc dự trữ tài sản thanh toán làm cho tài sản đưa vào sử dụng cho kết quả hoạt động kinh doanh sụt giảm và có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của công ty. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Nguyen & Nguyen (2020) [29]. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có tính thanh khoản cao sẽ vay ít hơn. Ngoài ra, các nhà quản lý công ty có thể thao túng các tài sản lưu động có lợi cho các cổ đông so với lợi ích

của các chủ nợ, làm tăng chi phí đại diện của nợ. Do đó, một mối quan hệ tiêu cực giữa thanh khoản và đòn bẩy tài chính được mong đợi, đúng như kết quả phân tích tại Bảng 3.

3.3 Hàm ý quản trị

Kết quả nghiên cứu đề xuất một số hàm ý cho việc xây dựng chính sách quản trị tài chính cho các công ty niêm yết như sau:

- Để giải quyết các vấn đề căn cơ ở thị trường vốn cần phải có các quy định pháp luật điều chỉnh thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo hướng công khai, minh bạch và tiếp cận với các chuẩn mực quốc tế về phát hành trái phiếu, xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp, tài sản bảo đảm, công bố thông tin ra công chúng. Từ các việc làm trên tạo lòng tin đối với nhà đầu tư trên thị trường vốn, ổn định và phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

- Các công ty cần tăng vốn chủ sở hữu để chủ động nguồn vốn, giảm tỷ lệ nợ phải trả, đảm bảo thanh khoản tốt để có tầm đệm tài chính tốt chống đỡ trước các rủi ro kinh doanh từ đó làm tăng lợi nhuận và làm tăng ROE, ROA.

4. KẾT LUẬN

Nền kinh tế chịu tác động kéo dài của cú sốc đại dịch Covid-19, chính sách kiểm chế lạm phát. Hoạt động kinh tế chậm lại đã phản ánh sự suy giảm rõ rệt của nền kinh tế. Trong bối cảnh đó, bất ổn thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã ảnh hưởng lên hầu hết các công ty do làm gia tăng chi phí vay nợ và giảm thanh khoản vốn trên thị trường. Kết quả nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa của các yếu tố rủi ro như là tỷ số nợ, bất ổn thị trường trái phiếu doanh nghiệp, dịch bệnh Covid-19 đến lợi nhuận công ty niêm yết. Trong đó, tỷ số nợ có tác động ngược chiều đến lợi nhuận của công ty. Điều này có thể được giải thích là khi tỷ lệ nợ phải trả cao làm cho rủi ro của công ty

tăng, chi phí sử dụng vốn tăng vượt quá khả năng sinh lời của công ty, và làm cho lợi nhuận kinh doanh đo bằng tỷ số ROA, ROE đều sụt giảm. Rủi ro do dịch bệnh Covid-19 cũng có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của công ty. Kết quả nghiên cứu đồng nhất với các kết quả nghiên cứu trước. Ảnh hưởng của dịch bệnh tác động đến chỉ số niềm tin của người tiêu dùng và chỉ số quản trị mua hàng do sự đứt gãy chuỗi cung ứng hàng hóa và người tiêu dùng, gián đoạn nguồn cung -tiêu thụ hàng hóa đối với các công ty sản xuất liên quan đến hoạt động xuất - nhập khẩu trong thời gian dịch bệnh diễn ra. Bên cạnh đó, rủi ro do thị trường trái phiếu doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của công ty do biến động lãi suất thực và rủi ro thanh khoản trên thị trường vốn đã tạo ra rủi ro trên thị trường trái phiếu, và từ đây tác động tiêu cực đến lợi nhuận các công ty. Đây là kết quả nghiên cứu đầu tiên được tìm thấy thông qua phân tích dữ liệu bảng so sánh hai giai đoạn. Ngoài ra, quy mô công ty có tác động dương đến lợi nhuận công ty; tỷ lệ đầu tư tài sản cố định hữu hình và tính thanh khoản nhanh có tác động âm đến lợi nhuận công ty niêm yết.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ahmad, N., Mobarek, A., & Raid, M. (2023). Impact of global financial crisis on firm performance in UK: Moderating role of ESG, corporate governance and firm size. *Cogent Business & Management*, 10, 1-19.
- [2] Akbulaev, N., Mammadov, I. & Aliyev, V. (2020). Economic impact of Covid-19. *Sylwan*, 164(5), 113 - 126. DOI: 10.2139/ssrn.3649813.
- [3] Anton, S. G., & Nucu, A. E. A. (2021). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from the Polish Listed Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(9), 1-14.
- [4] Ngọc, B. T., & Phương, N. T. T. (2023). Tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả kinh doanh của các công ty niêm yết. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 309, 34 - 42.
- [5] Bùi Vĩnh Thanh (2022). Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 143, 16-29.
- [6] Chen, W. (2019). Preventing financial risks, resolving and combating malicious evasion of debt. *Legality Vision*, 152.
- [7] Cox, J., & Woods, D. (2023). COVID-19 and market structure dynamics. *Journal of Banking and Finance*, 147, 1-17.
- [8] DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 127 - 135.
- [9] Golubeva, O. (2021). Firms' performance during the COVID-19 outbreak: International evidence from 13 countries. *Corporate Governance*, 21 (6), 1011-1027.
- [10] Gonzalez, M., Guzman, A., Uniandes, D. F. T., & Trujillo, M. A. (2021). What you say and how you say it: Information disclosure in Latin American firms. *Journal of Business Research*, 127, 427 - 443.
- [11] Tiên, H. H., & Khôi, N. Đ. (2017). Chỉ số quản trị và hiệu quả tài chính: Bằng chứng từ Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28(1), 24 - 44.
- [12] Hùng, H. M., Hung, N. H., Thảo, N. T. P. & Lan, V. T. H. (2020). Tác động của đại dịch Covid-19 đến các cơ sở sản xuất kinh doanh nông nghiệp Việt Nam và các khuyến

- ngiht chính sách. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 27, 31- 42.
- [13] Lan, L. H., Trang, V. K., Ngoc, L. T. B., Khanh, D. N., & Dung, T. M. (2018). Impact of Working Capital Management on Financial Performance: The case of Vietnam. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 3(1), 15-20. DOI: 10.33094/8.2017.2018.31.15.20.
- [14] Jabeur, S. B., Hassine, R. B., & Mefteh-Wali, S. (2021). Firm financial performance during the financial crisis: A French case study. *International Journal of Finance and Economics*, 26(2), 2800-2812.
- [15] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- [16] KeBi. (2021). Research on Bond Issuers Default Risk. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 43, 601 – 611.
- [17] Kien, N. D., Hung, P. X., Quan, T. T. & Hien, N. M. (2023). The COVID-19 Pandemic Impact and Responses in Emerging Economies: Evidence from Vietnamese Firms. *Economies*, 11(10), 1-19.
- [18] Trang, K. H., & Như, N. T. Q. (2022). Phân tích ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 đến thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Công thương*, 11, 338-343.
- [19] Phương, L. C. M., Uyên, P. T. P., Thi, Đ. T. L., và Hân, D. H. H. (2021). Các yếu tố tác động đến lợi nhuận doanh nghiệp ngành Thép niêm yết trên thị trường chứng khoán. *Tạp chí Tài chính*, 752, 123 - 126.
- [20] Vinh, L. H., & Hương, P. T. (2022). Đòn bẩy tài chính và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam khi có điều tiết bởi quy mô doanh nghiệp. *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, 296, 43 – 51.
- [21] Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in international business and finance*, 42, 710-726. DOI: 10.1016/j.ribaf.2017.07.012
- [22] Narinder, P. S., & Mahima, B. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Panel Data Study. *Jindal Journal of Business Research*, 8(1), 65–77.
- [23] Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, S. C. (2018). The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(41), 1-29.
- [24] Hằng, N. T., & Linh, N. T. T. (2020). Các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời của doanh nghiệp bất động sản Việt Nam: Ứng dụng mô hình tác động ngẫu nhiên và tác động cố định. *Tạp chí Khoa học và đào tạo Ngân hàng*, 223, 13-25.
- [25] Ngọc, N. T., Dung, N. T. & Trang, Đ. T. (2019). Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các công ty cổ phần ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Khoa học Thương mại*, 131, 43 - 54.
- [26] Vuong, N. B., Vu, T. T. Q., & Mitra, P. (2017). Impact of capital structure on firm's financial performance: Evidence from United Kingdom. *Journal of Finance & Economics Research*, 2(1), 16-29.
- [27] Bảo, N. K. Q., & Hoàng, B. V. (2016). Nghiên cứu sự biến động trong mối quan hệ

- phụ thuộc giữa các thị trường cổ phiếu, trái phiếu và ngoại hối của Việt Nam. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 27(7), 2- 25.
- [28] Tuấn, N. T., Ân, N. T. H., & Thảo, L. T. P. (2017). Tác động của đòn bẩy tài chính đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 49(32), 79-81.
- [29] Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of Capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105.
- [30] Notta, O., & Vlachvei, A. (2014). The impact of Financial Crisis on firm performance in case of Greek food manufacturing firms, *Procedia Economics and Finance* , 14, 454 – 460.
- [31] Teresiene, D., Keliuotyte-Staniuleniene, G., Liao, Y., Kanapickiene, R., Pu, R., Hu, S., & Yue, X.-G. (2021). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Consumer and Business Confidence Indicators. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(159), 1-23.
- [32] Tjandrasa, B. B., Siagian, H., & Jie, F. (2020). The macroeconomic factors affecting government bond yield in Indonesia, Malaysia, Thailand, and the Philippines. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(3), 111-121.
- [33] Thành, T. T., & Trinh, B. (2020). Tác động của Covid-19 đến nền kinh tế - những đánh giá ban đầu và hàm ý chính sách. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 274, 23 - 30.
- [34] Oanh, T. T. K., và Anh, H. T. P. (2017). Cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành công nghiệp chế biến Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 131, 44 - 56.
- [35] Hiền, T. T. T., & Huệ, Đ. V. (2019). Một số yếu tố tác động tới quy mô giao dịch của trái phiếu doanh nghiệp niêm yết. *Tạp chí Khoa học thương mại*, 128, 10 - 19.
- [36] Vo, D. H. (2023). Market risk, financial distress and firm performance in Vietnam. *PloS one*, 18(7). DOI: 10.1371/journal.pone.0288621.
- [37] Đức, V. H., & Luận, V. T. (2014). Bằng chứng thực nghiệm về hạn mức sử dụng nợ tối ưu trong các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 280, 43 - 60.
- [38] Vu, T. H., Nguyen, V. D., Ho, M. T., & Vuong, Q. H. (2019). Determinants of Vietnamese listed firm performance: Competition, wage, CEO, firm size, age, and international trade. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 62.
- [39] Yeongjun, K., Sungwook, J., & Changhee, K. (2023). The Impact of Capital Structure on the Profitability Performance of ICT Firms. *Processes*, 11(635), 1-14.
- [40] Zhukov, P. (2014). Default Risk and Its Effect for a Bond Required yield and volatility. *Review of Business and Economics Studies*, 2(4), 87-98.
- [41] Zundert, J. V., & Driessen, J. (2022). Stocks versus corporate bonds: A cross-sectional puzzle. *Journal of Banking and Finance*, 137, 1-18.
- [42] Phạm Thị Túy (2021). Tác động từ các cú sốc ngoại sinh đối với nền kinh tế - tham chiếu với đại dịch Covid-19 và những gợi mở ứng phó của các nền kinh tế hiện nay. *Tạp chí Kinh tế và dự báo*, 1, 71-76.

[43] Hiếu, N. T., Anh, T. T., Đông, Đ. T., & Tùng, H. S. (2020). Ảnh Hưởng Của Đại Dịch Covid-19 Đối Với Hoạt Động Kinh Doanh Của Các Doanh Nghiệp: Nghiên Cứu

Thực Tiễn Ở Miền Bắc Việt. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 274, 54-63.