

TÁC ĐỘNG CỦA QUY MÔ DOANH NGHIỆP, CƠ CẤU VỐN VÀ RỦI RO KINH DOANH ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Dũng

Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng

TÓM TẮT

Bài báo nghiên cứu tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu là 542 doanh nghiệp trong giai đoạn 2014 - 2018, dữ liệu được tiếp cận từ báo cáo tài chính đã kiểm toán. Phân tích hồi quy theo GLS cho thấy rủi ro kinh doanh có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời, cơ cấu vốn có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp có tác động phi tuyến đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp theo dạng chữ U ngược.

Từ khóa: Khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn, rủi ro kinh doanh.

1. GIỚI THIỆU

Trong xu thế hội nhập và toàn cầu hóa, đất nước ta đang chuyển mình trong công cuộc đổi mới, nền kinh tế đang vận hành theo cơ chế thị trường, có sự điều tiết và quản lý vĩ mô của Nhà nước. Để tồn tại và phát triển, các doanh nghiệp phải hoạt động có hiệu quả thì khả năng sinh lời là mối quan tâm hàng đầu, bởi vì khả năng sinh lời là một trong những chỉ tiêu kinh tế tổng hợp để đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Nó không chỉ là nguồn tài chính tích lũy để mở rộng sản xuất mà còn là nguồn tài chính quan trọng để thực hiện nghĩa vụ tài chính với Nhà nước, tăng thu nhập quốc dân và khuyến khích người lao động gắn bó với công việc của mình. Vì vậy, việc phân tích và đo lường khả năng sinh lời để đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh, từ đó tìm ra các biện pháp để nâng cao khả năng sinh lời là vấn đề hết sức quan trọng và

cần thiết với các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Làm thế nào để phát triển và hoạt động ngày càng có hiệu quả trong giai đoạn hội nhập kinh tế khu vực và thế giới là một vấn đề rất quan tâm đối với các doanh nghiệp. Với chức năng là công cụ quản lý kinh tế hữu hiệu, phân tích khả năng sinh lời sẽ giúp các nhà quản lý điều hành hoạt động của doanh nghiệp đạt hiệu quả cao nhất. Mục tiêu của nghiên cứu này nhằm đánh giá và xác định các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp tại Việt Nam, từ đó đưa ra một số kiến nghị đối với các nhà quản lý và các doanh nghiệp.

Trong phạm vi nghiên cứu này, tác giả sẽ nghiên cứu tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

CN. Nguyễn Xuân Dũng

Email: dungnx@hiu.vn

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM CÓ LIÊN QUAN

Lợi nhuận là khoản chênh lệch giữa doanh thu và chi phí, qua đó thể hiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Đây là chỉ tiêu tài chính quan trọng gắn liền với mục tiêu tài chính của các doanh nghiệp mà tất cả các chủ thể có liên quan đến doanh nghiệp đều rất quan tâm. Và dưới góc độ tài chính, lợi nhuận của các doanh nghiệp cần phải được xem xét trong mối quan hệ với các nguồn lực mà doanh nghiệp đã sử dụng để tạo ra nó như tổng vốn đầu tư, vốn chủ sở hữu,... [1], [2]. Lợi nhuận được đo lường bằng số tương đối – tỷ suất lợi nhuận, thể hiện khả năng sinh lời của các doanh nghiệp.

Theo lý thuyết chung về phân tích tài chính doanh nghiệp, khả năng sinh lời của doanh nghiệp được tiếp cận và phân tích theo suất sinh lời trên tổng vốn đầu tư (*Return on investment*), suất sinh lời trên tổng tài sản (*Return on assets*) hay suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (*ROE – Return on Equity*), lợi nhuận trên một cổ phiếu (*Earnings per share*),... Trong giới hạn nghiên cứu này, khả năng sinh lời được tiếp cận dưới góc độ quản trị tài chính doanh nghiệp, theo đó khả năng sinh lời của doanh nghiệp được nhận diện và đánh giá thông qua hiệu quả sử dụng vốn tạo lợi nhuận dành cho các chủ sở hữu (cổ đông), tức là khả năng sinh lời dành cho chủ sở hữu (cổ đông), thường được đo lường bởi chỉ tiêu suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu với cách tính cụ thể như sau:

$$\text{Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$$

Nguồn: [1]

Các lý thuyết và nhiều nghiên cứu thực nghiệm khẳng định khả năng sinh lời của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố, trong đó tập trung khai thác là các yếu tố vi mô thuộc về doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu

không nhất quán có thể do sự khác nhau về phạm vi không gian hoặc thời gian kèm theo các điều kiện khác nhau. Những yếu tố ảnh hưởng thường được tìm thấy và khẳng định từ các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm được đề cập như sau:

Thứ nhất, quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp được thể hiện qua mô hình lý thuyết lợi thế kinh tế theo quy mô (*Economies of scale theory*) hay còn gọi là lợi nhuận tăng dần theo quy mô. Lý thuyết trật tự phân hạng năm 1961 và năm 1984 cũng cho rằng quy mô doanh nghiệp càng lớn thì tình trạng bất cân xứng thông tin càng giảm, tác động tích cực đến mục tiêu lợi nhuận, và ngược lại. Lý thuyết đại diện năm 1976 cũng khẳng định quy mô doanh nghiệp càng lớn càng giúp doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn vấn đề đại diện và từ đó đảm bảo tốt hơn mục tiêu lợi nhuận cũng như qua đó tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp cũng được khẳng định bởi nghiên cứu của Rami Zeitun và Gary Gang Tian [7], Neil Nagy [8], Onaolapo và Kajola [9], Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian [10], Võ Thị Tuyết Hằng [11]. Trong khi đó, mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô doanh nghiệp với lợi nhuận cũng đã được khẳng định bởi nghiên cứu thực nghiệm của Farah Margaretha và Nina Supartika [12].

Thứ hai, cơ cấu vốn ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp được giải thích bởi lý thuyết trật tự phân hạng. Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích tại sao các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường vay ít hơn các doanh nghiệp có khả năng sinh lời thấp. Ngược lại, theo lý thuyết đánh đổi (*trade-off theory*) cho rằng cơ cấu vốn đại diện bằng tỷ

số nợ sẽ ảnh hưởng tích cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong một ngưỡng nhất định. Vấn đề này liên quan với lý thuyết của Modigliani và Miller [3] và những người khác như Jensen và Meckling [4]. Theo đó, cấu trúc vốn của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp và từ đó góp phần gia tăng lợi nhuận sau thuế, tiến đến gia tăng giá trị doanh nghiệp. Mâu thuẫn với lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết thời điểm thị trường đề xuất rằng sự bất cân xứng thông tin và sự lựa chọn bất lợi thay đổi theo thời gian nên thứ tự ưu tiên tài trợ sẽ không được cố định, do đó, ảnh hưởng tích cực hay tiêu cực của tỷ số nợ đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp tùy thuộc vào thời điểm thị trường.

Cơ cấu vốn ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp được khẳng định bởi các nghiên cứu của Rami Zeitun và Gary Gang Tian [7], Neil Nagy [8], Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto, Ghulam Abbas [13], Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian [10], Lucy Wamugo Mwangi và các cộng sự [14], Nguyễn Lê Thanh Tuyền [15], Đỗ Dương Thanh Ngọc [16]. Tuy nhiên, Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo [17] lại tìm thấy tác động cùng chiều của cơ cấu vốn thể hiện qua mức độ sử dụng nợ đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, phù hợp phân tích từ kết luận của lý thuyết Modigliani, F., và M. Miller [18].

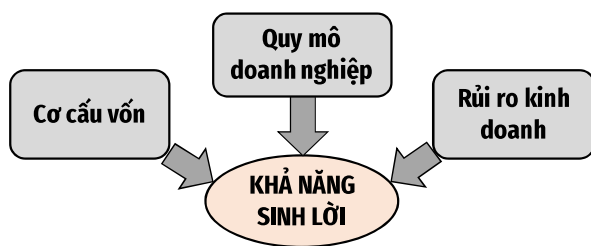
Thứ ba, rủi ro kinh doanh ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp được thể hiện theo lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (*Modern portfolio theory*), được Harry Markowitz giới thiệu vào những năm 1950 [5]. Một danh mục hiệu quả là một danh mục mà với mức tỷ suất sinh lời kỳ vọng cho sẵn thì có rủi ro là thấp nhất. Rủi ro cao hơn sẽ đi kèm với tỷ

suất sinh lời kỳ vọng cao hơn [5]. Ngoài ra, theo lý thuyết đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận (*the trade-off theory of risk and return*) trong quản trị tài chính, với bất cứ một khoản đầu tư nào được lựa chọn, nhà đầu tư đều kỳ vọng mang lại cho họ một khoản lợi nhuận nhất định nào đó. Tuy nhiên, lợi nhuận tạo ra từ đầu tư có thể đúng bằng kỳ vọng, có thể lớn hơn kỳ vọng, hoặc có thể nhỏ hơn kỳ vọng. Mức độ biến động của lợi nhuận có thể đạt được so với lợi nhuận kỳ vọng càng cao thể hiện rủi ro của khoản đầu tư càng lớn và ngược lại [2], [6]. Các nghiên cứu thực nghiệm của Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas [13] khẳng định rủi ro kinh doanh ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trong khi đó Nguyễn Lê Thanh Tuyền [15], Đoàn Ngọc Phi Anh [19] chỉ ra rủi ro kinh doanh tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp.

Như vậy, qua các nghiên cứu thực nghiệm trước đây và các lý thuyết khác nhau nhằm giải thích tác động của các yếu tố đến khả năng sinh lời, ít có những nghiên cứu đi vào trực tiếp phân tích rủi ro kinh doanh tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Nghiên cứu xác định mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời với 3 biến độc lập là quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn, rủi ro kinh doanh và biến phụ thuộc thể hiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Tác giả nghiên cứu tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, mô hình nghiên cứu đề xuất dựa vào cơ sở lý thuyết và đúc kết từ các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan, được khái quát theo **Hình 1**.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu

Từ mô hình nghiên cứu, tác giả đã xây dựng được dạng mô hình hồi quy như sau:

$$\text{PROF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{SIZE}_{i,t} + \beta_2 \times (\text{SIZE}_{i,t})^2 + \beta_3 \times \text{CS}_{i,t} + \beta_4 \times \text{BR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

PROF: Khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

SIZE: Quy mô doanh nghiệp.

CS: Cơ cấu vốn.

BR: Rủi ro kinh doanh.

β_0 : Hệ số chặn, phản ánh ảnh hưởng đến biến phụ thuộc của các yếu tố không nằm trong mô hình nghiên cứu đề xuất.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Hệ số hồi quy của từng biến độc lập nhằm giải thích ảnh hưởng của biến độc lập đến biến phụ thuộc.

i và t tương ứng với từng doanh nghiệp và theo từng năm.

$\varepsilon_{i,t}$: Là sai số ngẫu nhiên.

Bảng 1 trình bày cách đo lường biến và thống kê kỳ vọng về tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 1. Đo lường biến và kỳ vọng ảnh hưởng của biến độc lập

Biến	Chỉ tiêu đo lường và cách tính	Kỳ vọng	
		Dấu	Nghiên cứu thực nghiệm liên quan
SIZE	Logarit của doanh thu thuần	+	Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007), Neil Nagy (2009), Onalapo và Kajola (2010), Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian (2012), Võ Thị Tuyết Hằng (2015).
		-	Farah Margaretha và Nina Supartika (2016).
CS	Nợ phải trả/Tổng tài sản	-	Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007), Neil Nagy (2009), Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto, Ghulam Abbas (2012), Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian (2012), Lucy Wamugo Mwangi và các cộng sự (2014), Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013), Đỗ Dương Thanh Ngọc (2011).
BR	Lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính/Doanh thu thuần	+	Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012).

4. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán từ năm 2014 đến năm 2018 của 542 doanh nghiệp.

Nguồn dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp phi tài chính thông qua hệ thống dữ liệu FiinPro do Công ty

Cổ phần FIINGROUP cung cấp.

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng để xác định kết quả nghiên cứu, bao gồm các phương pháp cụ thể như sau: thống kê mô tả (*descriptive statistics*), phân tích tương quan (*correlation analysis*) và phân tích hồi quy dữ liệu bảng (*panel data regression*) theo mô hình hồi quy gộp (*Pooled OLS = Pooled Ordinary Least Squared* – bình phương nhỏ nhất cổ điển gộp), mô

hình các yếu tố ảnh hưởng cố định (*FEM = Fixed Effects Model*) và mô hình các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (*REM = Random Effects Model*). Nếu có xảy ra các khuyết tật (đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan) của mô hình thì kết quả hồi quy cuối cùng sẽ được xác định theo phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (*GLS = General Least Squared*).

5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

5.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả biến phụ thuộc PROF tại **Bảng 2** chỉ ra, các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đảm bảo được khả năng tạo ra lợi nhuận cho chủ sở hữu với những mức độ khác nhau, thể hiện qua PROF có giá trị trung bình 12.51% và dao động từ mức tỷ lệ thấp nhất là -160.57% cho Công ty Cổ phần Tập đoàn Gõ Trường Thành vào năm 2018, đến mức tỷ lệ cao nhất là 160.75% cho trường hợp Công ty Cổ phần Văn hóa Phương Nam vào năm 2018.

Kết quả thống kê tại **Bảng 2** còn cho thấy:

- (i) biến độc lập SIZE được đo lường bởi Logarit của doanh thu thuần có giá trị trung bình là 5.7367, dao động từ mức nhỏ nhất là 1.7099 đến mức lớn nhất với 8.3155, qua đó

thể hiện sự đa dạng quy mô doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu;

- (ii) biến độc lập CS được đo lường bởi tỷ số nợ có giá trị trung bình là 48.80% cho thấy các doanh nghiệp trong giai đoạn 2014 - 2018 duy trì cơ cấu vốn nghiêng về vốn chủ sở hữu, tài sản ít được tài trợ bằng nợ hơn vốn chủ sở hữu;

- (iii) biến độc lập BR được đo lường bởi tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính trên doanh thu thuần có giá trị trung bình là 6.48% cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đảm bảo được rằng hoạt động kinh doanh chính có lãi. Tuy nhiên, đây cũng là thước đo cho thấy rủi ro kinh doanh của doanh nghiệp, với độ lệch chuẩn là 87.89% cho thấy rủi ro kinh doanh cao khi tính chung cho toàn bộ mẫu nghiên cứu. Điều này cũng thể hiện qua khoảng biến thiên của mẫu rất lớn từ mức thấp nhất là -3,687.65% đến mức cao nhất là 80.30%. Với việc phải chấp nhận đối mặt với rủi ro kinh doanh, nếu tình hình kinh doanh không thuận lợi thì khả năng sinh lời của các doanh nghiệp sẽ sụt giảm đáng kể, thậm chí đẩy doanh nghiệp vào tình trạng thua lỗ.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
PROF	0.1251	1.6075	-1.6057	0.1624	2710
SIZE	5.7367	8.3155	1.7099	0.7241	2710
CS	0.4880	0.9693	0.0066	0.2254	2710
BR	0.0648	0.8030	-36.8765	0.8789	2710

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Eview

5.2. Phân tích tương quan và kiểm định đa cộng tuyến

Kết quả xác định hệ số tương quan giữa các biến có đính kèm theo bên dưới từng hệ số tương quan là mức ý nghĩa, được trình bày tại

Bảng 3. Theo đó, biến độc lập SIZE và BR có tương quan dương với biến phụ thuộc PROF theo mức ý nghĩa 1% cho thấy biến động quy mô doanh nghiệp và biến động rủi ro kinh doanh có quan hệ cùng chiều với biến động khả

năng sinh lời của các doanh nghiệp. Biến độc lập CS có tương quan âm với biến phụ thuộc PROF theo mức ý nghĩa 5% cho thấy biến động cơ cấu vốn theo hướng tăng/giảm tỷ số nợ có quan hệ ngược chiều với biến động khả năng sinh lời của các doanh nghiệp.

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến

	PROF	SIZE	CS	BR
PROF	1.0000			

SIZE	0.2859*	1.0000		
	0.0000	-----		
CS	-0.0484**	0.3480*	1.0000	
	0.0118	0.0000	-----	
BR	0.1335*	0.0426**	-0.0286	1.0000
	0.0000	0.0264	0.1368	-----

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Eview

(*) Mức ý nghĩa 1% và (**) Mức ý nghĩa 5%

Ngoài ra, dựa vào ma trận tương quan tại **Bảng 3** và xem xét hệ số tương quan giữa biến độc lập SIZE, CS, BR với nhau, tất cả trường hợp đều có hệ số tương quan của từng cặp biến với giá trị tuyệt đối nhỏ hơn 0.8 chứng tỏ không có tương quan mạnh giữa các biến với nhau,

Bảng 5. Kết quả hồi quy

Biến	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số β	P-value	Hệ số β	P-value	Hệ số β	P-value
SIZE	0.1792*	0.0000	0.3650*	0.0000	0.3015*	0.0000
SIZE ²	-0.0091*	0.0053	-0.0190*	0.0036	-0.0188*	0.0000
CS	-0.1192*	0.0000	-0.1117*	0.0033	-0.1258*	0.0000
BR	0.0209*	0.0000	0.0192*	0.0000	0.0199*	0.0000
C	-0.5424	0.0000	-1.2797	0.0000	-0.9156	0.0000
---	R ² = 0.1222		R ² = 0.5344		R ² = 0.1042	
Kiểm định Breusch-Pagan		0.0000				
Kiểm định Redundant Fixed Effects				0.0000		
Kiểm định Hausman						0.0000
Kiểm định White		0.0000				

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Eview

(*) Mức ý nghĩa 1%

do đó dự đoán không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến trong các mô hình. Kết quả này còn được khẳng định bởi hệ số phóng đại phương sai tại **Bảng 4**. Tất cả các trường hợp được tính từ kết quả hồi quy phụ đều < 10, cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến với nhau trong các mô hình nghiên cứu Gujarati [20].

Bảng 4. Hệ số phóng đại phương sai

Biến	Hệ số phóng đại phương sai (VIF = variance inflation factor)
SIZE	1.1414
CS	1.1402
BR	1.0040

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Eview

5.3. Phân tích hồi quy

Kết quả hồi quy theo Pooled OLS, FEM và REM, được tổng hợp và trình bày tại **Bảng 5** nhằm kiểm định tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh tác động đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả hồi quy theo Pooled OLS, FEM và REM tại **Bảng 5** cho thấy không có sự khác biệt về xu hướng tác động của các biến khi thay đổi phương pháp ước lượng. Cụ thể là biến độc lập SIZE và biến độc lập BR được chấp nhận để giải thích cùng chiều cho biến phụ thuộc PROF với mức ý nghĩa 1%, trong khi đó biến độc lập CS cũng được chấp nhận với mức ý nghĩa 1% nhưng giải thích tác động ngược chiều đến biến phụ thuộc PROF. Ngoài ra, kết hợp kết quả hồi quy biến SIZE và SIZE² cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động phi tuyến đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo dạng chữ U ngược đảm bảo mức ý nghĩa thống kê. Mặc dù xu hướng tác động của các biến không đổi như vừa đề cập trên, nhưng sự khác nhau về phương pháp ước lượng dẫn đến mức độ tác động thể hiện qua hệ số hồi quy (hệ số β) là khác nhau và mức độ phù hợp của kết quả thể hiện qua R² cũng khác nhau. Do đó, tại **Bảng 5** nghiên cứu thực hiện kiểm định Redundant Fixed Effects để lựa chọn giữa FEM và Pooled OLS; kiểm định Breusch-Pagan để lựa chọn giữa REM và Pooled OLS; và kiểm định Hausman để lựa chọn giữa FEM và REM.

Theo **Bảng 5**, kết quả từ các kiểm định trên chỉ ra rằng FEM phù hợp hơn Pooled OLS, REM phù hợp hơn Pooled OLS, và FEM phù hợp hơn REM. Vì vậy, kết quả hồi quy theo FEM là phù hợp nhất để giải thích tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, mức độ phù hợp của kết quả hồi quy theo FEM là 53.44%.

Kết quả kiểm định lựa chọn kết quả hồi quy theo FEM, vì vậy nghiên cứu không thực hiện

kiểm định tự tương quan; FEM chỉ quan tâm đến những khác biệt mang tính cá nhân đóng góp vào mô hình nên không có hiện tượng tự tương quan.

Nghiên cứu sử dụng kiểm định White để nhận biết hiện tượng phương sai sai số thay đổi, kết quả được trình bày tại **Bảng 5**; và theo đó, P-value nhỏ hơn 5% nên kết luận có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Vì vậy, để khắc phục hiện tượng này, nghiên cứu sẽ thực hiện hồi quy theo GLS và trình bày tại **Bảng 6**.

Bảng 6. Kết quả hồi quy theo GLS

Biến	Hệ số β	P-value
SIZE	0.1387*	0.0000
SIZE ²	-0.0059*	0.0001
CS	-0.1114*	0.0000
BR	0.0367*	0.0000
C	-0.4239	0.0000
R ² = 0.5343		

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Eview

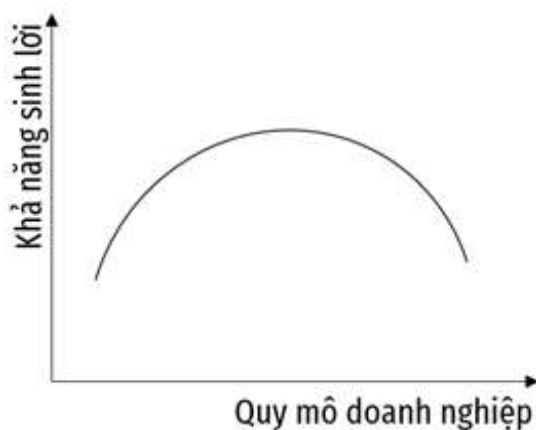
(*) Mức ý nghĩa 1%

Kết quả hồi quy theo GLS tại **Bảng 6** cho thấy, rủi ro kinh doanh tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong khi đó, cơ cấu vốn thể hiện qua tỷ số nợ tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết hợp kết quả hồi quy biến SIZE và SIZE² đều đảm bảo ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động phi tuyến đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo dạng chữ U ngược.

5.4. Thảo luận

5.4.1. Ảnh hưởng phi tuyến theo dạng chữ U ngược của quy mô doanh nghiệp đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp

Hệ số hồi quy GLS của biến độc lập SIZE là 0.1387 và $SIZE^2$ là -0.0059 cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động phi tuyến theo dạng chữ U ngược đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Theo đó, khi tăng quy mô doanh nghiệp sẽ tác động khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, nhưng nếu quy mô doanh nghiệp tăng đến mức nhất định nào đó thì khả năng sinh lời sẽ đạt mức cao nhất, sau đó vượt qua ngưỡng này và nếu tiếp tục mở rộng quy mô doanh nghiệp sẽ dẫn đến giảm sút khả năng sinh lời của doanh nghiệp. **Hình 2** thể hiện mối quan hệ tác động phi tuyến của quy mô doanh nghiệp đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp.



Hình 2. Tác động phi tuyến của quy mô doanh nghiệp đến khả năng sinh lời

Kết quả này phù hợp với kỳ vọng của nghiên cứu, cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm nhằm khẳng định vững chắc hơn lý thuyết đại diện và lý thuyết trật tự phân hạng về mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp với khả năng sinh lời, đồng thời ủng hộ các kết luận của Rami Zeitun và Gary Gang

Tian [7], Neil Nagy [8], Onaolapo và Kajola [9], Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian [10], Võ Thị Tuyết Hằng [11]. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng phù hợp với lý thuyết quá lớn để sụp đổ hay lý thuyết bất lợi vì quy mô doanh nghiệp lại xuất hiện tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp khi quy mô doanh nghiệp vượt qua ngưỡng nhất định mà theo đó doanh nghiệp không còn đủ khả năng kiểm soát tốt sự quá lớn về quy mô, dẫn đến tổn kém chi phí hơn cũng như dễ dẫn đến phát sinh tổn thất, kết quả này cũng khẳng định thêm kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Farah Margaretha và Nina Supartika [12].

5.4.2. Ảnh hưởng ngược chiều của cơ cấu vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp

Kết quả hồi quy GLS cho thấy biến độc lập CS có hệ số hồi quy là -0.1114 cho thấy cơ cấu vốn thể hiện bởi tỷ số nợ tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết nghiên cứu, kỳ vọng và ủng hộ các kết luận của Rami Zeitun và Gary Gang Tian [7], Neil Nagy [8], Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto, Ghulam Abbas [13], Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian [10], Lucy Wamugo Mwangi và các cộng sự [14], Nguyễn Lê Thanh Tuyền [15], Đỗ Dương Thanh Ngọc [16].

5.4.3. Ảnh hưởng cùng chiều của rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp

Hệ số hồi quy GLS của biến độc lập BR là 0.0367 cho thấy rủi ro kinh doanh tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp, kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu, kỳ vọng cũng như phù hợp

với lý thuyết đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận, doanh nghiệp có rủi ro kinh doanh càng cao thì kỳ vọng về khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng cao. Như vậy, kết quả này cũng ủng hộ kết luận nghiên cứu của Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas [13].

6. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý

Bằng phân tích hồi quy theo GLS, nghiên cứu đã tìm ra được kết quả nghiên cứu thực nghiệm về tác động của quy mô doanh nghiệp, cơ cấu vốn và rủi ro kinh doanh đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu đã đúc kết các vấn đề như sau:

Thứ nhất, quy mô doanh nghiệp tác động phi tuyến dạng hình chữ U ngược đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Như vậy, doanh nghiệp cần tìm kiếm các biện pháp thích hợp nhằm gia tăng quy mô doanh nghiệp trong một giới hạn nhất định và kiểm soát ngưỡng giới hạn quy mô với kỳ vọng gia tăng cũng như có thể tối đa hóa khả năng sinh lời. Nếu quy mô doanh nghiệp đang ở mức thấp, vẫn còn dưới ngưỡng tối đa cũng như trong khả năng kiểm soát thì các doanh nghiệp có thể thực hiện chiến lược tăng trưởng quy mô nhằm gia tăng khả năng sinh lời. Theo đó các doanh nghiệp có thể tăng cường các hoạt động tìm kiếm nghiên cứu mở rộng thị trường, phát triển sản phẩm đồng thời với chính sách đẩy mạnh khai thác, đầu tư thêm đối với máy móc thiết bị, nhà xưởng, nâng cao công nghệ sản xuất, điều này giúp doanh nghiệp tận dụng được hai yếu tố quan trọng đó là:

(i) lợi thế từ quy mô doanh nghiệp mang lại và

(ii) lợi thế từ việc tối ưu chi phí sản xuất nhờ việc đầu tư hiệu quả tài sản cố định. Ngược lại, các doanh nghiệp đang trong tình trạng bất lợi vì quy mô, cần mạnh dạn thực hiện chiến lược thu hẹp đầu tư, đưa về mức quy mô doanh nghiệp thấp hơn để phù hợp với khả năng kiểm soát, giảm thiểu chi phí cũng như đảm bảo khai thác tốt hơn đối với các tài sản đã đầu tư, đặc biệt là tài sản cố định và qua đó kỳ vọng điều này sẽ tác động tích cực đến khả năng sinh lời.

Thứ hai, cơ cấu vốn thể hiện bởi mức độ sử dụng nợ tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Như vậy, doanh nghiệp cần tìm kiếm các biện pháp thích hợp nhằm đảm bảo hiệu quả sử dụng, kiểm soát mức độ sử dụng nợ phù hợp để tiết kiệm chi phí sử dụng nợ với kỳ vọng gia tăng khả năng sinh lời, và đây là nhân tố tác động yếu hơn so với rủi ro kinh doanh, nhưng mạnh hơn so với quy mô doanh nghiệp. Các doanh nghiệp khi sử dụng nợ cần tìm cách giảm chi phí của nợ nhằm đảm bảo hiệu quả sử dụng nợ và cân nhắc điều chỉnh giảm mức độ sử dụng nợ hoặc đàm phán với nhà cung cấp nhằm tìm kiếm cơ hội mua chịu hàng hóa. Ngoài ra, doanh nghiệp còn có thể thực hiện điều chỉnh cấu trúc nợ theo hướng giảm bớt nợ vay, tập trung chủ yếu là giảm các khoản nợ vay có lãi suất cao, điều chỉnh này sẽ góp phần tạo nên sự chuyển biến tích cực cho cơ cấu vốn của doanh nghiệp, từ đó tác động tích cực hơn đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu nhờ tiết kiệm chi phí sử dụng nợ và giảm bớt áp lực thanh toán chi phí lãi vay.

Thứ ba, rủi ro kinh doanh tác động cùng chiều đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Như vậy, doanh nghiệp cần tìm kiếm, tăng cường khai thác các cơ hội đầu tư, thậm chí có thể khai thác các cơ hội đầu tư mạo hiểm và chấp nhận rủi ro cao hơn nhưng phải đảm bảo rằng doanh nghiệp có khả năng kiểm soát được rủi ro nhằm mục tiêu gia tăng khả năng sinh lời, và đây là nhân tố tác động mạnh nhất so với cơ cấu vốn và quy mô doanh nghiệp. Doanh nghiệp muốn quản trị tốt rủi ro kinh doanh, doanh nghiệp cần dựa trên cơ sở nền tảng nhận diện đầy đủ và chính xác các khía cạnh biểu hiện của rủi ro kinh doanh, từ đó đánh giá về xác suất xảy ra cũng như tổn thất nếu rủi ro xảy ra, và thiết lập các biện pháp kiểm soát phù hợp cũng như thực hiện các biện pháp theo dõi, giám sát. Nhận diện và đánh giá rủi ro sẽ có ý nghĩa rất quan trọng đối với tất cả các giai đoạn của quản trị tài chính doanh nghiệp, bắt đầu từ khâu lập kế hoạch tài chính cho đến khâu đánh giá kết quả thực hiện, góp phần giúp nhà quản trị định hướng hệ thống biện pháp kiểm soát và hạn chế phát sinh rủi ro một cách hiệu quả, từ đó đưa ra quyết định đầu tư cũng như quản trị tài sản thích hợp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ngô Kim Phượng, Lê Hoàng Vinh và các cộng sự (2018), *Phân tích tài chính doanh nghiệp (tái bản lần 4)*, NXB Kinh tế TP. HCM, trang 62-77, 83-117, trang 125-143, trang 244-263.
- [2] Brealey, Richard A. và các cộng sự (2008), *Principles of Corporate Finance (ninth edition)*, Mc Graw – Hill International Edition, pp 793-798, 819-844.
- [3] Modigliani, F., and Merton H. Miller, (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review 53, 433-443.
- [4] Jensen, M. and Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
- [5] Markowitz, H.M. (March 1952). "Portfolio Selection". The Journal of Finance. 7 (1), 77-91.
- [6] Ngô Kim Phượng (2015), *Lợi nhuận và rủi ro*, Giáo trình Tài chính doanh nghiệp tại Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.
- [7] Rami Zeitun và Gary Gang Tian (2007), *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*, Australasian Accounting Business and Finance Journal Vol 1, issue 4-2007.
- [8] Neil Nagy (2009), *Determinants of Profitability: What factors play a role when assessing a firm's return on assets?*, The University of Akron, 3/12/09.
- [9] Onaolapo, A.A., & Kajola, S.O. (2010), *Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria*, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 25, 70-82.
- [10] Abbasali Pouraghajan & Esfandiar Malekian (2012), *The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange*, International Journal of Business and Commerce Vol. 1, No. 9: May

2012 [166-181] (ISSN: 2225-2436).

[11] Võ Thị Tuyết Hằng (2015), *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*.

[12] Farah Margaretha và Nina Supartika (2016), *Factors Affecting Profitability of Small Medium Enterprises (SMEs) Firm Listed in Indonesia Stock Exchange*, Journal of Economics, Business and Management vol. 4, no. 2, pp. 132-137.

[13] Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012), *Capital Structure and Firm Performance: A Case of Textile Sector of Pakistan*, Asian Journal of Business and Management Sciences ISSN: 2047-2528 Vol. 1 No. 9 [09-15].

[14] Lucy Wamugo Mwangi và các cộng sự (2014), *Relationship between Capital Structure and Performance of Non- Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange, Kenya*, ISSN: 2311-3162.

[15] Nguyễn Lê Thanh Tuyền (2013), *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.

[16] 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*.

[17] Quan Minh Nhật và Lý Thị Phương Thảo (2014), *Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bất động sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*.

[18] Modigliani, F., and M. Miller, (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review 48, 261-297.

[19] Đoàn Ngọc Phi Anh (2010), *Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính: tiếp cận theo phương pháp phân tích đường dẫn*.

[20] Gujarati, D. N (2011), *Econometrics by Example*, Paperback, Chương 10: Vấn đề đa cộng tuyến và cỡ mẫu nhỏ, Bản dịch của Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, <http://www.fetp.edu.vn/cache/MPP04-522-R02V-2012-05-30-08580840.pdf> [[truy cập 10/11/2019].

THE IMPACT OF FIRM SIZE, CAPITAL STRUCTURE AND BUSINESS RISKS ON PROFITABILITY OF BUSINESSES LISTED ON VIETNAM'S STOCK MARKET

Nguyen Xuan Dung

ABSTRACT

This paper studies the impact of firm size, capital structure and business risks on profitability of firms listed on Vietnam's stock market. Research data is collected from audited financial statements of 542 non-financial firms in the period of 2014 - 2018. GLS regression analysis

shows that business risks negatively impact on profitability of the firms, capital structure positively impact on profitability, while firm size has a non-linear impact on profitability of the firm in the inverted U-shape.

Keywords: *Profitability, firm size, capital structure, business risks.*

Received: 01/03/2020

Revised: 15/03/2020

Accepted for publication: 16/03/2020