BỘ GIÁO DỰC VÀ ĐÀO TẠO TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI NGỮ - TIN HỌC TP. HỒ CHÍ MINH

LÂM HỒNG NGỌC

NHỮNG NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CHẾ BIẾN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH

THÀNH PHỐ HÒ CHÍ MINH, NĂM 2018

BỘ GIÁO DỰC VÀ ĐÀO TẠO TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI NGỮ - TIN HỌC TP. HỒ CHÍ MINH

LÂM HỒNG NGỌC

NHỮNG NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH CHẾ BIẾN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

> Ngành: QUẨN TRỊ KINH DOANH Mã số: 60.34.01.02

LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẨN TRỊ KINH DOANH

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: TS. NGUYỄN NGỌC HUY

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH, NĂM 2018

LÒI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan khóa luận này là do tự bản thân thực hiện và không sao chép các công trình nghiên cứu của người khác để làm sản phẩm của riêng mình. Các thông tin thứ cấp sử dụng trong khóa luận là có nguồn gốc và được trích dẫn rõ ràng. Tôi xin hoàn toàn chịu trách nhiệm về tính xác thực và nguyên bản của khóa luận.

Tác giả luận văn

LÂM HỒNG NGỌC

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

BMI	Business Monitor International
DNVVV	Doanh nghiệp vừa và nhỏ
HĐQT	Hội đồng quản trị
HNX	Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HSX	Sở giao dịch chứng khoán Tp Hồ Chí Minh
ROA	Return on assets (Tỷ số lợi nhuận trên tài sản)
ROE	Return on sales (Tỷ số lợi nhuận trên doanh thu)
ROS	Return on equity (Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu)
TNDN	Thu nhập doanh nghiệp
VCSH	Vốn chủ sở hữu

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỀU

Bång 3-1	Quy trình nghiên cứu	28
Bång 3-2	Lựa chọn biến nghiên cứu	32
Bång 3-3	Cách đo lường biến phụ thuộc	35
Bång 3-4	Cách đo lường biến độc lập	36
Bång 3-5	Tóm tắt các giả thuyết nghiên cứu và dự đoán dấu	39
Bång 3-6	Nguồn thu thập dữ liệu nghiên cứu	41
Bång 4-1	Thống kê mô tả các biến	57
Bång 4-2	Ma trận hệ số tương quan giữa các biến	60
Bång 4-3	Kết quả tính toán hệ số VIF cho các biến độc lập	60
Bång 4-4	Kết quả kiểm định Hausman	61
Bång 4-5	Kết quả ước lượng cho mô hình với biến phụ thuộc ROA	62
Bång 4-6	Kết quả ước lượng cho mô hình với biến phụ thuộc ROE	63
Bång 4-7	Kết quả nghiên cứu so với kỳ vọng dấu	64
Bång 4-8	Kết quả kiểm định nhân tử Lagrange	67
Bång 4-9	Kết quả kiểm định Woolridge	68

DANH MỤC CÁC HÌNH VỄ, ĐỒ THỊ

Hình 2-1.	Khái quát về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp	11
Đồ thị 4-1	Quy mô hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm	45
Đồ thị 4-2	Hiệu quả hoạt động ROA theo quy mô	46
Đồ thị 4-3	Hiệu quả hoạt động ROE theo quy mô	46
Đồ thị 4-4	Hiệu quả hoạt động ROA theo thời gian niêm yết	49
Đồ thị 4-5	Hiệu quả hoạt động ROE theo thời gian niêm yết	49
Đồ thị 4-6	Hiệu quả hoạt động ROA theo đòn bẩy tài chính	51
Đồ thị 4-7	Hiệu quả hoạt động ROE theo đòn bẩy tài chính	51
Đồ thị 4-8	Hiệu quả hoạt động ROA theo trình độ học vấn của CEO	53
Đồ thị 4-9	Hiệu quả hoạt động ROE theo trình độ học vấn của CEO	53
Đồ thị 4-10	Hiệu quả hoạt động ROA theo giới tính của CEO	55
Đồ thị 4-11	Hiệu quả hoạt động ROE theo giới tính của CEO	55
Đồ thị 4-12	Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm	56

MỤC LỤC

Lời cam đoan	i
Danh mục từ viết tắt	ii
Danh mục các bảng biểu	iii
Danh mục các hình vẽ, đồ thị	iv
MŲC LŲC	V
CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU	1
1.1. Vấn đề nghiên cứu	1
1.2. Lí do chọn đề tài	2
1.3. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu	4
1.3.1. Mục tiêu nghiên cứu	4
1.3.2. Câu hỏi nghiên cứu	4
1.4. Phạm vi nghiên cứu và đối tượng nghiên cứu	5
1.4.1. Đối tượng nghiên cứu	5
1.4.2. Phạm vi nghiên cứu	5
1.5. Phương pháp nghiên cứu	5
1.6. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài	6
1.7. Cấu trúc luận văn	6
Γóm tắt chương 1	8
CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ	À
CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG	9
2.1. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	9
2.1.2. Khái niệm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	9
2.1.2. Đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	10
2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	14
2.2.1. Các nghiên cứu trên thế giới	14
2.2.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam	23
Tóm tắt chương 2	27

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU	28
3.1. Quy trình nghiên cứu	28
3.2. Phương pháp nghiên cứu	28
3.2.1. Thống kê mô tả	29
3.2.2. Phân tích tương quan	29
3.2.3. Lựa chọn phương pháp xử lý dữ liệu	29
3.3. Mô hình nghiên cứu	32
3.3.1. Các biến nghiên cứu	32
3.3.2. Mô hình nghiên cứu	36
3.4. Dữ liệu nghiên cứu và nguồn thu thập dữ liệu	40
3.4.1. Xác định mẫu nghiên cứu	40
3.4.2. Nguồn thu thập dữ liệu	40
Tóm tắt chương 3	42
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU	43
4.1. Thực trạng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến th	ıực
phẩm tại Việt Nam giai đoạn 2011-2016	43
4.1.1. Giới thiệu doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm	43
4.1.2. Đặc thù của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm	44
4.1.3	56
Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm	56
4.2. Kiểm định thực chứng các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của c	các
doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm	57
4.2.1. Thống kê mô tả	57
4.2.2. Phân tích tương quan	59
4.2.3. Lựa chọn phương pháp ước lượng	60
4.2.4. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy	62
4.2.5. Phân tích kết quả nghiên cứu	64
4.2.6. Các kết quả kiểm định độ tin cậy của mô hình nghiên cứu	67
Kết luận chương 4	69

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ	70
5.1. Kết luận	70
5.1.1. Kết quả đạt được về nghiên cứu lý thuyết	70
5.1.2. Kết quả đạt được về mặt ý nghĩa thực tiễn	70
5.2. Một số kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp	
ngành chế biến thực phẩm	71
5.2.1. Chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính	71
5.2.2. Cơ chế quản trị vốn lưu động	72
5.2.3. Loại bỏ quan điểm ưu tiên nam giới	73
5.2.4. Khuyến khích CEO nâng cao kiến thức chuyên môn	73
5.3. Hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo	73
TÀI LIỆU THAM KHẢO	75
PHU LUC	

CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VẤN ĐỀ NGHIỆN CỨU

1.1. Vấn đề nghiên cứu

Phần lớn các doanh nghiệp khi tiến hành sản xuất kinh doanh đều phải đặt mục tiêu hiệu quả lên hàng đầu. Doanh nghiệp sản xuất kinh doanh có hiệu quả là doanh nghiệp cung cấp được các sản phẩm và dịch vụ thỏa mãn được nhu cầu của người tiêu dùng. Doanh nghiệp hoạt động hiệu quả cũng là doanh nghiệp đầu tàu góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển.

Các nghiên cứu trước đã tìm ra nhiều nhân tố có ảnh hưởng tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bao gồm các nhân tố xuất phát từ môi trường bên ngoài doanh nghiệp và cả các nhân tố xuất phát từ bản thân nội tại của doanh nghiệp. Đồng thời, mỗi ngành nghề kinh doanh đều có những đặc điểm riêng, do đó mà các doanh nghiệp hoạt động trong những ngành nghề kinh doanh khác nhau thì chịu tác động bởi các nhóm nhân tố tác động khác nhau. Cho đến nay, đã có rất nhiều nghiên cứu cả lý thuyết lẫn thực chứng kiểm tra các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các nghiên cứu được thực hiện cho tổng thể thị trường và nghiên cứu cho một ngành đặc thù trong nền kinh tế cũng đã được nhiều tác giả thực hiện.

Theo như học viên nhận thấy, các nghiên cứu về chủ đề này trong thời gian gần đây quan tâm hơn đến vai trò của người phụ nữ ở vị trí quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu lại cho kết quả chưa thống nhất và đôi khi là trái chiều nhau. Một mặt, các nghiên cứu điển hình như nghiên cứu của **Singh & Vinnicombe** (2004) cho rằng, tỷ lệ nữ giới không có mối quan hệ rõ ràng với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hay nghiên cứu của **Lee & James** (2007) lại phát hiện ra rằng, việc thuê một giám đốc điều hành nữ sẽ có mối tương quan âm với giá cổ phiếu của công ty niêm yết. Mặt khác, **Tate & Yang** (2015) và **Ho et al.** (2015) lại cho thấy rằng các nhà điều hành doanh nghiệp là nữ giới có tác động tích cực lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, các nghiên cứu tìm hiểu mối quan hệ này tại Việt Nam chưa nhiều, đặc biệt, theo như học viên tìm hiểu được thì nghiên cứu riêng trong phạm vi ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam vẫn chưa được tác

giả nào thực hiện.

Việt Nam tự hào là quốc gia có truyền thống lâu đời về việc phụ nữ tham gia hoạt động kinh doanh, và so với nhiều nền kinh tế tương tự, Việt Nam có ít sự khác biệt giữa địa vị pháp lý của nam giới và nữ giới. Tuy nhiên, mặc dù cảm nhận chung là các thách thức mà nữ giới và nam giới phải đối mặt trong việc điều hành doanh nghiệp là không có nhiều khác biệt, nhưng vẫn tồn tại những quan niệm sai lầm ảnh hưởng đến hình ảnh và tiềm năng tăng trưởng của các doanh nhân nữ và các doanh nghiệp do phụ nữ làm chủ. Do đó, vấn đề nghiên cứu về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong đó có tìm hiểu về tác động của nhân tố giới tính nữ của CEO là một vấn đề đáng được quan tâm hiện nay.

1.2. Lí do chọn đề tài

Như đã trình bày trên đây, vấn đề nghiên cứu đã được nhiều tác giả thực hiện trên thế giới và cả ở trong nước. Tuy nhiên, đặt trong bối cảnh hiện tại, học viên thực hiện đề tài nghiên cứu với mẫu đại diện là các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vì hai lý do sau đây:

Thứ nhất, ngành chế biến thực phẩm là ngành công nghiệp mà Việt Nam đang có nhiều lợi thế và đầy tiềm năng. Quy tụ phần lớn những đại gia giàu có nhất sàn chứng khoán, ngành chế biến thực phẩm ở nước ta nói chung và các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm nói riêng đang ngày càng nóng lên với sự gia nhập thị trường của hàng loạt nhà đầu tư trong và ngoài nước. Trong những năm trở lại đây, với ưu thế của một quốc gia dân số trẻ và tốc độ đô thị hóa mạnh mẽ, thị trường Việt Nam trở thành thị trường mục tiêu của rất nhiều đại gia bán lẻ đến từ Nhật Bản, Hàn Quốc và Thái Lan. Trong bối cảnh này, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm đang phải đối đầu với những áp lực cạnh tranh không hề nhỏ. Bên cạnh đó, các lo ngại về việc bị thâu tóm và triệt tiêu bởi cách doanh nghiệp ngoại là hoàn toàn có cơ sở. Dưới góc nhìn của nhà quản trị doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam, vấn đề nghiên cứu các nhân tố tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong giai đoạn hiện nay là hết sức cần thiết.

Thứ hai, thực tế cho thấy chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống có quan hệ tỷ lê thuân với đà tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Cùng với sư phục hồi của nền kinh tế sau khủng hoảng, sức cầu cho sản phẩm ngành chế biến thực phẩm cũng ngày càng tặng lên. Tuy nhiên, doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm nhìn chung vẫn còn nhỏ lẻ và manh mún. Bởi vì, xét trên bình diện chung, các doanh nghiệp nội địa trong ngành chế biến thực phẩm có quy mô còn khá khiệm tốn so với các doanh nghiệp nước ngoài. Các doanh nghiệp lớn và có đủ sức cạnh tranh với doanh nghiệp ngoại như Vinamilk, Masan, Sabeco hay Vinacafe chỉ đếm được trên đầu ngón tay. Bên cạnh đó, người tiêu dùng Việt Nam với tâm lý chuộng tiêu dùng đồ ngoại (hay còn gọi là tâm lý sính ngoại) đã góp phần làm gia tăng ngày càng nhiều các thương hiệu hàng tiêu dùng quốc tế. Đây sẽ là lợi thế giúp các doanh nghiệp nước ngoài dần dần chiếm lĩnh thị trường trong nước nếu các doanh nghiệp trong nước không đẩy mạnh hoạt động quảng bá thương hiệu. Một ví dụ cụ thể là trong năm 2015, Sabeco dù đạt sản lượng 1,38 tỷ lít bia nhưng qua năm 2016 thì gần như không có tăng trưởng. Nhưng Heineken đã lần đầu tiên vươt qua Sabeco để vươn lên vi trí thứ 2 về sản lượng trong nhóm ngành bia, một phân ngành nhỏ của ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam. Ví dụ thứ hai là trường hợp giai đoạn kể từ năm 2015 cho tới nay, khi thuế suất thuế nhập khẩu giảm xuống còn 0% đối với một số mặt hàng bánh keo. Điều này dẫn đến hiện tượng thị trường bánh keo trong nước phải đối mặt với áp lực cạnh tranh không hề nhỏ: đó là sự xuất hiện ồ at của các mặt hàng bánh keo được nhập khẩu từ nhiều nước trong khu vực ASEAN như: Malaysia, Indonesia và Thái Lan. Ngoài ra, trong thời gian sắp tới, khi các Hiệp đinh thương mai tư do (FTA) có hiệu lưc và việc áp dung lộ trình cắt giảm thuế suất đi vào thực tế, hàng hóa nhập khẩu thâm nhập vào thị trường Việt Nam càng thuận lợi hơn nữa. Vì vậy, trong giai đoan hiện nay, áp lực canh tranh và nguy cơ bi chiếm lĩnh thi phần ngay trên sân nhà của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm là rất lớn. Do đó, vấn đề tìm ra lời giải đáp cho bài toán nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm càng cấp bách hơn bao giờ hết.

Xuất phát từ tầm quan trọng và sự cần thiết phải tìm hiểu các nhân tố tác

động đến hiệu quả hoạt động nhằm giúp cho các công ty ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả hoạt động. Học viên quyết định chọn đề tài: "Những nhân tố tác động tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam". Qua đó nhằm đề xuất các giải pháp để nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm, giúp các doanh nghiệp kịp thời có những chính sách phù hợp với hoạt động kinh doanh của mình tránh được nguy cơ bị chiếm lĩnh thị phần cũng như bị thâu tóm bởi các doanh nghiệp ngoại.

1.3. Mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu

1.3.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu nghiên cứu tổng quan của đề tài là tìm hiểu các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khóa Việt Nam. Để giải quyết mục tiêu tổng quan trên, học viên xác định các mục tiêu nghiên cứu cụ thể sau đây:

- (1) Xác định các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.
- (2) Đề xuất các giải pháp ứng dụng kết quả nghiên cứu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

1.3.2. Câu hỏi nghiên cứu

Để giải quyết các mục tiêu nghiên cứu trên, học viên đặt ra các câu hỏi nghiên cứu

- (1) Các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm là những nhân tố nào?
- (2) Quan hệ tác động của các nhân tố trên đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm ra sao?
- (3) Áp dụng kết quả nghiên cứu trên như thế nào để giúp các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm nâng cao hiệu quả hoạt động?

1.4. Phạm vi nghiên cứu và đối tượng nghiên cứu

1.4.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài là các nhân tố tác động tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong luận văn này, nhằm mục tiêu xác định những yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, học viên chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động theo hướng tiếp cận mục tiêu, hiệu quả hoạt động được hiểu là hiệu quả tài chính.

1.4.2. Phạm vi nghiên cứu

- Phạm vi nghiên cứu của đề tài về thời gian là trong giai đoạn 2011-2016.
- Phạm vi nghiên cứu của đề tài về không gian là các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết ở hai Sở giao dịch Chứng khoán Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội.

1.5. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng với sự hỗ trợ của phần mềm Microsoft Excel và Stata 13 để kiểm định sự ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nguồn dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu là các số liệu thứ cấp được lấy từ báo cáo tài chính đã kiểm toán, báo cáo quản trị và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (tại Sở giao dịch Chứng khoán Tp Hồ Chí Minh và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội). Dữ liệu trong nghiên cứu là dữ liệu thời gian theo tần suất năm được thu thập từ 57 doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2011–2016. Do dữ liệu nghiên cứu vừa theo thời gian vừa theo không gian nên học viên sử dụng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng trong nghiên cứu này. Đối với phân tích hồi quy bằng dữ liệu bảng, học viên sử dụng 2 mô hình: mô hình đánh giá tác động cố định FEM (Fixed effects model) và mô hình đánh giá tác động ngẫu nhiên REM

(Random effects model). Đồng thời, học viên cũng sử dụng các kiểm định để xem xét tính phù hợp giữa hai mô hình trên.

1.6. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài

Về mặt lý luận, đề tài tổng hợp những kiến thức tổng quan cũng như kết quả các công trình nghiên cứu trên thế giới về vấn đề liên quan đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và các nhân tố tác động. Từ đó, cung cấp cho người đọc nền tảng lý thuyết nhằm lý giải những sự việc, hiện tượng xoay quanh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, các kết quả của đề tài có thể trở thành cơ sở phát triển cho những nghiên cứu tiếp theo theo hướng sâu hơn nhằm làm rõ những yếu tố ở khía cạnh đặc điểm của người điều hành doanh nghiệp trong mối quan hệ với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp đó tại Việt Nam.

Về mặt thực tiễn, học viên hy vọng bài nghiên cứu này có thể giúp các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam nói riêng và các doanh nghiệp niêm yết nói chung nhận ra được vai trò quan trọng của người điều hành doanh nghiệp trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, ứng dụng các kết quả nghiên cứu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong giai đoạn sắp tới. Bên cạnh đó, những nhà đầu tư sử dụng thông tin doanh nghiệp có thể đánh giá một phần về hoạt động của doanh nghiệp qua các thông tin về người điều hành và đặc thù trong hoạt động của doanh nghiệp. Từ đó, nhà đầu tư có thể đưa ra quyết định đầu tư một cánh đúng đắn, tránh được rủi ro.

Nhìn chung, kết quả của nghiên cứu này có thể làm cơ sở và hỗ trợ những nghiên cứu sau trong việc tiếp cận số liệu, so sánh đối chiếu khi thực hiện những mô hình thực nghiệm khác nhau. Đối với những người hoạt động trong lĩnh vực tài chính, bài nghiên cứu có thể giúp họ có được một cái nhìn rộng và sâu hơn trong việc đánh giá các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.

1.7. Cấu trúc luận văn

Luận văn có kết cấu gồm 5 chương và được bố cục như sau:

Chương 1: Tổng quan vấn đề nghiên cứu;

Chương 2: Cơ sở lý thuyết;

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu;

Chương 4: Kết quả và thảo luận;

Chương 5: Kết luận và kiến nghị.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

Trong phần giới thiệu tổng quan, học viên đã trình bày tính cấp thiết của vấn đề nghiên cứu về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ đó, học viên đã xác định mục tiêu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu cùng với phương pháp nghiên cứu. Bên cạnh đó, học viên cũng cho thấy được ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài nghiên cứu trong giai đoạn hiện nay.

CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG

2.1. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

2.1.2. Khái niệm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp xuất phát từ khái niệm hiệu quả kinh doanh, phản ánh quan điểm của quản lý chiến lược và là một cấu phần của hiệu quả tổ chức (Venkatran & Ramanujan, 1986).

Có nhiều cách hiểu khác nhau về khái niệm hiệu quả kinh doanh. **Paul Samuelson** (1991) cho rằng: "Hiệu quả sản xuất diễn ra khi xã hội không thể tăng sản lượng của một lượng hàng hóa mà không cắt giảm sản lượng của một loại hàng hóa khác. Một nền kinh tế có hiệu quả nằm trong giới hạn khả năng sản xuất của nó". Xuất phát điểm của hướng tiếp cận này đề cập tới khía cạnh phân bổ có hiệu quả các nguồn lực kinh tế với mục tiêu đạt được việc sử dụng mọi nguồn lực trên đường giới hạn khả năng sản xuất, từ đó làm cho nền kinh tế có hiệu quả. Rõ ràng là, với xuất phát điểm như trên, mức hiệu quả này là hiệu quả cao nhất mà mỗi nền kinh tế có thể đạt được vì năng lực sản xuất của mọi doanh nghiệp đều là có giới han.

Một số nhà quản trị học lại quan niệm hiệu quả kinh doanh được xác định bởi tỷ số giữa kết quả đạt được và chi phí phải bỏ ra để đạt được kết quả đó. Nhà kinh tế học người Đức, **Manfred Kuhn (1991)** cho rằng: "*Tính hiệu quả cao được xác định bằng cách lấy kết quả tính theo đơn vị giá trị chia cho chi phí kinh doanh*". Ngoài ra, còn có quan điểm cho rằng "*Hiệu quả là một phạm trù kinh tế, nó xuất hiện và tồn tại từ xã hội chiếm hữu nô lệ đến xã hội chủ nghĩa. Hiệu quả kinh doanh thể hiện trình độ sử dụng các yếu tố cần thiết tham gia vào hoạt động sản xuất kinh theo mục tiêu nhất định" (Nguyễn Đình Giao, 1997). Theo định nghĩa này, bản chất của phạm trù hiệu quả và những nhân tố hợp thành vận động theo những hướng khác nhau, nhất là trong những hình thái xã hội có quan hệ sản xuất khác nhau. Định nghĩa này cũng đã phản ánh mối quan hệ tương quan giữa kế quả thu được và toàn bộ chi phí bỏ ra để có kết quả đó, phản ánh được chất lượng của hoạt động*

kinh tế đó. Trong xã hội chủ nghĩa, phạm trù hiệu quả vẫn tồn tại vì sản phẩm xã hội sản xuất ra vẫn là hàng hóa. Do các tài sản thuộc quyền sở hữu của Nhà nước, toàn dân và tập thể, hơn nữa mục đích của nền sản xuất xã hội chủ nghĩa đáp ứng nhu cầu càng tăng của mọi thành viên trong xã hội nên bản chất của phạm trù hiệu quả cũng khác với quan điểm của trường phái tư bản chủ nghĩa.

Xét trên bình diện các quan điểm kinh tế học khác nhau cũng có nhiều ý kiến khác nhau về hiểu như thế nào về hiệu quả kinh doanh. Nhà kinh tế học **Smith** (1976) cho rằng: "Hiệu quả là kết quả đạt được trong hoạt động kinh tế, là doanh thu tiêu thụ hàng hóa". Như vậy, hiệu quả được đồng nghĩa với chỉ tiêu phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh, có thể do tăng chi phí mở rộng sử dụng nguồn lực sản xuất. Nếu cùng một kết quả hoạt động có hai mức chi phí khác nhau thì theo quan điểm này doanh nghiệp cũng đạt hiệu quả.

Quan điểm của **Coelli et al.** (2005) lại cho rằng: "Hiệu quả kinh doanh có thể xác định theo nhiều cách, thước đo để đo hiệu quả là một tỷ lệ giữa đầu ra và đầu vào". Quan điểm này có ưu điểm là đã bám sát mục tiêu của nền sản xuất xã hội chủ nghĩa là không ngừng nâng cao đời sống vật chất và tinh thần cho người dân. Nhưng khó khăn ở đây là phương tiện để đo lường thể hiện tư tưởng định hướng đó.

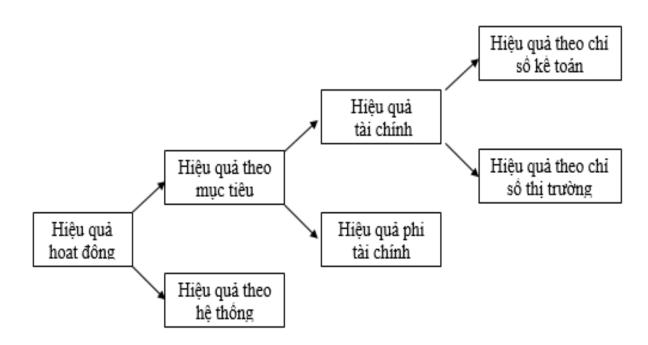
2.1.2. Đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Xuất phát từ các hướng tiếp cận khác nhau về khái niệm hiệu quả hoạt động nên cũng có nhiều cách đo lường khác nhau. Nhìn chung, có hai hướng tiếp cận phổ biến trong đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, hướng tiếp cận mục tiêu cho rằng tùy thuộc vào mục tiêu của tổ chức trong từng thời kỳ, từng giai đoạn mà hiệu quả hoạt động được hiểu là hiệu quả tài chính hay hiệu quả phi tài chính. Đối với các doanh nghiệp có mục tiêu là tối đa hóa lợi nhuận thì hiệu quả được đo lường bằng các chỉ số tài chính, hay hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cũng là hiệu quả tài chính. Đối với các doanh nghiệp không đặt mục tiêu lợi nhuận lên trên hết thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng các yếu tố phi tài chính như hiệu quả quản lý, hiệu quả xã hội.

Thứ hai, hướng tiếp cận theo hệ thống lại cho rằng, hiệu quả phải là hiệu quả

của toàn hệ thống, được đo bằng hiệu quả của tất cả các bộ phận trong doanh nghiệp gộp lại như: bộ phận R&D, marketing, bán hàng, chăm sóc khách hàng, quản lý...Theo cách tiếp cận này, có khá nhiều các mô hình nhằm đo lường như: bảng điểm cân bằng của **Kaplan & Norton**, lăng kính hiệu suất của **Kennerly & Neely**, ma trận đo lường hiệu quả của **Keegan**, kim tự tháp Smart của **Lynch & Cross**. Tóm lại, khái niệm về hiệu quả hoạt động được hệ thống theo hình sau:



Hình 0-1: Khái quát về hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Nguồn: (Linh. L. T. T, 2012)

Trong luận văn này, nhằm mục tiêu xác định những yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, học viên chọn cách đo lường hiệu quả hoạt động theo hướng tiếp cận mục tiêu, hiệu quả hoạt động được hiểu là hiệu quả tài chính. Vì với các doanh nghiệp niêm yết, mục tiêu về lợi nhuận là mục tiêu hàng đầu trong hoạt động của doanh nghiệp. Mục tiêu về lợi nhuận cũng là mục tiêu trung gian giúp chủ sở hữu đạt được mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, do ban giám đốc của doanh nghiệp cũng theo đuổi mục tiêu lợi nhuận nhằm đạt được các khoản thưởng thù lao và qua đó tối đa hóa lợi ích của mình theo lý thuyết đại diện.

Do đó, cách tiếp cận hiệu quả hoạt động từ khía cạnh hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong luận văn này là hợp lí. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp theo các chỉ số kế toán bao gồm ROE, ROA và ROS.

↓ Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)

Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu phản ánh hiệu quả sử dụng vốn là tỷ số giữa lợi nhuận sau thuế và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Công thức tính như sau:

Tỷ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu(%) =
$$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} \times 100\%$$

Chỉ tiêu này phản ánh cứ một đồng vốn bỏ ra thì tạo ra bao nhiều đồng lợi nhuận hay nói cách khác khả năng tạo ra lợi nhuận của một đồng vốn chủ sở hữu. Để tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, các nhà quản trị có thể gia tăng khả năng cạnh tranh nhằm nâng cao doanh thu, đồng thời giảm chi phí làm gia tăng lợi nhuận thuần. Hoặc doanh nghiệp có thể sử dụng tài sản hiệu quả hơn bằng cách nâng cao vòng quay tài sản hay nói cách khác doanh nghiệp tạo ra nhiều doanh thu hơn từ những tài sản sẵn có của doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có thể nâng cao tỷ số này lên bằng cách nâng cao đòn bẩy tài chính tức là vay nợ để tăng vốn đầu tư.

👃 Tỷ số lợi nhuận trên doanh thu (ROS)

Tỷ số lợi nhuận trên doanh thu là một chỉ số tài chính dùng để theo dõi tình hình sinh lời của doanh nghiệp. Đây là chỉ số chỉ ra mối quan hệ giữa lợi nhuận ròng và doanh thu của doanh nghiệp, công thức tính như sau:

Tỷ số lợi nhuận trên doanh thu (%) =
$$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Doanh thu}} \times 100\%$$

Chỉ tiêu này phản ánh lợi nhuận chiếm bao nhiêu phần trăm trong doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Hay nói cách khác, chỉ tiêu này cho biết một đồng doanh thu tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận. Tỷ số này mang giá

trị dương cho thấy hoạt động kinh doanh có lãi, tỷ số càng lớn càng thể hiện doanh nghiệp có lãi càng lớn. Ngược lại, tỷ số này mang giá trị âm đồng nghĩa với tình trạng hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đang trong ở trong trạng thái thua lỗ. Bởi vì, tỷ số này bị ảnh hưởng bởi giá bán (yếu tố hình thành nên doanh thu) và chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Do đó, khi giá bán cao, doanh thu tăng hoặc giảm chi phí sản xuất hoặc khi cả hai tình huống xảy ra thì tỷ số này sẽ tăng.

↓ Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA)

Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) hay còn gọi là chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản. Tỷ số này là tỷ số tài chính dùng để đo lường khả năng sinh lời trên một đồng tài sản của doanh nghiệp. Nếu tỷ số này lớn hơn 0, thì có nghĩa là doanh nghiệp hoạt động sinh lãi. Tỷ số này càng cao cho thấy doanh nghiệp hoạt động càng hiệu quả. Còn nếu tỷ số này nhỏ hơn 0, thì hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đang thua lỗ. Mức lãi hay lỗ được đo bằng phần trăm của giá trị bình quân tổng tài sản của doanh nghiệp. Do đó, tỷ số này cho biết hiệu quả quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập cho doanh nghiệp.

Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (%) =
$$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$
 X 100%

Hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp chịu tác động của nhiều nhân tố. Tuy nhiên, nhân tố ảnh hưởng nhiều và quyết định đến hiệu suất sử dụng tài sản của doanh nghiệp là khoa học và công nghệ. Khoa học và công nghệ phát triển thì đồng nghĩa với việc doanh nghiệp tăng năng lực sản xuất, giảm bớt chi phí, nâng cao khả năng cạnh tranh trên thị trường. Song, mặt trái của sự phát triển của khoa học và công nghệ chính là làm cho tài sản của doanh nghiệp nhanh bị hao mòn vô hình. Thậm chí có những máy móc, thiết bị mới chỉ nằm trên các dự án mà đã bị lạc hậu. Bên cạnh đó, yếu tố con người cũng có tác động nhiều đến hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Nhà quản trị doanh nghiệp có hướng đi đúng đắn, chiến lược đầu tư hợp lý thì doanh nghiệp sẽ sử dụng tài sản hiệu quả, từ đó dẫn đến sản xuất kinh doanh có hiệu quả.

2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

2.2.1. Các nghiên cứu trên thế giới

2.2.1.1. Quy mô của doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động

Quy mô của doanh nghiệp là một trong những nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Quy mô đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của một doanh nghiệp, vì nó ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp đó bằng nhiều cách. Chính vì thế, quy mô doanh nghiệp được coi là một yếu tố quyết định quan trọng đến lợi nhuận. Nghiên cứu của **Pervan & Višić (2012)** tập trung sự chú ý vào quy mô doanh nghiệp và đánh giá ảnh hưởng của nó đối với lợi nhuận của doanh nghiệp. Phân tích được tiến hành trong giai đoạn 2002-2010 và kết quả cho thấy kích thước doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đáng kể đối với lợi nhuận. Có nhiều lý do để lý giải cho sự ảnh hưởng của quy mô. Cụ thể, các công ty lớn hơn có sức mạnh kinh tế, tiềm lực lớn hơn nên kiếm được lợi nhuận cao hơn. Ngoài ra, các công ty lớn có danh tiếng hơn, khả năng tài chính vượt trội hơn nên có lợi thế hơn khi tham gia đấu thầu hoặc đàm phán một dự án nào đó.

Nhiều nghiên cứu nhấn mạnh mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận, quy mô doanh nghiệp càng lớn có nghĩa là lợi nhuận của doanh nghiệp càng nhiều. Amoroso (2015) cho rằng doanh nghiệp có quy mô lớn là doanh nghiệp có lực lượng sản xuất đạt trình độ kỹ thuật cao, có khả năng tham gia cạnh tranh với kỹ thuật tiên tiến và hiện đại, có đội ngũ cán bộ nghiên cứu khoa học và kỹ thuật chất lượng. Ở khía cạnh khác, Bogliacino & Pianta (2013) cho rằng doanh nghiệp có quy mô lớn là doanh nghiệp có khả năng đa dạng hóa nghiệp vụ kinh doanh, sản xuất nhiều loại sản phẩm, kinh doanh rộng rãi nhiều ngành nghề, hình thành thay đổi trên thị trường trong nước và ngoài nước. Nghiên cứu của Malik (2011) cũng chỉ ra rằng quy mô của doanh nghiệp có mối quan hệ dương với lợi nhuận của doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cho thấy không có mối quan hệ giữa lợi nhuận và tuổi của công ty nhưng lai có mối quan hệ đáng kể giữa lợi nhuận và quy mô.

Theo Kokko & Sjöholm (2004), khi tiến hành một nghiên cứu về sự phát

triển và xu hướng hội nhập kinh tế quốc tế của các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Việt Nam, các học viên nhận thấy các doanh nghiệp ở Việt Nam chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, hạn chế của các doanh nghiệp vừa và nhỏ là hạn chế về vốn và sự tăng trưởng của doanh nghiệp cũng chậm hơn so với các doanh nghiệp lớn. Nguyên nhân là do cơ cấu hệ thống tài chính của Việt Nam tại thời điểm đó chưa có nhiều chính sách hỗ trợ đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

2.2.1.2. Thời gian hoạt động của doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động

Một doanh nghiệp thành lập lâu năm, có thời gian hoạt động nhiều, có nhiều kinh nghiệm trong sản xuất kinh doanh thì hoạt động sản xuất kinh doanh hiệu quả hơn so với doanh nghiệp mới đi vào hoạt động. Panco & Korn (1999) chỉ ra rằng tuổi của doanh nghiệp hay số năm hoạt động của doanh nghiệp có ảnh hưởng đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Claudio Loderer & Klaus Neusser (2008) khảo sát thời gian hoạt động ảnh hưởng đến sự sống còn và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp cho thấy rằng vấn đề ở các doanh nghiệp dường như là tương đồng với nhau: xác suất tồn tai của một doanh nghiệp thời gian đầu hoạt động độc lập hiệu quả nhưng về sau lại giảm đi. Có vẻ như các công ty hoạt động lâu dài bị mất đi tính độc lập và phải tìm kiếm sự giúp đỡ để hoạt đông. Hiệu suất hoạt động trở nên suy giảm hơn theo độ tuổi. Các công ty làm tốt nhất trong thời gian đầu thành lập và sau đó bắt đầu đi xuống. Với các công ty niêm yết, khoảng 15 đến 20 năm sau khi niệm vết, ho bắt đầu kém hơn so với một công ty trung bình trong ngành. Tuy nhiên, vẫn có một số ít công ty khi đến chiều dốc đi xuống của thời gian hoạt đông vẫn có thể thay đổi để biến đổi mọi thứ xung quanh và đưa công ty trẻ hóa trở lai như thời kỳ đầu hoat đông, nhưng đây là những trường hợp hiếm hoi. Nhìn chung, quá trình lão hóa cũng là một vấn đề đối với các doanh nghiệp.

Ở một nghiên cứu khác, **Agarwal & Gort** (2002) lại cho rằng những công ty hoạt động lâu năm trong ngành có kiến thức, năng lực và kỹ năng bị lỗi thời không cập nhật được xu thế thị trường. Thậm chí tổ chức của công ty đó bị mục nát. **Sørensen et al.** (2000) lập luận rằng thời gian hoạt động của công ty ảnh hưởng đến

hiệu quả hoạt động của công ty. Cụ thể, hoạt động tổ chức của các công ty có thời gian hoạt động lâu sẽ mang tính ì, có xu hướng không linh hoạt và không đánh giá cao sự thay đổi trong môi trường kinh doanh.

2.2.1.3. Đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động

Các doanh nghiệp luôn phải đối mặt với vấn đề cân nhắc sử dụng các nguồn vốn một cách hợp lý. Bởi vì, trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, để đạt hiệu quả tối ưu nhất, các doanh nghiệp cần tiếp cận các nguồn vốn, đặc biệt là với những phương án kinh doanh có quy mô lớn, đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn. Cấu trúc vốn (hay đòn bẩy tài chính) là thuật ngữ tài chính thường được sử dụng nhằm mô tả nguồn gốc và phương pháp hình thành nguồn vốn mà doanh nghiệp sử dụng trong hoạt động sản xuất như để tài trợ tmua sắm tài sản, phương tiện sản xuất và các hoạt động kinh doanh khác. Mọi doanh nghiệp đều cần vốn trong hoạt động kinh doanh và do đó, vốn là một trong các nhân tố có ý nghĩa quyết định trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Thông thường, có ba nguồn chính hình thành nên vốn trong doanh nghiệp, đó là các nguồn: vốn tự có, vốn ngân sách Nhà nước cấp và vốn vay. Trong tài chính, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp là yếu tố đặc trưng cho cấu trúc vốn, và được xác định theo công thức sau:

Tỷ số nợ trên tổng tài sản
$$=\frac{\text{Tổng số nợ}}{\text{Tổng tài sản}} \text{x} 100\%$$

Lý thuyết cơ bản nhất về cấu trúc vốn có thể kể đển là lý thuyết của Modigliani & Miller (1963) (sau đây gọi tắt là M&M). Lý thuyết M&M cho rằng trường hợp giả định không có thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN), cấu trúc vốn không có tác động ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp hoặc ngược lại, doanh nghiệp không có cách nào để làm gia tăng giá trị thông qua việc thay đổi cấu trúc vốn. Năm 1963, tác giả của lý thuyết M&M đã đưa thuế TNDN vào mô hình nghiên cứu và đi đến kết luận bổ sung như sau: trong điều kiện có thuế TNDN, giá trị của doanh nghiệp không có vay nợ cộng với hiện giá của "lá chắn thuế" bằng giá trị

doanh nghiệp có vay nợ. Tương tự, Myers (1976) kết luận rằng chính những mâu thuẫn giữa nhóm các cổ đông là các nhà quản lý và các trái chủ trong một công ty có sử dụng nợ vay có thể làm giảm động cơ đầu tư vào những cơ hội kinh doanh. Bên canh đó, nghiên cứu của Daniel Cîrciumaru Ph et al. (2010) nhằm xem xét các biến số báo cáo tài chính có khả năng ảnh hưởng đến lợi nhuân của công ty, dữ liệu tài chính công ty và kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận trên tài sản của công ty. Nghiên cứu cho thấy quan hệ giữa tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và các chỉ tiêu tài chính của 40 công ty niệm yết trên thị trường chứng khoán Bucharest của Romania trong giai đoạn 2007-2010. Theo nghiên cứu của Berger & Bonaccorsi di Patti (2006), lý thuyết quản trị doanh nghiệp dự báo rằng đòn bẩy ảnh hưởng đến chi phí của doanh nghiệp và do đó dẫn đến ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Bài nghiên cứu đã đề xuất một cách tiếp cận mới để kiểm tra lý thuyết này bằng cách sử dụng hiệu quả lợi nhuận hoặc lợi ích của một công ty, bằng cách sử dụng lần đầu mô hình phương trình đồng thời. Kết quả đưa ra rằng dữ liêu về ngành ngân hàng Hoa Kỳ phù hợp với lý thuyết và kết quả có ý nghĩa thống kê, có ý nghĩa kinh tế. Nghiên cứu của **Yu** (2017) trên mô hình VAR đưa ra kết quả mở rộng rằng đòn bẩy có tác động tích cực đến lợi nhuận trong tương lai. Các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới như nghiên cứu của Memon et al. (2012) tại Pakistan, nghiên cứu nhằm khảo sát tác đông của cơ cấu vốn đối với hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp và kết quả cho thấy tất cả các yếu tố quyết định cấu trúc vốn là đáng kể. Nghiên cứu của Tze San Senior Lecturer & Boon Heng (2011) cũng cho thấy rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là vấn đề nhận được sự quan tâm đáng kế của các nhà nghiên cứu cũng như những người quản lý công ty. Bên canh đó, nghiên cứu của Muritala (2012) xem xét mức tối ưu của cơ cấu vốn và thấy được rằng tài sản hữu hình là một yếu tố thúc đẩy cấu trúc vốn.

Tuy nhiên, những kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cho đến thời điểm hiện tại vẫn còn chưa thống nhất. Kết quả ước lượng của **Abor** (2005) cho thấy, ảnh hưởng đồng biến của

tỷ lê nơ trên tổng tài sản lên tỷ suất lợi nhuân trên vốn chủ sở hữu của 20 công ty niêm yết tại Ghana trong giai đoạn 1998-2002. Ủng hộ cho kết luận của Abor (2005), Gill et al. (2011) cũng quan sát thấy, mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và hệ số ROE trong mẫu gồm 272 công ty dịch vụ và sản xuất niệm yết tại New York giai đoan 2005-2007. Trái ngược hoàn toàn với những kết luân trên, Majumdar & Chhibber (1999) tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về mối quan hệ ngược chiều giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính dựa trên mẫu quan sát gồm 1.000 công ty tại Ấn Độ trong giai đoạn 1988-1994. Nghiên cứu của **Gleason** et al. (2000) cũng cho thấy, ảnh hưởng tiêu cực của tỷ lệ nợ trên tổng tài sản lên hệ số ROA của các công ty trong ngành bán lẻ tại 14 quốc gia ở Châu Âu. Hay **Zeitun** & Tian (2007) nghiên cứu 167 công ty tại Jordan trong giai đoạn 1989- 2003 cũng cho kết quả tương tự. Các tác giả Chinmoy Ghosh & Raja Nag (2000) cho rằng đòn bấy tài chính như một lực tác động lên doanh nghiệp làm khuếch đại khả năng tài chính của doanh nghiệp nhưng nó như con dao hai lưỡi. Nếu không biết sử dung đúng lúc, đúng thời điểm sẽ khiến doanh nghiệp gặp không ít rủi ro về tài chính. Ghosh (2012) đã nghiên cứu các công ty Ân Độ, xác minh rằng các công ty càng lớn thì có đòn bẩy càng cao; ngoài ra, khi nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ hội tăng trưởng và đòn bẩy thì kết quả cho thấy rằng các công ty ít đòn bẩy có nhiều khả năng phát triển hơn. Trong khi đó, Ebaid (2009) và Muritala (2012) cho thấy mối quan hệ âm giữa hiệu quả tài chính và đòn bẩy tài chính. Tóm lại, cho đến nay có rất nhiều nghiên cứu xem xét tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên các kết quả nghiên cứu lai cho ra những kết quả khác nhau và vẫn còn gây nhiều tranh cãi.

2.2.1.4. Tính thanh khoản và hiệu quả hoạt đông

Đây là yếu tố quan trọng đề quyết định khả năng hoạt động cũng như là một chỉ tiêu không thể thiếu để đánh giá thanh khoản của một doanh nghiệp. Khả năng thanh toán gồm các chỉ tiêu:

- Khả năng thanh toán ngắn hạn: cho biết một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng tài sản ngắn hạn

Khả năng thanh toán ngắn hạn =
$$\frac{\text{Tổng tài sản ngắn hạn}}{\text{Tổng nợ ngắn hạn}}$$

Nhà quản trị doanh nghiệp cần hải duy trì chỉ tiêu này, để giá chỉ tiêu luôn lớn hơn hoặc bằng 1 đồng nghĩa với việc tổng tài sản ngắn hạn phải lớn hơn tổng nợ ngắn hạn. Khả năng thanh toán ngắn hạn của một doanh nghiệp lớn hơn 1 cho thấy doanh nghiệp có khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn tốt.

- Khả năng thanh toán nhanh: cho biết khi không tính đến hàng tồn kho thì một đồng nợ ngắn hạn được bảo đảo bằng bao nhiêu đồng tài sản ngắn hạn

Khả năng thanh toán nhanh =
$$\frac{\text{Tổng tài sản ngắn hạn} - \text{Hàng tồn kho}}{\text{Tổng nợ ngắn hạn}}$$

Một doanh nghiệp sản xuất kinh doanh có hiệu quả là một doanh nghiệp có hàng tồn kho thấp. Hệ số này nếu nhỏ hơn 1 đồng nghĩa với việc sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp không mang lại hiệu quả cao.

- Khả năng thanh toán tức thời: chỉ tiêu này cho biết một đồng nợ của công ty được đảm bảo bằng bao nhiêu đồng tiên mặt và các khoản tương đương tiền

Khả năng thanh toán tức thời =
$$\frac{\text{Tiền mặt } + \text{Các khoản tương đương tiền}}{\text{Tổng nợ ngắn hạn}}$$

Chỉ tiêu này cũng được nhà quản trị duy trì ở mức lớn hơn hoặc bằng 1. Khả năng thanh toán tức thời sẽ cho thấy công ty có khả năng trang trải nợ ngắn hạn bằng tiền mặt. Tuy nhiên, nhà quản trị cũng cần cân nhắc mức độ cất giữ tiền mặt và các khoản tương đương tiền tại quỹ một cách hợp lý, tránh tình trạng dự trữ quá nhiều tiền mà không có khả năng sinh lời.

Thanh khoản đề cập đến mức độ nợ đến hạn trong vòng 12 tháng tới có thể được thanh toán bằng tiền mặt hoặc các tài sản có thể chuyển đổi thành tiền mặt. Tính thanh khoản cho thấy khả năng chuyển đổi một tài sản thành tiền mặt nhanh chóng và phản ánh khả năng của công ty khi kinh doanh vốn lưu động ở mức bình

thường. Một công ty có thể sử dụng tài sản lỏng để tài trợ các hoạt động và đầu tư của mình khi không có nguồn tài chính bên ngoài hoặc nó là quá tốn kém. Mặt khác, thanh khoản cao hơn sẽ cho phép một công ty dễ đối phó với những bất ngờ và với các nghĩa vụ của nó trong thời gian có thu nhập thấp (Liargovas et al., 2011). Tính thanh khoản cao cho phép một doanh nghiệp vượt qua những tình huống bất ngờ và vượt qua khó khăn trong thời kỳ khủng hoảng. Nghiên cứu của Almajali & Alamro (2012) cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn của một doanh nghiệp có tác động dương lên hiệu suất hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Qua đó cho thấy rằng, các doanh nghiệp cần tăng tài sản ngắn hạn và giảm nợ ngắn hạn vì mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa khả năng thanh toán ngắn hạn và hiệu suất hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Pervan & Višić (2012) lại cho thấy rằng tính thanh khoản không có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận. Tương tự, Saridakis et al. (2013) nghiên cứu các tác động mang tính ràng buộc của thanh khoản cho thấy rằng sự tác động đó là không đáng kể đến sự phát triển của công ty.

2.2.1.5. Trình độ học vấn của CEO và hiệu quả hoạt động

Một trong các yếu tố thể hiện năng lực của lãnh đạo doanh nghiệp liên quan đến trình độ học vấn. Thông thường, với trình độ học vấn càng cao, các quyết định của lãnh đạo sẽ mang đến những cơ hội thành công nhiều hơn cho doanh nghiệp. Các nhà nghiên cứu đã cho thấy trình độ học vấn của CEO có ảnh hưởng đến công ty. Gottesman & Morey (2006) đã thực nghiệm kiểm tra mối quan hệ giữa chất lượng của giáo dục và điều hành công ty. Đây là một vấn đề quan trọng bởi vì nhiều nghiên cứu đã đưa ra giả thuyết rằng các nhà quản lý có trình độ học vấn cao hơn sẽ có khả năng nhận thức tốt hơn, đào tạo hoặc quan hệ xã hội có thể cải thiện hoạt động của công ty. Sau khi nghiên cứu đã cho ba kết quả trong phân tích như sau: (i) Thứ nhất, căn cứ vào số điểm trung bình của các CEO từ các trường uy tín trong các chương trình đại học và sau đại học, rất ít bằng chứng cho thấy các công ty có CEO từ các trường có uy tín đó lại hoạt động tốt hơn các công ty có CEO với các trường kém uy tín hơn. (ii) Thứ hai, các tác giả nhận thấy rằng các công ty do các CEO quản lý là Thạc sỹ Quản trị Kinh doanh hoặc các văn bằng Luật không thực hiện tốt

hơn các công ty có CEO mà không có bằng sau đại học. (iii) Thứ ba, các tác giả cũng nhận thấy rằng mức bồi dưỡng cho CEO từ các trường có uy tín sẽ cao hơn so với các CEO từ các trường khác. Nghiên cứu tiếp theo sau đó, **Gottesman & Morey** (2015) trong nỗ lực đầu tiên để thực nghiệm kiểm tra mối quan hệ giữa nền tảng giáo dục của giám đốc điều hành và kết quả tài chính công ty. Sử dụng một mẫu tương đối rộng bao gồm 390 công ty Hoa Kỳ nhưng không tìm thấy bằng chứng đáng kể nào cho thấy loại hình hoặc sự lựa chọn của việc giáo dục của CEO có liên quan đến kết quả tài chính công ty. Kết quả cho thấy rằng trình độ học vấn của CEO không phải là một yếu tố quan trọng làm cho thành tích tài chính của công ty trở nên tốt hơn hoặc tồi tệ hơn.

Một nhóm nghiên cứu xem xét khía cạnh về mối quan hệ giữa trình độ, lĩnh vực của CEO và hiệu quả hoạt động của công ty như Reger (1997) và Baker & Wurgler (2002) đều nhận thấy rằng loại bằng cấp mà CEO có được ảnh hưởng đến hoạt động và phát triển của công ty. Ví dụ, các CEO có bằng cấp trong lĩnh vực kỹ thuật chi tiêu đáng kể hơn cho hoạt động nghiên cứu kỹ thuật hơn các CEO có bằng cấp trong Kinh Doanh hoặc Luật. Theo Graham & Harvey (2001), các CEO và giám đốc tài chính (Chief Financial Officer, CFO) có bằng MBA (Master of Business Administration, bằng thạc sĩ chuyên ngành quản trị kinh doanh) thường có nhiều khả năng hơn các nhà quản lý khác trong việc sử dụng các kỹ thuật như NPV (net present value, giá trị hiện tại ròng) để dự toán ngân sách và mô hình định giá tài sản, vốn, chi phí tính vốn.

Một nhóm riêng cứu khía cạnh khác đã khảo sát mối quan hệ giữa việc chọn lọc giáo dục và hoạt động của công ty. Nghiên cứu của **Frey & Detterman (2004)** cho thấy rằng điểm thi tuyển sinh có tương quan chặt chẽ với các bài kiểm tra thông minh và do đó các CEO từ các trường có điểm thi đầu vào cao hơn thì thông minh hơn. Do đó, họ có thể quản lý công ty tốt hơn vì họ có nhiều kiến thức hơn, thông tin hơn để xử lý. **Maxam et al. (2006)** cũng có cùng quan điểm cho thấy hiệu suất vượt trội hơn của các nhà quản lý với bằng cấp từ các trường hàng đầu của Hoa Kỳ. Hơn nữa, **Belliveau et al. (1996)** và **Borgatti et al. (1998)** nhận ra rằng các CEO từ

các trường nổi tiếng thì có nhiều quan hệ với các quan chức chính phủ, có thể cải thiện được hiệu suất của công ty. Ví dụ, một CEO có liên kết xã hội mạnh mẽ với các chính trị gia và các nhà hoạch định chính sách có thể giúp công ty biết được nhiều thông tin chính trị cũng như nhận được các khoản cắt giảm của chính phủ hoặc hưởng các ưu đãi về thuế. Một nghiên cứu khác cho rằng, cấp lãnh đạo là cấp kiểm soát cao nhất có chức năng giám sát các quyết định và quản lý một cách hiệu quả để gia tăng hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do vậy, cấp lãnh đạo phải am hiểu tất các các vấn đề liên quan đến hoạt đến hoạt động của doanh nghiệp hay nói cách khác hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc trình độ chuyên môn của cấp lãnh đạo (**Adam & Ferreira, 2007**).

2.2.1.6. Tổng giám đốc là nữ giới và hiệu quả hoạt động

Cùng với sự phát triển của xã hội hiện đại, vai trò của nữ giới ngày càng được công nhận. Các nhà quản lý doanh nghiệp là nữ thường chiếm tỷ lệ thấp nhưng đang dần gia tăng trong xã hội hiện đại. Do đó, vai trò của các nhà quản lý nữ ngày càng được nghiên cứu rông rãi ở các quốc gia. Nhiều nghiên cứu cho thấy, doanh nghiệp được điều hành bởi nữ giới sẽ có nhiều lợi ích hơn nam giới, do đó, doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Các lợi ích theo như Burke & McKeen (1996) là mức độ ảnh hưởng tích cực đến sự phát triển nghề nghiệp của các đồng nghiệp khác, theo như Singh & Vinnicombe (2004) là độ am hiểu phân khúc thị trường của doanh nghiệp, còn theo Smith et al. (2006) thì là kinh nghiệm cả trong công việc cũng như kinh nghiệm trong cuộc sống. Các lợi ích này sẽ trực tiếp và gián tiếp tác đông tích cực đến hiệu quả hoạt đông của doanh nghiệp. Ngoài ra, một nghiên cứu khác còn lập luận rằng, mức đô thân trong và khả năng chấp nhân rủi ro của nữ giới tốt hơn nam giới, do đó, CEO nữ có tác động tích cực trong việc gia tặng lợi nhuân và han chế rủi ro trong hoạt đông của doanh nghiệp (Khan & Vieito, 2013). Các nhà nghiên cứu gần đây theo quan điểm của lý thuyết ràng buộc các nguồn lực và lý thuyết các bên liên quan đều đánh giá cao vai trò của nữ giới trong việc điều hành doanh nghiệp. Theo đó, Tate & Yang (2015) cho rằng CEO nữ không những góp phần mang lại nhiều lợi ích kinh tế cho doanh nghiệp mà còn xây dựng môi trường làm việc thân thiện hơn và chi trả lương công bằng hơn. **Ho et al.** (2015) cũng cho rằng các CEO nữ hành xử công bằng, không tự tin thái quá và có tính thận trọng cao hơn so với CEO nam, và do đó, công ty có CEO là nữ giới hoạt động hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, cũng tồn tại những quan điểm trái chiều về mối quan hệ giữa giới tính nữ của CEO và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Fairlie & Rob (2009) cho rằng các CEO nữ có nguồn vốn nhân lực và tài chính hạn chế hơn so với nam giới. Các kinh nghiệm và tầm nhìn của họ đối với hoạt động của doanh nghiệp cũng hạn chế hơn do lối tư duy theo kiểu hộ gia đình. Do đó, các tác giả cho rằng các doanh nghiệp được điều hành bởi CEO là nữ giới sẽ đạt được ít thành công về hiệu quả tài chính hơn CEO là nam giới và mối quan hệ giữa CEO nữ giới và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là tương quan nghịch biến. Kết quả này cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu của Inmyxai và Takahashi (2010), Amran (2011), Hsu et al. (2013) và Singhathep & Pholphirul (2015). Ngoài hai quan điểm trái chiều về mối quan hệ giữa CEO là nữ giới và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, một kết quả nghiên cứu khác cũng mang tính trung lập khi không tìm thấy bằng chứng tồn tại mối quan hệ trên. Cụ thể, Martin et al. (2009) cho thấy rằng sự khác biệt khi bổ nhiệm CEO nam và CEO nữ là không có ý nghĩa thống kê.

2.2.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam

Tại Việt Nam, không có nhiều nghiên cứu trực tiếp kiểm định tính kinh tế theo quy mô. Tuy vậy, biến quy mô và hiệu quả hoạt động cũng được xem xét đến một phần nhỏ trong những nghiên cứu. Nổi bật những nghiên cứu gần đây như nghiên cứu của **Sơn (2008)** khi xem xét về cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động của 50 doanh nghiệp có giá trị thị trường lớn nhất tại Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM, với quy mô công ty đo bằng tổng tài sản không có mối quan hệ với các chỉ số đo hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu của **Thảo và cộng sự (2015)** về tính độc lập của hội đồng quản trị và thành quả công ty cũng có kết quả tương tự. Với 3,267 mẫu quan sát của 699 công ty của dữ liệu các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HXN giai đoạn 2007-2013. Thành quả công ty được nhóm tác giả đo với 4 thước

đo khác nhau là Chỉ số Q của Tobin, tỷ suất sinh lời (TSSL) trên tổng tài sản, TSSL thô và TSSL điều chính thị trường. Trong các biến độc lập, nhóm tác giả có sử dụng biến quy mô công ty được đo bằng Logarit của Tài sản. Điểm đáng lưu ý của kết quả là biến này không có ý nghĩa thống kê trong cả 4 phương trình hồi quy. Vinh và Chi (2014) khi xem xét tác động của dòng tiền tự do đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam, sử dụng dạng dữ liệu cân bằng giai đoạn 2007-2011 của 74 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tp.HCM; thì biến quy mô lại có tương quan nghịch và có ý nghĩa thống kê với hiệu quả hoạt động (đo bằng ROA).

Các nghiên cứu về tác động của nhân tố quy mô lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong một ngành nghề kinh doanh cụ thể cũng rất đa dạng. Nghiên cứu của **Hiến và cộng sự (2014)** khi xét đến các nhân tố tác động đến hiệu quả quản lý vốn tại các tổng công ty xây dựng nhà nước, đã cho những khác biệt. Theo đó, tỷ lệ sở hữu nhà nước lại không có ý nghĩa trong việc mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp. Và quy mô doanh nghiệp càng lớn thì hiệu quả sử dung vốn càng cao. Giải thích cho điều này bởi các tổng công ty có giá trị tài sản lớn thường có năng lực canh tranh lớn hơn và rủi ro thấp hơn, vì vậy các tổng công ty này có khả năng tìm kiếm được những cơ hội đầu tư tốt với chi phí tài chính hợp lý, dẫn đến kết quả hoạt đông tốt hơn và hiệu quả sử dụng vốn cao hơn. Dữ liệu nghiên cứu là theo quý giai đoạn 2009-2012 của 18 tổng công ty xây dựng nhà nước điển hình. Nghi và Nam (2011) tiến hành nghiên cứu với các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Cần Thơ thì đi đến kết luận rằng doanh nghiệp quy mô nhỏ hoặc vừa có hiệu quả sản xuất kinh doanh cao hơn so với doanh nghiệp quy mô siêu nhỏ. Khi có sư gia tăng về quy mô hoat đông, các doanh nghiệp có thể gia tăng năng lưc sản xuất kinh doanh, từ đó làm tặng doanh thu và lợi nhuân nhờ đáp ứng kip thời lượng cầu khi có sư thiếu hut lương cung trên thi trường. Ngược lại, với các doanh nghiệp quy mô nhỏ thì nhà quản trị dễ dàng trong việc quản lý nguồn vốn, nguồn nhân lực. Nếu doanh nghiệp có quy mô lớn mà công tác quản trị không tốt thì hoạt động sản xuất kinh doanh chưa chắc hiệu quả bằng một doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

Khải (2015) khi nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ở các ngành khác nhau được niêm yết trên hai Sở giao dịch Chứng khoán tại Việt Nam (HSX và HNX), đã tìm thấy một số yếu tố như tỷ lệ lợi nhuận, cơ cấu vốn, tài sản hữu hình, cơ cấu sở hữu có mối quan hệ tương quan với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Các mối tương quan này khác nhau ở từng ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh và tuỳ thuộc vào đặc thù trong hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành đó. Đặc biệt, tác giả còn kiểm tra mối quan hệ giữa tỷ lệ nữ giới trong bộ phận quản lý và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và đưa đến kết luận rằng công ty càng tập trung vào yếu tố đổi mới thì càng cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thông qua việc nâng cao vai trò của nữ giới trong điều hành.

Nhựt và Thảo (2014) xem xét các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả cho thấy rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bất động sản phụ thuộc vào tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tỷ lệ tài sản cố định/tổng tài sản, tỷ lệ chi cho chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp và thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Các chỉ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) được sử dụng để đo lường hiệu quả.

Thủy và cộng sự (2015) sử dụng số liệu của 230 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Tp Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2011-2013 và phân chia thành 14 ngành nghề kinh doanh. 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.

Hiền (2016) cho rằng các công ty được điều hành bởi CEO nữ có đòn bẩy tài chính thấp hơn, thu nhập ít biến động hơn so với các công ty được điều hành bởi CEO nam. Kết quả nghiên cứu của tác giả cũng cho thấy, hành vi né tránh rủi ro của CEO nữ có thể dẫn đến sự bóp méo trong chính sách đầu tư của doanh nghiệp.

Từ việc tổng quan các nghiên cứu trên thế giới và trong nước, học viên rút ra hai nhận xét như sau:

Thứ nhất, các nghiên cứu về vấn đề hiệu quả hoạt động và các nhân tố tác động đã được nhiều tác giả trên thế giới và tại Việt Nam thực hiện. Các kết quả nghiên cứu đôi khi vẫn còn trái ngược nhau và gây nhiều tranh luận. Đặc biệt, các tác giả cũng đồng tình rằng do đặc thù riêng mà mỗi ngành nghề kinh doanh chịu ảnh hưởng bởi các nhóm nhân tố tác động và mức độ tác động khác nhau. Do đó, các nhà nghiên cứu khuyến nghị việc nghiên cứu riêng cho mỗi ngành.

Thứ hai, các yếu tố tác động mang tính chất thuộc về đặc điểm của người điều hành doanh nghiệp cho tới nay vẫn chưa được nhiều nghiên cứu khai thác. Trong đó, có hai yếu tố được học viên liệt kê trên đây là trình độ học vấn của cấp lãnh đạo và giới tính nữ của cấp lãnh đạo doanh nghiệp.

Do đó, học viên với đề tài nghiên cứu của mình sẽ tiến hành thực nghiệm tác động của các yếu tố này lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam. Từ các nghiên cứu đã khảo sát về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, học viên quyết định sử dụng hai yếu tố phổ biến để đo lường hiệu quả hoạt động là ROA, ROE và sáu yếu tố tác động là quy mô doanh nghiệp, thời gian hoạt động của doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản, trình độ học vấn của CEO và giới tính nữ của CEO. Tuy có nhiều yếu tố khác được khám phá qua những nghiên cứu thực nghiệm trước đây, tuy nhiên tác giả sẽ tiến hành kiểm định những yếu tố mà hầu hết các nghiên cứu trước đây tìm ra nhằm xem xét tác động cụ thể của những yếu tố này lên hiệu quả hoạt đông của doanh nghiệp riêng ở ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam.

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

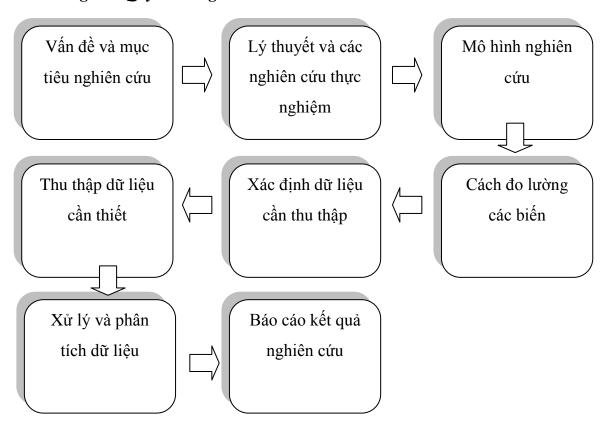
Trong chương này, học viên khảo nghiệm các lý thuyết liên quan và các nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Thông qua các tài liệu, bài báo hay bài đăng tại các hội thảo của các tác giả trên thế giới và Việt Nam, học viên xác định các nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp như quy mô doanh nghiệp, thời gian hoạt động, đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản, trình độ cấp lãnh đạo và giới tính cấp lãnh đạo. Các nhân tố này sẽ được học viên xem xét đưa vào mô hình nghiên cứu thực nghiệm ở chương tiếp theo.

CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIỆN CỨU

3.1. Quy trình nghiên cứu

Quy trình nghiên cứu bắt đầu bằng việc xác định vấn đề và mục tiêu nghiên cứu và kết thúc bằng việc trình bày báo cáo kết quả nghiên cứu cuối cùng. Quy trình nghiên cứu được mô tả dạng lưu đồ cụ thể như sau:

Bảng 0-1 Quy trình nghiên cứu



Nguồn: học viên tổng hợp

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Đế thấy được tác động của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, luận văn sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với sự hỗ trợ của phần mềm Stata 13 và phần mềm Microsoft Excel. Cụ thể, học viên sẽ sử dụng mô hình hồi quy đa biến (Multiple Regression Model) để phân tích. Trình tự xử lý dữ liệu được thực hiện như sau: phân tích đơn biến bao gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích đa biến bao gồm lựa chọn mô hình xử lý dữ liệu, đánh giá

độ phù hợp của phương trình hồi quy, lựa chọn biến giải thích. Các bước được tiến hành như sau:

3.2.1. Thống kê mô tả

Sau khi đã thu thập và xử lý dữ liệu thông qua phần mềm Excel và Stata, học viên tiến hành phân tích thống kê mô tả dưới dạng trình bày các bảng biểu, tức là mô tả những dữ liệu đã thu thập được bằng các đặc tính cơ bản của dữ liệu. Cụ thể, phương pháp này sẽ giúp chỉ ra các thuộc tính, các chỉ số thống kê cơ bản của dữ liệu như: giá trị lớn nhất (max), giá trị nhỏ nhất (min), giá trị trung bình (mean) và độ lệch chuẩn (standard deviation). Việc phân tích dữ liệu ở bước thống kê mô tả giúp học viên khái quát được tình hình sản xuất kinh doanh và một số đặc trưng chung trong hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

3.2.2. Phân tích tương quan

Phân tích tương quan là quá trình thiết lập ma trận hệ số tương quan giữa các cặp biến và xem xét các hệ số tương quan cặp, giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc và giữa các biến độc lập với nhau. Các hệ số tương quan cho phép tìm ra những mối quan hệ tương quan giữa các cặp biến cũng như cho biết độ mạnh của mối tương quan tuyến tính giữa các cặp biến này. Thông thường, hệ số tương quan có giá trị trong khoảng từ [-1,1]. Nếu hệ số tương quan có giá trị bằng 0 nghĩa là hai biến số không có quan hệ gì với nhau, ngược lại, nếu hệ số tương quan có giá trị tuyệt đối càng lớn thì mối quan hệ tương quan giữa hai biến càng mạnh. Tuy nhiên, hệ số tương quan cặp giữa hai biến quá cao có thể xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Nếu hệ số tương quan vượt quá giá trị từ khoảng (-0.8,0.8), phương trình hồi quy có thể sẽ gặp vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng. Do đó, trong phân tích áp dụng cho luận văn, nếu hệ số tương quan cặp giữa 2 biến độc lập trong phương trình hồi quy vượt ra khỏi khoảng (-0.8,0.8), học viên sẽ loại bỏ một biến ít quan trọng hơn ra khỏi mô hình.

3.2.3. Lựa chọn phương pháp xử lý dữ liệu

Trong quá trình lựa chọn phương pháp dữ liệu, với dữ liệu nghiên cứu dạng

bảng không cân *Unblanced - Panel data*, phương pháp thường được sử dụng để ước lượng mô hình hồi quy bao gồm các phương pháp sau: thứ nhất là hồi quy theo phương pháp gộp tức là mô hình Pooled OLS, thứ hai là mô hình đánh giá tác động cố định (*Fixed Effects Model, FEM*) và thứ ba là mô hình đánh giá tác động ngẫu nhiên (*R&om Effects Model, REM*). Mỗi phương pháp đều có các ưu và nhược điểm như sau:

- Phương pháp gộp (Pooled OLS): Phương pháp gộp được thực hiện với giả định là mô hình hồi quy trong đó, tất cả các hệ số đều không đổi theo thời gian và không gian, nghĩa là bỏ qua bình diện không gian và thời gian của dữ liệu. Điều này cũng đồng nghĩa với việc tiến hành ước lượng hồi quy OLS thông thường và xếp chồng lên nhau các quan sát của từng đơn vị chéo, tức là xem xét ảnh hưởng của từng quan sát và dữ liệu là như nhau, không có sự khác biệt. Do đó, một nhược điểm của mô hình được hồi quy theo phương pháp này là việc có thể bóp méo mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập và xuất hiện hiện tượng tự tương quan dương. Mô hình đánh giá tác động cố định và mô hình đánh giá tác động ngẫu nhiên sẽ giúp khắc phục hiện tượng trên.
- Mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model, FEM): Mô hình đánh giá tác động cố định (FEM) là một phương án giúp nhà nghiên cứu giải quyết hạn chế trên đây của phương pháp gộp. Ước lượng mô hình hồi quy bằng FEM được thực hiện với giả định cho rằng mỗi quan sát có thể có những đặc điểm riêng, vì thế cho nên tung độ gốc trong mô hình hồi quy bằng FEM được phép khác nhau giữa các quan sát. Để xem xét các hệ số tung độ gốc khác nhau, người thực hiện nghiên cứu có thể sử dụng các biến giả trong mô hình. Mô hình hồi quy bằng phương pháp FEM với các biến giả được gọi là mô hình biến giả bình phương tối thiểu (Least Square Dummy Variable, LSDV). Ưu điểm lớn nhất của mô hình ước lượng FEM là phù hợp trong những tình huống mà hệ số tung độ gốc của mỗi quan sát tương quan với một hay nhiều biến độc lập khác. Do đó, mô hình ước lượng FEM giúp nhà

- nghiên cứu giải quyết được hạn chế của phương pháp gộp đã nêu ở trên. Tuy nhiên, FEM cũng tồn tại nhược điểm.
- Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model, REM): Như đã trình bày ở trên, mô hình ước lượng FEM có lợi thế hơn so với phương pháp gộp Pooled OLS. Tuy nhiên, FEM lại làm mô hình ước lượng mất đi nhiều bậc tự do, nhất là trong trường hợp dữ liệu có số quan sát lớn. Một phương án giải quyết nhược điểm của phương pháp gộp Pooled OLS khác là mô hình đánh giá tác động ngẫu nhiên (REM). Mô hình REM được thực hiện dựa trên giả định rằng các quan sát trong mẫu nghiên cứu được lựa chọn ngẫu nhiên từ một tổng thể lớn hơn, tức là các sai số ngẫu nhiên và các biến số độc lập không tương quan với nhau. Do đó, khi phân tích dữ liệu bảng, nhà nghiên cứu cần thực hiện lựa chọn giữa hai phương pháp ước lượng FEM và REM để đưa ra các kết quả ước lượng không chệch.

Trong nghiên cứu này, học viên sử dụng mẫu dữ liệu quan sát dạng bảng không cân. Do đó, học viên sẽ ước lượng mô hình hồi quy với các phương pháp ước lượng FEM và REM, sau đó sẽ thực hiện các kiểm định cần thiết để lựa chọn mô hình phù hợp nhất và giải thích kết quả nghiên cứu. Để xác định được mô hình nghiên cứu nào phù hợp, học viên sử dụng kiểm định Hausman test nhằm xác định mô hình FEM hay REM là phù hợp cho nghiên cứu.

Đồng thời, bên cạnh việc sử dụng phân tích tương quan, học viên tính toán các hệ số VIF nhằm phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến. Ngoài ra, trong mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu bảng có thể xảy ra hiện tượng tự tương quan và phương sai thay đổi sẽ làm sai lệch các ước lượng. Vì thế học viên sử dụng kiểm định Woolridge để kiểm tra hiện tượng tự tương quan (Autocorrelation) và kiểm định Wald hoặc kiểm định nhân tử Lagrange (Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier test) để kiểm tra lỗi phương sai thay đổi. Nếu phát hiện các vi phạm, học viên sẽ tiến hành khắc phục bằng phương pháp bình phương tối thiểu nhỏ nhất (Generalized least squares, GLS) vì những ưu điểm nổi bật của phương pháp này so với phương pháp OLS thông thường.

3.3. Mô hình nghiên cứu

3.3.1. Các biến nghiên cứu

Dựa vào các nghiên cứu trước đây được đề cập ở phần tổng quan, học viên lựa chọn các biến nghiên cứu được nhiều học viên nghiên cứu thực nghiệm và trình bày dưới dạng bảng thống kê (*Bảng 3.2*) như sau:

Bảng 0-2 Lựa chọn biến nghiên cứu

Biến nghiên	Các nghiên cứu cho thấy tương quan với hiệu quả hoạt động			
cứu	Tương quan dương (+)	Tương quan âm (-)		
	(Pervan & Višić, 2012), (Hansen et	(Kokko & Sjöholm, 2004)		
Quy mô	al., 2009), (Amoroso, 2015),			
doanh	(Bogliacino & Pianta, 2013), (Malik,			
nghiệp	2011), (Nguyễn Quốc Nghi & Mai			
	Văn Nam, 2011)			
Thời gian	(Panco & Korn, 1999), (Panco &	(Agarwal & Gort, 2002),		
Thời gian	Korn, 1999), (Claudio Loderer, Klaus	(Sørensen et al., 2000)		
hoạt động	Neusser, 2008)			
	(Memon et al., 2012), (Tze San Senior	(Majumdar & Chhibber,		
	Lecturer & Boon Heng, 2011),	1999), (Gleason et al.,		
	(Muritala, 2012), (Gill et al., 2011),	2000), (Zeitun & Tian,		
Đòn bẩy tài	(Abor, 2005), (Myers, 1976), (Daniel	2007), (Chinmoy Ghosh,		
chính	Cîrciumaru Ph et al., 2010), (Berger &	Raja Nag, 2000), (Ghosh,		
	Bonaccorsi di Patti, 2006), (Yu, 2017)	2012), (Ebaid, 2009),		
		(Muritala,2012), (Zeitun &		
		Tian, 2007)		
Tính thanh	(Liargovas et al., 2011)	(Pervan & Višić, 2012)		
khoản	(Almajali & Alamro, 2012)	(Saridakis et al., 2013)		
Trình độ học	(Gottesman A.A. & Morey, 2006),	(Gottesman A. a & Morey,		
vấn của	(Reger, 1997), (Baker & Wurgler,	2010)		
CEO	2002), (Graham & Harvey, 2001),			

	(Petrova & Spieler, 2005), (Belliveau	
	et al., 1996) và (Borgatti et al., 1998),	
	(Adam & Ferreira, 2007)	
	Burke & McKeen (1996), Singh &	Fairlie & Rob (2009),
G!'' // 1 ~	Vinnicombe (2004), Smith et al.	Inmyxai & Takahashi
Giới tính nữ	(2006), (Khan & Vieito, 2013), Tate	(2010), Amran (2011), Hsu
của CEO	& Yang (2015), Ho et al. (2015),	et al. (2013), Singhathep &
	Nguyễn Quang Khải (2015)	Pholphirul (2015)

Nguồn: học viên tổng hợp

Dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu tóm lược trên, tác giả đề xuất xây dựng mô hình nghiên cứu với một biến phụ thuộc và một số biến độc lập, cụ thể như sau:

- **Biến phụ thuộc**: hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đánh giá thông qua các chỉ tiêu ROA, ROE.
- Biến độc lập: các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đưa vào mô hình bao gồm quy mô, thời gian hoạt động của doanh nghiệp, đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản, trình độ học vấn của CEO và CEO là nữ giới.

Các biến phụ thuộc được tính toán theo công thức như sau:

♣ Hiệu quả hoạt động ROA (%)

$$ROA = \frac{L\phi i \text{ nhuận sau thuế}}{Tổng tài sản}$$
(3.1)

♣ Hiệu quả hoạt động ROE (%)

$$ROE = \frac{L\phi i \text{ nhuận sau thuế}}{V \acute{o}n \text{ chủ sở hữu}}$$
(3.2)

Trong đó, lợi nhuận sau thuế được trích từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh cuối năm, vốn chủ sở hữu và tổng tài sản được tính trung bình từ báo cáo cân đối kế toán cuối năm của doanh nghiệp.

Các biến độc lập được tính toán theo cách thức như sau:

Quy mô doanh nghiệp (SIZE)

Tương tự, với tổng tài sản trung bình từ bảng cân đối kế toán, biến quy mô doanh nghiệp được tính theo công thức sau:

$$SIZE = Log (Tổng tài sản)$$
 (3.3)

♣ Thời gian hoạt động của doanh nghiệp (AGE)

Thời gian hoạt động của doanh nghiệp có thể được đo lường qua hai cách thông thường sau: cách thứ nhất là thời gian tính từ lúc doanh nghiệp được thành lập cho đến thời điểm nghiên cứu, cách thứ hai là thời gian tính từ lúc doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán tập trung (Sở giao dịch chứng khoán Tp Hồ Chí Minh, Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội) cho đến thời điểm nghiên cứu. Trong mô hình nghiên cứu đề xuất, học viên lựa chọn cách xác định thứ hai, dựa vào thời gian niêm yết.

4 Đòn bẩy tài chính (LEV)

$$LEV = \frac{Tổng \, n\phi}{Tổng tài sản} \tag{3.4}$$

Trong đó, số liệu của tổng nợ và tổng tài sản được lấy từ bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Do bảng cân đối kế toán chỉ thể hiện các con số mang tính chất thời điểm, nên nợ và tổng tài sản ở đây được tính trung bình số đầu kỳ và cuối kỳ.

🖶 Tính thanh khoản (LIQ)

$$LIQ = \frac{T \grave{a}i \ s \grave{a}n \ ng \acute{a}n \ han}{T \acute{o}ng \ no \ ng \acute{a}n \ han}$$
(3.4)

Tài sản ngắn hạn trung bình của doanh nghiệp và nợ ngắn hạn trung bình được tính từ bảng cân đối kế toán.

♣ Trình độ của cấp lãnh đạo (CER)

Trình độ cấp lãnh đạo là biến giả, nếu CEO của doanh nghiệp có trình độ học vấn từ sau đại học (thạc sĩ trở lên) thì nhận giá trị bằng 1, ngược lại bằng 0.

♣ Giới tính cấp lãnh đạo (FEM)

Giới tính cấp lãnh đạo là biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu CEO là nữ giới, ngược lại nhận giá trị bằng 0.

Các bảng sau đây lần lượt tóm tắt các biến phụ thuộc, biến độc lập được học viên sử dụng trong mô hình nghiên cứu:

Bảng 0-3 Cách đo lường biến phụ thuộc

Ký hiệu	Tên biến	Cách đo lường	
ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản	Tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản (%) = $\frac{\text{Lợi nhuận sau ti}}{\text{Tổng tài sản}}$	v 10
ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	Tỷ số lợi nhuận trên VCSH (%) = $\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$ X	100%

Nguồn: học viên tổng hợp

Từ phần tổng quan về cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ chịu tác động của các nhân tố sau, đồng thời đây cũng chính là biến độc lập trong mô hình nghiên cứu: quy mô doanh nghiệp (SIZE), thời gian hoạt động (AGE), đòn bẩy tài chính (LEV), tính thanh khoản (LIQ), giới tính cấp lãnh đạo (FEM), trình độ cấp lãnh đạo (CER).

Ký Tên biến Cách đo lường hiệu Quy mô Logarit tự nhiên của giá trị số sách của tổng tài sản **SIZE** doanh nghiệp Thời gian Từ năm niêm yết đến thời điểm hiện tại **AGE** hoạt động Khả năng thanh toán ngắn hạn = $\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Tổng nợ ngắn hạn}}$ Tính thanh LIQ khoản Đòn bẩy tài chính = $\frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$ Đòn bấy tài **LEV** chính Trình đô của Biến giả, trình độ của CEO là thạc sỹ trở lên nhận giá **CER**

Bảng 0-4 Cách đo lường biến độc lập

Nguồn: học viên tổng hợp

3.3.2. Mô hình nghiên cứu

cấp lãnh đạo

Giới tính cấp

lãnh đạo

FEM

Dựa vào các nghiên cứu trước đây, cũng như quá trình phân tích của tác giả, tác giả đề xuất xây dựng 2 mô hình hồi quy đa biến như sau:

trị bằng 1 và bằng 0 trong trường hợp ngược lại

Biến giả, giới tính của CEO là nữ nhận giá trị bằng 1 và

bằng 0 trong trường hợp ngược lại

$$ROA_{i, t} = \beta_{0} + \beta_{1}*SIZE_{i, t} + \beta_{2}*AGE_{i, t} + \beta_{3}*LEV_{i, t} + \beta_{4}*LIQ_{i, t}$$
(3.5)
+ \beta_{5}*CER_{i, t} + \beta_{6}*FEM_{i, t + \beta_{i, t}}

$$ROE_{i, t} = \beta_{0} + \beta_{1}*SIZE_{i, t} + \beta_{2}*AGE_{i, t} + \beta_{3}*LEV_{i, t} + \beta_{4}*LIQ_{i, t}$$
(3.6)
+ \beta_{5}*CER_{i, t} + \beta_{6}*FEM_{i, t + \beta_{i, t}} \beta_{i, t}

Trong đó:

- HQHD_{it}: hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thứ i trong năm t.
- SIZE, AGE, LEV, LIQ, CER, FEM: lần lượt là các biến phụ thuộc và độc lập được liệt kê ở (**Bảng 3.3**) và (**Bảng 3.4**).
- E: là sai số ngẫu nhiên của mô hình.

Mô hình nghiên cứu được học viên xây dựng dựa trên các giả thuyết sau:

Thứ nhất, tính kinh tế theo quy mô đã được nhiều học viên trên thế giới nghiên cứu thực nghiệm tại các quốc gia khác nhau. Tuy có nhiều nghiên cứu đưa ra kết quả trái ngược nhau nhưng nhìn chung là tác động cùng chiều. Theo đó, quy mô càng lớn chứng tỏ doanh nghiệp hoạt động càng có hiệu quả. Do đó, học viên đề xuất giả thuyết H1 như sau:

H1: Quy mô doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều (+) với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ hai, các công ty niêm yết đa phần là các công ty quy mô lớn trong nền kinh tế và có thời gian hoạt động lâu đời. Về cơ bản, doanh nghiệp hoạt động càng lâu thì càng am hiểu thị trường và người tiêu dùng. Doanh nghiệp cũng đã xây dựng được thương hiệu và tên tuổi của mình trên thị trường đó. Do đó, một doanh nghiệp hoạt động càng lâu thì càng có khả năng hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp mới thành lập. Vì vậy, giả thuyết H2 được xây dựng như sau:

H2: Thời gian hoạt động có quan hệ thuận chiều (+) với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ ba, tính thanh khoản cao giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động trong các tình huống khó khăn, bởi vì mọi hoạt động của doanh nghiệp sẽ bị đình trệ nếu lượng tiền mặt trong ngân quỹ không đủ để đáp ứng cho các nhu cầu cấp thiết như trả lương cho công nhân, thanh toán cho các nhà cung cấp nguyên vật liệu và các chi phí khác. Mặt khác, tính thanh khoản cũng là một yếu tố để đánh giá quá trình quản trị tài chính của chính doanh nghiệp đó. Việc quản trị chặt chẽ sẽ giúp tăng tính thanh khoản và doanh nghiệp sẽ hoạt động hiệu quả hơn. Vì vậy, tính thanh khoản của doanh nghiệp đóng vai trò rất quan trọng và có ảnh hưởng tích cực đến hiện quả hoạt động của doanh nghiệp. Tác giả đề xuất giả thiết như sau:

H3: Tính thanh khoản có quan hệ tương quan đồng biến (+) với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ tư, dựa trên kết quả của các nghiên cứu trước đây được đề cập ở phần tổng quan, tỷ lệ đòn bẩy tài chính (thể hiện cơ cấu vốn của doanh nghiệp) có thể tác

động âm hoặc dương đến hiệu quả hoạt động. Điều này còn tùy thuộc vào cơ cấu vốn của doanh nghiệp, ngành nghề và lĩnh vực hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đó. Theo lý thuyết đánh đổi, ở tỷ lệ nợ thấp, cơ cấu vốn có thể tác động dương đến hiệu quả; còn nếu tỷ lệ nợ cao, cơ cấu vốn có tác động ngược lại. Đa phần các nghiên cứu tại các quốc gia đang phát triển cho thấy, đòn bẩy tài chính tác động âm đến hiệu quả hoạt động, Việt Nam cũng không ngoại lệ. Đồng thời, trong giai đoạn nghiên cứu, từ năm 2011 đến năm 2016, nền kinh tế trong nước với nhiều biến động của vĩ mô, rất nhiều doanh nghiệp có sự biến động về tỷ lệ nợ rất lớn. Do vậy, tác giả đề xuất giả thiết H4 như sau:

H4: Đòn bẩy tài chính tác động âm (-) đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ năm, lý thuyết quản lý cấp cao (Upper Echelon Theory) cho rằng năng lực điều hành của CEO có ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, vấn đề xác định và đo lường năng lực điều hành của nhà quản lý là rất khó khăn và đôi khi gây ra nhiều tranh cãi. Một trong các thước đo năng lực điều hành của CEO được chấp nhận rộng rãi là trình độ học vấn. Trình độ học vấn của CEO có thể ảnh hưởng đến năng lực điều hành và quản lý doanh nghiệp theo nhiều cách khác nhau và qua đó ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Do đó, học viên đề xuất giả thuyết H5 như sau:

H5: Trình độ của cấp lãnh đạo tác động thuận chiều (+) lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thứ sáu, cùng với sự phát triển của khoa học, kỹ thuật và công nghệ, vai trò của phụ nữ trong xã hội hiện đại ngày càng được thừa nhận rõ ràng hơn. Lý thuyết ràng buộc các nguồn lực và lý thuyết các bên liên quan đều lập luận rằng doanh nghiệp được điều hành bởi CEO là nữ giới sẽ có nhiều lợi ích tốt hơn so với nam giới. Một mặt, nhà điều hành doanh nghiệp là nữ giới có kinh nghiệm từ cuộc sống, công việc cũng như kiến thức tích lũy từ thực tế nhiều hơn so với nam giới. Các lợi thế này giúp cho CEO là nữ giới am hiểu về phân khúc thị trường của doanh nghiệp tốt hơn, giúp cho quá trình ra quyết định hiệu quả hơn. Mặt khác, các CEO là nữ

giới cũng là những người tinh tế, đề cao sự đổi mới và tính sáng tạo, có khả năng kiểm soát và cân bằng trong các cuộc tranh luận, có thể có sự ảnh hưởng tích cực đến các đồng nghiệp và nhân viên dưới quyền. Từ đó, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ gia tăng một cách trực tiếp cũng như gián tiếp. Ngoài ra, các CEO là nữ giới cũng được đánh giá cao về mặt hành xử, không tự tin thái quá và thận trọng trong quá trình ra quyết định hơn. Do đó, CEO là nữ giới không chỉ làm gia tăng khả năng sinh lợi mà còn giúp hạn chế mức độ rủi ro của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, cũng có những quan điểm cho rằng CEO là nữ giới bị hạn chế trong việc mở rộng các mối quan hệ, ít nguồn vốn nhân lực và tài chính. Do đó, doanh nghiệp được điều hành bởi nữ giới sẽ ít thành công hơn về hiệu quả tài chính so với doanh nghiệp được điều hành bởi nam giới.

Mặc dù tồn tại hai quan điểm trái chiều nhau về tác động của CEO là nữ giới lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, song hầu hết các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm trong thời gian gần đây đều ủng hộ vai trò của nữ giới. Với mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, một ngành nghề đòi hỏi CEO phải có sự am hiểu tường tận về thị trường và người tiêu dùng, học viên đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

H6: Giới tính nữ của cấp lãnh đạo tương quan dương (+) với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Bảng 0-5 Tóm tắt các giả thuyết nghiên cứu và dự đoán dấu

Giả thuyết	Biến độc lập	Kỳ vọng dấu (tương quan với biến phụ thuộc)
H1	SIZE	+
H2	AGE	+
НЗ	LIQ	+
H4	LEV	-
Н5	CER	+
Н6	FEM	+

Nguồn: học viên tổng hợp.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu và nguồn thu thập dữ liệu

3.4.1. Xác định mẫu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, đại diện là Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2011-2016. Dữ liệu nghiên cứu được tài trợ bởi đơn vị Stoxplus. Chuẩn phân ngành ICB được Stoxplus sử dụng để lọc ra các doanh nghiệp niêm yết thuộc phân ngành cấp 2: ngành hàng tiêu dùng, nhóm ngành thực phẩm và đồ uống (gọi chung là **ngành chế biến thực phẩm**, mã ICB 3500). Ngoài ra, dữ liệu cũng được kiểm tra, bổ sung từ các thông tin công bố khác như các website doanh nghiệp cũng như báo cáo thường niên và báo cáo quản trị.

Theo thống kê, trong giai đoạn 2011-2016 có 57 doanh nghiệp niêm yết thuộc ngành chế biến thực phẩm. Tuy nhiên, cũng có các doanh nghiệp mới niêm yết hoặc hủy niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu nên sau khi khảo sát lại dữ liệu, mẫu nghiên cứu bao gồm 57 doanh nghiệp với 281 quan sát trong giai đoạn từ 2011-2016. Do đó, dữ liệu bảng được sử dụng trong nghiên cứu là **dữ liệu bảng dạng không cân bằng** (dữ liệu bảng không cân bằng khi các đơn vị chéo trong bảng không có cùng số quan sát theo thời gian).

Chi tiết về dữ liệu phục vụ nghiên cứu và doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu được trình bày tại *phụ lục 3* và *phụ lục 4*.

3.4.2. Nguồn thu thập dữ liệu

Nguồn dữ liệu sử dụng cho nghiên cứu dự kiến được lấy từ các báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán, báo cáo quản trị và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu. Cụ thể về nguồn thu thập dữ liệu nghiên cứu cho từng biến được trình bày ở bảng sau:

Bảng 0-6 Nguồn thu thập dữ liệu nghiên cứu

Tên biến	Nguồn dữ liệu
ROA	Báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán
ROE	Báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán
SIZE	Báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán
LIQ	Báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán
LEV	Báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán
AGE	Báo cáo tài chính hợp nhất hàng năm đã được kiểm toán
FEM	Báo cáo quản trị, báo cáo thường niên
CER	Báo cáo quản trị, báo cáo thường niên

Nguồn: học viên tổng hợp

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

Trong chương này, học viên đã trình bày các nội dung: quy trình nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, lựa chọn phương pháp nghiên cứu, dữ liệu nghiên cứu và cách thức thu thập dữ liệu, mô hình nghiên cứu và các giả thuyết nghiên cứu.

Đầu tiên, học viên trình bày ý tưởng nghiên cứu và lập luận để thực hiện đề tài thông qua quy trình nghiên cứu, quy trình được trình bày bằng ngôn ngữ dạng lưu đồ.

Sau đó, học viên trình bày các phương pháp nghiên cứu được sử dụng. Trên cơ sở tổng quan các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đã trình bày ở chương trước đó, học viên phát biểu các giả thuyết, xây dựng mô hình nghiên cứu và cách thức tính toán cho từng biến nghiên cứu.

Cuối cùng, học viên xác định các dữ liệu cần thu thập, cách thức thu thập và nguồn thu thập dữ liêu nghiên cứu.

CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

4.1. Thực trạng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam giai đoạn 2011-2016

4.1.1. Giới thiệu doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm

Theo chuẩn phân ngành ICB, phân ngành cấp 2, ngành hàng tiêu dùng được chia thành 3 nhóm ngành chính: hàng cá nhân và gia dụng, ô tô và phụ tùng, thực phẩm và đồ uống. Do ba nhóm ngành kể trên có sản phẩm tương đối khác nhau, đặc thù trong hoạt động kinh doanh và định hướng phát triển cũng khác nhau. Việc phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh cho cả ngành hàng tiêu dùng sẽ gặp những khó khăn tương đối. Do đó, học viên lựa chọn nhóm ngành thực phẩm và đồ uống làm đại diện để tiến hành phân tích. Nội dung tiếp theo đây sẽ giới thiệu khái quát về ngành hàng tiêu dùng, nhóm ngành thực phẩm và đồ uống (gọi chung là **ngành chế biến thực phẩm**) tại Việt Nam.

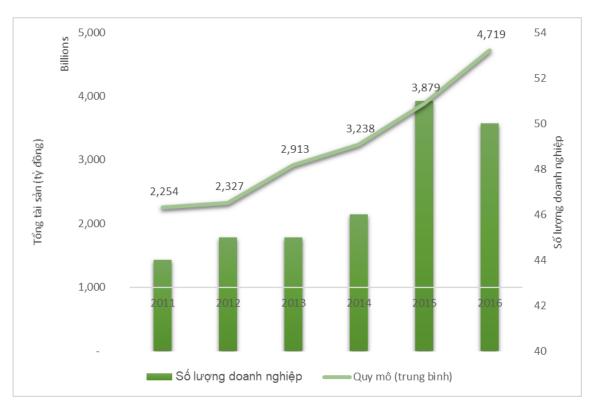
Ngành chế biến thực phẩm là nhóm ngành vượt trội, chiếm tỷ trọng lớn trên tổng số doanh nghiệp niêm yết trong ngành tiêu dùng (trung bình chiếm 60% số lượng doanh nghiệp niêm yết) và trên ¾ công ty trong nhóm có thời gian hoạt động lâu năm. Đặc biệt, trong nhóm ngành thực phẩm và đồ uống, phải kể đến năm tên tuổi lớn, không chỉ đại diện cho ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam mà còn là đại diện cho các doanh nghiệp Việt Nam nói chung trong cuộc cạnh tranh khốc liệt với hàng ngoại nhập, đó là Vinamilk, Acecook, Sabeco, Vinacafe Biên Hòa và Mamamy. Đây là các doanh nghiệp đã hoạt động lâu năm, xây dựng được tên tuổi, thương hiệu và định vị được thị phần trên thị trường Việt Nam.

Đặc trưng chung của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm là tên tuổi, thương hiệu và sản phẩm của họ gắn liền với đời sống hàng ngày của người tiêu dùng. Sản phẩm của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm lại vô cùng đa dạng và phong phú, bao gồm các sản phẩm làm từ sữa, sản phẩm đồ uống có cồn và không cồn, sản phẩm mía đường, rau quả, hạt điều, gạo, các gia vị và thực phẩm tươi sống khác. Căn cứ vào kết quả phân ngành ICB, trong giai đoạn 2011-2016, số lượng doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong ngành chế biến thực phẩm tại thị

trường chứng khoán Việt Nam ở cả hai Sở giao dịch Chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội là 57 doanh nghiệp. Hầu hết các doanh nghiệp đều có thời gian hoạt động lâu năm và thời gian niêm yết trên 5 năm. Danh sách các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong mẫu nghiên cứu được học viên trình bày tại *phụ lục 4*.

4.1.2. Đặc thù của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm \$\rightarrow V\hat{\hat{e}}\ quy mô hoạt động\$

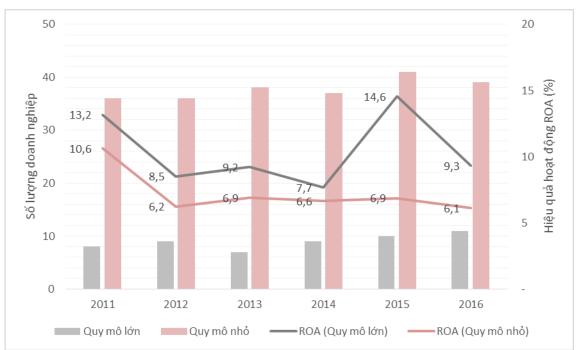
Các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam có quy mô tương đối lớn hơn so với các ngành khác khi xét về tổng tài sản. Bởi vì các doanh nghiệp thuộc ngành chế biến thực phẩm thường đòi hỏi cơ sở vật chất lớn, kèm theo là lượng lao động nhiều, mức đầu tư vào tài sản cao, đặc biệt là tài sản ngắn hạn. Thông thường, những doanh nghiệp nào đầu tư tốt, phát triển công nghệ sẽ đem lại hiệu quả hoạt động, hiệu quả đầu tư và cả gia tăng giá trị doanh nghiệp cao hơn những doanh nghiệp khác. Đồ thị 4.2 dưới đây trình bày số liệu về số lượng doanh nghiệp niêm yết và quy mô tổng tài sản bình quân của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm qua các năm từ 2011 đến 2016. Số liêu trong bảng cho thấy, quy mô ngành chế biến thực phẩm tăng trưởng đều qua các năm cả về số lượng doanh nghiệp niêm yết lẫn quy mô tổng tài sản bình quân mỗi doanh nghiệp. Trong khi năm 2011, ngành chế biến thực phẩm chỉ có 44 doanh nghiệp niêm yết với giá trị tổng tài sản bình quân là 2.254 tỷ đồng, thì đến năm 2016 con số này đã tăng lên 50 doanh nghiệp với giá trị tổng tài sản bình quân tương ứng đạt 4.719 tỷ đồng, số lượng doanh nghiệp niêm yết chỉ tăng 6 doanh nghiệp nhưng giá trị tổng tài sản tăng gấp đôi.



Đồ thị 0-1 Quy mô hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

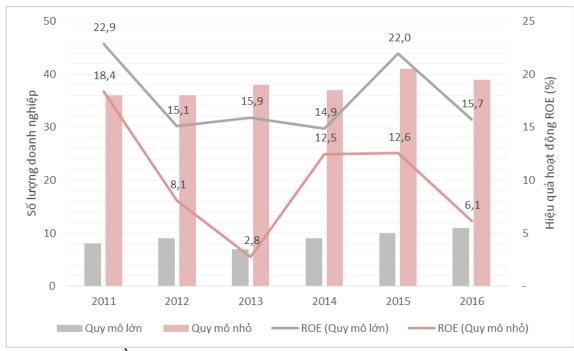
Để phân tích hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm theo quy mô hoạt động, học viên sử dụng giá trị tổng tài sản trung bình hàng năm để chia mẫu nghiên cứu thành hai nhóm mỗi năm: nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ và nhóm doanh nghiệp quy mô lớn.

Trong đó, nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ mỗi năm sẽ bao gồm các doanh nghiệp có giá trị tổng tài sản nhỏ hơn giá trị tổng tài sản bình quân của năm đó và nhóm doanh nghiệp quy mô lớn bao gồm các doanh nghiệp có giá trị tổng tài sản lớn hơn hoặc bằng giá trị tổng tài sản bình quân của năm đó. Sau khi chia nhóm doanh nghiệp, học viên tính toán hiệu quả hoạt động bình quân (ROA, ROE) của từng nhóm doanh nghiệp trong giai đoạn từ 2011-2016. Các số liệu tính toán được minh họa thông qua Đồ thị 4.2 và Đồ thị 4.3 như trình bày dưới đây.



Đồ thị 0-2 Hiệu quả hoạt động ROA theo quy mô

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.



Đồ thị 0-3 Hiệu quả hoạt động ROE theo quy mô

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Số liệu được trình bày trong **Đồ thị 4.2** cho thấy, hiệu quả hoạt động (ROA) của các doanh nghiệp quy mô lớn cao hơn hẳn so với các doanh nghiệp quy mô nhỏ qua các năm từ 2011 đến 2016. Đặc biệt, năm 2015, chênh lệch về hiệu quả hoạt động (ROA) của nhóm quy mô nhỏ và quy mô lớn là rất đáng kể, trong khi nhóm quy mô nhỏ chỉ đạt ROA trung bình 6,9% thì nhóm quy mô lớn đạt ROA trung bình lên đến 14,6%, tương đương giá trị gấp hai lần. Điều này cho thấy mối quan hệ tương quan đồng biến rất rõ ràng giữa quy mô và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm, doanh nghiệp có quy mô càng lớn, hiệu quả hoạt động càng cao. Ngoài ra, xét về số lượng doanh nghiệp niêm yết ở mỗi nhóm, $\mathbf{D}\hat{\mathbf{o}}$ thị 4.2 cũng cho thấy rằng chênh lệch về quy mô hoạt động giữa các doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm là rất đáng kể. Trong khi phần lớn các doanh nghiệp đều thuộc nhóm quy mô nhỏ, trung bình trên 36 doanh nghiệp mỗi năm, thì số doanh nghiệp thuộc nhóm quy mô lớn rất ít, chỉ khoảng 9 doanh nghiệp mỗi năm. Điều này cho thấy, chỉ một số ít doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có quy mô thực sự lớn và chiếm lĩnh thi trường, phần lớn các doanh nghiệp chỉ có quy mô nhỏ.

Đồ thị 4.3 trình bày về hiệu quả hoạt động ROE của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm theo quy mô cũng cho kết quả tương tự về mối quan hệ tương quan đồng biến. Doanh nghiệp có quy mô càng lớn, hiệu quả hoạt động ROE càng cao. Chênh lệch về hiệu quả hoạt động ROE giữa hai nhóm quy mô nhỏ và quy mô lớn được minh họa trong Đồ thị 4.3 rất cao qua các năm. Đặc biệt, trong năm 2013, mức chênh lệch này lên đến 5 lần, nhóm quy mô nhỏ đạt ROE 2,8% trong khi nhóm quy mô lớn đạt ROE đến 15,9%. Số liệu này cũng cho thấy mức độ cạnh tranh khốc liệt trong ngành chế biến thực phẩm, chỉ một số ít các doanh nghiệp có ưu thế về quy mô hoạt động chiếm thị phần rất lớn và do đó, có tỷ suất lợi nhuận rất cao.

Tóm lại, qua việc phân tích các số liệu minh họa trong Đồ thị 4.2 và Đồ thị 4.3 trên đây, học viên đi đến kết luận về mối quan hệ tương quan đồng biến giữa quy mô và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

♣ Về thời gian niêm yết

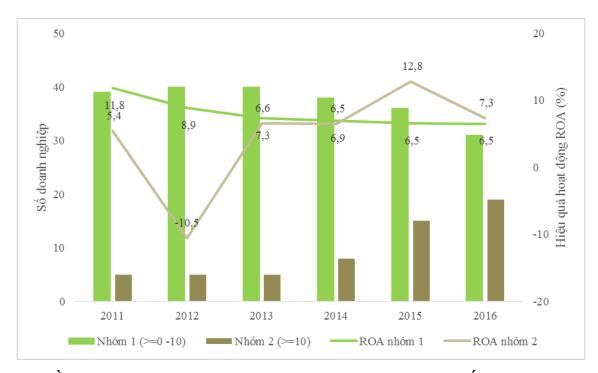
Học viên phân tích về thời gian niêm yết của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm qua việc phân nhóm như sau:

- Nhóm 1: Thời gian niêm yết dưới 10 năm (>=0-10)
- Nhóm 2: Thời gian niêm yết từ 10 năm trở lên (>=10)

Các số liệu về số lượng doanh nghiệp niêm yết và hiệu quả hoạt động trung bình của mỗi nhóm được trình bày tại Đồ thị 4.4 và Đồ thị 4.5 dưới đây.

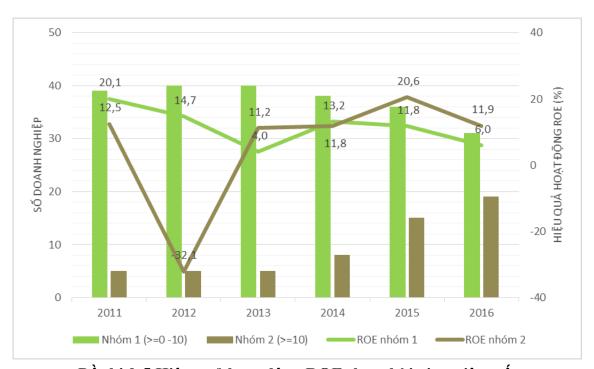
Đồ thị 4.4 minh họa số lượng doanh nghiệp niêm yết và hiệu quả hoạt động ROA mỗi nhóm. Các số liệu trong Đồ thị 4.4 cho thấy, trong giai đoạn từ năm 2011 đến năm 2014, các doanh nghiệp thuộc Nhóm 1 có hiệu quả hoạt động ROA cao hơn so với các doanh nghiệp thuộc Nhóm 2. Đặc biệt, trong năm 2012, hiệu quả hoạt động ROA bình quân của Nhóm 2 còn ở mức thua lỗ với giá trị (-10,5%) Tuy nhiên, trong giai đoạn 2015-2016 thì kết quả ngược lại, các doanh nghiệp thuộc Nhóm 2 có hiệu quả hoạt động ROA cao hơn. Do đó, học viên chưa thể kết luận về mối quan hệ tương quan giữa thời gian niêm yết và hiệu quả hoạt động ROA của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2011-2016.

Tương tự như trên đây, Đồ thị 4.5 cũng chưa cho thấy rõ mối quan hệ tương quan giữa thời gian niêm yết và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm. Cụ thể, trong các năm 2011, 2012 và 2014, hiệu quả hoạt động ROE bình quân của Nhóm 1 cao hơn so với Nhóm 2, đặc biệt, trong năm 2012, hiệu quả hoạt động ROE bình quân của Nhóm 2 còn ở mức âm với giá trị (-32,1%). Trong các năm còn lại, 2013 và giai đoạn 2015-2016, ROE bình quân của Nhóm 2 lại cao hơn ROE bình quân của Nhóm 1. Tóm lại, qua các phân tích trên đây từ Đồ thị 4.4 và Đồ thị 4.5, chưa thể kết luận về mối quan hệ tương quan giữa thời gian niêm yết và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.



Đồ thị 0-4 Hiệu quả hoạt động ROA theo thời gian niêm yết

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.



Đồ thị 0-5 Hiệu quả hoạt động ROE theo thời gian niêm yết

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

4 Về đòn bẩy tài chính

Nhìn chung, đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tương đối lớn. Hay nói cách khác, cơ cấu vốn của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm đang nghiêng về sử dụng nợ. Tuy nhiên, đòn bẩy tài chính lại có mối quan hệ tương quan nghịch biến với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Học viên đi đến kết luận nêu trên sau khi tiến hành phân chia các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 2 nhóm và tiến hành các phân tích. Cụ thể phân nhóm như sau:

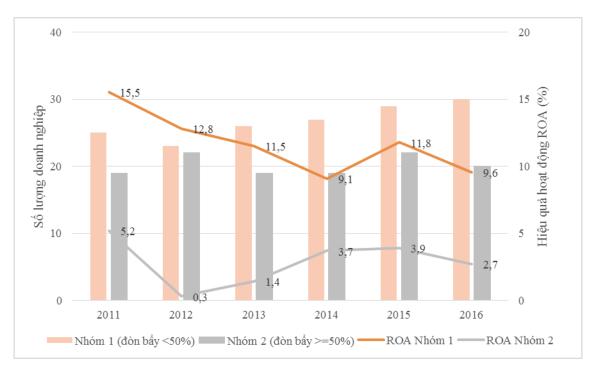
- Nhóm 1: đòn bẩy tài chính thấp (tỷ lệ đòn bẩy <50%)
- Nhóm 2: đòn bẩy tài chính cao (tỷ lệ đòn bẩy >=50%)

Các số liệu về số lượng doanh nghiệp niêm yết và hiệu quả hoạt động của mỗi nhóm được trình bày trong *Đồ thị 4.6* và *Đồ thị 4.7* dưới đây cho thấy:

Thứ nhất, Đồ thị 4.6 cho thấy, hiệu quả hoạt động ROA của Nhóm đòn bẩy tài chính thấp luôn cao hơn hẳn so với hiệu quả hoạt động ROA của Nhóm đòn bẩy tài chính cao. Cụ thể, Nhóm đòn bẩy tài chính thấp có hiệu quả hoạt động ROA bình quân trên 10% mỗi năm trong giai đoạn 2011-2016, trong khi số liệu này ở Nhóm đòn bẩy tài chính cao luôn thấp hơn 10% mỗi năm. Chênh lệch về hiệu quả hoạt động ROA của hai nhóm tương đối rõ rệt, đặc biệt, trong năm 2012, mức chênh lệch này là hơn 40 lần. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tuy đi vay nợ ngày càng nhiều nhưng lại chưa sử dụng hết hiệu suất của tài sản trong doanh nghiệp.

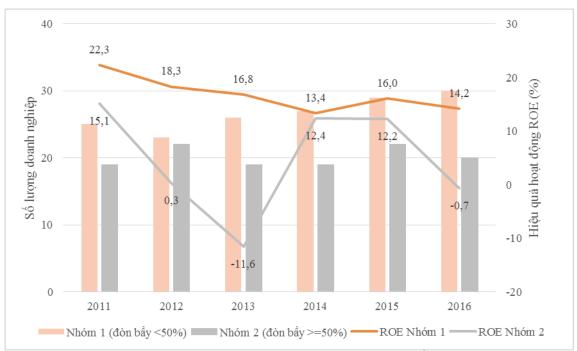
Thứ hai, Đồ thị 4.7 minh họa về hiệu quả hoạt động ROE theo hai nhóm đòn bẩy cũng cho thấy, hiệu quả sử dụng vốn của nhóm đòn bẩy thấp luôn tốt hơn so với nhóm đòn bẩy cao. Đặc biệt, trong các năm 2013 và 2016, hiệu quả hoạt động ROE của nhóm đòn bẩy cao còn có giá trị âm (lần lượt là -11,6% và -0,7%). Điều này hàm ý rằng, các doanh nghiệp chế biến thực phẩm vay nợ nhiều nhưng lại chưa sử dụng vốn hiệu quả, đặc biệt là vốn vay.

Tóm lại, qua phân tích cho thấy, mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm là nghịch biến.



Đồ thị 0-6 Hiệu quả hoạt động ROA theo đòn bẩy tài chính

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.



Đồ thị 0-7 Hiệu quả hoạt động ROE theo đòn bẩy tài chính

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

♣ Về trình đô học vấn của CEO

Cả các nghiên cứu lý thuyết và thực tiễn đều nghiêng về giả thuyết ủng hộ quan điểm cho rằng các CEO có trình độ học vấn cao sẽ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này được thể hiện thông qua năng lực điều hành doanh nghiệp của các CEO. Điều này cũng có vẻ đúng trong trường hợp của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong mẫu dữ liệu nghiên cứu này.

Để phân tích vai trò của các CEO có trình độ học vấn cao trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, học viên cũng tiến hành phân nhóm, tính toán, so sánh và tổng kết các số liệu như trên đây. Cụ thể, học viên phân chia các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 2 nhóm sau:

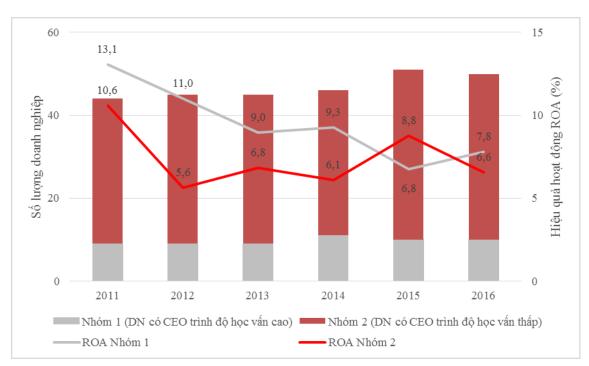
- Nhóm 1: Doanh nghiệp có CEO trình độ học vấn cao (từ thạc sĩ trở lên)
- Nhóm 2: Doanh nghiệp có CEO trình độ học vấn thấp

Sau đó, học viên tiến hành tính toán hiệu quả hoạt động bình quân của từng nhóm trong giai đoạn 2011-2016 và minh họa thông qua Đồ thị 4.8 và Đồ thị 4.9 dưới đây. Các số liệu trong cả hai đồ thị đã cho thấy:

Thứ nhất, chỉ một số ít các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có CEO trình độ học vấn cao, trung bình khoảng 20% số doanh nghiệp mỗi năm.

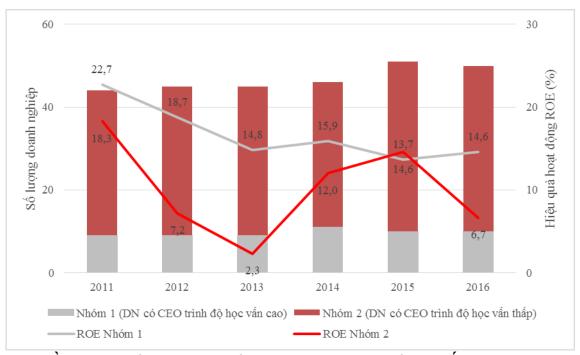
Thứ hai, trình độ học vấn của CEO cho thấy mối quan hệ tương quan đồng biến với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi đo lường bằng ROA và ROE. Cụ thể, trong giai đoạn nghiên cứu, từ năm 2011 đến năm 2016 (chỉ trừ năm 2015), nhóm doanh nghiệp có CEO trình độ học vấn cao có hiệu quả hoạt động ROA và ROE cao hơn so với nhóm còn lại. Chỉ riêng năm 2015, mối quan hệ tương quan này biểu thị chiều nghịch biến, tuy nhiên, mức chênh lệch về hiệu quả hoạt động giữa hai nhóm là không đáng kể (6,8% với 8,8% cho ROA và 13,7% với 14,6% cho ROE).

Như vậy, nhìn chung, có thể đi đến kết luận về mối tương quan đồng biến giữa trình độ học vấn của CEO và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm trên thị trường chứng khoán Việt Nam.



Đồ thị 0-8 Hiệu quả hoạt động ROA theo trình độ học vấn của CEO

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.



Đồ thị 0-9 Hiệu quả hoạt động ROE theo trình độ học vấn của CEO Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

♣ Về giới tính nữ của CEO

Với lập luận ban đầu về việc một CEO giới tính nữ điều hành doanh nghiệp có đem lại hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp cao hơn so với một CEO giới tính nam, học viên tiến hành phân tích tương tự như các bước ở trước đó. Đầu tiên, học viên tiến hành chia nhóm các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thành 2 nhóm:

- Nhóm 1: Doanh nghiệp có CEO là nữ giới
- Nhóm 2: Doanh nghiệp có CEO là nam giới

Sau đó, học viên cũng tiến hành tính toán và so sánh hiệu quả hoạt động của hai nhóm trên. Các số liệu tính toán được trình bày thông qua Đổ thị 4.10 và Đổ thị 4.11 dưới đây. Số liệu về số lượng doanh nghiệp niêm yết ở mỗi nhóm cho thấy, đa phần các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có CEO là nam giới, chỉ có một tỷ lệ nhỏ doanh nghiệp có CEO là nữ giới, chỉ từ 5 đến 7 doanh nghiệp mỗi năm. Tuy chiếm tỷ trọng rất ít, nhưng các doanh nghiệp có CEO là nữ giới lại có hiệu quả hoạt động rất ấn tượng. Cụ thể, Đổ thị 4.10 cho thấy hiệu quả hoạt động ROA của các doanh nghiệp có CEO là nữ giới cao hơn hẳn các doanh nghiệp có CEO là nam giới, mức chênh lệch là gần gấp đôi qua các năm từ 2011 tới 2016. Đổ thị 4.11 cũng cho thấy, hiệu quả hoạt động ROE cũng thể hiện rất ấn tượng, các doanh nghiệp có CEO là nữ giới hoạt động hiệu quả với ROE bình quân trên 20% mỗi năm trong giai đoạn 2011-2016. Đặc biệt, ROE của các doanh nghiệp có CEO là nam giới có mức biến động không ổn định qua các năm, năm 2011 ở mức cao nhất là 18,1%, năm 2013 ở mức thấp nhất là 2,8%, trung bình giai đoạn 2011-2016 chỉ đạt ROE bình quân là 10,2%.

Như vậy, các số liệu được trình bày và phân tích qua Đồ thị 4.10 và Đồ thị 4.11 đã cho thấy rất rõ ràng mối quan hệ tương quan đồng biến giữa giới tính nữ của CEO và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tóm lại, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có CEO là nữ giới hoạt động hiệu quả hơn các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có CEO là nam giới.



Đồ thị 0-10 Hiệu quả hoạt động ROA theo giới tính của CEO

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

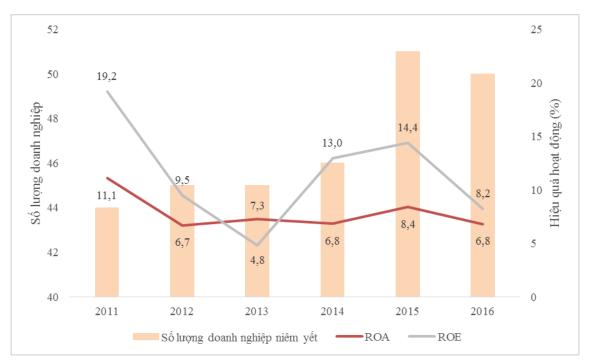


Đồ thị 0-11 Hiệu quả hoạt động ROE theo giới tính của CEO

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

4.1.3. Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm

Đồ thị 4.12 dưới đây trình bày về số lượng doanh nghiệp niêm yết, hiệu quả hoạt động ROA và ROE của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm trong giai đoạn 2011-2016. Các số liệu cho thấy, số lượng doanh nghiệp niêm yết trong ngành chế biến thực phẩm tăng liên tục qua các năm, hiệu quả hoạt động ROA không có nhiều biến động và xoay quanh mức trung bình 7% mỗi năm. Ngược lại, hiệu quả hoạt động ROE có mức biến động rất lớn qua các năm và chia thành 2 giai đoạn cụ thể. Giai đoạn thứ nhất, ROE giảm từ mức 19,2% trong năm 2011 xuống chỉ còn 4,8% năm 2013, tỷ lệ giảm rất sâu tương ứng với một giai đoạn đầy khó khăn của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm. Giai đoạn thứ 2, ROE tăng dần lên mức 14,4% năm 2015 và sau đó giảm chỉ còn 8,2% trong năm 2016, đây là giai đoạn các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm dần hồi phục.



Đồ thị 0-12 Hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

4.2. Kiểm định thực chứng các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm

4.2.1. Thống kê mô tả

Từ dữ liệu nghiên cứu, tác giả tiến hành thống kê mô tả các biến về hiệu quả hoạt động và các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty ngành chế biến thực phẩm đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2016. Số liệu thống kê mô tả được trình bày trong bảng sau đây theo thứ tự trình bày từ trái qua phải, bao gồm các cột nội dung sau: tên biến, số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất.

Bảng 0-1 Thống kê mô tả các biến

C	o .				
Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	281	7.83	9.69	-64.55	78.27
ROE	281	11.50	30.68	-367.40	98.21
SIZE	281	3.266	8.970	79	73.039
LIQ	281	2.17	2.27	0.67	26.65
LEV	281	0.46	0.25	0.22	0.97
AGE	281	6.80	3.43	1.00	17.00
FEM	281	0.13	0.33	0.00	1.00
CER	281	0.21	0.41	0.00	1.00

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Kết quả thống kê cho thấy rằng có đến 5 biến có giá trị độ lệch chuẩn lớn hơn so với giá trị trung bình, hàm ý rằng các biến này có phân phối không chuẩn và đô lệch khá cao. Cu thể như sau:

- **Hiệu quả hoạt động (ROA)**: kết quả thống kê mô tả cho thấy sự biến động mạnh trong tỷ suất lợi nhuận giữa các công ty niêm yết trong ngành, thấp

nhất từ -65% đến cao nhất ở mức 78%. Số liệu này cho thấy mức độ cạnh tranh khốc liệt trong ngành chế biến thực phẩm, không chỉ cạnh tranh lẫn nhau giữa các các doanh nghiệp trong nước mà còn phải san sẻ thị phần cho các doanh nghiệp nước ngoài đặt chân vào Việt Nam. Tuy nhiên, mức lợi nhuận trung bình của ngành 7,83% là con số tỷ suất lợi nhuận chấp nhận được.

- Hiệu quả hoạt động (ROE): cao nhất là 98%, thấp nhất là -367%, tỷ suất lợi nhuận trung bình là 11,50% với độ lệch chuẩn mẫu là 30,68%. Điểm đáng lưu là trong giai đoạn 2011-2016, có doanh nghiệp thua lỗ vượt xa vốn chủ sở hữu đến hơn 3 lần. Tuy nhiên, mức tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu trung bình ngành đạt hơn 11,50% cũng là mức có thể chấp nhận được. Các con số vừa nêu cũng cho thấy một đặc trưng của các doanh nghiệp thuộc ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam hiện nay: mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình so với toàn thị trường nhưng có sự chênh lệch rất lớn giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành.
- Đòn bẩy tài chính (LEV): có sự biến thiên rất lớn, từ 22% đến 97%, tỷ lệ trung bình đạt 46% với độ lệch chuẩn mẫu đến hơn 25%. Điều này cho thấy cơ cấu vốn của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm đang nghiêng về sử dụng nợ với tỷ lệ đòn bẩy rất cao. Hay nói cách khác, mức độ sử dụng nợ vay của các doanh nghiệp trong ngành chế biến thực phẩm ngày càng nhiều. Điều này phù hợp với đặc thù của ngành là vòng quay vốn lưu động thường cao hơn so với các ngành khác nên các khoản vay ngắn hạn cũng nhiều hơn.
- Quy mô doanh nghiệp (SIZE): giá trị trung bình 3.266 tỷ đồng với độ lệch chuẩn mẫu lên đến 8.970 tỷ đồng, giá trị lớn nhất đạt 73.039 tỷ đồng và giá trị bé nhất đạt 79 tỷ đồng. Số liệu thống kê mô tả này cho thấy chênh lệch về quy mô tổng tài sản giữa các doanh nghiệp là rất lớn, chỉ một số ít doanh nghiệp có quy mô lớn và cực lớn, còn lại đa phần doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có quy mô khá đồng đều và tương đối nhỏ.

- Tính thanh khoản (LIQ): tính thanh khoản của các doanh nghiệp là khá tốt, trung bình đạt 2,17 lần với độ lệch chuẩn 2,27 lần, giá trị thấp nhất là 0,46 lần, giá trị lớn nhất là 26,65 lần. Tuy cơ cấu vốn thể hiện tỷ lệ nợ cao, nhưng tính thanh khoản của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm lại cho thấy tín hiệu khởi sắc về khả năng thanh toán các khoản nợ và sự chủ động trong hoạt động của doanh nghiệp đối với các tình huống khó khăn có thể xảy đến. Tuy nhiên, hệ số thanh khoản quá cao (có doanh nghiệp lên đến hơn 26 lần) cũng không hẳn là một biểu hiện tốt do đầu tư quá nhiều vào tài sản ngắn hạn, vừa hạn chế khả năng sinh lời của doanh nghiệp vừa sử dụng vốn (đặc biệt là vốn vay) kém hiệu quả.
- Thời gian hoạt động (AGE): được đo lường bằng thời gian niêm yết của các doanh nghiệp với giá trị trung bình đạt gần 7 năm với độ lệch chuẩn mẫu khoảng 3 năm. Điều này cho thấy hầu hết các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có tuổi thọ niêm yết trung bình không cao với mức chênh lệch giữa các doanh nghiệp là không cao. Điều này cho thấy ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán cũng chưa lâu.
- **Trình độ học vấn của CEO (CER)**: giá trị trung bình đạt 21% cho thấy số lượng doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm có CEO đạt trình độ học vấn từ thạc sĩ trở lên còn khá thấp.
- CEO là nữ giới (FEM): giá trị trung bình đạt 13% cho thấy số lượng doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm có CEO là nữ giới tương đối thấp.

4.2.2. Phân tích tương quan

Học viên tiến hành đánh giá mức độ tương quan giữa các cặp biến trong mô hình, kết quả phân tích tương quan được trình bày trong bảng thống kê sau đây.

Bảng 0-2 Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	ROA	ROE	SIZE	LIQ	LEV	AGE	FEM	CER
ROA	1.00							
ROE	0.64	1.00						
SIZE	0.03	0.05	1.00					
LIQ	0.16	0.06	-0.19	1.00				
LEV	-0.48	-0.26	0.18	-0.57	1.00			
AGE	-0.11	-0.04	0.09	-0.13	0.10	1.00		
FEM	0.21	0.12	0.14	-0.04	-0.04	0.03	1.00	
CER	0.08	0.09	0.01	0.15	-0.11	0.07	-0.17	1.00

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Qua bảng số liệu phân tích tương quan cho thấy, mức tương quan giữa các biến đều có giá trị trong khoảng (-0.8;0.8), nên chưa có cơ sở cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến với mô hình khảo sát. Trong đó, với khảo sát là hiệu quả hoạt động ROA và ROE thì biến LEV và AGE có tương quan âm. Với các biến còn lại, bao gồm SIZE, LIQ, FEM và CER đều thể hiện tương quan dương.

4.2.3. Lựa chọn phương pháp ước lượng

♣ Đối với mô hình có biến phụ thuộc ROA:

Trước tiên, học viên tiến hành kiểm định đa cộng tuyến, thông qua các tính toán giá trị hệ số VIF. Kết quả cho thấy rằng, các giá trị này khá nhỏ (đều < 2). Từ đây cho thấy, không có bằng chứng cho thấy rằng mô hình có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 0-3 Kết quả tính toán hệ số VIF cho các biến độc lập

Tên biến	VIF	1/VIF
LIQ	1.52	0.659660
LEV	1.50	0.666529
SIZE	1.08	0.929051
CER	1.07	0.936323
FEM	1.06	0.941594
AGE	1.03	0.969040

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Tiếp theo, học viên tiến hành kiểm định *Hausman test* để lựa chọn giữa hai phương pháp nghiên cứu FEM và REM. Kết quả cho thấy, P-value > 0.05 nên **mô hình REM** là mô hình phù hợp nhất khi xem xét các nhân tố tác động lên hiệu quả hoạt động ROA của doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Bảng 0-4 Kết quả kiểm định Hausman

Mô hình	Kết quả	Kết luận
Mô hình ROA	P-value = 0.38	Mô hình REM phù hợp hơn
Mô hình ROE	P-value = 0.48	Mô hình REM phù hợp hơn

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Sau đó, với các lỗi thường gặp trong mô hình dữ liệu bảng, học viên sử dụng kiểm định Woolridge test để kiểm tra hiện tượng tự tương quan và kiểm định nhân tử Lagrange (Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier test) để kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi. Nếu phát hiện hiện tượng tự tương quan hoặc phương sai thay đổi trong mô hình nghiên cứu, học viên sử dụng mô hình hồi quy GLS (tham số robust đối với sai số chuẩn standard error) để khắc phục lỗi với mô hình đã chọn lựa. Kết quả cho thấy, dữ liệu trong mô hình nghiên cứu có tồn tại phương sai thay đổi và không có hiện tượng tự tương quan. Do đó, học viên sử dụng mô hình hồi quy GLS để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình nghiên cứu.

♣ Đối với mô hình có biến phụ thuộc ROE:

Học viên tiến hành các bước tương tự như trên cho mô hình có biến phụ thuộc ROE. Kết quả cho thấy, kiểm định *Hausman test* cho kết quả p-value > 0.05, nên **chọn mô hình REM** phù hợp hơn. Sau đó, học viên thực hiện kiểm tra phương sai thay đổi và tự tương quan trong mô hình, kết quả kiểm định cho thấy có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Do đó, học viên sử dụng mô hình hồi quy GLS để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc ROE. Các kết quả kiểm định mô hình sẽ được trình bày cụ thể tại nội dung *mục 4.2.5*.

Tóm lại, thông qua các kiểm định tác giả sẽ tiến hành xây dựng **mô hình REM** cho cả hai biến phụ thuộc ROA và ROE. Đồng thời sử dụng mô hình hồi quy GLS để khắc phục các lỗi trong mô hình nghiên cứu.

4.2.4. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy

4.2.4.1. Kết quả ước lượng cho mô hình với biến phụ thuộc là ROA

Bảng 0-5 Kết quả ước lượng cho mô hình với biến phụ thuộc ROA

IZZ hiện hiến	Biến phụ thuộc: ROA		
Ký hiệu biến	Hệ số ước lượng	Trị số thống kê t	
SIZE	0.6785	0.195	
AGE	-0.2659	0.121	
LEV	-24.9409	0.000	
	(***)		
LIQ	-0.5154	0.002	
	(***)		
FEM	4.801	0.000	
	(***)		
CER	2.1594	0.077	
	(*)		
Hằng số	2.3323	0.866	
Số quan sát	281	281	
Chú thích: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.0			
	Trị số thống kê t được đặt trong dấu ngoặc đo		

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Học viên thực hiện chạy mô hình hồi quy tuyến tính theo phương pháp **REM cho mô hình có biến phụ thuộc ROA**. Kết quả ước lượng mô hình hồi quy được trích xuất từ phần mềm Stata trên đây cho thấy, các biến độc lập (LEV) và (LIQ) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, trong khi các biến còn lại là (SIZE), (AGE) không có ý nghĩa thống kê. Cả hai biến có ý nghĩa thống kê đều có hệ số tương

quan âm, điều này cho thấy mối quan hệ tác động ngược chiều của biến đòn bẩy tài chính và biến tính thanh khoản đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Biến (CER) và (FEM) cũng có ý nghĩa thống kê lần lượt ở mức ý nghĩa 10% và 1%. Cả hai hệ số tương quan ứng với hai biến này đều có giá trị dương. Điều này cho thấy trình độ học vấn của CEO và CEO là nữ giới có tác động ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.

4.2.4.2. Kết quả ước lượng cho mô hình với biến phụ thuộc là ROE Bảng 0-6 Kết quả ước lương cho mô hình với biến phu thuộc ROE

1// h:â h:â	Biến phụ thuộc: ROE		
Ký hiệu biến —	Hệ số ước lượng	Trị số thống kê t	
SIZE	1.4663	0.225	
AGE	-2.9478	0.929	
LEV	-49.3250 (***)	0.000	
LIQ	-1.6684 (*)	0.080	
FEM	9.8101	0.069	
CER	6.6115	0.139	
Hằng số	-2.9478	0.929	
Số quan sát	281	281	
		* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01 ê t được đặt trong dấu ngoặc đơn	

Nguồn số liệu Stockplus, học viên tổng hợp và tính toán.

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy cho thấy các biến (SIZE), (AGE) và (CER) không có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong nghiên cứu này. Điều này cho thấy rằng các nhân tố quy mô, thời gian hoạt động của doanh nghiệp và trình độ học vấn của CEO không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động ROE.

Biến (**LEV**) có hệ số tương quan âm (-49.3250) và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Kết quả cho thấy, đòn bẩy tài chính có tác động nghịch biến đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.

Biến (LIQ) cũng cho thấy sự tương quan âm với hệ số tương quan (-1.6684)

tại mức ý nghĩa thống kê 10%. Điều này cho thấy, tính thanh khoản có mối tương quan nghịch biến với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.

Biến (**FEM**) có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10% cùng với hệ số tương quan dương (9.8101). Kết quả này cho thấy, khi các CEO là nữ giới thì doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn so với CEO là nam giới, mối quan hệ giữa CEO là nữ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là tương quan đồng biến.

4.2.5. Phân tích kết quả nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, học viên thực hiện phân tích hai mô hình hồi quy tuyến tính nhằm xác định các yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011-2016, một mô hình có biến phụ thuộc ROA và một mô hình có biến phụ thuộc ROE, cả hai mô hình cùng áp dụng phương pháp REM.

Tuy khác nhau về cách xác định biến phụ thuộc để đo lường hiệu quả hoạt động nhưng kết quả ước lượng của cả hai mô hình hồi quy là khá đồng nhất với nhau. Kết quả ước lượng của cả hai mô hình so với giả thuyết nghiên cứu ban đầu được trình bày trong bảng thống kê dưới đây:

Bảng 0-7 Kết quả nghiên cứu so với kỳ vọng dấu

Biến độc	Dự đoán dấu	Kết quả n	ghiên cứu
lập	(tương quan với biến phụ thuộc)	Mô hình ROA	Mô hình ROE
SIZE	+	K	K
AGE	+	K	K
LIQ	+	-	-
LEV	-	-	-
FEM	+	+	+
CER	+	+	K

Nguồn: học viên tổng hợp từ phần mềm Stata.

Chú thích: Tác động cùng chiều (+), ngược chiều (-) và không ảnh hưởng

🖶 Phân tích các yếu tố không có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động

Quy mô của doanh nghiệp (SIZE): Trong khi các nghiên cứu trước đây đều tìm thấy hoặc mối quan hệ tương quan đồng biến giữa quy mô và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, như nghiên cứu của Kokko & Sjöholm (2004), Malik (2011), Pervan & Višić (2012), Bogliacino & Pianta (2013) và Amoroso (2015). Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, học viên chưa tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm. Điều này cũng mâu thuẫn với kết quả phân tích thống kê trước đó, có thể lí giải là do trong phần phân tích thống kê, chỉ có số lượng rất ít doanh nghiệp thuộc nhóm quy mô lớn, còn lại đa phần các doanh nghiệp trong ngành chế biến thực phẩm đều thuộc nhóm quy mô nhỏ. Kết quả nghiên cứu có thể được lý giải cho thị trường Việt Nam là do các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm chưa tận dụng được lợi thế của tính kinh tế nhờ quy mô. Đa phần các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam đang đi vay nợ ngày càng nhiều hơn (tỷ lệ đòn bẩy tài chính trung bình lên đến 46%), tuy nhiên hiệu quả sử dung đồng vốn chưa cao, tỷ lê nắm giữ tiền mặt và các tài sản ngắn hạn lớn, biểu hiện ở tỷ lệ thanh khoản cao. Do đó, việc doanh nghiệp tăng quy mô tổng tài sản chưa cho thấy ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Thời gian hoạt động (AGE): không theo như kỳ vọng ban đầu của học viên, thời gian hoạt động của doanh nghiệp chưa cho thấy bằng chứng về mối quan hệ tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm. Điều này có thể lý giải là do các doanh nghiệp thuộc ngành chế biến thực phẩm ở Việt Nam có tuổi thọ niêm yết còn chưa lâu (trung bình 7 năm), kết quả này cũng phù hợp với phần phân tích thống kê mô tả trước đó.

♣ Phân tích các yếu tố có tác động ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động

Đòn bẩy tài chính (LEV): Kết quả nghiên cứu cho thấy, đúng như kỳ vọng ban đầu của học viên, đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm, với hệ số tương quan mang dấu âm ở cả hai mô hình ước lượng. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của các học viên

Lang et al. (1996), Gleason & Mathur (2000), nghiên cứu này giải thích mối quan hệ nghich chiều giữa đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động là do vấn đề chi phí đại diện (hay mâu thuẫn giữa chủ sở hữu và ban quản lý doanh nghiệp) dẫn đến việc sử dung tỷ lệ đòn bấy cao hơn mức đô phù hợp làm giảm hiệu quả của doanh nghiệp. Đối với các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam, tác đồng nghịch chiều này còn có thể được lý giải bởi các lý do khác ngoài vấn đề chi phí đại diện như sau: (i) Thứ nhất, như đã phân tích trước đó, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam có đòn bẩy tài chính cao, cơ cấu vốn nghiêng về sử dụng nợ, với tỷ lệ trung bình đạt 46%, điều này dẫn đến sự phụ thuộc quá lớn vào nợ vay. Kết quả là, cơ cấu vốn nghiêng về nợ này có thể đẩy doanh nghiệp vào những khó khăn thường trực khi lãi suất cho vay biến động mạnh, điều này đúng với trường hợp lãi suất vay vốn tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu. (ii) Thứ hai, phần thống kê mô tả các biến độc lập cũng cho thấy, trong khi doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm duy trì tỷ lệ đòn bấy cao mà tính thanh khoản của doanh nghiệp vẫn rất tốt (trung bình hơn 2 lần), điều này cho thấy hiệu quả sử dụng nợ của doanh nghiệp là không cao, dẫn đến giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, đòn bẩy tài chính lúc này giống như con dao hai lưỡi, một mặt có thể giúp doanh nghiệp đạt được lợi nhuận cao nhờ tác động của lá chắn thuế. Nhưng mặt khác, nó có thể tác động làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam cần phải thật cân nhắc khi sử dụng tỷ lệ đòn bẩy cao và xây dựng cho mình một cơ cấu vốn mục tiêu thất hợp lý khi cần phải thực hiện các quyết định tài trợ và đầu tự.

Tính thanh khoản (LIQ): không theo như kỳ vọng ban đầu của học viên, tính thanh khoản thể hiện mối quan hệ tác động nghịch biến lên hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm. Kết quả nghiên cứu này cũng được tìm thấy tương đồng với nghiên cứu của các học viên (Liargovas et al., 2011) và Almajali & Alamro (2012). Đối với các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam, mối quan hệ tương quan nghịch biến này còn có thể được giải thích là do việc duy trì tính thanh khoản cao (trung bình hệ số thanh khoản lớn hơn 2 lần)

dẫn đến hạn chế vốn đầu tư vào tài sản cố định và hạn chế khả năng tạo ra lợi nhuận của doanh nghiệp.

Trình độ học vấn của CEO (CER): Theo đúng như kỳ vọng ban đầu của học viên, trình độ học vấn của CEO có mối quan hệ tương quan đồng biến với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm mà CEO có trình độ học vấn từ thạc sỹ trở lên có ROA cao hơn các doanh nghiệp khác. Kết quả này phù hợp với lý thuyết quản lý cấp cao và thống nhất với kết quả các nghiên cứu trước đó của Belliveau et al. (1996), Borgatti et al. (1998) và Ee et al. (2007) giải thích rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tốt hơn khi các CEO có trình độ học vấn cao là do (i) khả năng điều hành hoạt động, (ii) mức độ am hiểu về doanh nghiệp và (iii) các mối quan hệ xã hội hình thành trong giai đoạn học tập.

CEO là nữ giới (FEM): Kết quả nghiên cứu cho thấy, những công ty có CEO là nữ giới thì hiệu quả hoạt động cao hơn so với các công ty khác. Kết quả nghiên cứu này thống nhất với các nghiên cứu trước đó của Burke & McKeen (1996), Singh & Vinnicombe (2004), Smith et al. (2006), Khan & Vieito (2013), Tate & Yang (2015), Ho et al. (2015), Nguyễn Quang Khải (2015). Tuy số lượng công ty ở Việt Nam nói chung và ngành chế biến thực phẩm nói riêng có CEO là nữ giới còn khá ít, nhưng kết quả nghiên cứu này cũng cho thấy một khía cạnh khá tích cực: đa số các doanh nghiệp tại Việt Nam nói chung là doanh nghiệp vừa và nhỏ, các doanh nghiệp vừa và nhỏ do phụ nữ làm chủ đặc biệt quan tâm đến triển vọng của doanh nghiệp về mang lại lợi nhuận mà không phải chịu rủi ro quá mức.

4.2.6. Các kết quả kiểm định độ tin cậy của mô hình nghiên cứu

♣ Kiểm định phương sai thay đổi

Bảng 0-8 Kết quả kiểm định nhân tử Lagrange

Mô hình	Kết quả	Kết luận
Mô hình ROA	P-value = 0.00	Có hiện tượng phương sai thay đổi
Mô hình ROE	P-value = 1.00	Không có hiện tượng phương sai thay đổi

Học viên sử dụng **kiểm định nhân tử Lagrange** (Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier test) để kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi trong cả hai mô hình với biến phụ thuộc là ROA và ROE.

Kết quả kiểm định cho mô hình ROA cho thấy giá trị P-value<0.05, do đó, học viên đi đến kết luận dữ liệu nghiên cứu của mô hình ROA có hiện tượng phương sai thay đổi.

Kết quả kiểm định cho mô hình ROE cho thấy giá trị P-value>0.05, do đó, học viên đi đến kết luận dữ liệu nghiên cứu của mô hình ROE không có hiện tượng phương sai thay đổi.

🖶 Kiểm định tự tương quan

Bảng 0-9 Kết quả kiểm định Woolridge

Mô hình	Kết quả	Kết luận
Mô hình ROA	p-value = 0.91	Không có tự tương quan
Mô hình ROE	p-value = 0.05	Có tự tương quan

Nguồn: học viên tổng hợp từ phần mềm Stata.

Kiểm định Woolridge được học viên sử dụng để kiểm tra vấn đề tự tương quan.

- Kết quả kiểm định đối với mô hình ROA cho thấy giá trị P-value>0.05,
 tương ứng với kết luận mô hình nghiên cứu không bị hiện tượng tự tương quan.
- Kết quả kiểm định đối với mô hình ROE cho thấy giá trị P-value<=0.05, tương ứng với kết luận mô hình nghiên cứu có hiện tượng tự tương quan.

Tóm lại, mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc ROA có hiện tượng phương sai thay đổi và không có hiện tượng tự tương quan, mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc ROE có hiệu tượng phương sai thay đổi và tự tương quan. Học viên đã sử dụng mô hình hồi quy GLS để khắc phục lỗi phương sai thay đổi và tự tương quan trong từng mô hình. Chi tiết các kết quả kiểm định và xử lý mô hình nghiên cứu được trình bày tại **phụ lực 2**.

KÉT LUẬN CHƯƠNG 4

Trong **chương 4** này, học viên đã phân tích thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu, phân tích tương quan giữa các biến để thấy được mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc. Sau đó, học viên thực hiện ước lượng hai mô hình hồi quy tuyến tính, một mô hình có biến phụ thuộc ROA và một mô hình có biến phụ thuộc ROE, cả hai mô hình cùng **áp dụng phương pháp REM**. Kết quả phân tích hai mô hình ước lượng đưa đến các kết luận đáng chú ý sau:

- (i) Thứ nhất, đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản có tác động nghịch chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.
- (ii) Thứ hai, trình độ học vấn của CEO và CEO là nữ giới tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.

Thứ ba, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng thể hiện mối tương quan giữa quy mô doanh nghiệp, thời gian hoạt động và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm.

CHƯƠNG 5 KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

5.1. Kết luận

5.1.1. Kết quả đạt được về nghiên cứu lý thuyết

Về mặt cơ sở lý luận, luận văn đã tổng hợp các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm về các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, luận văn cũng khái quát được tình hình hoạt động kinh doanh và phân tích đặc thù của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2011 – 2016.

Về mặt nghiên cứu thực nghiêm, luân văn đã đưa ra kết quả phân tích về những nhân tố có tác đông đến hiệu quả hoạt đông của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam. Cu thể, học viên đã khảo sát được 57 doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm để làm mẫu đại diên, tiến hành phân tích thực trang hoat đông của các doanh nghiệp trong ngành. Sau đó, thông qua phương pháp nghiên cứu định lượng, học viên đã kiểm định được các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm bao gồm đòn bẩy tài chính, tính thanh khoản, giới tính của CEO là nữ và trình độ học vấn của CEO. Từ đó, đưa ra các khuyến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Như vậy, kết quả nghiên cứu của luận văn này, một mặt góp phần bổ sung cho các nghiên cứu thực nghiệm trước đây ở trong nước và ở trên thế giới, mặt khác góp phần làm phong phú kho tàng các nghiên cứu thực nghiệm về đề tài nghiên cứu cho một ngành kinh doanh cụ thể tại Việt Nam là ngành chế biến thực phẩm. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu của luận văn cũng có thể là gợi ý cho các hướng nghiên cứu sau này.

5.1.2. Kết quả đạt được về mặt ý nghĩa thực tiễn

Đề tài nghiên cứu của luận văn là "Những nhân tố tác động tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam".

Kết quả nghiên cứu của luận văn đã đáp ứng được mục tiêu nghiên cứu ban đầu là xác định các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, học viên đã tiến hành các phân tích định tính và định lượng với mẫu dữ liệu nghiên cứu bao gồm 57 doanh nghiệp niêm yết tương ứng với 281 quan sát trong giai đoạn 2011-2016. Kết quả nghiên cứu định lượng cho thấy, các nhân tố chính có động tích cực là trình độ học vấn của CEO và CEO là nữ giới, các nhân tố tác động tiêu cực là đòn bẩy tài chính và tính thanh khoản. Từ việc xác định các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm ở nội dung trên, dựa vào tính chất đặc thù của ngành, học viên sẽ đề xuất các giải pháp kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Đối với các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm nói riêng, kết quả nghiên cứu mang ý nghĩa vô cùng thiết thực trong bối cảnh hiện tại, khi mà áp lực cạnh tranh trong ngành không chỉ đến từ các doanh nghiệp trong nước mà còn đến từ các đối thủ cạnh tranh nước ngoài gia nhập vào thị trường nội địa thông qua các hiệp định hợp tác thương mại song phương và đa phương.

5.2. Một số kiến nghị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm

Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhằm mục tiêu nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm, học viên đề xuất các giải pháp kiến nghị gắn liền với các nhân tố trên như sau:

5.2.1. Chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính

Thứ nhất, các doanh nghiệp cần đề ra chiến lược cụ thể về việc sử dụng đòn bẩy tài chính để gia tăng hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có mối quan hệ tương quan nghịch chiều. Nguyên nhân chính lí giải cho mối quan hệ tương

quan nghịch chiều này là do việc sử dụng vốn đặc biệt là vốn vay của các doanh nghiệp chưa hiệu quả. Do đó, để gia tăng hiệu quả hoạt động, các doanh nghiệp cân đề ra chiến lược cu thể về việc sử dụng đòn bẩy tài chính để gia tặng hiệu quả hoạt đông như sau: (i) Môt là, cần có chủ trương linh hoạt trong quá trình sử dụng nơ, han chế sử dung nơ để tài trợ cho các tài sản ngắn han khi chưa khai thác hết hiệu suất sử dụng. Vì các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm thường có vòng quay vốn lưu động nhanh, do đó, trong ngắn hạn, doanh nghiệp có thể tận dụng các nguồn vốn chiếm dụng từ khách hàng thông qua các chính sách tín dụng thương mại (các khoản yêu cầu thanh toán trước đối với người mua hoặc đàm phán trả chậm đối với nhà cung cấp), các khoản chiếm dụng vốn từ việc trì hoãn thời gian nộp thuế (giảm bớt tiền chi nộp thuế trong năm hiện hành vào các năm tiếp theo trong tương lai). Như vậy, doanh nghiệp vừa có thể tận dụng được các nguồn vốn trong ngắn hạn có tính chất ổn định lại tiết kiệm được khoản chi phí lãi vay. (ii) Hai là, đi vay nợ đồng nghĩa với áp lực trả nợ vay, có thể sẽ đưa doanh nghiệp vào các tình huống khó khăn thường trực khi lãi suất cho vay biến đông manh. Vì vây, trong giai đoạn lãi suất cho vay trên thị trường bất ổn, thay vì đi vay nợ, doanh nghiệp có thể sử dụng các hình thức huy động vốn khác như: phát hành thêm cổ phiếu cho nhân viên, cho các cổ đông hiện hữu và các nhà đầu tư chiến lược.

5.2.2. Cơ chế quản trị vốn lưu động

Thứ hai, doanh nghiệp cần có cơ chế quản trị vốn lưu động hiệu quả. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tính thanh khoản có mối quan hệ tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm. Một trong các nguyên nhân chính của mối quan hệ tương quan âm này là do các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có cơ cấu vốn nghiêng về nợ và duy trì tỷ lệ thanh khoản ở mức cao. Ta biết rằng tỷ lệ thanh khoản cao thể hiện được khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của doanh nghiệp nhưng cũng làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Để có thể cải thiện được hiệu quả hoạt động mà không làm giảm tính thanh khoản, các doanh nghiệp cần phải kiểm soát chặt chẽ và hiệu quả các tài sản lưu động, đặc biệt là các khoản phải thu và tiền mặt trong ngân quỹ. Cụ thể, các doanh

nghiệp có thể lập bảng theo dõi tình hình thu, thi đối với từng khách hàng theo tháng, quý và năm. Qua bảng này, doanh nghiệp lập kế hoạch thu, chi cụ thể nhằm tránh nợ đọng kéo dài từ khách hàng. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng có thể lập các bảng theo dõi thu chi bằng tiền mặt và thiết lập các định mức tiền mặt trong ngân quỹ, tránh để tình trang quá nhiều tiền mặt nhàn rỗi.

5.2.3. Loại bỏ quan điểm ưu tiên nam giới

Thứ ba, các doanh nghiệp cần loại bỏ quan điểm ưu tiên nam giới trong hoạt động quản lý doanh nghiệp. Thực tế cho thấy, trong mọi lĩnh vực của đời sống, từ kinh tế cho tới văn hóa xã hội, phụ nữ ngày càng đạt nhiều thành tựu hơn. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, nữ giới với vai trò lãnh đạo góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tốt hơn nam giới. Tuy nhiên, hiện nay vẫn còn một số rào cản gây ảnh hưởng đến vị thế của nữ giới trong công tác lãnh đạo, ví dụ như quan điểm ưu tiên nam giới ở vị trí lãnh đạo doanh nghiệp. Do đó, học viên khuyến nghị các doanh nghiệp cần loại bỏ quan điểm ưu tiên nam giới trong hoạt động quản lý, tháo gỡ các rào cản để người phụ nữ phát huy được năng lực của mình trong các hoạt động của doanh nghiệp nói chung và hoạt động quản lý doanh nghiệp nói riêng. Tóm lại, kết quả nghiên cứu ủng hộ việc sử dụng nhiều nữ giới hơn trong hoạt động quản lý tại các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp niêm yết ngành chế biến thực phẩm nói riêng.

5.2.4. Khuyến khích CEO nâng cao kiến thức chuyên môn

Thứ tư, doanh nghiệp khuyến khích, tạo cơ hội và các chính sách hỗ trợ để CEO không ngừng tiếp thu kiến thức mới, từ đó nâng cao năng lực lãnh đạo và điều hành doanh nghiệp. Trong bối cảnh môi trường kinh tế luôn biến động khó lường và đầy khó khăn thách thức như hiện nay, giải pháp quan trọng để phát triển bền vững của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm nói riêng là lấy con người là trung tâm, lấy CEO làm hạt nhân của quản lý điều hành.

5.3. Hạn chế của đề tài và hướng nghiên cứu tiếp theo

Bên cạnh những kết quả đạt được, đề tài nghiên cứu vẫn còn tồn tại những hạn chế sau: (i) Một là, học viên chỉ thu thập dữ liệu nghiên cứu ở hai Sở giao dịch

chứng khoán Tp Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn 2011 – 2016 để làm đại diện cho mẫu nghiên cứu nên kết quả có thể chưa phản ánh được cho toàn bộ các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm tại Việt Nam. (ii) Hai là, việc định lượng các nhân tố tác động chỉ mang tính chất tương đối và giới hạn ở một số nhân tố tác động được nhiều nghiên cứu thực nghiệm chứ không bao gồm tất cả các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. (iii) Ba là, nghiên cứu chỉ đang dừng lại ở việc khảo sát mối quan hệ tuyến tính mà chưa đề cập đến mối quan hệ phi tuyến. Tuy nhiên, học viên nhận thấy rằng, những điểm hạn chế vừa kể ra trên đây của đề tài nghiên cứu này cũng có thể là những điểm gợi ý cho các hướng nghiên cứu tiếp theo.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Anh

- 1. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*, 6(5), 438-445.
- 2. Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- 3. Agarwal, R., & Gort, M. (2002). Firm and product life cycles and firm survival. *American Economic Review*, 92(2), 184-190.
- 4. Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 4(2), 266.
- 5. Amoroso, S. (2015). Profits, R&D and labour: Breaking the law of diminishing returns to labour.
- 6. Amran, N. A. (2011). The effect of owner's gender and age to firm performance: A review on Malaysian public listed family businesses. *Journal of Global Business and Economics*, 2(1), 104-116.
- 7. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- 8. Belliveau, M. A., O'Reilly III, C. A., & Wade, J. B. (1996). Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation. *Academy of management Journal*, 39(6), 1568-1593.
- 9. Berger, A. N., & Di Patti, E. B. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- 10. Bogliacino, F., & Pianta, M. (2012). Profits, R&D, and innovation—a model and a test. *Industrial and Corporate Change*, 22(3), 649-678.
- 11. Burke, R. J., & McKeen, C. A. (1996). Gender effects in mentoring relationships. *Journal of Social Behavior and Personality*, 11(5), 91.

- 12. Chhibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry. *The Journal of Law and Economics*, 42(1), 209-238.
- 13. Cîrciumaru, D., Siminică, M., & Marcu, N. (2010). A study on the return on equity for the Romanian industrial companies. *Annals of University of Craiova–Economic Science Series*, 2, 38.
- 14. El-Sayed Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.
- 15. Fairlie, R. W., & Robb, A. M. (2009). Gender differences in business performance: evidence from the Characteristics of Business Owners survey. *Small Business Economics*, *33*(4), 375.
- 16. Frey, M. C., & Detterman, D. K. (2004). Scholastic assessment or g? The relationship between the scholastic assessment test and general cognitive ability. *Psychological science*, *15*(6), 373-378.
- 17. Ghosh, C., Nag, R., & Sirmans, C. F. (2000). The pricing of seasoned equity offerings: evidence from REITs. *Real Estate Economics*, 28(3), 363-384.
- 18. Ghosh, S. (2012). Does R&D intensity influence leverage? Evidence from Indian firm-level data. *Journal of International Entrepreneurship*, 10(2), 158-175.
- 19. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3.
- 20. Gleason, K. C., Mathur, L. K., & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers. *Journal of business research*, *50*(2), 185-191.
- 21. Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2006). Manager education and mutual fund performance. *Journal of empirical finance*, *13*(2), 145-182.

- 22. Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2015). CEO educational background and firm financial performance.
- 23. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- 24. Ho, S. S., Li, A. Y., Tam, K., & Zhang, F. (2015). CEO gender, ethical leadership, and accounting conservatism. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 351-370.
- 25. Hsu, C. S., Kuo, L., & Chang, B. G. (2013). Gender difference in profit performance-evidence from the owners of small public accounting practices in Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(1), 140.
- 26. Inmyxai, S., & Takahashi, Y. (2010). Performance contrast and its determinants between male and female headed firms in Lao MSMEs. *International Journal of business and management*, 5(4), 37.
- 27. Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66.
- 28. Kokko, A., & Sjoholm, F. (2004). The internationalization of Vietnamese SMEs, Stockholm School of Economics. *Asian Economic Papers*, *4*(1).
- 29. Liargovas, P., & Repousis, S. (2011). The impact of mergers and acquisitions on the performance of the Greek banking sector: An event study approach. *International Journal of Economics and Finance*, *3*(2), 89.
- 30. Loderer, C. F., Neusser, K., & Waelchli, U. (2009). Corporate geriatrics: Aging, survival, and performance. *Survival, and Performance*.
- 31. Malik, H. (2011). Determinants of insurance companies profitability: An analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic Research International*, *1*(3), 315.
- 32. Martin, A. D., Nishikawa, T., & Williams, M. A. (2009). CEO gender: Effects on valuation and risk. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 23-40.

- 33. Maxam, C. L., Petrova, M. T., Nikbakht, E., & Spieler, A. C. (2006). Managerial characteristics and hedge fund performance.
- 34. Memon, F., Bhutto, N. A., & Abbas, G. (2012). Capital structure and firm performance: A case of textile sector of Pakistan. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 1(9), 9-15.
- 35. Muritala, T. A. (2012). An empirical analysis of capital structure on firms' performance in Nigeria. *International Journal of Advances in Management and Economics*, *I*(5), 116-124.
- 36. Muritala, T. A. (2012). An empirical analysis of capital structure on firms' performance in Nigeria. *International Journal of Advances in Management and Economics*, 1(5), 116-124.
- 37. Panco, R., & Korn, H. (1999). Understanding factors of organizational mortality: considering alternatives to firm failure.
- 38. Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, *3*(1), 213-223.
- 39. Reger, R. K. (1997). Strategic leadership: top executives and their effects on organizations. *Academy of Management Review*, 22(3), 802-805.
- 40. San, O. T., & Heng, T. B. (2011). Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), 28-36.
- 41. Saridakis, G., Mole, K., & Hay, G. (2013). Liquidity constraints in the first year of trading and firm performance. *International Small Business Journal*, 31(5), 520-535.
- 42. Singh, V., & Vinnicombe, S. (2004). Why so few women directors in top UK boardrooms? Evidence and theoretical explanations. *Corporate Governance:*An International Review, 12(4), 479-488.
- 43. Singhathep, T., & Pholphirul, P. (2015). Female CEOs, Firm Performance, and Firm Development: Evidence from Thai Manufacturers. *Gender, Technology and Development*, 19(3), 320-345.

- 44. Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of productivity and Performance management*, 55(7), 569-593.
- 45. Sørensen, J. B., & Stuart, T. E. (2000). Aging, obsolescence, and organizational innovation. *Administrative science quarterly*, 45(1), 81-112.
- 46. Tate, G., & Yang, L. (2015). Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 77-97.
- 47. Yu, Z. (2017). R&D Expenditure and Firm Performance in China.
- 48. Zeitun, R., & Gang Tian, G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(1), 66-82.

Tiếng Việt

- 1. Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên. "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 thành phố Hồ Chí Minh". KT&PT, số 215 tháng 05 năm 2015, tr. 59-66.
- Hiển, N. Đ., Quyền, M. C., Anh, Đ. L. T. & Vinh, V. T. 2014. 2914. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 204, 48-60.
- 3. Nguyễn Quang Khải (2015), "Xây dựng cấu trúc vốn, cơ cấu sở hữu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại thành phố Hồ Chí Minh", *Tạp chí khoa học*, Vol. 1 (1), 66 74.
- 4. Nguyễn Quốc Nghi và Mai Văn Nam (2011). "Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa ở thành phố Cần Thơ". Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ. Số 2011:19b.
- 5. Quan Minh Nhựt 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", *Tạp chí khoa học* 33: 65-71, Trường Đại học Cần Thơ.

- 6. Thảo, H. T. P., Nam, P. Đ., & Anh, H. T. P. (2015). Giới tính, sở hữu nhà nước và thành quả công ty. *Tạp chí phát triển kinh tế*, (JED, Vol. 26 (8)), 111-128.
- 7. Trần, H. S. (2008). Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.
- 8. Trọng Hiền, V. Giới tính CEO, sự chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp và hiệu quả phân bổ vốn–trường hợp Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, (142+ 143), 102-113.
- 9. Vinh, V. X. & Chi, Đ. T. L. 2014. Dòng tiền tự do và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam. *Phát triển kinh tế*, 280, 61-77.

PHŲ LŲC

Phụ lục 1: Kết quả mô hình hồi quy của ROA theo FEM, REM Bảng 1.1 Hồi quy theo phương pháp FEM

. xtreg roa fem cer liq lev size age, fe

Fixed-effects (within) regression Group variable: ticker					of obs = of groups =	281 57
R-sq: within = 0.0702 between = 0.2628 overall = 0.1752				Obs per	<pre>group: min = avg = max =</pre>	1 4.9 6
corr(u_i, Xb)	= -0.4296			F(6,218)		
roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf	. Interval]
fem cer liq lev size age _cons	0996741 -25.02808 3.111455 7551203	4.644057 2.571013 .3492289 7.31961 2.456364 .3565064 64.45884	-0.23 0.86 -0.29 -3.42 1.27 -2.12 -0.95	0.035	-10.21603 -2.858151 7879712 -39.45434 -1.729807 -1.457761 -188.0048	.588623 -10.60182 7.952717
sigma_u sigma_e rho	6.7995436 7.4802758 .45243717	(fraction	of variar	nce due to	o u_i)	

F test that all $u_i=0$: F(56, 218) = 1.97

Prob > F = 0.0003

Bảng 1.2 Hồi quy theo phương pháp REM

. xtreg roa fem cer liq lev size age, re

Random-effects GLS regression Group variable: ticker					of obs = of groups =	281 57
R-sq: within = 0.0536 between = 0.4702 overall = 0.3004				Obs per	group: min = avg = max =	1 4.9 6
corr(u_i, X)	= 0 (assumed	d)			ii2(6) = chi2 =	
roa	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf.	Interval]
fem cer liq lev size age _cons	-24.94096 .6785745	1.935214 1.511501 .2733253 3.547643 .4423458 .1703892 11.98938	2.48 1.43 -1.89 -7.03 1.53 -1.56 0.19	0.125	-1.051115 -31.89421 1884074 5998613	5.121972 .0203009 -17.9877 1.545556
sigma_u sigma_e rho	3.4866242 7.4802758 .17848124	(fraction	of variar	nce due t	o u_i)	

Bảng 1.3 Kết quả kiểm định Hausman

. hausman roafe roare

	Coeffi	cients ——		
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	roafe	roare	Difference	S.E.
fem	-1.063036	4.801666	-5.864701	4.221636
cer	2.209073	2.159484	.0495889	2.079777
liq	0996741	5154069	.4157328	.21738
lev	-25.02808	-24.94096	0871254	6.402415
size	3.111455	.6785745	2.43288	2.416207
age	7551203	2659046	4892158	.3131522

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

Bảng 1.4 Kiểm định phương sai thay đổi

Giả thuyết:

- H0: Không có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình
- H1: Có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình
- . xtreg roa fem cer liq lev size age, re

3				Number Number	of obs = of groups =	201
R-sq: within = 0.0536 between = 0.4702 overall = 0.3004				Obs per	group: min = avg = max =	4.9
corr(u_i, X)	= 0 (assumed	(L			i2(6) = chi2 =	= 68.52 = 0.0000
roa	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf	f. Interval]
fem cer liq lev size age _cons	-24.94096	1.935214 1.511501 .2733253 3.547643 .4423458 .1703892 11.98938	2.48 1.43 -1.89 -7.03 1.53 -1.56 0.19	0.125	8030038 -1.051115 -31.89421 1884074	5.121972 .0203009 -17.9877 1.545556 .0680521
sigma_u sigma_e rho	3.4866242 7.4802758 .17848124	(fraction	of variar	nce due t	o u_i)	

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	93.94747	9.69265
е	55.95453	7.480276
u	12.15655	3.486624

Test: Var(u) = 0

 $\frac{\text{chibar2(01)}}{\text{Prob} > \text{chibar2}} = 11.52$ Prob > chibar2 = 0.0003

Bảng 1.5 Kiểm định hiện tượng tự tương quan

Giả thuyết

 H_0 : Không có hiện tượng tương quan chuỗi trong mô hình

 H_1 : Có hiện tượng tương quan chuỗi trong mô hình

. xtserial roa fem cer liq lev size age

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

HO: no first-order autocorrelation

F(1, 45) = 0.013Prob > F = 0.9102

Bảng 1.6 Kết quả hồi quy REM của ROA sau khi khắc phục lỗi phương sai thay đổi

. xtreg roa fem cer liq lev size age, re robust

Random-effects GLS regression Group variable: ticker	Number of obs Number of groups		281 57
R-sq:	Obs per group:		
within $= 0.0536$	min	n =	1
between = 0.4702	avo	g =	4.9
overall = 0.3004	max	ζ =	6
	Wald chi2(6)	=	63.08
$corr(u_i, X) = 0 $ (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000

(Std. Err. adjusted for 57 clusters in ticker)

roa	Coef.	Robust Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf.	Interval]
fem cer liq lev size age _cons	4.801666 2.159484 5154069 -24.94096 .6785745 2659046 2.332374	1.762497 1.223084 .163961 4.006415 .523687 .1713648 13.81203	2.72 1.77 -3.14 -6.23 1.30 -1.55 0.17	0.006 0.077 0.002 0.000 0.195 0.121 0.866	1.347236 2377154 8367646 -32.79339 3478332 6017733 -24.7387	8.256096 4.556684 1940493 -17.08853 1.704982 .0699642 29.40345
sigma_u sigma_e rho	3.4866242 7.4802758 .17848124	(fraction	of varia	nce due t	co u_i)	

Phụ lục 2: Kết quả mô hình hồi quy của ROE theo FEM, REM Bảng 2.1 Hồi quy mô hình ROE theo phương pháp FEM

. xtreg roe fem cer liq lev size age, fe

				Number o	of obs = of groups =	281 57
R-sq: within = 0.0401 between = 0.1063 overall = 0.0444				Obs per	<pre>group: min = avg = max =</pre>	1 4.9 6
corr(u_i, Xb)	= -0.7544			F(6,218) Prob > E		1.52 0.1740
roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval]
fem cer liq lev size age _cons	20.70761 10.65704 176018 -53.81771 14.29818 -2.171007 -345.3745	17.63343 9.762109 1.326018 27.79248 9.326788 1.353651 244.7495	1.17 1.09 -0.13 -1.94 1.53 -1.60 -1.41	0.242 0.276 0.895 0.054 0.127 0.110 0.160	-14.04622 -8.583156 -2.789475 -108.5941 -4.084041 -4.838925 -827.7526	55.46145 29.89723 2.437439 .9586481 32.6804 .4969109 137.0037
sigma_u sigma_e rho	25.34136 28.402526 .44322579	(fraction	of variar	nce due to	o u_i)	

F test that all $u_i=0$: F(56, 218) = 1.33

Prob > F = 0.0749

Bảng 2.2 Hồi quy mô hình ROE theo phương pháp REM

. xtreg roe fem cer liq lev size age, re

Random-effects GLS regression Group variable: ticker					of obs = of groups =	201
R-sq: within = 0.0209 between = 0.2739 overall = 0.1039				Obs per	group: min = avg = max =	4.9
corr(u_i, X)	= 0 (assumed	d)			ii2(6) = chi2 =	
roe	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf	f. Interval]
fem cer liq lev size age _cons	6.611542 -1.668405 -49.32506 1.466312	10.49455	1.82 1.48 -1.75 -4.70 1.21 -0.63 -0.09	0.000	-69.894 9043926	15.37663 .2003429 -28.75613 3.837016
sigma_u sigma_e rho	0 28.402526 0	(fraction	of variar	nce due t	o u_i)	

Bảng 2.3 Kết quả thẩm định Hausman

. hausman roefe roere

	Coeffi	cients		
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	roefe	roere	Difference	S.E.
fem	20.70761	9.810129	10.89748	16.78613
cer	10.65704	6.611542	4.045497	8.677521
liq	176018	-1.668405	1.492387	.9215408
lev	-53.81771	-49.32506	-4.492645	25.73493
size	14.29818	1.466312	12.83187	9.248023
age	-2.171007	3249433	-1.846064	1.250012

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(6) = (b-B)'[(
$$V_b-V_B$$
)^(-1)](b-B)
= 5.48
Prob>chi2 = 0.4838

Bảng 2.4 Kiểm định phương sai thay đổi

Giả thuyết:

H0: Không có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình

H1: Có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình

. xtreg roe fem cer liq lev size age, re

Random-effect: Group variable	-			of obs = of groups =	201	
R-sq: within = between = overall =	= 0.2739		Obs per	group: min = avg = max =	= 4.9	
corr(u_i, X)	= 0 (assumed	(i			i2(6) = chi2 =	= 31.76 = 0.0000
roe	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Cont	f. Interval]
fem cer liq lev size age _cons	-1.668405 -49.32506 1.466312	5.400344 4.472068 .9534604 10.49455 1.209565 .5194629 33.26185	1.82 1.48 -1.75 -4.70 1.21 -0.63 -0.09	0.069 0.139 0.080 0.000 0.225 0.532 0.929	7743516 -2.15355 -3.537153 -69.894 9043926 -1.343072 -68.13988	.2003429 -28.75613 3.837016 .6931852
sigma_u sigma_e rho	0 28.402526 0	(fraction	of variar	nce due t	o u_i)	

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[ticker,t] = Xb + u[ticker] + e[ticker,t]

Estimated results:

Test: Var(u) = 0

 $\frac{\text{chibar2}(01)}{\text{Prob} > \text{chibar2}} = 0.00$

Bảng 2.5 Kiểm định hiện tượng tự tương quan

Giả thuyết

 H_0 : Không có hiện tượng tương quan chuỗi trong mô hình

 H_1 : Có hiện tượng tương quan chuỗi trong mô hình

. xtserial roe fem cer liq lev size age

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

HO: no first-order autocorrelation

F(1, 45) = 4.050

Prob > F = 0.0502

Bảng 2.6 Kết quả hồi quy REM của ROE sau khi khắc phục lỗi phương sai thay đổi và tự tương quan

. xtreg roe fem cer liq lev size age, re

Random-effects Group variable	-			of obs = of groups =		
R-sq: within = between = overall =	= 0.2739			Obs per	group: min = avg = max =	4.9
corr(u_i, X)	= 0 (assumed	i)			i2(6) = chi2 =	
roe	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf	. Interval]
fem cer liq lev size age _cons	6.611542 -1.668405 -49.32506 1.466312 3249433	10.49455	1.21		-3.537153 -69.894 9043926	15.37663 .2003429 -28.75613 3.837016 .6931852
sigma_u sigma_e rho	0 28.402526 0	(fraction	of variar	nce due t	o u_i)	

Phụ lục 3: Dữ liệu mô hình hồi quy

Năm	Mã cổ phiếu	ROA	ROE	SIZE	LIQ	LEV	AGE	FEM	CER
2011	AAM	19.39	22.29	26.52	6.97	0.13	3	0	1
2012	AAM	4.90	5.48	26.38	8.20	0.11	4	0	1
2013	AAM	2.71	3.17	26.43	5.78	0.14	5	0	1
2014	AAM	2.99	3.45	26.42	6.30	0.13	6	0	1
2015	AAM	0.80	1.03	26.50	3.91	0.22	7	0	1
2016	AAM	0.61	0.64	26.28	21.51	0.05	8	0	1
2011	ABT	20.87	25.43	26.89	4.16	0.18	6	0	0
2012	ABT	15.33	20.58	26.97	3.29	0.26	7	0	0
2013	ABT	10.74	17.82	27.26	2.18	0.40	8	0	0
2014	ABT	11.80	18.64	27.21	2.42	0.37	9	0	0
2015	ABT	12.43	17.68	27.09	2.97	0.30	10	0	0
2016	ABT	7.34	11.47	27.20	2.50	0.36	11	0	0
2011	ACL	14.48	38.54	27.40	1.20	0.62	5	1	0
2012	ACL	1.82	5.49	27.45	1.11	0.67	6	1	0
2013	ACL	0.72	1.91	27.30	1.07	0.63	7	1	0
2014	ACL	1.47	4.39	27.45	1.07	0.67	8	1	0
2015	ACL	2.41	9.70	27.82	1.01	0.75	9	1	0
2016	ACL	1.98	6.67	27.80	1.03	0.70	10	1	0
2011	AGF	3.61	9.45	28.17	1.15	0.62	10	0	0
2012	AGF	2.17	5.16	28.08	1.27	0.58	11	0	0
2013	AGF	0.95	2.61	28.44	1.28	0.64	12	0	0
2014	AGF	3.25	8.34	28.43	1.35	0.61	13	0	0
2012	AGM	4.38	14.18	27.79	1.07	0.69	1	0	0
2013	AGM	3.14	8.76	27.65	1.10	0.64	2	0	0
2014	AGM	0.71	1.50	27.32	1.14	0.53	3	0	0
2015	AGM	5.98	12.36	27.40	1.52	0.52	4	0	0
2016	AGM	0.87	1.83	27.33	1.48	0.53	5	0	0
2011	ANV	2.15	3.20	28.40	1.93	0.30	5	0	0
2012	ANV	1.03	1.77	28.52	1.47	0.42	6	0	0
2013	ANV	0.22	0.46	28.66	1.16	0.51	7	0	0
2014	ANV	1.84	4.53	28.83	1.03	0.59	8	0	0
2015	ANV	0.05	0.12	28.82	1.11	0.60	9	0	0
2016	ANV	0.45	1.03	28.74	1.28	0.57	10	0	0
2011	ASM	4.82	9.99	27.95	1.52	0.52	2	0	0
2012	ASM	0.84	1.96	28.09	1.31	0.57	3	0	0
2013	ASM	1.52	3.63	28.15	1.89	0.58	4	0	0
2014	ASM	3.59	7.04	28.54	2.51	0.49	5	0	0
2015	ASM	2.20	3.52	28.99	3.28	0.38	6	0	0
2016	ASM	3.56	6.57	29.22	1.92	0.46	7	0	0
2011	BBC	5.90	8.07	27.39	2.01	0.27	11	0	0
2012	BBC	3.37	4.47	27.37	2.03	0.25	12	0	0
2013	BBC	5.55	7.54	27.42	2.13	0.26	13	0	0
2014	BBC	6.47	9.01	27.52	2.38	0.28	14	0	0
2015	BBC	8.52	12.16	27.64	2.56	0.30	15	0	0
2016	BBC	7.81	10.80	27.67	2.95	0.28	16	0	0
2011	BHN	10.37	21.09	29.67	1.42	0.40	4	0	1
2013	BHN	10.30	18.30	29.72	1.86	0.33	6	0	1

2014	BHN	9.55	15.77	29.87	1.56	0.39	1 7	0	1 1
2015	BHN	9.58	15.63	29.93	1.77	0.39	8	0	1
2016	BHN	8.15	12.19	29.91	2.05	0.33	9	0	1
2010	BHS	11.49	26.84	27.88	1.20	0.57	6	0	1
2012	BHS	5.66	20.81	28.38	1.02	0.73	7	0	1
2013	BHS	1.70	4.42	28.42	1.12	0.73	8	0	0
2014	BHS	3.49	9.61	28.48	1.08	0.64	9	0	0
2015	BHS	3.45	8.40	29.20	1.08	0.59	10	1	0
2016	BHS	4.82	12.77	29.43	1.19	0.62	11	1	0
2011	BLF	1.34	7.09	26.77	0.90	0.81	4	0	0
2012	BLF	0.21	1.08	26.74	0.91	0.80	5	0	0
2013	BLF	0.67	3.82	26.90	0.94	0.82	6	0	0
2014	BLF	0.19	1.84	27.42	0.97	0.90	7	0	0
2015	BLF	0.40	3.06	27.20	1.00	0.87	8	0	0
2016	BLF	0.81	3.57	27.15	1.00	0.77	9	0	0
2011	CAN	12.63	30.15	26.27	1.36	0.58	11	0	1
2012	CAN	4.71	10.53	26.15	1.31	0.55	12	0	1
2013	CAN	7.10	11.93	25.91	1.68	0.40	13	0	1
2014	CAN	9.00	15.27	26.00	1.70	0.41	14	0	1
2015	CAN	5.86	11.35	26.18	1.51	0.48	15	0	1
2016	CAN	0.31	0.61	26.13	1.44	0.49	16	0	1
2011	CMX	0.51	2.88	27.52	0.99	0.82	2	1	0
2012	CMX	0.40	1.74	27.29	0.97	0.77	3	0	0
2013	CMX	-20.79	-367.40	27.14	0.72	0.94	4	0	0
2014	CMX	1.18	17.41	27.15	0.75	0.93	5	0	0
2015	CMX	3.63	37.14	27.24	0.75	0.90	6	0	0
2016	CMX	-6.20	-187.47	27.25	0.67	0.97	7	0	0
2016	CTP	9.07	10.59	25.72	5.67	0.14	1	0	0
2015	DAT	2.68	5.00	27.40	2.28	0.46	1	0	0
2016	DAT	2.23	5.42	27.72	1.47	0.59	2	0	0
2011	DBC	6.88	17.90	28.79	1.68	0.62	4	0	1
2012	DBC	7.03	18.15	28.90	1.35	0.61	5	0	1
2013	DBC	4.76	11.10	29.02	1.40	0.57	6	0	1
2014	DBC	4.88	11.24	29.07	1.34	0.57	7	0	1
2015	DBC	5.48	12.99	29.16	1.29	0.58	8	0	0
2016	DBC	8.16	19.29	29.34	1.23	0.58	9	0	0
2011	FMC	3.65	16.53	27.38	1.08	0.78	6	0	1
2012	FMC	1.33	3.90	26.85	1.09	0.66	7	0	1
2013	FMC	4.41	13.90	27.33	1.20	0.68	8	0	1
2014	FMC	5.28	16.13	27.80	1.26	0.67	9	0	1
2015	FMC	7.24	28.22	27.93	1.10	0.74	10	0	1
2011	HAD	17.55	22.70	25.64	3.57	0.23	3	0	1
2012	HAD	20.56	24.25	25.70	4.97	0.15	4	0	1
2013	HAD	18.90	21.62	25.77	5.95	0.13	5	0	1
2014	HAD	13.86	15.53	25.84	6.74	0.11	6	0	1
2015	HAD	12.30	14.04	25.88	5.94	0.12	7	0	1
2016	HAD	9.83	11.02	25.88	6.29	0.11	8	0	1

2011	НАТ	17.44	21.83	25.24	2.20	0.20	2	0	1
2011	HAT	11.85	16.82	25.39	1.56	0.20	3	0	1
2012	HAT	13.15	18.76	25.46	1.80	0.30	4	0	1
2013	HAT	16.33	23.87	25.64	2.10	0.30	5	0	1
2014	HAT	3.40	15.79	25.89	0.89	0.32	6	0	1
2015	HAT	13.04	37.47	25.50	1.00	0.78	7	0	1
2010	HHC	7.02	11.32	26.39	1.64	0.03	5	0	0
2011	HHC	7.02	11.32	26.43	1.70	0.39	6	0	0
2012	HHC	7.54	12.18	26.48	1.73	0.39	7	0	0
2013	HHC	7.34	12.16	26.54	1.78	0.38	8	0	0
2014	HHC	6.88	11.92	26.67	1.67	0.38	9	0	0
2015	HHC	6.65	10.27	26.95	2.04	0.42	10	0	0
2015	НКВ	1.24	2.23	26.71	2.04	0.33	10	0	0
2015	НКВ	8.59	12.03	27.45		0.44	2	0	0
2016	HNG	2.75	7.53		1.36	0.29	1	0	0
				30.93	ł				
2016	HNG HNM	-2.88	-9.73	31.20	1.08	0.70	2	0	0
2011		0.74	1.19	26.09	1.49	0.38	6 7	0	0
2012	HNM	0.57	0.92	26.09	1.59	0.38		0	0
2013	HNM	1.33	2.26	26.15	1.25	0.41	8	0	0
2014	HNM	0.05	0.07	26.55	1.88	0.38	9	0	0
2015	HNM	0.57	0.92	26.55	1.84	0.38	10	0	0
2015	HVA	8.76	12.56	25.29	2.27	0.30	1	0	_
2016	HVA	1.87	2.21	25.24	4.55	0.15	2	0	0
2011	HVG	7.70	23.20	29.47	1.31	0.60	3	0	0
2012	HVG	4.46	13.11	29.49	1.27	0.60	4	0	0
2013	HVG	2.96	12.66	29.93	1.20	0.68	5	0	0
2014	HVG	4.71	18.00	29.83	1.30	0.68	5	0	0
2011	ICF	2.76	6.43	26.71	1.09	0.57	6	0	0
2012	ICF	0.11	0.26	26.75	1.08	0.58	7	0	0
2013	ICF ICF	0.39	0.85	26.69	1.49	0.55	8	0	0
		1.26	2.67	26.67	1.46	0.53	9		0
2015	ICF	0.11	-21.51	26.63	1.53	0.51	ļ	0	
2016	ICF	-10.04		26.48	1.85	0.53	10	0	0
2011	IDI IDI	2.71	7.26 6.80	28.01 28.02	1.08	0.63	2	0	0
2012	IDI	2.49	7.12	28.24	0.89	0.69	3	0	0
2013	IDI	4.64	14.40	28.30	0.89	0.68	4	0	0
2014	IDI	2.99	8.53	28.88	1.37	0.65	5	0	0
2015	IDI	1.96	4.63	29.26	1.69	0.65	6	0	0
2010	KDC	4.78	7.26	29.26	1.69	0.34	7	0	0
2011	KDC	6.48	8.91	29.34	1.43	0.34	8	0	0
2012	KDC	7.73	10.09	29.34	2.54	0.27	9	0	0
2013	KDC	6.82	8.68	29.48	2.34	0.23	10	0	0
2014	KDC	78.37	98.21	29.54	3.14	0.20	11	0	0
2015	KDC	13.38	19.08	29.34	3.14	0.20	12	0	0
2010	KTS	37.91	60.61	25.90	2.17	0.30	2	0	0
2011	KTS	15.23	22.12	25.93	2.17	0.37	3	0	0
2012	KTS	8.03	10.33	25.83	3.19	0.31	4	0	0
2013	KTS	-2.35	-2.85	25.66	3.19	0.22	5	0	0
2014	VID	-2.33	-2.03	23.00	3.94	0.18	را	U	U

2015	KTS	14.91	17.74	25.76	4.44	0.16	6	0	0
2011	LAF	1.43	4.45	27.31	1.29	0.68	12	0	0
2012	LAF	-64.55	-186.70	26.19	0.90	0.65	13	0	0
2013	LAF	17.80	29.19	25.96	1.44	0.39	14	0	0
2014	LAF	4.85	9.19	26.20	1.34	0.47	15	0	0
2015	LAF	7.99	16.14	26.44	1.55	0.50	16	0	0
2016	LAF	7.16	14.09	26.57	1.69	0.49	17	0	1
2011	LSS	18.84	29.79	28.42	2.43	0.36	4	0	0
2012	LSS	1.39	2.96	28.62	1.10	0.52	5	0	0
2013	LSS	1.90	3.22	28.41	1.12	0.40	6	0	0
2014	LSS	2.07	3.17	28.44	1.12	0.35	7	0	0
2015	LSS	1.82	2.84	28.51	1.01	0.36	8	0	0
2016	LSS	6.34	9.53	28.53	1.21	0.34	9	0	0
2011	MCF	8.29	28.73	25.95	1.18	0.71	1	0	0
2012	MCF	12.49	27.03	26.12	1.58	0.54	2	0	0
2013	MCF	5.84	16.61	26.51	1.37	0.65	3	0	0
2014	MCF	9.82	16.15	26.00	2.05	0.39	4	0	0
2015	MCF	7.71	10.32	25.77	2.86	0.25	5	0	0
2016	MCF	7.60	10.87	25.85	2.34	0.30	6	0	0
2016	MLS	13.41	28.94	25.77	1.07	0.54	1	0	0
2011	MSN	7.43	15.72	31.14	3.46	0.36	3	0	0
2012	MSN	5.07	14.14	31.29	1.94	0.49	4	0	0
2013	MSN	2.81	9.06	31.47	1.14	0.50	5	0	1
2014	MSN	3.85	13.57	31.60	1.39	0.59	6	0	1
2015	MSN	3.52	9.32	31.91	1.11	0.62	7	0	1
2016	MSN	5.17	18.57	31.92	1.28	0.72	8	0	1
2015	NAF	11.87	16.32	27.04	3.19	0.27	1	0	0
2016	NAF	9.75	14.16	27.15	2.26	0.31	2	0	0
2014	NDF	2.92	3.80	25.10	2.57	0.23	1	0	0
2015	NDF	0.10	0.12	25.35	3.14	0.19	2	0	0
2016	NDF	-7.90	-10.01	25.28	2.92	0.21	3	0	0
2011	NGC	2.49	16.62	25.43	0.79	0.85	4	0	0
2012	NGC	1.85	11.77	25.35	0.69	0.84	5	0	0
2013	NGC	2.57	16.32	25.40	0.67	0.84	6	0	0
2014	NGC	8.45	41.55	25.44	0.67	0.80	7	0	0
2015	NGC	1.66	8.15	25.42	0.68	0.80	8	0	0
2016	NGC	2.99	13.74	25.37	0.68	0.78	9	0	0
2011	NSC	17.17	29.04	26.62	1.95	0.40	6	1	0
2012	NSC	19.90	29.22	26.70	2.48	0.31	7	1	0
2013	NSC	21.87	29.76	26.81	3.09	0.26	8	1	0
2014	NSC	13.01	16.65	27.58	2.33	0.21	9	1	0
2015	NSC	10.09	15.67	28.07	1.79	0.36	10	1	0
2016	NSC	12.95	17.73	28.03	2.24	0.27	11	1	0
2016	SAB	24.25	37.44	30.59	1.66	0.35	1	0	0
2011	SAF	15.13	24.97	25.58	2.11	0.39	3	1	0
2012	SAF	15.78	24.13	25.56	2.35	0.35	4	1	0
2013	SAF	15.23	23.91	25.62	2.36	0.36	5	1	0
2014	SAF	16.56	25.16	25.70	2.57	0.34	6	1	0
2015	SAF	19.12	26.37	25.66	3.27	0.27	7	1	0
2016	SAF	17.98	27.08	25.84	2.34	0.34	8	1	0

2011	SBT	23.98	30.82	28.47	2.07	0.22	4	0	0
2012	SBT	14.05	21.83	28.60	1.60	0.36	5	0	0
2013	SBT	7.35	12.98	28.81	1.35	0.43	6	0	0
2014	SBT	3.63	6.69	28.83	1.38	0.46	7	0	0
2015	SBT	4.55	11.47	29.47	1.27	0.60	8	0	0
2016	SBT	4.09	10.13	29.62	1.48	0.60	9	0	0
2011	SCD	9.82	13.47	26.17	2.86	0.27	6	0	0
2012	SCD	10.78	14.18	26.17	3.39	0.24	7	0	0
2013	SCD	8.56	14.17	26.45	2.15	0.40	8	0	0
2014	SCD	7.56	11.65	26.41	2.24	0.35	9	0	0
2015	SCD	9.15	13.04	26.38	2.66	0.30	10	0	0
2016	SCD	10.18	14.11	26.41	2.98	0.28	11	0	0
2011	SGC	32.92	39.78	25.68	5.71	0.17	3	0	0
2012	SGC	13.29	15.61	25.57	3.63	0.15	4	0	0
2013	SGC	17.31	20.20	25.59	3.79	0.14	5	0	0
2014	SGC	14.58	18.82	25.57	2.47	0.23	6	0	0
2015	SGC	15.68	20.51	25.69	2.52	0.24	7	0	0
2016	SGC	17.11	24.53	25.84	2.24	0.30	8	0	0
2015	SGO	6.17	6.82	26.25	5.44	0.10	1	0	0
2016	SGO	0.72	0.74	26.18	26.65	0.02	2	0	0
2011	SJ1	7.43	12.58	25.77	1.19	0.41	3	1	0
2012	SJ1	6.18	12.00	25.97	1.17	0.49	4	0	0
2013	SJ1	3.51	8.14	26.18	1.10	0.57	5	0	0
2014	SJ1	4.10	9.74	26.43	1.24	0.58	6	0	1
2015	SJ1	4.02	11.57	26.72	1.09	0.65	7	0	1
2012	SLS	27.16	43.37	26.26	1.92	0.37	1	0	1
2013	SLS	20.06	28.28	26.26	2.16	0.29	2	0	0
2014	SLS	7.06	10.35	26.22	2.05	0.32	3	0	0
2015	SLS	30.02	39.81	26.29	2.70	0.25	4	0	0
2016	SLS	25.28	47.44	27.02	2.15	0.47	5	0	0
2011	SSC	18.22	25.20	26.48	2.85	0.27	7	0	1
2012	SSC	15.99	25.33	26.77	2.31	0.37	8	0	1
2013	SSC	16.45	25.63	26.87	2.20	0.36	9	0	1
2014	SSC	16.10	23.19	27.01	2.57	0.30	10	0	1
2015	SSC	9.25	12.93	26.94	2.62	0.28	11	0	1
2016	SSC	9.00	10.28	26.71	5.86	0.12	12	0	1
2011	TAC	2.45	7.16	27.66	1.19	0.66	6	0	0
2012	TAC	6.37	16.88	27.63	1.23	0.62	7	0	0
2013	TAC	5.39	16.08	27.83	1.24	0.67	8	0	0
2014	TAC	5.23	14.45	27.82	1.32	0.64	9	0	0
2015	TAC	5.69	15.58	27.83	1.35	0.63	10	0	0
2016	TAC	5.61	13.76	27.81	1.46	0.59	11	0	0
2015	TFC	7.63	15.90	26.78	1.88	0.52	1	1	0
2016	TFC	0.04	0.10	26.88	1.68	0.57	2	1	0
2011	THB	10.82	16.10	26.44	0.91	0.33	4	0	0
2012	THB	9.45	13.49	26.43	1.26	0.30	5	0	0
2013	THB	9.70	14.73	26.56	1.48	0.34	6	0	0
2014	THB	9.85	15.44	26.65	1.58	0.36	7	0	0
2015	THB	4.09	6.69	26.61	1.54	0.39	8	0	0
2016	THB	3.44	5.40	26.57	1.61	0.36	9	0	0

2011	TNA	5.97	17.44	27.25	1.37	0.66	7	0	0
2012	TNA	5.89	15.66	27.21	1.44	0.62	8	0	0
2013	TNA	5.02	13.62	27.28	1.44	0.63	9	0	0
2014	TNA	3.65	14.25	27.71	1.14	0.74	10	0	0
2015	TNA	4.94	18.72	27.75	1.18	0.74	11	0	0
2016	TNA	8.33	30.15	27.94	1.21	0.72	12	0	0
2011	TS4	3.57	10.40	27.28	0.93	0.66	10	0	0
2012	TS4	1.63	6.04	27.54	0.93	0.73	11	0	0
2013	TS4	1.41	4.86	27.62	0.98	0.71	12	0	0
2014	TS4	1.72	6.46	27.70	1.00	0.73	13	0	0
2015	TS4	0.59	2.75	27.89	0.98	0.78	14	0	0
2016	TS4	-0.52	-2.61	27.89	0.97	0.80	15	0	0
2011	VCF	25.81	29.11	27.43	8.48	0.11	1	0	0
2012	VCF	26.32	31.16	27.76	3.51	0.16	2	0	0
2013	VCF	16.14	22.97	28.11	2.09	0.30	3	0	0
2014	VCF	16.13	27.18	28.54	1.75	0.41	4	0	1
2015	VCF	11.68	16.70	28.56	2.55	0.30	5	0	1
2016	VCF	12.13	17.72	28.78	2.35	0.32	6	0	1
2011	VDL	12.68	18.58	25.55	2.89	0.32	5	0	0
2012	VDL	15.00	21.89	25.66	2.81	0.31	6	0	0
2013	VDL	15.99	20.23	25.67	4.39	0.21	7	0	0
2014	VDL	11.18	15.45	25.93	3.19	0.28	8	0	0
2015	VDL	11.71	15.95	26.09	3.36	0.27	9	0	0
2016	VDL	8.94	11.61	26.16	3.49	0.23	10	0	0
2011	VHC	17.15	33.22	28.51	1.69	0.46	5	1	0
2012	VHC	7.57	17.51	28.75	1.37	0.54	6	1	0
2013	VHC	6.90	11.99	28.57	1.84	0.39	7	1	0
2014	VHC	10.31	24.76	29.13	1.23	0.58	8	1	0
2015	VHC	7.36	15.36	29.10	1.57	0.52	9	1	0
2016	VHC	12.70	23.63	29.12	1.81	0.46	10	1	1
2011	VNM	27.07	33.81	30.38	3.21	0.20	6	1	0
2012	VNM	29.54	37.56	30.61	2.68	0.21	7	1	0
2013	VNM	28.56	37.24	30.76	2.63	0.23	8	1	0
2014	VNM	23.55	30.83	30.88	2.83	0.23	9	1	0
2015	VNM	28.28	37.13	30.94	2.79	0.24	10	1	0
2016	VNM	31.87	41.79	31.01	2.89	0.24	11	1	0
2011	VTL	2.35	6.48	25.25	1.36	0.64	7	0	0
2012	VTL	-1.97	-8.30	25.53	1.14	0.76	8	0	0

Phụ lục 4 Danh sánh các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu

STT	Mã cổ phiếu	Tên công ty
1	AAM	Công ty Cổ Phần Thủy Sản Mê Kông
2	ABT	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre
3	ACL	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản Cửu Long An Giang
4	AGF	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang
5	AGM	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu An Giang
6	ANV	Công ty Cổ phần Nam Việt
7	ASM	Công ty Cổ phần Tập đoàn Sao Mai
8	BBC	Công ty Cổ phần Bibica
9	BHN	Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội
10	BHS	Công ty Cổ phần Đường Biên Hòa
11	BLF	Công ty Cổ phần Thủy sản Bạc Liêu
12	CAN	Công ty Cổ phần Đồ hộp Hạ Long
13	CMX	Công ty Cổ phần Chế biến Thủy sản và Xuất nhập khẩu Cà Mau
14	СТР	Công ty Cổ phần Thương Phú
15	DAT	Công ty cổ phần Đầu tư Du lịch và Phát triển Thủy sản
16	DBC	Công ty Cổ phần Tập đoàn Dabaco Việt Nam
17	FMC	Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta
18	HAD	Công ty Cổ phần Bia Hà Nội - Hải Dương
19	HAT	Công ty Cổ phần Thương mại Bia Hà Nội
20	ННС	Công ty Cổ phần Bánh kẹo Hải Hà
21	НКВ	Công ty Cổ phần Nông nghiệp và Thực phẩm Hà Nội - Kinh Bắc
22	HNG	Công ty Cổ phần Nông nghiệp Quốc tế Hoàng Anh Gia Lai
23	HNM	Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội
24	HVA	Công ty Cổ phần Nông nghiệp xanh Hưng Việt
25	HVG	Công ty Cổ phần Hùng Vương

26	ICF	Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại Thủy sản
27	IDI	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia I.D.I
28	KDC	Công ty Cổ phần Tập đoàn KIDO
29	KTS	Công ty Cổ phần Đường Kon Tum
30	LAF	Công ty Cổ phần Chế biến Hàng Xuất khẩu Long An
31	LSS	Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn
32	MCF	Công ty Cổ phần Xây lắp Cơ khí và Lương thực Thực phẩm
33	MLS	Công ty Cổ phần Chăn nuôi - Mitraco
34	MSN	Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan
35	NAF	Công ty Cổ phần Nafoods Group
	NDE	Công ty Cổ phần Chế biến thực phẩm nông sản xuất khẩu Nam
36	NDF	Định
37	NGC	Công ty Cổ phần Chế biến Thủy sản Xuất khẩu Ngô Quyền
38	NSC	Công ty Cổ phần Giống cây trồng Trung Ương
39	SAB	Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước Giải khát Sài Gòn
40	SAF	Công ty Cổ phần Lương thực Thực phẩm SAFOCO
41	SBT	Công ty Cổ phần Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh
42	SCD	Công ty Cổ phần Nước giải khát Chương Dương
43	SGC	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Sa Giang
44	SGO	Công ty Cổ phần Dầu thực vật Sài Gòn
45	SJ1	Công ty Cổ phần Nông nghiệp Hùng Hậu
46	SLS	Công ty Cổ phần Mía đường Sơn La
47	SSC	Công ty Cổ phần Giống cây trồng Miền Nam
48	TAC	Công ty Cổ phần Dầu Thực vật Tường An
49	TFC	Công ty Cổ phần Trang
50	THB	Công ty Cổ phần Bia Thanh Hóa
51	TNA	Công ty Cổ phần Thương mại Xuất nhập khẩu Thiên Nam
52	TS4	Công ty Cổ phần Thủy sản số 4

53	VCF	Công ty Cổ phần Vinacafe Biên Hòa
54	VDL	Công ty Cổ phần Thực phẩm Lâm Đồng
55	VHC	Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn
56	VNM	Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam
57	VTL	Công ty Cổ phần Vang Thăng Long