

# Đề xuất mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN30 trên thị trường chứng khoán Việt Nam

NGUYỄN THỊ KIM CHUNG\*

## Tóm tắt

Dựa trên tổng quan các nghiên cứu trước đây về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp VN 30, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN 30 trên thị trường chứng khoán Việt Nam, gồm 5 nhân tố, đó là: Quy mô doanh nghiệp; Cấu trúc vốn; Tỷ lệ lạm phát; Tốc độ tăng trưởng; Quản trị khoản phải thu.

**Từ khóa:** hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp, VN30, thị trường chứng khoán

## Summary

Based on an overview of previous studies on factors affecting business efficiency of enterprises in the VN30 basket, the author proposes a research model of factors affecting the business efficiency of enterprises in the VN30 basket on Vietnam's stock market. The model consists of 5 factors which are Enterprise size; Capital structure; Inflation rate, growth rate; Receivables management.

**Keywords:** business efficiency, enterprises, VN30, stock market

## GIỚI THIỆU

Doanh nghiệp có cổ phiếu trong danh mục VN30 (gọi tắt là doanh nghiệp trong danh mục VN30) được xem là khối 30 công ty, doanh nghiệp lớn hàng đầu đang niêm yết trên sàn HOSE. Trong giai đoạn 2010-2020, khối doanh nghiệp ngày càng được Đảng và Nhà nước quan tâm, đặc biệt là doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực xây dựng, năng lượng, dầu khí, viễn thông, tài chính ngân hàng...

Trên cơ sở những nghiên cứu trước đây, tác giả đã phát hiện ra “khoảng trống”, từ đó đưa ra mô hình nghiên cứu đề xuất về các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN 30 trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đây là tiền đề để tác giả thực hiện các nghiên cứu tiếp theo nhằm xác định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết thuộc VN30.

## CƠ SỞ LÝ THUYẾT

### Khái niệm hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh bao gồm bất kỳ hoạt động nào mà doanh nghiệp tham gia với mục đích chính là tạo ra lợi nhuận. Đây là một thuật ngữ chung bao gồm tất cả các hoạt động kinh tế được thực hiện bởi một công ty trong quá trình kinh doanh.

Trong những năm 90 của thế kỷ trước, một số văn bản luật, như: Luật Công ty, Luật Doanh nghiệp tư nhân năm 1990, Luật Doanh nghiệp năm 1999, 2014 và mới nhất là Luật Doanh nghiệp năm 2020 đã có những quy định ghi nhận khái niệm kinh doanh. Cụ thể, Khoản 21, Điều 4, Luật Doanh nghiệp năm 2020 quy định: “Kinh doanh là việc thực hiện liên tục một, một số hoặc tất cả công đoạn của quá trình từ đầu tư, sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích tìm kiếm lợi nhuận”. Như vậy, khác với các hành vi dân sự thuần túy khác (cũng trao đổi, cũng cung ứng dịch vụ), mục tiêu chính của kinh doanh là tạo ra lợi nhuận. Đối với các doanh nghiệp, lợi nhuận được tạo ra khi số tiền thu được trong kinh doanh (doanh thu) lớn hơn số tiền phải chi phí (chi phí kinh doanh), tiền bán ra trừ tiền chi phí bằng lợi nhuận. Bất cứ hoạt động nào,

\* Học viện Ngân hàng

Ngày nhận bài: 31/5/2022; Ngày phản biện: 15/6/2022; Ngày duyệt đăng: 20/6/2022

cho dù về mặt hình thức giống kinh doanh nhưng mục tiêu của hoạt động đó không phải là tạo ra lợi nhuận đều không phải là kinh doanh.

Pháp luật quy định, hành vi kinh doanh có mục đích sinh lợi (kiếm lời) nhưng lời hay lỗ lại không thành vấn đề cho việc xác định hành vi kinh doanh. Nhiều trường hợp sản xuất, buôn bán bị lỗ, nhưng vẫn là kinh doanh. Dưới giác độ pháp lý, khi xác định hành vi kinh doanh, chúng ta quan tâm đến việc có hay không có mục tiêu tạo ra lợi nhuận, chứ không quan tâm đến việc thực hiện mục tiêu đó như thế nào. Có thể kết luận khái quát rằng, lợi nhuận là đích cuối cùng của các nhà kinh doanh; bất cứ hoạt động nào nhằm mục đích kiếm lời trên thị trường cũng là hoạt động kinh doanh.

### **Chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh**

Venkatraman và Ramanujam (1986) cho rằng, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là một khái niệm rộng gồm nhiều góc độ rộng, như: tài chính, kinh doanh, tổ chức. Còn Ranzijn và Verboom (2004) nhấn mạnh, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp có thể hiểu như là lợi nhuận. Như vậy, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp dùng để đánh giá tiềm năng tạo ra lợi nhuận của tổ chức. Trong các nghiên cứu, thường sử dụng các chỉ tiêu về lợi nhuận, như: tỷ số lợi nhuận sau thuế trên doanh thu thuần (ROS); tỷ số lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA) hay tỷ số lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) (Demsetz và Lehn, 1985; Gorton và Rossen, 1995).

Việc đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh có thể bị tác động bởi mục tiêu của doanh nghiệp mà mục tiêu này có thể ảnh hưởng đến việc lựa chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hai chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kế toán đại diện đo lường hiệu quả hoạt động kinh doanh là ROA và ROE, đã được nhiều nhà nghiên cứu sử dụng và trong thực tiễn, các nhà quản lý doanh nghiệp thường sử dụng những chỉ tiêu tài chính này để đo lường, báo cáo và cải thiện hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

## **HÌNH THÀNH CÁC GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU**

### **Quy mô của doanh nghiệp**

Quy mô doanh nghiệp có vai trò quan trọng đối với hiệu quả kinh doanh, vì nó đại diện cho nguồn lực của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp lớn với nguồn lực được tổ chức tốt và máy móc thiết bị tốt rất dễ dàng trong thực hiện mục tiêu. Những doanh nghiệp này với sức mạnh về tài chính, tài sản và khả năng quản lý sẽ dễ dàng khai thác lợi thế theo quy mô nhằm tối thiểu hóa chi phí đầu vào và gia tăng hiệu quả đầu ra.

Nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007), Abblasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian (2012) đều cho kết quả, quy mô doanh nghiệp tác động tích cực và đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Mule và cộng sự (2015) sử dụng số liệu của 53 công ty niêm yết tại Nairobi trong giai đoạn 2010-2014. Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô doanh nghiệp (đo bằng logarit tự nhiên của doanh thu) tác động dương và có ý nghĩa

thống kê lên chỉ số tài chính ROE, nhưng lại không tác động tới ROA và Tobin's Q.

Dựa trên việc phân tích mô hình động với dữ liệu bảng của 1.123 doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNNVV) ở Thổ Nhĩ Kỳ trong giai đoạn 2009-2013, Aytürk và Yanık (2015) chỉ ra các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Kết quả phân tích chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp (đo bằng logarit tự nhiên của tổng doanh thu) ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính.

Trên cơ sở các nghiên cứu trước đó, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

*H1: Quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng dương đến Hiệu quả kinh doanh.*

### **Tốc độ tăng trưởng**

Tăng trưởng là một trong những điều kiện cơ bản để doanh nghiệp có thể đạt được các mục tiêu của mình trong suốt cuộc đời hoạt động sản xuất, kinh doanh. Tăng trưởng giúp cho doanh nghiệp tích lũy về nguồn vốn và cơ sở vật chất máy móc để đầu tư mở rộng sản xuất; đồng thời, tạo dựng được uy tín đối với khách hàng cũng như với các nhà cung cấp, các nhà đầu tư.

Về mặt lý thuyết, tăng trưởng có thể mang lại những lợi ích quan trọng cho doanh nghiệp. Tuy nhiên tăng trưởng nhanh không phải không mang lại rủi ro cho doanh nghiệp, khi năng suất và năng lực quản lý không phù hợp, trường hợp này phát triển nhanh không đem lại lợi ích gì, thậm chí còn gây khó khăn cho hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp. Chính vì vậy, doanh nghiệp cần duy trì một tốc độ tăng trưởng phù hợp dựa trên một kế hoạch kinh doanh chi tiết và tập hợp các nguồn lực hợp lý từ đó làm cho hiệu quả hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp sẽ ngày càng được nâng cao. Theo nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007), tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

*H2: Tốc độ tăng trưởng ảnh hưởng dương đến Hiệu quả kinh doanh.*

### **Quản trị nợ phải thu khách hàng**

Quản trị các khoản nợ phải thu liên quan đến việc đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận, cũng như kế hoạch hoạt động kinh doanh trong tương lai. Nếu thắt chặt chính sách nợ, thì có thể làm mất cơ hội có được những hợp đồng có giá trị lớn, đem lại doanh thu cao. Nếu dễ dãi trong điều kiện thanh toán, công tác quản lý thu hồi công

nợ lơ là, không đôn đốc nhắc nhở khách hàng nợ, thì rủi ro không thu hồi được nợ cũng tăng lên, có khả năng khiến doanh nghiệp không đủ nguồn vốn để đáp ứng hoạt động kinh doanh.

Khả năng quản trị nợ phải thu thường được đánh giá thông qua chỉ tiêu số vòng quay nợ phải thu khách hàng và kỳ thu tiền bình quân. Kỳ thu tiền bình quân cho biết trung bình doanh nghiệp mất bao nhiêu ngày để một khoản phải thu được thanh toán. Kỳ thu tiền bình quân có xu hướng giảm cho thấy, công tác quản trị các khoản phải thu được kiểm soát tốt. Ngược lại, kỳ thu tiền bình quân ngày càng tăng, làm giảm đi lượng tiền đáp ứng cho nhu cầu hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Vì thế, doanh nghiệp phải tìm kiếm nguồn từ bên ngoài, có thể vay ngân hàng hoặc phát hành cổ phiếu. Cả 2 phương án này đều làm phát sinh chi phí sử dụng vốn, cũng như rủi ro cho doanh nghiệp. Qua nghiên cứu của Marian Siminica (2010) cho thấy, kỳ thu tiền bình quân có tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Trên cơ sở các nghiên cứu trước đó và khảo nghiệm của bản thân, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

*H3: Quản trị nợ phải thu tác động âm đến Hiệu quả kinh doanh.*

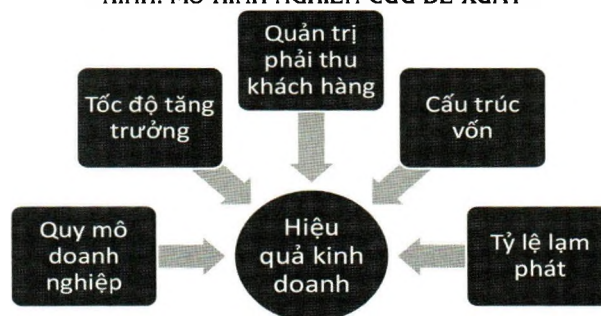
#### Cấu trúc vốn

Một trong những yếu tố chính ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là cấu trúc vốn. Cấu trúc vốn doanh nghiệp là sự kết hợp giữa nợ (nợ ngắn hạn và nợ dài hạn) và vốn cổ phần trong tổng nguồn vốn, mà doanh nghiệp có thể huy động được để tài trợ cho các hoạt động của mình.

Theo lý thuyết về cấu trúc vốn, doanh nghiệp sử dụng vốn vay để hưởng lợi từ lá chắn thuế. Khi chi phí nợ thấp cùng với lá chắn thuế, doanh nghiệp sẽ được lợi khi nâng cao mức nợ. Tuy nhiên, khi tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu tăng lên, tác động của tỷ lệ nợ buộc tăng lợi tức yêu cầu của các chủ sở hữu, nghĩa là chi phí vốn chủ sở hữu tăng. Ở mức tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu cao, chi phí nợ cũng tăng, nếu doanh nghiệp sử dụng vốn vay kém hiệu quả, thì việc tỷ lệ nợ tăng sẽ tác động tiêu cực, làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, có thể dẫn tới phá sản nếu doanh nghiệp không có khả năng thanh toán lãi và nợ vay khi đến hạn.

Trong nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007), tỷ lệ nợ và tỷ lệ nợ trên vốn chủ

HÌNH: MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU ĐỀ XUẤT



Nguồn: Tác giả tổng hợp và đề xuất

sở hữu là một trong các chỉ tiêu phản ánh nhân tố cấu trúc vốn, kết quả nghiên cứu cho thấy, chỉ tiêu này có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu của Abbasali Pouraghajan và Esfandiar Malekian (2012) cho thấy, tỷ lệ nợ có tác động ngược chiều tới hiệu quả kinh doanh với các mức độ khác nhau. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

*H4: Cấu trúc vốn có ảnh hưởng âm đến Hiệu quả kinh doanh.*

#### Tỷ lệ lạm phát

Tỷ lệ lạm phát thấp hoặc trung bình trong một quốc gia có thể tác động tích cực trên các lĩnh vực hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các lý thuyết kinh tế đều cho rằng, lạm phát cao tác động làm gia tăng các khoản chi phí đầu vào, giảm năng suất lao động nếu doanh nghiệp không có các chính sách chế độ làm việc thỏa đáng cho nhân viên, nhu cầu tiêu dùng giảm... tác động này làm cho hoạt động sản xuất, kinh doanh sẽ khó khăn hơn kéo theo sự giảm sút về mặt lợi nhuận hay lạm phát có mối quan hệ ngược chiều (-) với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Nghiên cứu của Amdemikael Abera (2012) mang lại kết quả ngược lại lạm phát tăng ROA tăng. Bởi, lợi nhuận của công ty vẫn có thể gia tăng nếu như mức tăng giá sản phẩm bình quân cao hơn so với mức tăng bình quân chi phí đầu vào trong khi số lượng sản phẩm bán ra không sụt giảm nhiều. Như vậy, lạm phát tăng làm tăng doanh thu, nếu doanh nghiệp khéo léo tiết kiệm chi phí thì lợi nhuận sẽ tăng lên. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

*H5: Tỷ lệ lạm phát có ảnh hưởng âm đến Hiệu quả kinh doanh.*

### ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

#### Đề xuất mô hình nghiên cứu

Dựa trên sự tổng hợp các nghiên cứu trước đây về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN VN 30, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như Hình.

Tác giả đo lường và mã hóa các biến như Bảng:

### KẾT LUẬN

Trên cơ sở nhận thức được tầm quan trọng về nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN30,

**BẢNG: BẢNG ĐO LƯỜNG VÀ MÃ HÓA BIẾN ĐỘC LẬP**

TT	Nhân tố	Biến	Mã hóa	Đo lường	Giả thuyết
1	Cấu trúc vốn	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu	TDTE	Nợ phải trả Vốn chủ sở hữu	-
		Tỷ lệ nợ	TDTA	Nợ phải trả Tổng tài sản	-
		Tỷ lệ nợ ngắn hạn	STDTA	Nợ ngắn hạn Tổng tài sản	+
2	Quy mô doanh nghiệp	Quy mô doanh thu	SIZE1	Tổng doanh thu	+
		Quy mô tài sản	SIZE2	Tổng tài sản	+
3	Tỷ lệ lạm phát	Tỷ lệ lạm phát	CPI	P0-P1 P1	-
4	Tốc độ tăng trưởng	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	GROWTH1	Doanh thu năm nay - doanh thu năm trước Doanh thu năm trước	+
		Tốc độ tăng trưởng tài sản	GROWTH2	Tổng tài sản năm nay - Tổng tài sản năm trước Tổng tài sản năm trước	+
5	Quản trị nợ phải thu	Kỳ thu tiền bình quân	RETURN	Bình quân nợ phải thu đầu kỳ và cuối kỳ x 365 Doanh thu thuần	-

Trong đó, dấu "+" và "-" là tác động dương và tác động âm đến hiệu quả kinh doanh

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu thực nghiệm và xây dựng từ các giả thuyết nghiên cứu

tìm hiểu cơ sở lý luận và tổng quan nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN 30 trên thị trường chứng khoán Việt Nam tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu với 5 nhân tố đó là: Quy mô doanh nghiệp; Cấu trúc vốn; Tỷ lệ lạm phát, tốc độ tăng trưởng; Quản trị khoản phải

thu. Mô hình này sẽ được tiếp tục triển khai bằng các nghiên cứu định lượng, từ đó đưa ra những giải pháp và khuyến nghị với các bên liên quan nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp VN30. □

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abblasali Pouraghajan, Esfandiar Malekian (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Sotck Exchange, *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181
- Aytürk, Y. & Yanık, S. (2015). Çalışma Sermayesi Yönetimi Türkiye'deki KOBİ'lerde Karlılığı Nasıl Etkiler?, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 68, 157-168. DOI: 10.25095/mufad.396631
- Berger A., and Bon E. (2006). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry, *Journal of Banking & Finance*, 4, 1065-1102
- Buse, M. Siminica, D. Circiumaru, D. Simion, M. Ganea (2010). Analiza economico-financiara. Ed. Craiova: Sitech, *Procedia Economics and Finance*, 22, 282-286
- Cyert, R. M., and March, J. G. (1992). *A Behavioral Theory of the Firm*, Second Edition, Blackwell Publishers, Cambridge
- Dimitris Tzelepis, Dimitris Skuras (2004). The effects of regional capital subsidies on firm performance: an empirical study, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 11(1), 121-129
- Gorton, G., and Rosen, R. (1995). Corporate Control, Portfolio Choice and the Decline of Banking, *Journal of Finance*, 50, 1377-1420
- Harold Demsetz and Kenneth Lehn (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177
- Margaritis and Psillaki (2007). Capital Structure and Firm Efficiency, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447-1469
- Mule, R. K., Mukras, M. S., and Nzioka, O. M. (2015). Corporate size, profitability and market value: An econometric panel analysis of listed firms in Kenya, *European Scientific Journal*, 11(13), 376-396
- Ranzijn and Verboom (2004). *Director Characteristics, Gender Balance and Insolvency Risk: An Empirical Study*, DOI:10.2139/ssrn.1932107
- Venkatraman and Vasudevan Ramanujam (1986). Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches, *Academy of Management Review*, 11(4), 801-814
- Zeitun, G. G. Tian (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61