



## FACTORS AFFECTING THE FINANCIAL EFFICIENCY OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM

Le Van Tuan<sup>1</sup>, Nguyen Kim Quoc Trung<sup>1\*</sup>, Ngo Nhat Phuong Diem<sup>1</sup>, Nguyen Thi Chi<sup>1</sup>

<sup>1</sup>University of Finance – Marketing

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi68.267</p> <p><i>Received:</i> August 14, 2021</p> <p><i>Accepted:</i> November 01, 2021</p> <p><i>Published:</i> April 25, 2022</p> <p><b>Keywords:</b> Financial performance; Feasible general least squares method; Stock Exchange City Securities Ho Chi Minh City; Listed companies; Vietnam.</p>	<p>The article identifies factors affecting financial performance at Vietnamese listed companies, and from there, the study proposes some policy implications to improve the financial performance of these firms. Using a quantitative research method (feasible generalized least squares method-FGLS), the article has identified six factors affecting the financial performance of 80 listed firms on Ho Chi Minh City Stock Exchange from 2009 to 2019 (with 880 observations). These factors are statistically significant at the 5% level, including firm size, age, leverage ratio, revenue growth, gross domestic product, and inflation rate. At the same time, the level of impact of factors affecting the financial performance of enterprises is estimated to be different. On that basis, the study has proposed some policy implications to improve financial efficiency in listed companies in Vietnam.</p>

\*Corresponding author:

Email: [nkq.trung@ufm.edu.vn](mailto:nkq.trung@ufm.edu.vn)



## CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Lê Văn Tuấn<sup>1</sup>, Nguyễn Kim Quốc Trung<sup>1\*</sup>, Ngô Nhật Phương Diễm<sup>1</sup>, Nguyễn Thị Chi<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Trường Đại học Tài chính – Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi68.267</p> <p>Ngày nhận: 14/08/2021</p> <p>Ngày nhận lại: 01/11/2021</p> <p>Ngày đăng: 25/04/2022</p> <p><b>Từ khóa:</b> Doanh nghiệp niêm yết; Hiệu quả tài chính; Phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi; Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM; Việt Nam.</p>	<p>Bài viết xác định các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính tại các công ty niêm yết ở Việt Nam và từ đó, nghiên cứu đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm nâng cao hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Bằng việc sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng (bình phương tối thiểu tổng quát khả thi – FGLS), bài viết đã xác định sáu yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính của 80 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ 2009 đến 2019 (880 quan sát). Các nhân tố này mang ý nghĩa thống kê ở mức 5%, bao gồm: quy mô doanh nghiệp, độ tuổi, tỷ lệ đòn bẩy, tăng trưởng doanh thu, tổng sản phẩm quốc nội và tỷ lệ lạm phát. Đồng thời, mức độ tác động của các yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp được ước lượng là khác nhau. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đã đề xuất một số hàm ý chính sách nhằm nâng cao hiệu quả tài chính tại các công ty niêm yết ở Việt Nam.</p>

### 1. Giới thiệu

Việc cải thiện lợi nhuận cũng như gia tăng hiệu quả tài chính là vấn đề rất được quan tâm hiện nay, vì đây là yếu tố rất quan trọng để tiến hành kinh doanh ổn định và phát triển bền vững. Do đó nhiều nghiên cứu đã được

thực hiện để đo lường hiệu quả tài chính (với thước đo có thể là tỷ suất lợi nhuận trên tài sản hay doanh thu hay trên vốn chủ sở hữu) cũng như đo lường các yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính như Durrah và cộng sự (2016), Margaritis và Psillaki (2010), Pouraghajan và cộng sự (2012), Gatsi và cộng sự (2013),... với các kết quả nghiên cứu khác nhau như Gatsi và cộng sự (2013) khẳng định, quy mô doanh nghiệp tác động thuận chiều đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

\*Tác giả liên hệ:

Email: [nkq.trung@ufm.edu.vn](mailto:nkq.trung@ufm.edu.vn)

Nền kinh tế Việt Nam bước vào thời kỳ tăng trưởng và ổn định, thị trường chứng khoán trở thành kênh cung cấp vốn khá lớn cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt như hiện nay và sự biến động của tình hình dịch bệnh Covid-19, các doanh nghiệp có sự phát triển không tương đồng nên tạo ra sự phân hóa mạnh mẽ về giá trị của doanh nghiệp. Nguyên nhân cụ thể do các yếu tố bên trong doanh nghiệp (hiệu quả tài chính, triển vọng tăng trưởng, đặc điểm quản trị công ty...) có đặc điểm hoàn toàn khác biệt với các doanh nghiệp khác bị tác động bởi các yếu tố bên ngoài như tình hình vĩ mô, yếu tố đặc thù ngành. Đồng thời trong các yếu tố bên trong là hiệu quả tài chính đã đóng vai trò then chốt trong xác định giá trị của công ty. Vì thế, tại Việt Nam cũng có khá nhiều nghiên cứu về hiệu quả tài chính như Võ Thị Tuyết Hằng (2015), Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015), nhưng những nghiên cứu này chưa đi sâu vào nghiên cứu hiệu quả tài chính của toàn bộ các công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội.

Chính vì vậy, mục tiêu chính của bài báo là nghiên cứu các nhân tố tác động đến hiệu quả tài chính tại các công ty niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2019. Để đạt được mục tiêu này, nghiên cứu hướng đến trả lời câu hỏi “Mức độ tác động của các yếu tố đến hiệu quả tài chính tại các công ty niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2019 như thế nào?”.

## 2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Lý thuyết của Modigliani và Miller được giới thiệu vào năm 1958, là lý thuyết đầu tiên đề cập đến cấu trúc vốn trong doanh nghiệp. Trong lý thuyết này, giả định trong một thị trường cạnh tranh hoàn hảo, điều kiện vốn bên ngoài (nợ phải trả) và vốn chủ sở hữu là như nhau. Hay nói cách khác, giá trị của một doanh nghiệp không phụ thuộc vào số lượng cổ phần mà doanh nghiệp phát hành và dựa vào lượng tài sản của doanh nghiệp đó, trong khi đó, nguồn vốn hình thành này có thể từ nợ phải trả hoặc từ vốn chủ sở hữu. Nghĩa là, lý thuyết Modigliani và Miller muốn nhấn mạnh khi một

doanh nghiệp lựa chọn nguồn tài trợ nợ như sử dụng vốn chủ sở hữu hay nợ phải trả thì giá trị của doanh nghiệp là không thay đổi. Từ đó, lý thuyết này trở thành nền tảng cho các nhà nghiên cứu thực nghiệm.

Harrison (1974) định nghĩa hiệu quả là kết quả của việc đánh giá nỗ lực. Theo nghiên cứu của Yuchtman và Seashore (1967), hiệu quả tài chính được thể hiện qua khả năng của doanh nghiệp có thể khai thác được thị trường bằng nguồn lực hữu hạn của mình. Cụ thể, Price (1968) cho rằng, hiệu quả hoạt động của tổ chức và được xác định bởi các tiêu chí sau: Năng suất và nguồn lực của doanh nghiệp được sử dụng hiệu quả. Như vậy, hiệu quả tài chính thể hiện tình trạng tài chính của tổ chức trong một khoảng thời gian được đo lường. Hiệu quả tài chính có thể được sử dụng để đánh giá các công ty khác từ cùng một ngành nghề hoặc để so sánh các ngành trong tổng thể. Quản lý rủi ro và tăng lợi nhuận của một công ty trong phạm vi tuân thủ quản trị công ty là bản chất của việc đưa ra các quyết định đúng đắn.

Việc sử dụng thước đo phù hợp để đánh giá được hiệu quả tài chính doanh nghiệp có vai trò rất quan trọng vì có rất nhiều chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Trong nghiên cứu, chỉ tiêu thường được sử dụng nhất trong nghiên cứu chia làm 2 loại là hệ số giá trị kế toán và hệ số giá trị thị trường. Trong đó, hệ số giá trị kế toán được gọi là hệ số về lợi nhuận còn hệ số giá trị thị trường gọi là hệ số về tăng trưởng tài sản. Đối với nhóm hệ số giá trị kế toán, Williams và Firer (2003) sử dụng ROA làm thước đo hiệu quả hoạt động tài chính. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Hu và Izumida (2008) cho biết, các chỉ tiêu lợi nhuận được dùng phổ biến trong các nghiên cứu bao gồm tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Bên cạnh đó, các nghiên cứu của Ming và Gee (2008) và Ongore (2011) còn sử dụng chỉ số lợi suất cổ tức (DY), nghiên cứu của Le và Buck (2011) sử dụng chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS), hoặc nghiên cứu Shah và cộng sự (2011) lại sử dụng chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROI) để đo lường hiệu quả tài chính

của doanh nghiệp. Theo Shah và cộng sự (2011) ROI lại chính là ROA. Đối với nhóm hệ số giá trị thị trường, Tian và Estrin (2008) đưa ra hai hệ số Marris và Tobin's Q cũng được sử dụng để đánh giá hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, các hệ số này chỉ đánh giá được hiệu quả của phần vốn sở hữu Nhà nước, bởi lẽ nó chỉ phản ánh được trực tiếp mức độ tăng trưởng giá trị vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn doanh nghiệp.

Tóm lại, hệ số ROA, ROE là hai thước đo được sử dụng phổ biến nhất trong việc đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ sử dụng ROE để đánh giá hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc sử dụng ROE nhằm mục đích phản ánh được cách nhìn quá khứ, cho thấy tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp như thế nào, khả năng tạo ra lợi nhuận mà các công ty đã đạt được trong các kỳ kế toán vừa qua ra sao, không những thế các chỉ tiêu này còn có thể so sánh các doanh nghiệp cùng ngành hoặc so sánh giữa ngành này với ngành khác. Bên cạnh đó, hệ số này còn giúp cho nhà quản lý, lãnh đạo các công ty, cổ đông có những đánh giá bao quát về hiệu quả tài chính trong quá khứ cũng như tiềm năng lợi nhuận và tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp.

### **2.1. Các nghiên cứu thực nghiệm**

Margaritis và Psillaki (2010) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn, quyền sở hữu, đầu tư vào tài sản cố định đến hiệu quả kinh doanh của các công ty Pháp trong lĩnh vực công nghiệp như dệt may, dược phẩm, máy tính, nghiên cứu và phát triển. Kết quả nghiên cứu thể hiện mối quan hệ nhân quả giữa tỷ lệ nợ và hiệu quả tài chính.

Onaolapo và Kajola (2010) nghiên cứu hiệu quả tài chính thông qua tỷ suất lợi nhuận trên tài sản và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu sử dụng 30 công ty phi tài chính trong giai đoạn từ năm 2001 đến năm 2007 tại thị trường Nigeria. Kết quả nghiên cứu thể hiện tỷ lệ nợ, tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định có tác động tiêu cực với hiệu quả tài chính, trong khi

đó quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng thì tác động tích cực đến hiệu quả tài chính.

Nghiên cứu của Pouraghajan và cộng sự (2012) khám phá tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Tehran, với mẫu chọn là 400 công ty niêm yết đã cho kết quả thời gian hoạt động không có mối liên hệ ý nghĩa với hiệu quả tài chính. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp cũng là một trong những nhân tố có quan hệ với hiệu quả tài chính và cũng có nhiều kết luận trái chiều.

Gatsi và cộng sự (2013) bằng phương pháp hồi quy thực hiện nghiên cứu với 10 công ty sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Ghana trong khoảng thời gian từ 2005-2012 cho thấy, sự tăng trưởng của các công ty sản xuất, công ty có hoạt động càng lâu năm thì có một mối quan hệ tích cực với hiệu quả tài chính, ngược lại, thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính nhưng tính thanh khoản thì không có tác động đến hiệu quả tài chính.

Durrah và cộng sự (2016) thực hiện nghiên cứu để kiểm định mối quan hệ giữa tỷ số thanh khoản và các chỉ số về hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết ngành công nghiệp thực phẩm trong giai đoạn từ 2012 – 2014. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra, có mối tương quan thuận chiều giữa tỷ số thanh khoản và hiệu quả tài chính thông qua tỷ số ROA.

Nghiên cứu của Đỗ Dương Thanh Ngọc (2011) về mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động kinh doanh với quy mô của các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2006 – 2010. Kết quả nghiên cứu khẳng định biến quy mô doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê, tác giả giải thích điều này do các doanh nghiệp có quy mô lớn thì lợi nhuận tăng nhưng phần tăng lại không đủ lớn để khiến cho tỷ suất lợi nhuận tăng.

Tiếp nối, vào năm 2013 nghiên cứu của Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013) thực hiện nhằm đánh giá tác động của các yếu tố như cơ cấu vốn, quy mô công ty, tốc độ tăng trưởng, đầu tư vào tài sản cố định, quản trị nợ phải thu khách

hàng, rủi ro kinh doanh và thời gian hoạt động của doanh nghiệp với quy mô mẫu là 45 công ty sản xuất ngành sản xuất chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2010 đến 2012. Kết quả chạy hồi quy bình phương bé nhất cho thấy, biến tốc độ tăng trưởng tỷ lệ thuận với hiệu quả tài chính còn các biến quản trị nợ phải thu, đầu tư vào tài sản cố định, cơ cấu vốn, rủi ro kinh doanh tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính.

Tương tự, cũng là nghiên cứu trong ngành xây dựng, Võ Thị Tuyết Hằng (2015) sử dụng mẫu với 107 doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010 – 2013. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng, cấu trúc vốn và quản lý khoản phải thu có tác động đến hiệu quả tài chính.

Bên cạnh đó, Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015) đã 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 TP HCM 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).

Nhóm tác giả Hồ Xuân Thủy và cộng sự (2020) đã nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2013 – 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy, thuế thu nhập doanh nghiệp, quy mô công ty và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính. Trong khi đó, tính thanh khoản có tác động cùng chiều. Nhưng, không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa ROA và thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Quy mô và thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng lớn nhất đến hiệu quả tài chính công ty. Phát hiện của bài nghiên cứu sẽ giúp

chỉ ra các biện pháp nâng cao hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên giao dịch chứng khoán Hà Nội.

## **2.2. Các yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết**

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, bài viết đề xuất các yếu tố có tác động đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết như sau:

(i) *Quy mô doanh nghiệp* có thể được đo lường bằng số lượng nhân viên, tổng doanh thu hay tổng tài sản. Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp còn được hiểu là quy mô về nguồn vốn, tài sản hay quy mô mạng lưới tiêu thụ,... Quy mô doanh nghiệp được chứng minh trong một số nghiên cứu có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty. Cụ thể, nghiên cứu của Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015), Đỗ Dương Thanh Ngọc (2011), Onalapo và Kajola (2010). Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác cho rằng quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính, như Hồ Xuân Thủy và cộng sự (2020). Từ những lập luận trên, bài viết đưa ra giả thuyết H1: *Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính.*

(ii) *Thời gian hoạt động* cũng có thể coi là một trong những yếu tố có thể gây ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, thời gian hoạt động được tính từ khi doanh nghiệp thành lập cho đến hiện tại. Xét mối quan hệ giữa thời gian hoạt động và hiệu quả tài chính dường như có liên quan cả về lý thuyết và thực tế, có 2 quan điểm trái ngược nhau xoay quanh về vấn đề này. Quan điểm thứ nhất, nếu hiệu quả tài chính giảm khi doanh nghiệp hoạt động càng lâu thì đó là mối quan hệ ngược chiều giữa thời gian hoạt động và hiệu quả tài chính (Loderer và cộng sự, 2011). Vì khi các doanh nghiệp hoạt động đã quá lâu sẽ khó thích nghi với sự thay đổi của môi trường kinh doanh cũng như khả năng và kỹ thuật thiếu sự đổi mới khiến cho hoạt động kinh doanh giảm sút, chậm phát triển, từ đó, hiệu quả tài chính cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực (Agarwal & Gort, 2002). Trong nghiên cứu của Malik (2011) về các nhân tố tác

động đến hiệu quả tài chính của các công ty ở Pakistan, mối quan hệ giữa quy mô và thời gian hoạt động của các công ty với hiệu quả tài chính tỷ lệ thuận với nhau. Bài viết đề xuất *giả thuyết H2: Thời gian hoạt động có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM.*

(iii) *Tỷ lệ đòn bẩy*, theo lý thuyết đánh đổi về cơ cấu vốn, mức nợ được coi là tối ưu khi mà nó cân bằng lợi ích giữa các khoản nợ và chi phí nợ, do đó, khi sử dụng các khoản nợ đến một ngưỡng nhất định trong tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần sẽ đem lại lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, khi các công ty càng sử dụng nợ nhiều thì thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp sẽ ít hơn nhưng kèm theo đó là rủi ro tài chính của công ty gặp phải sẽ cao hơn. Nghiên cứu của Simerly và Li (2000), Onalapo và Kajola (2010) đã chứng minh mối quan hệ ngược chiều giữa tỷ lệ đòn bẩy và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Bài viết đề xuất *giả thuyết H3: Tỷ lệ đòn bẩy có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM.*

(iv) *Tính thanh khoản* phản ánh khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Tầm quan trọng của tính thanh khoản đối với hoạt động của một công ty có thể xác định mức độ lợi nhuận mà một công ty đạt được. Hệ số thanh toán hiện hành xác định mối liên hệ giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Khi hệ số thanh toán hiện hành cao, công ty có khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn là tốt. Ngược lại, hệ số thanh toán hiện hành thấp có nghĩa là một công ty không thể thanh toán đúng hạn các nghĩa vụ của mình đối với các chủ nợ, các nhà cung cấp dịch vụ và hàng hóa (Owolabi và cộng sự, 2011). Các nghiên cứu của Elangkumaran và Karthika (2013), Khidmat và Rehman (2014), Mushtaq và cộng sự (2015), Wang (2002). Yameen và cộng sự (2019) đã chứng minh mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ thanh khoản và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Bài viết đề xuất *giả thuyết H4: Tỷ lệ thanh khoản có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM.*

(v) *Tăng trưởng doanh thu bán hàng* là sự gia tăng doanh số bán sản phẩm hoặc dịch vụ trung bình hàng năm của một doanh nghiệp (Matar và cộng sự, 2018). Việc tăng trưởng doanh thu bán hàng sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng tính đa dạng của sản phẩm, mở rộng thị trường và đa dạng các chiến lược kinh doanh (Ngô Thị Hằng & Nguyễn Thị Thùy Linh, 2020). Một số nghiên cứu đã đo lường mối quan hệ cùng chiều giữa tăng trưởng doanh thu bán hàng và hiệu quả tài chính như Khatab và cộng sự (2011), Lechner và cộng sự (2016). Bài viết đề xuất *giả thuyết H5: Tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM.*

(vi) *Đầu tư vào tài sản cố định*, nghiên cứu của Matar và cộng sự (2018) cho rằng, việc các doanh nghiệp thực hiện hoạt động đầu tư vào tài sản cố định được đo lường bằng dòng tiền từ hoạt động đầu tư vào tài sản cố định chia cho tổng tài sản. Ngoài ra, theo Olatunji và Adegbite (2014), năng lực sản xuất của các doanh nghiệp được nâng cao thông qua việc đầu tư vào tài sản cố định như đất đai, nhà xưởng, máy móc, thiết bị. Một số nghiên cứu như Beneish (2001), Beneish và cộng sự (2001), Gautam (2008) đã thiết lập một mối quan hệ ngược chiều giữa đầu tư vào tài sản cố định và hiệu quả tài chính của công ty. Bài viết đề xuất *giả thuyết H6: Đầu tư vào tài sản cố định có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM.*

(vii) *Tổng sản phẩm quốc nội* thể hiện qua tốc độ tăng trưởng kinh tế thường được thể hiện qua sự gia tăng của GDP hay thu nhập bình quân đầu người trong một khoảng thời gian nhất định, thông thường là trong một năm. Tăng trưởng kinh tế là tín hiệu cho thấy, nhu cầu vay của khách hàng gia tăng, với một sự gia tăng hoạt động cho vay ngân hàng sẽ tạo ra được nhiều hiệu quả tài chính hơn và ngược lại (Tomola, 2013). Alper và Anbar (2011) đã chứng minh mối tương quan dương giữa tốc độ tăng trưởng GDP và hiệu quả tài chính. Bài viết đề xuất *giả thuyết H7: Tổng sản phẩm quốc nội có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM.*

(viii) *Lạm phát* là sự gia tăng trong chỉ số giá và được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng hàng năm của chỉ số giá. Tác động của lạm phát đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp tùy thuộc vào khả năng dự đoán trước lạm phát. Các nghiên cứu của Guru và cộng sự (2002), Jiang và cộng sự (2008) đều cho thấy, mối quan hệ tích cực giữa lạm phát và hiệu quả tài chính. Ngược lại với những quan điểm trên, lạm phát tăng sẽ làm giảm hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Bài viết đề xuất *giả thuyết H8: Tỷ lệ lạm phát có tác động đến hiệu*

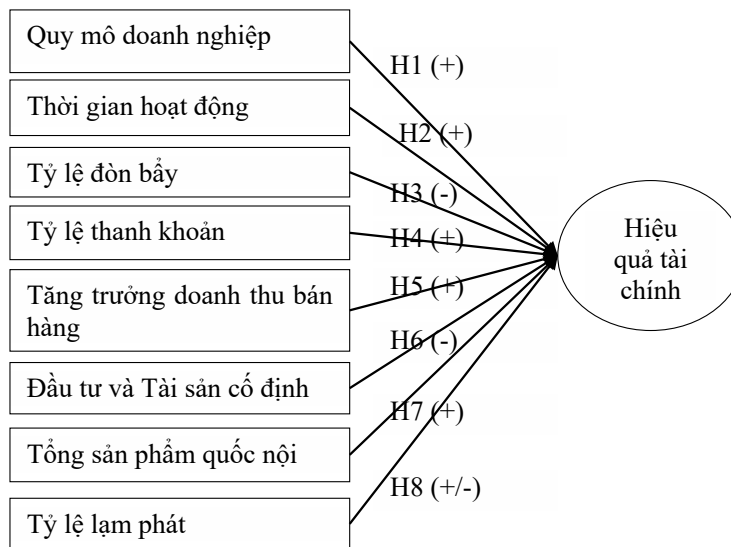
*quả tài chính của công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM.*

**3. Phương pháp nghiên cứu**

**3.1. Mô hình nghiên cứu**

Mô hình nghiên cứu đề xuất các nhân tố tác động đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM như sau:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 size_{it} + \beta_2 age_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 liq_{it} + \beta_5 rev_{it} + \beta_6 inv_{it} + \beta_7 gdp_{it} + \beta_8 inf_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$



**Hình 1.** Mô hình nghiên cứu đề xuất

**Bảng 1.** Các yếu tố trong mô hình nghiên cứu

STT	Biến	Ký hiệu	Đo lường
1	Hiệu quả tài chính	roe	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
2	Quy mô doanh nghiệp	size	$\ln(\text{tổng tài sản})$
3	Thời gian hoạt động	age	Số năm hoạt động của doanh nghiệp
4	Tỷ lệ đòn bẩy	lev	$\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$
5	Tỷ lệ thanh khoản	liq	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$

STT	Biến	Ký hiệu	Đo lường
6	Tăng trưởng doanh thu bán hàng	rev	$\frac{rev_t - rev_{t-1}}{rev_{t-1}}$
7	Đầu tư vào TSCĐ	inv	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$
8	Tổng sản phẩm quốc nội	gdp	Trang web của Ngân hàng Thế giới
9	Tỷ lệ lạm phát	inf	

**3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

Và tổng số công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM bao gồm các lĩnh vực (ngoại trừ lĩnh vực tài chính, ngân hàng và bảo hiểm) là 329 công ty. Nghiên cứu thu thập dữ liệu liên quan đến các biến trong mô hình nghiên cứu của 80 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM (theo Yamane’s, 1967). Thời gian nghiên cứu từ 2009 đến 2019 nên mẫu quan sát cho để tài tương ứng là 880 quan sát.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng: Mô hình hồi quy bình phương bé nhất dạng gộp Pooled OLS để hồi quy dữ liệu bảng và kết hợp đánh giá giữa các mô hình hồi quy tác động cố định (FEM), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình hồi quy Pooled OLS để xem xét, phân tích các yếu tố.

Để lựa chọn được mô hình tối ưu, bài viết tiến hành kiểm định F để lựa chọn giữa hai mô hình OLS và FEM, nếu giá trị xác suất Prob (Chi-square) nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% thì mô hình FEM tối ưu hơn, tiếp theo đó tiến hành kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình FEM và REM, nếu giá trị xác suất Prob (Random) nhỏ hơn mức ý nghĩa 5% thì mô hình FEM tối ưu hơn. Sau khi lựa chọn được mô hình tối ưu sẽ tiến hành kiểm định lại các giả định của mô hình hồi quy OLS như hiện tượng đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai thay đổi. Khi các giả định hồi quy bị vi phạm bài viết chuyển sang hồi quy theo phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để khắc phục các vi phạm của giả định hồi quy.

**4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận**

**Bảng 2.** Thống kê mô tả mẫu

Biến	Đơn vị tính	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Hiệu quả tài chính	%	0,07	1,33	-14,81	25,07
Quy mô doanh nghiệp	%	1,65	0,99	0,69	26,98
Thời gian hoạt động	Năm	25,86	1,42	2,64	30,03
Tỷ lệ đòn bẩy	%	0,60	3,52	0,01	99
Tỷ lệ thanh khoản	%	27,58	196,84	0,01	4230
Tăng trưởng doanh thu bán hàng	%	0,19	0,21	0,01	0,95
Đầu tư vào TSCĐ	%	0,06	0,01	0,03	0,07
Tổng sản phẩm quốc nội	%	0,06	0,01	0,05	0,07
Tỷ lệ lạm phát	%	0,06	0,05	0,01	0,19



Bảng 2 trình bày thống kê mô tả mẫu nghiên cứu gồm 880 quan sát. Biến roe có giá trị trung bình là 0,07, độ lệch chuẩn là 1,33, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất lần lượt là 25,07 và -14,81. Giá trị lớn nhất bằng 25,07 nghĩa là

doanh nghiệp Bất động sản và Đầu tư, năm 2019 đạt lợi nhuận cao nhất trong số các doanh nghiệp được nghiên cứu. Trong khi Công ty Cổ phần quản lý quỹ đầu tư Chứng khoán Việt Long bị lỗ nhiều nhất (14,81%) vào năm 2014.

**Bảng 3.** Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Variable	size	age	gdp	inf	ppe	rev	lev	liq	Mean VIF
VIF	1,35	1,33	1,24	1,23	1,03	1,01	1,01	1,01	1,15
1/VIF	0,74	0,75	0,81	0,82	0,97	0,99	0,99	0,99	

Bảng 3 thể hiện kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình nghiên cứu. Hiện tượng đa cộng tuyến được đo lường bằng các yếu tố lạm phát phương sai (VIF). Theo Hair và cộng sự (2011), nếu giá trị VIF vượt quá 4 hoặc

dung sai nhỏ hơn 0,2 thì tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến. Trong bài báo này, VIF nhỏ hơn 4; do đó, trong mô hình, các ước lượng của hệ số hồi quy là đáng tin cậy và ổn định. Điều đó dẫn đến kết quả không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

**Bảng 4.** Tổng hợp kết quả của 3 phương pháp

Mô hình	pooled OLS	FEM	REM
Kiểm định	F	Hausman Test	Breusch và Pagan test
Lựa chọn	OLS & FEM	FEM & REM	OLS & REM
Giá trị thống kê	F(24, 251) = 1,49	chi2(10) = 19,92	chibar2(01) = 0,00
p-value	Prob > F = 0,0049	Prob>chi2 = 0,0106	Prob > chibar2 = 1,0000
Kết luận	Bác bỏ H <sub>0</sub>	Bác bỏ H <sub>0</sub>	Chấp nhận H <sub>0</sub>
Chọn	FEM	FEM	OLS

Kết luận lựa chọn mô hình: Mô hình FEM là mô hình phù hợp

Trên cơ sở chọn lựa ba phương pháp OLS, FEM và REM, mô hình FEM là phù hợp sau các kiểm định. Tuy nhiên, để kết luận mô hình tác động cố định sau cùng có tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi, kiểm định Modified Wald test được sử dụng. Kết quả sau đây thể hiện kết quả kiểm định Modified Wald test.

Khi thực hiện kiểm định Modified Wald test cho thấy, giá trị chi2 (80) bằng 24.211,83 và p-values bằng 0,000 nhỏ hơn 5% nên giả thuyết H<sub>0</sub> bị bác bỏ. Điều này dẫn đến hiện tượng phương sai vẫn tồn tại trong mô hình FEM, và ước lượng bằng phương pháp này bị chệch và không tin cậy. Trên cơ sở đó, sử dụng phương pháp Bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS) để khắc phục các khuyết tật của mô hình.

**Bảng 5.** Kết quả mô hình FGLS

Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính (ROE)	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê z	Giá trị P > z
<b>Biến độc lập</b>				
Quy mô doanh nghiệp	0,261	0,026	10,040	0,000
Thời gian hoạt động	0,253	0,027	9,530	0,000
Tỷ lệ đòn bẩy	-0,030	0,006	-4,790	0,000

<b>Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính (ROE)</b>	<b>Hệ số</b>	<b>Sai số chuẩn</b>	<b>Thống kê z</b>	<b>Giá trị P &gt; z</b>
Tỷ lệ thanh khoản	0,001	0,000	-1,090	0,275
Tăng trưởng doanh thu bán hàng	0,514	0,025	20,880	0,000
Đầu tư vào TSCĐ	0,016	0,850	0,850	0,398
Tổng sản phẩm quốc nội	0,345	0,030	11,660	0,000
Tỷ lệ lạm phát	3,514	0,703	5,000	0,000
<b>Hằng số</b>	<b>-7,443</b>	<b>0,702</b>	<b>-10,610</b>	<b>0,000</b>
Số quan sát	880			
<b>Kiểm định độ phù hợp chung</b>				
Wald chi2(8)	4371,96	Prob > chi2	0,000	

Kết quả hồi quy bảng 6 cho thấy mô hình có 6 biến có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Các biến bao gồm quy mô của doanh nghiệp, độ tuổi của doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tăng trưởng doanh thu, tổng sản phẩm quốc nội và tỷ lệ lạm phát.

*Thứ nhất, quy mô doanh nghiệp*, hệ số hồi quy bằng 0,261, dương nên yếu tố này có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi quy mô doanh nghiệp tăng 1 đơn vị, thì hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM sẽ tăng 0,261 đơn vị. Kết quả nghiên cứu của đề tài phù hợp với giả thuyết ban đầu đặt ra và nghiên cứu của Chu Thị Thu Thủy và cộng sự (2015), Đỗ Dương Thanh Ngọc (2011), Onalapo và Kajola (2010). Vì quy mô doanh nghiệp được đo lường bằng tổng tài sản của doanh nghiệp nên khi quy mô doanh nghiệp càng lớn, nghĩa là tổng tài sản của doanh nghiệp càng cao, thể hiện tiềm lực tài chính của doanh nghiệp càng mạnh, giúp cho doanh nghiệp đẩy mạnh sự tiêu thụ sản phẩm, cung ứng dịch vụ đến người tiêu dùng.

*Thứ hai, độ tuổi của doanh nghiệp (thời gian hoạt động của doanh nghiệp)*, hệ số hồi quy bằng 0,253, dương nên yếu tố này có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi quy mô doanh nghiệp tăng 1 đơn vị, thì hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM sẽ tăng 0,261 đơn vị. Kết quả

nghiên cứu phù hợp với giả thuyết ban đầu đặt ra và nghiên cứu của Liargovas và Skandalis (2010), Malik (2011). Độ tuổi của doanh nghiệp được xem là một biến kiểm soát ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Trong một số trường hợp đáng kể, sự sống còn của công ty được một số nhà nghiên cứu chứng minh có sự khác biệt giữa doanh nghiệp “trẻ” và “già” trong một ngành công nghiệp.

*Thứ ba, tỷ lệ đòn bẩy*, hệ số hồi quy âm (-0,030) nên yếu tố này có tác động ngược chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ đòn bẩy tăng 1 đơn vị, thì hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM sẽ giảm 0,030 đơn vị. Kết quả nghiên cứu của đề tài phù hợp với giả thuyết ban đầu đặt ra và nghiên cứu của Onalapo và Kajola (2010), Simerly và Li (2000). Đòn bẩy dự đoán cấu trúc vốn tối ưu của một công ty và cho biết công ty có tỷ lệ phần trăm của vốn chủ sở hữu và phần vốn của nhà đầu tư. Đòn bẩy của công ty dự đoán cấu trúc vốn tối ưu cho biết các tổ chức có tỷ lệ sở hữu vốn chủ sở hữu và phần còn lại của các chủ nợ. Theo các nghiên cứu gần đây thực hiện khảo sát ở nhiều quốc gia, tỷ lệ đòn bẩy dường như có tính chu kỳ hơn so với tỷ lệ vốn dựa trên rủi ro. Do đó, các nhà quản lý tài chính trong các doanh nghiệp nên đạt được mức điều chỉnh tối ưu, đồng thời lưu ý rằng mức độ điều chỉnh quá cao có thể làm tăng đáng kể rủi ro mất khả năng thanh toán/ phá sản và chi phí tài chính.

*Thứ tư, tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM, do hệ số hồi quy dương (0,514). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi doanh thu tăng 1 đơn vị, thì hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM sẽ giảm 0,030 đơn vị. Kết quả nghiên cứu của đề tài phù hợp với giả thuyết ban đầu đặt ra và nghiên cứu của Khatab và cộng sự (2011), Lechner và cộng sự (2016), Ngô Thị Hằng và Nguyễn Thị Thùy Linh (2020). Sự thành công của doanh nghiệp phụ thuộc vào việc tăng trưởng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ. Đây là quá trình tích lũy các nguồn lực tài sản của doanh nghiệp nhằm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Việc tăng trưởng doanh thu bán hàng sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng tính đa dạng của sản phẩm, mở rộng thị trường và đa dạng các chiến lược kinh doanh.*

*Thứ năm, tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM, do hệ số hồi quy dương (0,345). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tổng sản phẩm quốc nội tăng 1 đơn vị, thì hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM sẽ tăng 0,345 đơn vị. Kết quả nghiên cứu của đề tài phù hợp với giả thuyết ban đầu đặt ra và nghiên cứu của Alper và Anbar (2011), Tomola (2013). Tỷ lệ tăng trưởng GDP phản ánh tổng sản phẩm quốc nội năm sau tăng trưởng bao nhiêu phần trăm so với năm trước. Một nền kinh tế tăng trưởng cao cũng giúp cho các doanh nghiệp làm ăn hiệu quả hơn.*

*Thứ sáu, tỷ lệ lạm phát có tác động cùng chiều và mang ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM, do hệ số hồi quy dương (3,514). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi tỷ lệ lạm phát tăng 1 đơn vị, thì hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM sẽ tăng 3,514 đơn vị. Kết quả nghiên cứu của đề tài phù hợp với giả thuyết ban đầu đặt ra và nghiên cứu của Guru và cộng sự (2002), Jiang và cộng*

*sự (2008). Sự gia tăng lạm phát thúc đẩy hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp được chứng minh trong các ngành chủ đạo. Chẳng hạn như, bằng chứng thực nghiệm từ việc sản xuất mía đường và hàng may mặc là những mặt hàng xuất khẩu chủ yếu của Pakistan, khi lạm phát tăng (nhu cầu xuất khẩu cao hơn nguồn cung), các doanh nghiệp này gia tăng mức độ sản xuất để phục vụ nhu cầu xuất khẩu, nâng cao hiệu quả hoạt động.*

## 5. Kết luận và hàm ý quản trị

Bằng việc sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, bài viết đã xác định 6 nhân tố tác động đến hiệu quả tài chính tại các công ty niêm yết ở Việt Nam, bao gồm quy mô của doanh nghiệp, độ tuổi của doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy, tăng trưởng doanh thu, tổng sản phẩm quốc nội và tỷ lệ lạm phát. Đồng thời, mức độ tác động của các nhân tố đến hiệu quả tài chính tại các công ty niêm yết ở Việt Nam được chứng minh là khác nhau. Các nhân tố đều có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, trong khi tỷ lệ đòn bẩy có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM. Ngoài ra, yếu tố tỷ lệ lạm phát có mức độ tác động lớn nhất đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Hiệu quả tài chính là hiệu quả liên quan đến khả năng sinh lời đồng vốn của chủ sở hữu. Đó là mối quan tâm của người chủ sở hữu và của các bên có liên quan thuộc bất kỳ tổ chức nào và sự tăng trưởng của hiệu quả tài chính qua thời gian như là tiêu chí cuối cùng hướng đến việc thu hút các nhà đầu tư trong việc trong và ngoài nước. Vì lý do đó, việc nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính sẽ giúp các nhà quản trị, quản lý công ty có thể cải thiện hoạt động, nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách tập trung vào những yếu tố quan trọng, cần nhắc và có chính sách phù hợp để hạn chế và kiểm soát những yếu tố không cần thiết.

Bên cạnh những kết quả đạt được, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định như sau: *thứ nhất*, nghiên cứu xác định các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM, mà không tập trung vào một ngành nghề/ lĩnh vực cụ thể, nên các giải pháp và hàm

ý chính sách còn mang tính chung chung. *Thứ hai*, nghiên cứu chỉ đánh giá hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn Sở giao dịch chứng khoán TP HCM, mà chưa nghiên cứu trên Sàn Giao dịch chứng khoán Hà Nội vì vậy số lượng mẫu bị giới hạn. *Thứ ba*, một số nghiên cứu trước đây sử dụng mô hình mô-đen tổng quát (GMM) để giải quyết vấn đề nội

sinh, thay vì sử dụng phương pháp FGLS nhằm tăng độ tin cậy của kết quả nghiên cứu. Nghiên cứu cần được thực hiện trên cả hai sàn Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội nhằm gia tăng số lượng cỡ mẫu, từ đó là cho kết quả hồi quy vững và không bị chệch. Sử dụng phương pháp GMM để giải quyết vấn đề nội sinh trong mô hình.

### Tài liệu tham khảo

- Agarwal, R., & Gort, M. (2002). Firm and product life cycles and firm survival. *American Economic Review*, 92(2), 184-190. doi:10.1257/000282802320189221
- Anbar, A., & Alper, D. (2011). Bank specific and macroeconomic determinants of commercial bank profitability: Empirical evidence from Turkey. *Business and economics research journal*, 2(2), 139-152.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17. doi:10.1108/03074350110767411
- Beneish, M., Lee, C. & Tarpley, R. (2001). Contextual fundamental analysis in the prediction of extreme returns. *Review of Accounting Studies*, 2(3), 165-191.
- Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền & Ngô Thị Quyên (2015). 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 TP Hồ Chí Minh. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 215(tháng 5/2015), 1-8.
- Đỗ Dương Thanh Ngọc (2011). *Các yếu tố tài chính tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp Ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.
- Durrah, O., Rahman, A. A. A., Jamil, S. A., & Ghafeer, N. A. (2016). Exploring the relationship between liquidity ratios and indicators of financial performance: An analytical study on food industrial companies listed in Amman Bursa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 435-441.
- Elangkumaran, P., & Karthika, T. (2013). An analysis of liquidity, profitability and risk: A study of selected listed food, beverage and tobacco companies in Sri Lanka. *3<sup>rd</sup> International Conference*, 1-7. South Eastern: South Eastern University of Sri Lanka.
- Gatsi, J. G., Gadzo, S. G., & Kportorgbi, H. K. (2013). The effect of corporate income tax on financial performance of listed manufacturing firms in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(15), 118-124.
- Gautam, K. (2008). *Important tips for stock market investors' outlook money*. Rediff Indian.
- Guru, B. K., Staunton, J., & Balashanmugam, B. (2002). Determinants of commercial bank profitability in Malaysia. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 17(1), 69-82.
- Harrison, F. (1974). The management of scientists: Determinants of perceived role performance. *Academy of Management Journal*, 17(2), 234-241.
- Hu, Y., & Izumida, S. (2008). Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with Japanese panel data. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 342-358. doi:10.1111/j.1467-8683.2008.00690.x
- Jiang, B.B., Laurenceson, J., & Tang, K.K. (2008). Share reform and the performance of China's listed companies. *China Economic Review*, 19(3), 489-501.
- Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., & Saeed, B. (2011). Corporate governance and firm performance: A case study of Karachi stock market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(1), 39-43.
- Khidmat, W. Bin, & Rehman, M. U. (2014). Impact of liquidity & solvency on profitability chemical sector of Pakistan. *Economics Management Innovation*, 6(3), 3-13.
- Le, T. V., & Buck, T. (2011). State ownership and listed firm performance: a universally negative governance relationship?. *Journal of Management & Governance*, 15(2), 227-248.
- Lechner, C., Soppe, B., & Dowling, M. (2016). Vertical coopeition and the sales growth of young and small firms. *Journal of Small Business Management*, 54(1), 67-84.
- Liargovas, P. G., & Skandalis, K. S. (2010). Factors affecting firms' performance: The case of Greece. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 2(2), 184-197.
- Loderer, C. F., Neusser, K., & Waelchli, U. (2011). Firm age and survival. *SSRN Electronic Journal*, 2-51. doi:10.2139/ssrn.1430408

- Matar, A., Al-Rdaydeh, M., Al-Shannag, F., & Odeh, M. (2018). Factors affecting the corporate performance: Panel data analysis for listed firms in Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(6), 1-10.
- Malik, H. (2011). Determinants of Insurance Companies Profitability: An Analysis of Insurance Sector of Pakistan. *Academic Research International*, 1(3), 1-5.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632. doi: 10.1016/j.jbankfin.2009.08.023
- Ming, T. C., & Gee, C. S. (2008). The influence of ownership structure on corporate performance of Malaysian Public Listed Companies. *ASEAN Economic Bulletin*, 25(2), 195-208.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Mushtaq, H., Chishti, A. F., Kanwal, S., & Saeed, S. (2015). Trade off between liquidity and profitability. *International Journal of Scientific Research and Management*, 3(5), 2823-2842. doi:https://doi.org/2823-2842
- Ngô Thị Hằng, Nguyễn Thị Thuỳ Linh (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 & Đào tạo Ngân hàng*, 223, 13-25.
- Nguyễn Lê Thanh Tuyên (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*. Trường Đại Học Đà Nẵng.
- Olatunji, Toyin E. & Adegbite, Tajudeen A. (2014). Investment in fixed assets and firm profitability: Empirical evidence from the Nigerian banking sector. *Asian Journal of Social Sciences and Management Studies*, 1(3), 78-82.
- Onalapo, A. A., & Kajola, S. O. (2010). Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25(1), 70-82.
- Ongore, V. O. (2011). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*, 5(6), 2120-2128.
- Owolabi, S. A., Obiakor, R. T., & Okwu, A. T. (2011). Investigating liquidity profitability relationship in business organizations: a study of selected quoted companies in Nigeria. *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 1(2), 11-29.
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. M. (2012). The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran stock exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Price, J. L. (1968). *Organizational effectiveness: An inventory of propositions* (Vol. 10). Homewood, Ill: RD Irwin.
- Shah, A. Z. S., Butt, A. S., & Saeed, M. M. (2011). Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market. *African Journal of Business Management*, 5(2), 515-523.
- Simerly, R. L. & Li, M. (2000). Environmental dynamism, capital structure and performance: A theoretical integration and an empirical test. *Strategic Management Journal*, 21(1), 31-49.
- Thùy, H. X., Hiếu, Đ. L. M., Danh, D. K., Đạt, P. P. T., Ngọc, N. H., & Ngọc, P. N. (2020). The factors affect financial performance of companies listed on Hanoi stock exchange. *Science & Technology Development Journal-Economics-Law and Management*, 4(3), 948-962.
- Tian, L., & Estrin, S. (2008). Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value?. *Journal of Comparative Economics*, 36(1), 74-89. doi:10.1016/j.jce.2007.10.003
- Tomola, M. O. (2013). Determinants of banks' profitability an a developing economy: evidence from nigeria. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 4(2), 97-111.
- Võ Thị Tuyết Hằng (2015). *Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam*. Trường Đại Học Đà Nẵng.
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(12), 159-169.
- Williams, S. M., & Firer, S. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 348-60.
- Yamane, T. (1967). *Statistics, An Introductory Analysis* (2 ed.). New York: Harper and Row.
- Yameen, M., Farhan, N. H., & Tabash, M. I. (2019). The impact of liquidity on firms' performance: Empirical investigation from Indian pharmaceutical companies. *Academic journal of interdisciplinary studies*, 8(3), 212-212. doi:10.36941/ajis-2019-0019
- Yuchtman, E., & Seashore, S. E. (1967). A system resource approach to organizational effectiveness. *American sociological review*, 32(6), 891-903. doi:10.2307/2092843