

Đánh giá hiệu quả quản trị công ty qua các tỷ số tài chính: Nghiên cứu trường hợp các công ty ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Trần Quang Cảnh^{1,*}, Phan Thị Đông Hoài², Vũ Trúc Phúc¹



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Mục đích của nghiên cứu nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của một số tỷ số tài chính đến hiệu quả quản lý, mà ở đây được đại diện bằng chỉ số ROA, của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng hệ phương trình đồng thời, phương pháp hồi quy GMM với số liệu của 621 công ty năm 2019, thuộc các ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng. Kết quả nghiên cứu cho thấy có ba yếu tố là các tỷ số tài chính có ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý của các công ty (đại diện bằng hệ số Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản), trong đó ảnh hưởng lớn nhất là Vòng quay tổng tài sản, tiếp đến là Tỷ suất lợi nhuận ròng và cuối cùng là tỷ số nợ trên tài sản. Bên cạnh đó, yếu tố Tỷ suất lợi nhuận ròng lại bị ảnh hưởng bởi Tỷ số nợ trên tài sản. Kết quả nghiên cứu này khác hẳn với một số nghiên cứu trước và với nhận định của Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam¹ khi đưa ra nhận định Vòng quay tổng tài sản có ảnh hưởng rất nhỏ, và không có ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý của các công ty. Từ kết quả nghiên cứu nhóm tác giả đề xuất các hàm ý quản trị nhằm giúp các công ty nâng cao được hiệu quả quản lý công ty của họ, các nhà đầu tư đánh giá hiệu quả quản lý các công ty khi xây dựng danh mục đầu tư của mình.

Từ khoá: Hiệu quả quản lý, Tỷ số tài chính, Thị trường chứng khoán, GMM

ĐẶT VẤN ĐỀ

Kinh tế Việt Nam có sự phát triển nhanh chóng trong những năm gần đây. Tổng sản phẩm trong nước (GDP) bình quân 5 năm (giai đoạn 2016 – 2019) tăng 6.5 - 7%/năm. Năm 2019 mặc dù tăng trưởng kinh tế toàn cầu đang chững lại nhưng tăng trưởng kinh tế Việt Nam đạt 7.02% so với năm 2018². Chất lượng tăng trưởng và môi trường đầu tư kinh doanh tại Việt Nam không ngừng được cải thiện, doanh nghiệp thành lập mới tăng mạnh. Nền tảng kinh tế vĩ mô được củng cố và từng bước được tăng cường. Tỷ lệ thất nghiệp, thiếu việc làm có xu hướng giảm dần. An sinh xã hội được quan tâm thực hiện².

Năm 2019, toàn bộ khu vực doanh nghiệp có Chỉ số vòng quay tổng tài sản (ATO) đạt mức trung bình 0.7 vòng/năm, Tỷ suất lợi nhuận ròng (NPR) trung bình ở mức 4.2%, Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản (DTA) trung bình ở mức 75%, Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) của toàn bộ khu vực doanh nghiệp năm 2019 đạt 2.78%².

Đối với các doanh nghiệp trong nền kinh tế, lợi nhuận là mục tiêu chính³. Tỷ lệ lợi nhuận sẽ cung cấp một cái nhìn tổng quan và là câu trả lời cuối cùng về tính hiệu quả của doanh nghiệp⁴. Lợi nhuận là kết quả cuối cùng của các chính sách và các quyết định quản

trị khác nhau trong doanh nghiệp. Lợi nhuận thường được đo lường bằng các chỉ số tài chính như ROA, Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), Lợi nhuận trên doanh thu (ROS)...⁴. Bằng cách so sánh các chỉ số tài chính của doanh nghiệp với mức trung bình của ngành, so sánh với các công ty khác trong cùng ngành hay so sánh với chính công ty của mình qua các thời kỳ khác nhau, các nhà quản lý có thể có được cái nhìn chính xác về hiệu quả quản lý của doanh nghiệp để từ đó đưa ra các quyết định quản lý phù hợp^{5,6}.

Trong nghiên cứu này, để xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý của các công ty trong ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng có cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi sử dụng chỉ số ROA và xem xét các yếu tố ảnh hưởng đến chỉ số đó. Bởi ROA là một chỉ số thể hiện tương quan giữa mức sinh lợi của một công ty so với chính tài sản của nó⁷, ROA sẽ cho ta biết hiệu quả của công ty trong việc sử dụng tài sản để kiếm lời. Nhìn vào chỉ số ROA chúng ta sẽ thấy được doanh nghiệp kiếm được bao nhiêu tiền lãi trên một đồng tài sản⁸. ROA càng cao thì khả năng sử dụng tài sản càng có hiệu quả. Những doanh nghiệp có ROA cao sẽ được đánh giá là doanh nghiệp có hiệu quả quản lý cao. ROA chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu

¹Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng, Việt Nam

²Trường Đại học Hoa Sen, Việt Nam

Liên hệ

Trần Quang Cảnh, Trường Đại học Quốc tế Hồng Bàng, Việt Nam

Email: canhtq@hbu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 07/06/2021
- Ngày chấp nhận: 04/10/2021
- Ngày đăng: 20/11/2021

DOI: 10.32508/stdjelm.v6i1.849



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Cảnh T Q, Hoài P T D, Phúc V T. **Đánh giá hiệu quả quản trị công ty qua các tỷ số tài chính: Nghiên cứu trường hợp các công ty ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(1):2133-2141.

tốt như ATO, lợi nhuận ròng, cấu trúc vốn, quy mô của doanh nghiệp...^{9,10}. Hiện tại ở Việt Nam có một số nghiên cứu liên qua đến các công ty trên sàn chứng khoán Việt Nam về các khía cạnh như nghiên cứu liên quan đến chất lượng lợi nhuận của các công ty^{11,12}; Nghiên cứu về hành vi thay đổi lợi nhuận^{13,14} v.v... Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào đánh giá mức độ ảnh hưởng cả trực tiếp lẫn gián tiếp của một số yếu tố đến hiệu quả quản lý của các công ty (đại diện bằng ROA) bằng hệ phương trình đồng thời với ước lượng bằng phương pháp GMM (Generalized Method of Moments). Vì vậy, nghiên cứu này có thể cho thấy kết quả khác so với các nghiên cứu trước đây.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Tạo ra lợi nhuận là mục tiêu chính của doanh nghiệp, và là mục tiêu của các chủ sở hữu và các nhà quản trị công ty¹⁵. Lợi nhuận thường được đo lường bằng các chỉ số tài chính như khả năng sinh lời, tỷ suất lợi nhuận. Khả năng sinh lời là khả năng công ty kiếm được lợi nhuận liên quan đến doanh thu, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu¹⁶. NPR là chỉ số để đánh giá khả năng của công ty trong việc tìm kiếm lợi nhuận¹⁷. Lợi nhuận là kết quả cuối cùng của các chính sách và các quyết định quản lý khác nhau¹⁸. Tỷ lệ lợi nhuận sẽ là câu trả lời cuối cùng và cung cấp một cái nhìn tổng quan về hiệu quả quản trị của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, hiệu quả quản trị của một công ty được phân tích bằng ROA.

ROA được tính bằng *Lợi nhuận ròng chia cho Tổng tài sản*.

Để đánh giá chỉ số ROA, nhiều tác giả cho rằng các công ty có chỉ số này trên 5% là tốt, một số tác giả khác cho rằng có số này phải trên 7.5% mới tốt. Trong nghiên cứu giới hạn này, nhóm tác giả sẽ so sánh các chỉ tiêu với mức trung bình của nền kinh tế để đánh giá các chỉ tiêu là tốt hay không.

Trong báo cáo của Viet Nam Association of Securities Business - VASB năm 2019¹⁹ đã chỉ ra một số yếu tố ảnh hưởng đến ROA của các công ty có cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam gồm: NPR; DTA; ATO; tỷ lệ tài sản cố định v.v...

Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản và Tỷ suất lợi nhuận ròng

NPR là tỷ lệ một công ty tạo ra lợi nhuận ròng từ doanh thu. Nó được tính bằng tỷ lệ phần trăm lợi nhuận ròng theo doanh thu. Tỷ suất này cho biết lợi nhuận chiếm bao nhiêu phần trăm trong doanh thu. NPR của doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực, đáng kể với ROA²⁰. Tuy nhiên, tỷ số này phụ thuộc vào đặc điểm kinh doanh của từng ngành. Vì thế, khi theo

đôi tình hình sinh lợi của công ty, người ta thường so sánh tỷ số này của công ty với tỷ số bình quân của toàn ngành mà công ty đó tham gia.

Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản và Vòng quay tổng tài sản

ATO là thước đo khái quát nhất hiệu quả sử dụng tổng tài sản của doanh nghiệp. Tỷ số này cho biết mỗi đồng tổng tài sản tạo ra cho doanh nghiệp bao nhiêu đồng doanh thu. Chỉ số này càng cao cho thấy hiệu quả sử dụng tổng tài sản của doanh nghiệp càng cao và ngược lại. Tuy nhiên muốn có kết luận chính xác về mức độ hiệu quả của việc sử dụng tổng tài sản của một công ty, chúng ta cần so sánh ATO của công ty đó với ATO bình quân của ngành.

ATO là một yếu tố quyết định quan trọng đến kết quả tài chính mà đại diện là ROA²¹.

Trong các nghiên cứu khác lại cho thấy ATO có tác động không đáng kể²², hay không có tác động²³ đến với ROA²².

Vòng quay tổng tài sản và Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản

DTA cho biết có bao nhiêu phần trăm tổng tài sản của doanh nghiệp là từ đi vay, qua đây biết được khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp. Tỷ số này quá nhỏ, chứng tỏ doanh nghiệp vay ít. Điều này có thể hàm ý là doanh nghiệp có khả năng tự chủ tài chính cao, xong nó cũng có thể hàm ý là doanh nghiệp chưa biết khai thác đòn bẩy tài chính, tức là chưa biết cách huy động vốn bằng hình thức đi vay. Ngược lại, tỷ số này quá cao hàm ý doanh nghiệp không có thực lực tài chính mà chủ yếu đi vay để có vốn kinh doanh. Điều này cũng hàm ý là mức độ rủi ro của doanh nghiệp cao hơn, vì vậy cần chú ý đến đẩy nhanh vòng quay vốn. Khi dùng tỷ số này để đánh giá cần so sánh với tỷ số bình quân của toàn ngành. DTA có tác động tiêu cực tới ROA^{23,24}.

Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản và Tỷ suất lợi nhuận ròng

Một số nghiên cứu đã chỉ ra mối quan hệ tích cực giữa DTA và NPR^{25,26}. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cho rằng các công ty sẽ có lợi nhuận lớn hơn nếu vay nhiều hơn²⁶. Lý thuyết dòng tiền tự do cũng ủng hộ quan điểm rằng các công ty có muốn lợi nhuận cao hơn nên sử dụng nợ nhiều hơn²⁷.

Bên cạnh những nghiên cứu và lý thuyết cho rằng có mối quan hệ tích cực giữa tổng số nợ trên tổng tài sản và lợi nhuận của doanh nghiệp lại có những nghiên cứu cho kết quả ngược lại^{28,29}.

Bên cạnh những nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ đáng kể giữa tỷ lệ nợ và khả năng sinh lời lại có những

nghiên cứu cho kết quả giữa hai chỉ tiêu này không có mối quan hệ³⁰.

Tỷ suất lợi nhuận ròng và Vòng quay tổng tài sản

Giữa NPR và ATO có mối quan hệ đáng kể³¹. Trong một nghiên cứu của Rakićević và cộng sự các tác giả kết luận, ATO thấp sẽ dẫn đến NPR thấp nghĩa là giữa ATO và NPR có mối quan hệ đồng biến³². Ngược lại Ricci³³ trong một nghiên cứu của mình lại kết luận có mối tương quan âm giữa ATO và NPR.

Như vậy có thể thấy đối với mối quan hệ giữa NPR với ATO và DTA, có nhiều kết quả nghiên cứu trái ngược nhau. Trong giới hạn của nghiên cứu này, nhóm tác giả đưa ra giả định không có mối quan hệ giữa DTA và ATO - nhóm tác giả sẽ xem xét mối quan hệ này ở các nghiên cứu tiếp theo.

MÔ HÌNH VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Mô hình nghiên cứu đề xuất

Dựa trên các nghiên cứu trước¹⁹⁻³³, nghiên cứu này đã thảo luận nhóm chuyên gia gồm: đại diện Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam, giám đốc tài chính và kế toán trưởng các công ty có cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và nhà nghiên cứu có kinh nghiệm về thị trường tài chính Việt Nam để xây dựng mô hình nghiên cứu. Hầu hết các chuyên gia đều thống nhất, hiệu quả quản lý của các công ty, dựa trên biến phụ thuộc là ROA bị ảnh hưởng bởi các yếu tố gồm: (i) NPR; (ii) DTA; (iii) ATO. Trong đó, NPR chịu ảnh hưởng của hai (02) yếu tố là: DTA và ATO. Việc thể hiện mối quan hệ trong mô hình nghiên cứu này được xem là mới so với các nghiên cứu trước đây.

Trong nghiên cứu này các biến được mã hóa như trong Bảng 1.

Mô hình nghiên cứu được trình bày tại Hình 1.

Các giả thiết của mô hình nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước và kết quả thảo luận, nhóm tác giả đề xuất các giả thiết nghiên cứu như sau:

Giả thiết nghiên cứu H1: DTA tác động ngược chiều lên ROA;

Giả thiết nghiên cứu H2: NPR tác động cùng chiều lên ROA;

Giả thiết nghiên cứu H3: ATO tác động cùng chiều lên ROA;

Giả thiết nghiên cứu H4: DTA tác động ngược chiều lên biến NPR;

Giả thiết nghiên cứu H5: ATO tác động cùng chiều lên NPR.

Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu được thiết kế theo phương pháp kết hợp định tính và định lượng với thiết kế “nhúng” vào trong (Embedded designs)³⁴, được tiến hành thông qua hai bước: (1) Nghiên cứu định tính, (2) và nghiên cứu định lượng và được thực hiện qua ba giai đoạn:

Giai đoạn 1, nội dung giai đoạn này tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính. Nghiên cứu đã tiếp cận 12 doanh nghiệp và tiến hành phỏng vấn 18 cán bộ quản lý, lãnh đạo phòng tài chính, phòng kế toán của doanh nghiệp để xác định các yếu tố là các chỉ số tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý doanh nghiệp. Sau đó nghiên cứu tiếp tục phỏng vấn sâu với 12 chuyên gia để xây dựng mô hình nghiên cứu. 100% các chuyên gia đều thống nhất, hiệu quả quản lý của các công ty, dựa trên biến phụ thuộc là khả năng sinh lợi (ROA) bị ảnh hưởng bởi các yếu tố gồm: (i) tỷ lệ lợi nhuận ròng; (ii) Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản; (iii) Vòng quay tổng tài sản. Trong đó, tỷ lệ lợi nhuận ròng lại bị ảnh hưởng bởi hai (02) yếu tố là: Vòng quay tổng tài sản và Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản.

Đặc biệt, trong quá trình nghiên cứu định tính, nhóm tác giả cũng nghi nhận sự nhận định của Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam¹ là ATO sẽ ảnh hưởng rất nhỏ đến hiệu quả quản lý của các Công ty.

Giai đoạn 2, trên cơ sở thu thập dữ liệu của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, giai đoạn này nghiên cứu đi vào phân tích gồm hai bước:

(1) **Bước 1**, nghiên cứu sẽ so sánh giá trị trung bình của các biến với mức trung bình của nền kinh tế, qua đó rút ra kết luận về DTA, NPR, ATO, DTA và ATO của ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu sẽ đi vào phân tích tương quan nhằm đánh giá được mối quan hệ giữa các biến, qua đó kiểm định bằng chứng thống kê các giả thiết từ H₁ đến H₅ đã nêu.

(2) **Bước 2**, nghiên cứu tiến hành phân tích hồi quy sử dụng mô hình hệ phương trình đồng thời với phương pháp hồi quy GMM (Generalized Method of Moment) với phần mềm xử lý số liệu Eviews 10.

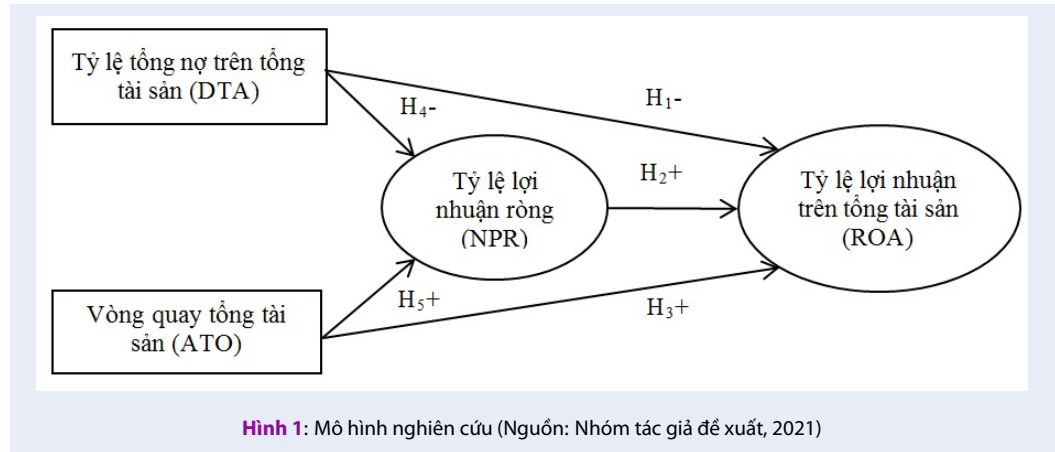
GMM được Lars Peter Hansen trình bày lần đầu tiên vào năm 1982 trong bài viết “Large Sample Properties of Generalized Methods of Moments Estimators”³⁵.

Một cách tổng quan, GMM là phương pháp tổng quát của rất nhiều phương pháp ước lượng phổ biến như OLS, MLE, FE, RE, GLS, IV, 2SLS... GMM là phương pháp ước lượng hiện đại, hiệu quả, khắc phục nhiều vấn đề trong hồi quy như tự tương quan, phương sai thay đổi Ngay cả trong điều kiện giả thiết nội sinh bị vi phạm, phương pháp GMM cho ra các hệ số ước lượng đáng tin cậy. Trong ước lượng GMM, các biến

Bảng 1: Mã hóa các biến nghiên cứu

| Tên biến | Vai trò | Đơn vị tính | Nguồn tham khảo | Mã hóa |
|-------------------------------------|-------------------------------|-------------|-----------------|--------|
| Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản | Biến phụ thuộc | Lần | 4-6,8 | ROA |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | Biến phụ thuộc, Biến độc lập. | Lần | 19,26 | NPR |
| Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản | Biến độc lập. | Lần | 22,23,26 | DTA |
| Vòng quay tổng tài sản | Biến độc lập. | Vòng | 20-22 | ATO |

(Nguồn: Đề xuất của nhóm tác giả, 2021)



nội sinh là các biến bị ảnh hưởng bởi các biến khác trong mô hình. Những biến nào trong mô hình mà nó có sự tương quan đến biến nội sinh và nó đồng thời không có tương quan với sai số ngẫu nhiên gọi là biến công cụ. Trong bài này các biến công cụ được chọn là DTA và ATO.

Trong phương pháp ước lượng GMM, khi số lượng điều kiện Moment lớn hơn số biến trong mô hình thì phương trình không thể xác định một nghiệm chính xác duy nhất (có nhiều nghiệm có thể thỏa mãn phương trình). Khi đó mô hình được gọi là xác định quá mức (overidentified).

Để kiểm hiện tượng xác định quá mức, nhóm tác giả sẽ sử dụng kiểm định J (J-test hay còn gọi là Sargan-test). Khi giá trị xác suất của thống kê $J < \alpha$ (nhóm tác giả chọn 5%), mô hình được đánh giá là không bị xác định quá mức. Để đánh giá ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy, nhóm tác giả sử dụng giá trị xác suất của thống kê t . Khi giá trị xác suất của thống kê $t < \alpha$ (nhóm tác giả chọn 5%), có cơ sở kết luận các hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê.

Kết quả hồi quy sẽ cho thấy được mức độ tác động của các biến phụ thuộc lên biến độc lập. Hướng tác động của các biến độc lập đối với biến phụ thuộc được sử dụng để kiểm định các giả thiết đã nêu từ H_1 đến H_5 được chấp nhận hay bác bỏ.

Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp thuộc dạng dữ liệu chéo là các chỉ số tài chính của các công ty trong ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2019 được thu thập qua trang web chuyên ngành về tài chính StockBiz³⁶. Các chỉ số tài chính được nghiên cứu gồm: ROA, NPR, DTA, ATO. Các chỉ số tài chính là số liệu kết quả hoạt động của các công ty trong năm 2019.

Mẫu khảo sát ban đầu là các công ty trong ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam gồm 1143 công ty, trong đó nhóm tác giả đã loại bỏ những công ty thuộc dạng đặc biệt như các công ty công nghiệp quốc phòng. Sau khi loại bỏ các quan sát không phù hợp như các công ty không có thông tin hay thông tin về các chỉ số cần nghiên cứu không đầy đủ, các outlier (dựa trên tiêu chuẩn Rstudent), số mẫu thực tế đưa vào nghiên cứu gồm có 621 công ty.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Trong mẫu nghiên cứu 621 công ty, có 507 công ty thuộc ngành công nghiệp, chiếm tỷ lệ 81.64% và 114

doanh nghiệp thuộc ngành hàng tiêu dùng, chiếm tỷ lệ 18.46%. Kết quả so sánh mức trung bình các chỉ số của ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng với giá trị các chỉ số đó của nền kinh tế² được thể hiện như Bảng 2.

Kết quả Bảng 2 cho thấy: Mức trung bình của ROA trong mẫu 3.36%, so với mức trung bình của nền kinh tế Việt Nam là 2.78%² thì lợi nhuận trên tổng tài sản của các công ty trong ngành công nghiệp và tiêu dùng của Việt Nam cao hơn 46%.

Mức trung bình của NPR trong mẫu 2.68%, so với mức trung bình của nền kinh tế Việt Nam là 4.20%², cho thấy NPR của các công ty trong ngành công nghiệp và tiêu dùng của Việt Nam thấp hơn 1.52% mức trung bình chung.

Mức trung bình của DTA trong mẫu khoảng 0.58 so với mức trung bình của nền kinh tế Việt Nam là 0.75² cho thấy DTA của các công ty trong ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng của Việt Nam khá thấp chỉ bằng 77% mức trung bình chung.

Mức trung bình của ATO trong mẫu khoảng 1.13 vòng/năm so với mức trung bình của nền kinh tế Việt Nam là 0.70 vòng/năm², cho thấy ATO của các công ty trong ngành công nghiệp và tiêu dùng của Việt Nam cao hơn 0.43 vòng/năm so với mức trung bình chung.

Kết quả phân tích hồi quy

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả tiến hành hồi quy hệ phương trình đồng thời với Phương pháp GMM. Các biến công cụ được sử dụng là hệ số tự do C, ATO, DTA. Kết quả hồi quy hệ phương trình đồng thời như Bảng 3.

Kiểm định sự hợp lý của các biến quan sát sau ước lượng GMM, nhóm tác giả sử dụng kiểm định J (J-test hay còn gọi là Sargan-test). Kết quả hồi quy cho giá trị xác suất của thống kê J (J-statistic) bằng 0.000 < 0.1. Như vậy, có thể kết luận ở mức ý nghĩa 1%, hàm hồi quy không bị xác định quá mức. Giá trị xác suất của thống kê $t < 0.00$, có cơ sở để kết luận, các hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%.

Giá trị R bình phương hiệu chỉnh (Adjusted R-squared) bằng 0.65, cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được 65% sự biến thiên của biến phụ thuộc ROA.

Dựa vào kết quả phân tích, hệ phương trình hồi quy được xác định như sau:

$$ROA = 0.63 \cdot NPR - 0.51 \cdot DTA + 1.73 \cdot ATO \quad (1)$$

$$NPR = 5.36 - 4.63 \cdot DTA \quad (2)$$

THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Kết quả nghiên cứu tại phương trình (1) và (2) cho thấy ảnh hưởng của các biến NPR, DTA và ATO đến ROA. Thứ tự ảnh hưởng ảnh hưởng của các biến như sau:

Thứ nhất, ATO có ảnh hưởng lớn nhất với hệ số ảnh hưởng là (+) 1.73, kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Muritala²¹ nhưng ngược lại kết quả nghiên cứu của Warrad và Omari²², Tehrani và cộng sự³¹. Đặc biệt kết quả nghiên cứu này cũng khác với nhận định của Hiệp hội kinh doanh chứng khoán Việt Nam¹ khi đưa ra nhận định ATO sẽ ảnh hưởng rất nhỏ đến hiệu quả quản lý của các Công ty.

Thứ hai, NPR có ảnh hưởng (+) 0.63 tới ROA, kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Khamidah và cộng sự (2018).

Thứ ba, DTA có ảnh hưởng (-) 0.51 tới ROA kết quả này tương đồng với các kết quả nghiên cứu của Huang và Song²³.

Giá trị các chỉ số nhìn chung đều tốt hơn rất nhiều so với mức trung bình của nền kinh tế. ROA của ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng cao hơn 46%, ATO cao hơn 0.43 vòng/năm, DTA thấp hơn 17%, tuy nhiên NPR lại thấp hơn 1.52% so với mức trung bình chung của nền kinh tế. Kết hợp hướng tác động, độ lớn các hệ số hồi quy, so sánh mức độ trung bình các tỷ số NPR, DTA, và ATO của ngành với mức trung bình của nền kinh tế cho thấy các tỷ số này đều tốt hơn, từ đó dẫn đến kết quả mức trung bình của tỷ số ROA các ngành này cao hơn 46% so với mức trung bình của nền kinh tế Việt Nam.

Ngoài ra, kết quả hồi quy tại phương trình (1) và (2) cho thấy DTA và ROA có mối tương quan âm, nghĩa là khi tỷ lệ nợ trên tài sản của doanh nghiệp càng lớn thì kết quả tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản đạt được càng nhỏ. Kết quả này cũng cho thấy giả thiết H1 là phù hợp. NPR và ATO có tác động cùng chiều tới ROA nghĩa là doanh nghiệp càng có tỷ suất lợi nhuận biên và vòng quay tài sản càng lớn thì tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản đạt được càng lớn. Kết quả này cũng cho thấy các giả thiết H2, H3 nêu trên là phù hợp. Giữa DTA và NPR có tương quan nghịch biến. Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của doanh nghiệp càng lớn thì kết quả tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản đạt được càng thấp. Kết quả này cũng cho thấy giả thiết H4 là phù hợp. Với bộ số liệu trong nghiên cứu này, nhóm tác giả không tìm thấy mối liên hệ có ý nghĩa thống kê giữa ATO và NPR. Kết quả này cho thấy chưa có cơ sở để chấp nhận giả thiết H5.

Bảng 2: Giá trị thống kê các biến

| Các biến | ROA (%) | NPR (%) | DTA (lần) | ATO (vòng) |
|------------------------------------|---------|---------|-----------|------------|
| Trung bình | 3.36 | 2.68 | 0.58 | 1.13 |
| Giá trị trung bình của nền kinh tế | 2.78 | 4.20 | 0.75 | 0.70 |

(Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả, 2021)

Bảng 3: Kết quả hồi quy hệ phương trình đồng thời

| Hệ phương trình: $ROA = C(1)*DTA + C(2)*ATO + C(3)*NPR$ | | | |
|---|---------------|---------------|---------------------|
| $NPR = C(4)*DTA + C(5)$ | | | |
| Biến công cụ: DTA ATO C | | | |
| | Hệ số hồi quy | Độ lệch chuẩn | Xác suất thống kê t |
| C(1) | | 0.193 | 0.0081 |
| C(2) | 1.73 | 0.129 | 0.0000 |
| C(3) | 0.63 | 0.046 | 0.0000 |
| C(4) | | 0.502 | 0.0000 |
| C(5) | 5.36 | 0.345 | 0.0000 |
| J-statistic | | 0.000 | |
| R-squared | 0.652 | | |
| Adjusted R-squared | 0.650 | | |

(Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả, 2021)

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý QUẢN TRỊ

Kết luận

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 621 công ty năm 2019, thuộc các ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng để nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng của NPR, ATO và DTA đến hiệu quả quản lý của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bằng phương pháp hồi quy GMM, sử dụng hệ phương trình đồng thời với phần mềm xử lý số liệu Eviews 10, kết quả nghiên cứu cho thấy có ba yếu tố là các tỷ số tài chính có ảnh hưởng đến hiệu quả quản lý của các công ty (đại diện bằng hệ số Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản), trong đó ảnh hưởng lớn nhất là Vòng quay tổng tài sản, tiếp đến là Tỷ suất lợi nhuận ròng và cuối cùng là Tỷ số nợ trên tài sản. Bên cạnh đó, yếu tố Tỷ suất lợi nhuận ròng lại bị ảnh hưởng bởi Tỷ số nợ trên tài sản.

Hàm ý quản trị

Từ kết quả nghiên cứu thu được, nhóm tác giả có một số khuyến nghị đối với các nhà quản lý doanh nghiệp trong ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng và các nhà đầu tư:

Đối với các nhà quản lý doanh nghiệp: Từ kết quả nghiên cứu cho thấy các doanh nghiệp ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng có thể so sánh tỷ số

ROA của mình với mức trung bình trong nghiên cứu này để đánh giá hiệu quả quản lý của doanh nghiệp (dựa trên chỉ số ROA). Bằng cách so sánh ROA của các đơn vị kinh doanh chiến lược với mức trung bình của chỉ số ROA trong nghiên cứu như là một mốc tham chiếu, các nhà hoạch định chiến lược của các công ty trong các ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng có thể đánh giá hiệu quả quản trị của các đơn vị kinh doanh chiến lược. Từ đó có thể xem xét các ngành kinh doanh nào nên tăng đầu tư, ngành nào nên giảm để tăng mức độ hiệu quả trong quản lý.

Để nâng cao hiệu quả quản lý, các doanh nghiệp cần tập trung cải thiện ATO. Việc đẩy nhanh ATO có thể thực hiện bằng cách giảm giá bán, mặc dù dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhưng nó giúp giảm nhu cầu về vốn của doanh nghiệp từ đó giảm được DTA và nâng cao được hiệu quả quản lý. Việc giảm ATO dẫn đến giảm DTA không những giúp nâng cao năng cao hiệu quả quản lý mà còn giúp nâng cao mức độ ổn định của doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp có thể cải thiện ROA bằng cách mạnh dạn thanh lý những tài sản có vòng quay thấp để chuyển thành tiền mặt. Nguồn thu từ việc thanh lý này sẽ dùng trả bớt nợ hoặc tăng vốn chủ sở hữu từ đó làm giảm DTA.

Các doanh nghiệp cũng có thể chuyển các tài sản ở các bộ phận, các lĩnh vực hoạt động có NPR và ATO thấp sang những nơi cao hơn. Tuy nhiên, vấn đề này cần phải có sự nhìn nhận sáng suốt, sự quyết đoán của lãnh đạo doanh nghiệp và một vài điều kiện thuận lợi nhất định.

Đối với các nhà đầu tư: Khi so sánh các công ty trong cùng ngành công nghiệp và ngành hàng tiêu dùng, các nhà đầu tư nên quan tâm trước tiên đến ATO thay vì NPR, tiếp theo mới đến NPR và cuối cùng là DTA. Các nhà đầu tư có thể sử dụng kết quả nghiên cứu này như một tham chiếu khi so sánh hiệu quả quản lý của các công ty trong các ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng với các công ty trong các ngành khác.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

ROA: Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản
GDP: Tổng sản phẩm trong nước
ATO: Số quay vòng tổng tài sản
ROA: Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản
ROE: Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
ROS: Lợi nhuận trên doanh thu
NPR: Tỷ suất lợi nhuận ròng
DTA: Tỷ số nợ trên tổng tổng tài sản
GMM: Generalized Method of Moments

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Bài viết không có xung đột lợi ích.

ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Bài báo: Đánh giá hiệu quả quản trị công ty qua các tỷ số tài chính: nghiên cứu trường hợp các công ty ngành công nghiệp và hàng tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nhiệm vụ của các tác giả trong nhóm như sau:

Trần Quang Cảnh: Thực hiện thống kê phân tích;
Phan Thị Đông Hoài: Thực hiện sưu tầm tài liệu;
Vũ Trúc Phúc: Thực hiện viết bài.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. VASB. Báo cáo hoạt động thị trường chứng khoán Việt Nam. Association of Securities Business: Hiệp hội kinh doanh chứng khoán, 2019.
2. VietnamFinance. Toàn văn 'Sách Trắng doanh nghiệp Việt Nam 2020' của Eurocham. VietnamFinance. 2020; Available from: <https://vietnamfinance.vn/news-20180504224240516.htm>.
3. Linh NTM, Toàn BN, Thăng NQ. Relationships between Real Estate Markets and Economic Growth in Vietnam. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business 2019; 6: 121-128; Available from: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no1.121>.
4. Rutkowska-Ziarko A. The Influence of Profitability Ratios and Company Size on Profitability and Investment Risk in the Capital Market. Folia Oeconomica Stetinensia 2015; 15: 151-161; Available from: <https://doi.org/10.1515/foli-2015-0025>.
5. Novy-Marx R. The other side of value: The gross profitability premium. Journal of Financial Economics 2013; 108: 1-28; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.003>.
6. e JS, e RN. The Interaction of Internal Determinants and Decisions on Capital Structure at the Baltic Listed Companies. Engineering Economics 2007; 7-17.
7. Anwar Y, Murwaningsari E. The Effect of Credit Risk and Capital Adequacy Ratio Upon Return on Asset (a Case Study at Banking Listed in Indonesia Stock Exchange). The Accounting Journal of Binaniaga 2017; 2: 267751; Available from: <https://doi.org/10.33062/ajb.v2i02.101>.
8. Lesáková L. Uses and Limitations of Profitability Ratio Analysis in Managerial Practice. In: Proceedings-5th International Conference on Management, Enterprise and Benchmarking (MEB 2007). Óbuda University, Keleti Faculty of Business and Management, 2007, pp 259-264.
9. Fahlevi MR, Marlinah A. The influence of liquidity, capital structure, profitability and cash flows on the company's financial distress. Jurnal Bisnis dan Akuntansi 2018; 20: 59-68; Available from: <https://doi.org/10.34208/jba.v20i1.409>.
10. Ahmed R, Bhuyan R. Capital Structure and Firm Performance in Australian Service Sector Firms: A Panel Data Analysis. Journal of Risk and Financial Management 2020; 13: 214; Available from: <https://doi.org/10.3390/jrfm13090214>.
11. Phương NTN. Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á 2020; 29: 05-20.
12. Phương NC. Áp dụng mô hình Modified Jones với dữ liệu chéo: Nghiên cứu hành vi quản trị lợi nhuận của các công ty niêm yết khi phát hành thêm cổ phiếu. Tạp chí phát triển kinh tế 2017; : 32-49.
13. Nhị VV, Trang HC. Hành vi điều chỉnh lợi nhuận và nguy cơ phá sản của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. HCM. Tạp chí phát triển kinh tế 2019; : 48-57.
14. Tân TTGT, Thanh TTT. Ảnh hưởng của chất lượng hoạt động kiểm toán nội bộ đến hành vi điều chỉnh lợi nhuận: Nghiên cứu thực nghiệm tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á 2020; 29: 05-24.
15. Gabrusiewicz W. Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie Warszawa: PWE 2014.
16. Sartono A. Financial management theory and applications (4th ed.). Yogyakarta: BPFE, 2010.
17. Kasmir. Bank and Other Financial Institutions. PT Raja Grafindo Persada: Jakarta 2006; 6.
18. Sawir A. Financial Performance Analysis and Corporate Financial Planning. Gramedia Pustaka Utama: Jakarta 2008.
19. Vũ K. VASB tổng kết công tác hoạt động năm 2019. Kinh tế chứng khoán Việt Nam. 2019; Available from: <https://kinhtechungkhoan.vn/vasb-tong-ket-cong-tac-hoat-dong-nam-2019-56250.html>.
20. Khamidah A, Gagah E, Fathoni A. Analysis of the effect of gross profit margin (gpm), earning per share (eps), debt to equity ratio (der), net profit margin (npm) on return on assets (roa) (study on property and real estate companies listed on the indonesia stock exchange year 2012 - 2016). Journal of Management 2018; 4; Available from: <https://jurnal.unpand.ac.id/index.php/MS/article/view/913>.
21. Muritala TA. An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms' Performance in Nigeria. IJAME 2018; 01: 116-124.
22. Warrad L, Omari R. The Impact of Turnover Ratios on Jordanian Services Sectors' Performance. Journal of Modern Accounting and Auditing 2015; Vol. 11: 77-85; Available from: <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2015.02.001>.
23. Huang G, Song FM. The determinants of capital structure: Evidence from China. China Economic Review 2006; 17: 14-36; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007>.
24. Ahmed U, Shah S, Qureshi MA, Sayed MHS, Khuwaja F. Nurturing Innovation Performance Through Corporate Entrepreneurship: The Moderation of Employee Engagement. Studies in Business and Economics 2018; 13: 20-30; Available from: <https://doi.org/10.2478/sbe-2018-0017>.

25. Burja C. Factors Influencing The Companies' Profitability. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica* 2011; 2: 3-3; Available from: <https://doi.org/10.29302/oeconomica.2011.13.2.3>.
26. Arsov S, Naumoski A. Determinants of capital structure: an empirical study of companies from selected post-transition economies. *Zb.radEkon.fakRij* 2016; 34: 119-146; Available from: <https://doi.org/10.18045/zbefri.2016.1.119>.
27. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 1986; 76: 323-29.
28. Ting IWK, Lean HH. Capital Structure of Government-Linked Companies in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance (AAMJAF)* 2011; 7: 137-156.
29. Sorana V. Determinants of Return on Assets in Romania: A Principal Component Analysis. *Timisoara Journal of Economics and Business* 2015; 8: 32-47; Available from: <https://doi.org/10.1515/tjeb-2015-0003>.
30. Ebaid I. The Impact of Capital Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt. *Journal of Risk Finance, The* 2009; 10: 477-487; Available from: <https://doi.org/10.1108/15265940911001385>.
31. Tehrani R, Abadeh S, Sadegh Abadeh M. Evaluation of the Return on Assets in Various Industries of Tehran Stock Exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings* 2016; 4: 1491-1497.
32. A. Rakičević, P. Milošević, B. Petrović, D. G. Radojević. DuPont Financial Ratio Analysis Using Logical Aggregation. Springer International Publishing, 2016; Available from: <https://www.springerprofessional.de/en/soft-computing-applications/6652414?tocPage=1>.
33. Ricci CW. Sector variations in the total asset turnover/operating profit margin relationship. *Journal of Financial and Economic Practice* 2012; 12: 47-57.
34. Creswell JW. *Educational research*. Upper Saddle River, NJ: Pearson Education. 2005.
35. Hansen LP. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica* 1982; 50: 1029-1054; Available from: <https://doi.org/10.2307/1912775>.
36. stockbiz.vn. Ngành nghề | Danh sách phân ngành doanh nghiệp theo chuẩn ICB; Available from: <https://www.stockbiz.vn/Industries.aspx?view=1>.

Evaluating the effectiveness of corporate governance through financial indicators: A case study of industrial and consumer goods companies listed on the Vietnamese stock market

Tran Quang Canh^{1,*}, Phan Thi Dong Hoai², Vu Truc Phuc¹



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

The purpose of this paper is to evaluate the influence of some financial ratios on the management performance, represented by ROA of companies listed on the Vietnamese stock market. The study utilizes the simultaneous equation model, GMM regression method with data of 621 companies in industrial and consumer goods sectors in 2019. The research results show three factors that are financial ratios that affect the management efficiency of companies (represented by the Ratio of return on assets), of which the biggest influence is Asset turnover, followed by the Net profit margin and Debt-to-assets ratio. Besides, the factor of Net profit ratio is affected by the Debt-to-asset ratio. The results of this study are different from those of previous research and with the assessment of the Vietnam Securities Business Association¹ when stating that asset turnover has a considerably minor influence on the management efficiency of companies. From the research conclusions, the authors propose management implications to help companies improve management efficiency, and investors evaluate the effectiveness of companies' management regarding building investment portfolios.

Key words: Management efficiency, Financial ratios, Stock market, GMM

¹Hong Bang International University

²Hoa Sen University

Correspondence

Tran Quang Canh, Hong Bang International University

Email: canhtq@hiu.vn

History

- Received: 07/6/2021
- Accepted: 04/10/2021
- Published: 20/11/2021

DOI : 10.32508/stdjelm.v6i1.849



Copyright

© VNU-HCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Canh T Q, Hoai P T D, Phuc V T. **Evaluating the effectiveness of corporate governance through financial indicators: A case study of industrial and consumer goods companies listed on the Vietnamese stock market.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(1):2133-2141.