

ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

EVALUATION OF FINANCIAL PERFORMANCE & CAPITAL UTILIZATION EFFICIENCY OF LISTED MANUFACTURING ENTERPRISES IN VIETNAM

Nguyễn Thị Thanh Loan^{1,*}, Dương Thúy Hòa²

DOI: <https://doi.org/10.57001/huih5804.2025.091>

TÓM TẮT

Bộ dữ liệu được thu thập từ các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong hai giai đoạn trước và sau COVID-19 (2015 - 2023) để đánh giá hiệu quả tài chính và tình hình sử dụng vốn. Hiệu quả tài chính được đo lường bằng hai chỉ số ROA và ROE. Các biến độc lập trong nghiên cứu gồm: Vòng quay tổng tài sản (AT), Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E), Tính thanh khoản (LIQ), Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Tăng trưởng doanh nghiệp (Growth). Python được ứng dụng trong xử lý dữ liệu, trực quan hóa, phân tích thống kê và xây dựng mô hình hồi quy. Kết quả cho thấy sau đại dịch, hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp đang dần được cải thiện nhờ tăng cường thanh khoản, mở rộng quy mô và nâng cao hiệu suất sử dụng tài sản. Tuy nhiên, việc sử dụng vốn vay quá mức để tăng hiệu quả tài chính lại tiềm ẩn rủi ro đối với doanh nghiệp, đòi hỏi các doanh nghiệp cần có những chiến lược sử dụng vốn thận trọng và hiệu quả hơn.

Từ khóa: Hiệu quả tài chính; ROA (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản); ROE (tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu); doanh nghiệp sản xuất; COVID-19.

ABSTRACT

The dataset comprises manufacturing firms listed on Vietnam's stock market over two periods pre- and post-COVID-19 (2015 - 2023) and was assembled to assess financial performance and capital utilization. Financial outcomes are gauged by return on assets (ROA) and return on equity (ROE), while the study's independent variables include total asset turnover (AT), debt-to-equity ratio (D/E), liquidity (LIQ), firm size (SIZE), and growth. Python was employed throughout for data cleaning, visualization, statistical analysis, and regression modeling. The findings reveal that, following the pandemic, firms have experienced gradual improvements in financial performance driven by stronger liquidity, expanded scale, and more efficient asset use. Nevertheless, reliance on excessive debt to enhance financial metrics introduces significant risk, underscoring the importance of adopting more prudent and effective capital management strategies.

Keywords: Financial performance; ROA (return on assets); ROE (return on equity); manufacturing enterprises; COVID-19.

¹Trường Kinh tế, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

²Sinh viên Trường Kinh tế, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: nguyenthithanhloan@hauai.edu.vn

Ngày nhận bài: 01/3/2025

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 10/4/2025

Ngày chấp nhận đăng: 25/4/2025

KÝ HIỆU

Ký hiệu	Đơn vị	Ý nghĩa	ROE	%	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu
ROA	%	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	AT	Lần	Vòng quay tổng tài sản
			D/E	Lần	Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

LIQ	Lần	Thanh khoản
SIZE	VND	Quy mô doanh nghiệp
Growth	%	Tăng trưởng doanh nghiệp
CHỮ VIẾT TẮT		
DNSX		Doanh nghiệp sản xuất
TTCK		Thị trường chứng khoán

1. GIỚI THIỆU

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ và xu thế hội nhập toàn cầu ngày càng sâu rộng, ngành sản xuất nói chung và các DNSX niêm yết trên TTCK nói riêng đã và đang là gương mặt tiêu biểu đóng vai trò then chốt trong quá trình tăng trưởng kinh tế, thúc đẩy mạnh mẽ các hoạt động thương mại quốc tế. Tuy nhiên, để duy trì vị thế và nâng cao năng lực cạnh tranh, các DNSX cần quản lý và sử dụng hiệu quả nguồn tài chính. Việc sử dụng vốn hợp lý không chỉ giúp doanh nghiệp tối ưu hóa lợi nhuận, gia tăng sức cạnh tranh mà còn giảm thiểu rủi ro tài chính, tạo nền tảng cho sự phát triển ổn định và bền vững trong dài hạn. Hiệu quả sử dụng vốn không chỉ quyết định trực tiếp tới khả năng sinh lời mà còn quyết định năng lực cạnh tranh và sự phát triển bền vững của toàn doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh đầy biến động.

Sự phát triển của TTCK Việt Nam đã mang lại cho các DNSX niêm yết nhiều cơ hội huy động vốn từ công chúng, nhưng đồng thời cũng đặt ra áp lực lớn trong việc quản lý và sử dụng hiệu quả nguồn vốn nhằm tạo ra hiệu quả tài chính thực sự. Đặc biệt, trong bối cảnh kinh tế và tài chính toàn cầu đầy biến động do những ảnh hưởng sâu rộng từ đại dịch COVID-19, các doanh nghiệp nói chung và DNSX nói riêng đã đối mặt với không ít khó khăn trong việc huy động và sử dụng vốn hiệu quả. Việc duy trì sự ổn định và phát triển bền vững trở thành thách thức sống còn đối với các DNSX.

Chính vì vậy, việc phân tích hiệu quả tài chính của các DNSX niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn trước và sau đại dịch COVID-19 là một yêu cầu cấp thiết, nhằm đánh giá mức độ ảnh hưởng cũng như xu hướng hồi phục của các doanh nghiệp. Hiệu quả tài chính không chỉ phản ánh khả năng quản lý và sử dụng vốn, mà còn là thước đo sức khỏe và năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh nhiều biến động.

Từ bối cảnh nghiên cứu đặt ra, ba trọng tâm chính được xác lập nhằm làm sáng tỏ vai trò và mức độ ảnh hưởng của hiệu quả sử dụng vốn đến tình hình tài chính

của các DNSX niêm yết trên TTCK Việt Nam. Trước hết, nghiên cứu phân tích xu hướng lựa chọn cấu trúc tài trợ vốn của các doanh nghiệp, cụ thể là mức độ ưu tiên giữa vốn chủ sở hữu và vốn vay trong quá trình vận hành sản xuất kinh doanh. Tiếp đó, nghiên cứu tích hợp các chỉ tiêu tài chính quan trọng nhằm đánh giá tác động của cấu trúc tài trợ vốn đến hiệu quả tài chính, qua đó nhận diện các yếu tố tài chính then chốt phản ánh chất lượng sử dụng vốn. Cuối cùng, nghiên cứu đi sâu phân tích chiều hướng và mức độ ảnh hưởng của các yếu tố này đến hiệu quả tài chính tổng thể, từ đó làm rõ mối liên hệ giữa hiệu quả sử dụng vốn và năng lực tài chính trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động trước và sau đại dịch COVID-19.

Quá trình phân tích được thực hiện thông qua ngôn ngữ lập trình Python, cho phép xử lý dữ liệu mạnh mẽ, nhanh chóng, chính xác và toàn diện, đồng thời hỗ trợ trực quan hóa thông tin một cách rõ ràng và hiệu quả, tăng tính minh bạch trong nghiên cứu. Mục tiêu của phân tích là đánh giá hiệu quả tài chính của DNSX, đặc biệt là làm rõ vai trò của hiệu quả sử dụng vốn đối với hiệu quả tài chính. Kết quả nghiên cứu không chỉ mang lại cái nhìn sâu sắc về tình hình tài chính hiện tại mà còn chỉ ra mối liên kết chặt chẽ giữa việc quản lý, sử dụng vốn hiệu quả tới hiệu suất tài chính của DNSX. Những phát hiện này đem đến nền tảng vững chắc cho các nhà quản lý doanh nghiệp và nhà đầu tư để đưa ra quyết định hoạch định chiến lược, cải thiện hiệu quả hoạt động và nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp trước những biến động của thị trường trong kỷ nguyên trí tuệ nhân tạo (AI).

2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU & CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Tổng quan nghiên cứu trong và ngoài nước

Đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là một chủ đề trọng tâm trong nhiều nghiên cứu khoa học cả ở trong và ngoài nước khi bối cảnh kinh tế ngày càng khốc liệt và biến động. Trong các nghiên cứu trước đây liên quan đến hiệu quả sử dụng vốn và hiệu quả tài chính, ROA và ROE là hai chỉ số phổ biến được sử dụng như những thước đo nhằm phản ánh khả năng sinh lời hay hiệu quả tài chính của từ hai góc độ: tổng tài sản và vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu của Demsetz và Villalonga [6], Han và Suk [7], cũng như Zeitun và Tian [13] về cấu trúc sở hữu, cấu trúc vốn và hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp đều khẳng định rằng ROA và ROE là những chỉ số tiêu biểu cho hiệu quả tài chính, giúp đánh giá khả năng sử dụng tài sản và vốn để tạo ra lợi nhuận.

Theo đó, hiệu suất sử dụng tài sản và cấu trúc vốn được coi là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính thông qua việc tối ưu hóa vốn đầu tư và kiểm

soát rủi ro. Chukwu và Egbuhuzor [2] tiến hành khảo sát tác động của hiệu quả sử dụng tài sản hữu hình đến hiệu quả hoạt động của 10 công ty sản xuất niêm yết tại Nigeria. Kết quả hồi quy bội cho thấy ROA có mối quan hệ thuận chiều với giá trị nhà xưởng và máy móc, nhưng ngược chiều với giá trị bất động sản. Điều này cho thấy không phải tất cả các khoản đầu tư vào tài sản cố định đều có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận. Lê Trần Hạnh Phương và Trần Tố Mai [14] đã nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp ngành xây dựng. Kết quả cho thấy việc sử dụng nợ ở mức hợp lý có thể cải thiện ROE, tuy nhiên nếu đòn bẩy vượt ngưỡng, hiệu quả tài chính sẽ giảm do chi phí tài chính gia tăng. Nghiên cứu của Đặng Ngọc Hùng [3] về các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam cũng có kết quả tương tự khi cho thấy nhân tố cấu trúc vốn có quan hệ ngược chiều với cả ROA VÀ ROE.

Bên cạnh hiệu suất và đòn bẩy, tính thanh khoản cũng đóng vai trò then chốt trong hiệu quả tài chính, đảm bảo doanh nghiệp duy trì hoạt động ổn định và tránh gián đoạn tài chính. Mazier và Nazrul [9] đã thực hiện đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường ACE Bursa Malaysia. Với mẫu nghiên cứu gồm 60 công ty niêm yết trong giai đoạn 2009 - 2013, kết quả chỉ ra rằng thanh khoản có tác động tích cực lên ROA và có mối quan hệ không có ý nghĩa thống kê đối với ROE.

Song song với thanh khoản, quy mô và tăng trưởng doanh nghiệp cũng tác động đến hiệu quả tài chính thông qua việc phân bổ vốn hiệu quả, tận dụng lợi thế quy mô và mở rộng cơ hội sinh lời. Lê Thị Nhu [8] đã phân tích ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp và tốc độ tăng trưởng đến ROA tại các công ty niêm yết trên sàn HOSE. Bằng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu chỉ ra rằng quy mô có tác động tích cực đến ROA, trong khi tốc độ tăng trưởng có tác động không ổn định và phụ thuộc vào từng ngành. Penrose [4] là người đầu tiên đề cập đến mối liên hệ giữa tăng trưởng doanh nghiệp và hiệu quả kinh doanh trong "The Theory of the Growth of the Firm", từ đó làm tiền đề cho các nghiên cứu sau này làm rõ vai trò quan trọng của tăng trưởng doanh nghiệp đến hiệu quả tài chính.

Tóm lại, các nghiên cứu trong và ngoài nước đã chỉ ra rằng hiệu quả tài chính của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như cấu trúc vốn, quy mô, tốc độ tăng trưởng, hiệu quả sử dụng tài sản và doanh thu. Đặc biệt trong bối cảnh của các DNSX niêm yết tại Việt Nam,

việc phân tích đồng thời mức độ tác động của các chỉ tiêu này là cần thiết nhằm nhận diện các yếu tố cốt lõi ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn, từ đó đề xuất các chiến lược nâng cao năng lực tài chính và sức cạnh tranh cho doanh nghiệp trong môi trường kinh doanh nhiều biến động. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu hiện tại mới chỉ dừng lại ở việc tiếp cận bằng phương pháp thống kê truyền thống, trong khi chưa có nhiều công trình ứng dụng các công cụ lập trình hiện đại như Python để phân tích dữ liệu lớn một cách hiệu quả và linh hoạt. Đặc biệt, đối với nhóm DNSX niêm yết tại Việt Nam, hiện vẫn còn thiếu những nghiên cứu chuyên sâu sử dụng Python để đánh giá hiệu quả tài chính. Đây chính là khoảng trống mà nghiên cứu này hướng đến lấp đầy - không chỉ cung cấp góc nhìn mới về hiệu quả sử dụng vốn, mà còn mở ra hướng tiếp cận hiện đại trong phân tích hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

2.2. Khung nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

Lý thuyết Modigliani và Miller [5] giả định rằng cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp khi doanh nghiệp hoạt động trong môi trường lý tưởng (không có thuế, không có chi phí giao dịch, không có chi phí phá sản và không có bất kỳ thông tin). Tuy nhiên, lý thuyết này không thể áp dụng trong thực tế vì môi trường hoạt động của bất kỳ doanh nghiệp nào cũng tồn tại thông tin bất cân xứng, chi phí giao dịch và thuế thu nhập. Trong thực tế, mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao có thể giúp ROE tăng do hiệu ứng khuếch đại lợi nhuận, nhưng cũng đồng thời làm gia tăng rủi ro tài chính nếu doanh nghiệp không kiểm soát tốt chi phí lãi vay [1].

Dựa trên lý thuyết Modigliani & Miller, lý thuyết đánh đổi (Trade-off theory) [10] được Miller phát triển khi ông đã xem xét các tác động của thuế, chi phí phá sản và chi phí trung gian khi giải thích tác động của đòn bẩy tài chính đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Miller cho rằng sẽ tồn tại một điểm tối ưu của giá trị doanh nghiệp khi họ gia tăng sử dụng nợ. Ngoài ra, lý thuyết đánh đổi còn đề cập đến quy mô doanh nghiệp có quan hệ thuận chiều với đòn bẩy tài chính. Các doanh nghiệp thường đa dạng hóa nhiều hơn và có dòng tiền ổn định hơn, do đó xác suất phá sản là nhỏ đối với các doanh nghiệp lớn, nhưng điều này xảy ra ngược lại với các doanh nghiệp nhỏ. Do lợi thế kinh tế về quy mô và khả năng thương lượng thời hạn trả nợ cũng như lãi suất vay, các doanh nghiệp lớn thường chịu chi phí phát hành nợ và vốn chủ sở hữu thấp hơn các doanh nghiệp vừa và nhỏ [11].

Trên cơ sở các nghiên cứu và lý thuyết trước đó, bài nghiên cứu đặt ra giả thuyết rằng hiệu quả tài chính của

các DNSX chịu ảnh hưởng bởi một số yếu tố trọng yếu. Cụ thể:

H1: Có mối quan hệ thuận chiều và ý nghĩa thống kê giữa Vòng quay tài sản (AT) với hiệu quả tài chính.

H2: Có mối quan hệ thuận chiều và ý nghĩa thống kê giữa Quy mô doanh nghiệp (SIZE) với hiệu quả tài chính.

H3: Có mối quan hệ thuận chiều và ý nghĩa thống kê giữa Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp (Growth) với hiệu quả tài chính.

H4: Có mối quan hệ ngược chiều và ý nghĩa thống kê giữa Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) với hiệu quả tài chính.

H5: Có mối quan hệ thuận chiều và ý nghĩa thống kê giữa Tính thanh khoản (LIQ) với hiệu quả tài chính.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Bộ dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu bao gồm các DNSX niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2015 - 2023. Nhằm đảm bảo tính đại diện và độ tin cậy, dữ liệu được chọn lọc từ các nhóm doanh nghiệp có quy mô hoạt động lớn và mức độ công bố thông tin cao, tạo điều kiện thuận lợi cho việc tiếp cận và xử lý thông tin tài chính. Quá trình thu thập dữ liệu ban đầu được thực hiện trên phạm vi rộng, sau đó được tinh lọc để tập trung vào những doanh nghiệp có số lượng quan sát đầy đủ và ổn định trong toàn bộ thời kỳ nghiên cứu. Việc sàng lọc này giúp loại bỏ những dữ liệu thiếu hụt hoặc không phù hợp, từ đó nâng cao tính nhất quán và độ chính xác cho quá trình phân tích.

Sau khi quá trình làm sạch và chuẩn hóa, dữ liệu sử dụng được phân tách thành hai giai đoạn trọng điểm: trước và sau đại dịch COVID-19. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá một cách toàn diện sự thay đổi trong các chỉ số nghiên cứu, đặc biệt liên quan đến chiến lược sử dụng vốn và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp dưới tác động của những biến động kinh tế lớn. Việc lựa chọn mốc thời gian phân chia không chỉ giúp làm rõ xu hướng biến động trước và sau cú sốc đại dịch, mà còn hỗ trợ kiểm định các giả thuyết nghiên cứu một cách rõ ràng và có hệ thống hơn.

Trong suốt quá trình xử lý và phân tích dữ liệu, nhiều phương pháp định lượng đã được áp dụng nhằm đảm bảo tính chính xác và toàn diện của kết quả nghiên cứu. Cụ thể, các chỉ tiêu thống kê mô tả như giá trị trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn và khoảng tứ phân vị được sử dụng để cung cấp cái nhìn tổng quan về phân bố và mức độ biến động của các biến tài chính. Những phân tích sơ bộ này đóng vai trò quan trọng trong việc nhận diện đặc

điểm chung của mẫu nghiên cứu, từ đó làm cơ sở cho các bước phân tích chuyên sâu hơn về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính trong từng giai đoạn.

Tiếp theo, các phương pháp thống kê suy diễn được triển khai để kiểm định giả thuyết và đánh giá tác động của các biến độc lập lên biến phụ thuộc trong mô hình dữ liệu bảng. Trong đó, hồi quy tuyến tính, FEM, REM và GLS đóng vai trò quan trọng trong việc xác định các yếu tố ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu. Để lựa chọn mô hình phù hợp nhất, nhóm tác giả thực hiện Hausman test nhằm so sánh giữa FEM và REM, giúp xác định mô hình tối ưu. Đồng thời, Wooldridge test được áp dụng để kiểm tra hiện tượng tự tương quan, trong khi Breusch-Pagan test giúp kiểm tra phương sai sai số thay đổi, đảm bảo tính ổn định của mô hình.

Ngoài ra, để kiểm soát vấn đề đa cộng tuyến, nhóm tác giả sử dụng chỉ số VIF (Variance Inflation Factor) nhằm phát hiện mối liên hệ quá mức giữa các biến độc lập, giúp mô hình hồi quy đạt độ chính xác cao hơn. Đồng thời, phân tích thành phần chính (PCA) được áp dụng để giảm số chiều dữ liệu, giúp mô hình tinh gọn hơn mà vẫn giữ được những thông tin quan trọng.

Trong lĩnh vực tài chính, nhóm tác giả sử dụng các chỉ số ROA và ROE để đánh giá hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp qua đó phản ánh khả năng sinh lời dựa trên tài sản và vốn chủ sở hữu.

Để đảm bảo việc đo lường các chỉ tiêu này một cách khách quan và có cơ sở, nhóm tác giả kết hợp các phương pháp đo lường nhằm xây dựng một phân tích toàn diện, từ tổng hợp và làm sạch dữ liệu, kiểm định giả thuyết, đánh giá tính ổn định của mô hình đến phân tích hiệu suất tài chính. Điều này đảm bảo nghiên cứu có độ tin cậy cao, cung cấp kết quả khách quan và có ý nghĩa thực tiễn.

Dựa trên hệ thống chỉ tiêu và phương pháp đo lường đã trình bày, nghiên cứu tiến hành xác định các biến đại diện cho hiệu quả tài chính cũng như các yếu tố tác động đến chỉ tiêu này. Cụ thể, các biến phụ thuộc bao gồm: lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản và năng lực sinh lời từ nguồn vốn của doanh nghiệp. Các biến độc lập được lựa chọn để phân tích bao gồm: vòng quay tổng tài sản (AT), tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E), thanh khoản (LIQ), quy mô doanh nghiệp (SIZE), và tăng trưởng doanh nghiệp (Growth). Những biến này được lựa chọn nhằm đánh giá mối quan hệ giữa hiệu quả tài chính thông qua hiệu quả sử dụng vốn. Bảng 1 trình bày ký hiệu, tên gọi và cách đo lường cụ thể của từng biến trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 1. Bảng tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Ký hiệu biến	Tên biến	Đo lường
ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản	$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$
ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	$ROE = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
AT	Vòng quay tổng tài sản	$AT = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản}}$
D/E	Tỷ lệ nợ trên vốn chủ	$D/E = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$
LIQ	Thanh khoản	$LIQ = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	$SIZE = \log(\text{Tổng tài sản})$
Growth	Tăng trưởng doanh nghiệp	$Growth = \frac{\text{Doanh thu thuần đầu kỳ} - \text{Doanh thu thuần cuối kỳ}}{\text{Doanh thu thuần cuối kỳ}}$

Nguồn: Nhóm tác giả thu thập

Sau khi xác định được các biến đại diện cho hiệu quả tài chính cũng như các yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến nó, nhóm tác giả tiến hành xây dựng mô hình hồi quy nhằm phân tích mức độ tác động của các yếu tố này đến hiệu quả hoạt động của các DNSX. Cụ thể, mô hình được thiết lập với biến phụ thuộc là hiệu quả tài chính (được đo lường thông qua ROA và ROE), trong khi các biến độc lập được lựa chọn dựa trên bảng 1. Mô hình được xây dựng như sau:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 AT_{it} + \beta_2 D/E_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 Growth_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

Y: Hiệu quả tài chính (được xác định bằng hai chỉ tiêu ROA, ROE)

AT: Vòng quay tổng tài sản

D/E: Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu

LIQ: Thanh khoản

SIZE: Quy mô doanh nghiệp.

Growth: Tăng trưởng doanh nghiệp

β_0 : Hệ số tự do

β_j : Hệ số các biến độc lập

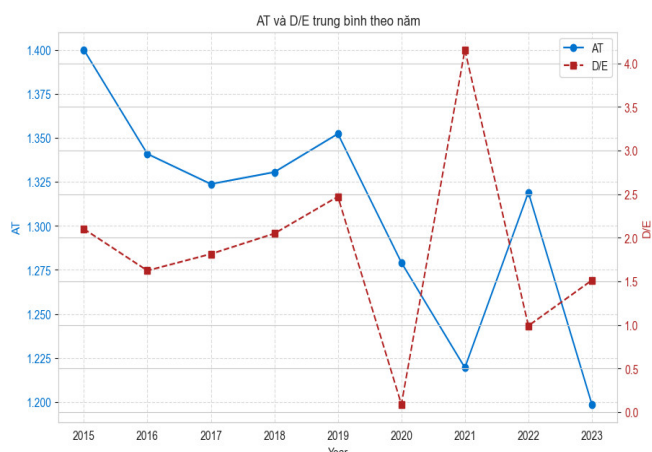
u_{it} : Sai số ngẫu nhiên

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Tình hình sử dụng vốn của các doanh nghiệp sản xuất hiện nay

Đại dịch COVID-19 đã đặt ra nhiều bài toán về quản lý cho các doanh nghiệp nói chung và DNSX nói riêng, trong

đó việc tối ưu hóa cấu trúc vốn và nâng cao hiệu quả sử dụng trở thành yếu tố then chốt. D/E là một chỉ tiêu tài chính quan trọng, thể hiện mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của một doanh nghiệp và có khả năng phản ánh được cấu trúc tài trợ vốn của các DNSX đến tình hình tài chính. Nếu giá trị D/E ngày càng cao cho thấy DNSX có xu hướng sử dụng vốn nợ trong hoạt động tài chính, trong khi D/E thấp phản ánh sự ưu tiên vốn chủ. Song song đó, AT cho biết mỗi đồng tài sản tạo ra được bao nhiêu đồng doanh thu trong kỳ. Nếu giá trị AT càng cao điều đó càng chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng tài sản của mình hiệu quả. Việc theo dõi đồng thời AT và D/E sẽ cung cấp một bức tranh toàn diện về cách các doanh nghiệp tài trợ cho hoạt động kinh doanh của mình và đánh giá cấu trúc vốn đã được tối ưu hay chưa. Vì lẽ đó, nhóm tác giả quyết định chọn hai chỉ số AT và D/E để đánh giá được cấu trúc vốn của doanh nghiệp trước và sau đại dịch COVID từ đó phân tích ảnh hưởng của hiệu quả sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp.



Hình 1. Biểu đồ AT & D/E trung bình theo năm giai đoạn 2015 - 2023
(Nguồn: Thu được qua ngôn ngữ Python)

Hình 1 là biểu đồ biến động trung bình theo năm của AT và D/E trong giai đoạn 2015 - 2023 cho thấy nhiều dấu hiệu đáng chú ý trong hoạt động tài chính của các DNSX. Cụ thể, vòng quay tổng tài sản có xu hướng giảm dần qua các năm và ghi nhận mức thấp nhất vào năm 2023. Diễn biến này cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản của các doanh nghiệp ngày càng suy giảm, đặc biệt nghiêm trọng trong giai đoạn hậu đại dịch, khi thị trường và chuỗi cung ứng chưa phục hồi hoàn toàn.

Song song đó, D/E có xu hướng tăng mạnh trong giai đoạn 2015 - 2019, giảm đột ngột vào năm 2020 - thời điểm chịu tác động mạnh từ đại dịch COVID-19 và tăng vọt trở lại trong năm 2021. Điều này phản ánh xu hướng các DNSX gia tăng sử dụng vốn vay để tài trợ cho hoạt

động, đặc biệt trong bối cảnh cần phục hồi sản xuất, mở rộng quy mô hoặc bù đắp thiếu hụt dòng tiền sau khủng hoảng. Mặc dù tỷ lệ nợ có xu hướng giảm nhẹ trong hai năm gần đây, nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn trước đại dịch, cho thấy xu hướng sử dụng vốn nợ vẫn còn chiếm ưu thế trong cơ cấu tài trợ của các DNSX.

Việc D/E gia tăng đồng thời với sự suy giảm AT, đặc biệt rõ nét vào năm 2023, cho thấy rằng việc sử dụng vốn nợ chưa mang lại hiệu quả tương xứng trong việc cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh. Điều này đặt ra yêu cầu đối với các DNSX trong việc cân nhắc lại chiến lược tài chính, đảm bảo sử dụng vốn vay một cách hiệu quả và bền vững trong bối cảnh kinh tế còn nhiều biến động.

Đây là tiền đề cho việc nghiên cứu mối quan hệ giữa tình hình sử dụng vốn và hiệu quả tài chính của các DNSX, đặc biệt là trong bối cảnh các doanh nghiệp có xu hướng gia tăng sử dụng vốn vay. Đồng thời, đây cũng là cơ sở để phân tích sâu hơn mối quan hệ giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu trong cơ cấu tài chính, nhằm đánh giá mức độ tối ưu trong chiến lược tài trợ và tác động của nó đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

AT & D/E là hai chỉ số hiệu quả để đánh giá được tình hình sử dụng vốn của doanh nghiệp. Do đó, khi xây dựng mô hình mối quan hệ giữa sử dụng vốn tới hiệu quả tài chính, AT và D/E cũng là hai biến độc lập không thể thiếu nhằm đảm bảo tính toàn diện và chính xác của mô hình.

4.2. Đánh giá hiệu quả tài chính của doanh nghiệp sản xuất

4.2.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Bảng 2. Bảng thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Biến phụ thuộc					
ROA	3274,0	0,052921	0,074919	-0,366400	0,406700
ROE	3274,0	0,104516	0,146152	-0,779400	0,778600
Biến độc lập					
AT	3274,0	1,284830	0,840899	-0,001129	6,286853
D/E	3274,0	1,219263	1,277841	-5,792608	7,828883
LIQ	3274,0	0,201052	0,266608	-1,575942	0,948994
SIZE	3274,0	27,105982	1,590096	22,908135	32,866306
Growth	3274,0	0,029251	0,286573	-1,000000	1,565100

Nguồn: Thu được qua ngôn ngữ Python

Bảng 2 trình bày thông tin cơ bản về sự phân bố của các biến được chọn từ 3274 quan sát, nhằm đánh giá hiệu

quả tài chính doanh nghiệp. Trong phần mô tả này, nhóm tác giả quyết định không chia dữ liệu thành hai giai đoạn do kết quả cơ bản tương đối đồng nhất, tuy nhiên việc phân tách sẽ được làm rõ ở phần sau.

Về biến phụ thuộc, Chỉ số ROA có giá trị trung bình đạt 0,052921, tương ứng với mức lợi nhuận trên tổng tài sản trung bình khoảng 5,29%. Khoảng giá trị của ROA dao động từ -0,3664 đến 0,4067, chỉ ra rằng có một số doanh nghiệp cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản âm - khả năng phản ánh các trường hợp thua lỗ hoặc quản lý tài sản chưa hiệu quả. Độ lệch chuẩn tương đối thấp (0,074919) góp phần cho thấy sự tập trung dữ liệu quanh mức trung bình, mặc dù có những giá trị ngoại lai nhất định. Tương tự, ROE có giá trị trung bình là 0,104516, tức mức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình khoảng 10,45%. Phạm vi biến động từ -0,7794 đến 0,7786 cho thấy mức chênh lệch rất lớn giữa các doanh nghiệp, với một số doanh nghiệp có hiệu quả sử dụng vốn rất kém hoặc thậm chí âm. Độ lệch chuẩn 0,146152 cho thấy sự phân tán đáng kể của ROE, nhấn mạnh sự đa dạng trong hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

Tiếp tục quan sát các biến độc lập, với giá trị trung bình 1,28483, AT cho thấy trung bình mỗi đơn vị tài sản tạo ra khoảng 1,285 đơn vị doanh thu. Sự phân tán rõ rệt (độ lệch chuẩn 0,840899; dải biến động từ -0,001129 đến 6,286853) phản ánh sự khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp trong việc chuyển hóa tài sản thành doanh thu.

Trung bình, D/E đạt 1,219263, biểu hiện rằng mức nợ của doanh nghiệp xấp xỉ 1,22 lần vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, dải biến động rộng (từ -5,792608 đến 7,828883) cùng với độ lệch chuẩn 1,277841 cho thấy có sự đa dạng lớn trong cấu trúc đòn bẩy giữa các doanh nghiệp.

Chỉ số LIQ có giá trị trung bình là 0,201052, cho thấy mức thanh khoản ở mức tương đối khiêm tốn. Với độ lệch chuẩn 0,266608 và phạm vi từ -1,575942 đến 0,948994, dữ liệu phản ánh sự chênh lệch giữa các doanh nghiệp trong khả năng đáp ứng các nghĩa vụ ngắn hạn.

SIZE có giá trị trung bình 27,105982 và độ lệch chuẩn nhỏ (1,590096), với dải giá trị từ 22,908135 đến 32,866306, cho thấy mẫu được chọn có sự đồng nhất tương đối về quy mô doanh nghiệp.

Giá trị trung bình Growth là 0,029251, tương ứng với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 2,93%, chỉ số này lại có độ lệch chuẩn 0,286573 và biến động từ -1 đến 1,5651, phản ánh mức độ phân hóa rõ rệt về tốc độ tăng trưởng giữa các doanh nghiệp.

4.2.2. Phân tích mối quan hệ tương quan giữa các biến trong mô hình

Bảng 3. Bảng tương quan giữa các biến trong mô hình

	ROA	ROE	AT	D/E	LIQ	SIZE	Growth
ROA	1,0000						
ROE	0,8618	1,0000					
AT	0,2197	0,2519	1,0000				
D/E	-0,2107	-0,1303	0,0769	1,0000			
LIQ	0,2955	0,0861	0,1381	-0,3553	1,0000		
SIZE	0,1382	0,1744	-0,1701	0,1897	-0,2242	1,0000	
Growth	0,2221	0,2522	0,1696	0,1086	-0,0578	0,1253	1,0000

Nguồn: Thu được qua ngôn ngữ Python

Bảng 3 là ma trận tương quan thể hiện mối quan hệ giữa các chỉ số tài chính như ROA, ROE, AT, D/E, LIQ, SIZE và Growth. Có thể thấy Hệ số tương quan giữa ROA và ROE là 0,8618, chỉ ra rằng hai chỉ số này có mối liên hệ chặt chẽ. Điều này cho thấy rằng, trong mẫu nghiên cứu, hiệu quả sử dụng tài sản (ROA) có xu hướng được chuyển hóa hiệu quả thành lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Mối tương quan dương giữa AT và ROA (0,2197), cũng như với ROE (0,2519), cho thấy việc sử dụng tài sản hiệu quả có tác động tích cực tới các chỉ số sinh lời, mặc dù ảnh hưởng chỉ ở mức vừa phải. Tương quan âm của D/E với ROA (-0,2107) và ROE (-0,1303) chứng tỏ rằng mức đòn bẩy cao có xu hướng liên quan đến hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ sở hữu thấp hơn, điều này làm nổi bật một mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc nợ và hiệu quả kinh doanh.

Mối tương quan dương giữa LIQ và ROA (0,2955) cho thấy khả năng thanh khoản tốt có thể hỗ trợ hiệu quả sinh lời. Tuy nhiên, tương quan giữa LIQ và ROE (0,0861) khá yếu, cho thấy rằng mối liên hệ giữa khả năng thanh khoản và khả năng chuyển hóa thành lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu không mạnh mẽ.

Mặc dù SIZE có tương quan dương với ROA (0,1382) và ROE (0,1744), hiệu ứng của quy mô doanh nghiệp đối với hiệu quả sinh lời chỉ ở mức độ vừa phải. Đồng thời, SIZE có mối liên hệ âm với AT (-0,1701) và LIQ (-0,2242), ngụ ý rằng các doanh nghiệp lớn thường cho thấy hiệu suất sử dụng tài sản và khả năng thanh khoản kém hơn so với doanh nghiệp nhỏ.

Mối tương quan nhẹ của Growth với ROA (0,2221) và ROE (0,2522) cho thấy tốc độ tăng trưởng có tác động tích cực nhưng không mạnh đối với hiệu quả sinh lời. Hơn nữa, mức tương quan của Growth với các biến AT, D/E,

LIQ và SIZE đều ở mức thấp, chứng tỏ tốc độ tăng trưởng phần lớn độc lập với các chỉ số tài chính khác trong mô hình.

Thông qua kết quả thống kê mô tả và ma trận tương quan giữa các biến, ta có thể hình dung một cách tổng quan về đặc điểm hoạt động kinh doanh cũng như hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp. Đây là cơ sở quan trọng để tiến hành các phân tích sâu hơn trong mô hình định lượng nhằm kiểm định mối quan hệ giữa các biến nghiên cứu.

4.2.3. Phân tích kết quả nghiên cứu

Bảng 4. Bảng kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính

KẾT QUẢ MÔ HÌNH HỒI QUY GLS				
	Biến phụ thuộc			
	2015 - 2019		2020 - 2023	
	ROA	ROE	ROA	ROE
AT	0,0166*** (0,002)	0,0477*** (0,004)	0,0197*** (0,002)	0,0486*** (0,004)
D/E	-0,0111*** (0,001)	-0,0142*** (0,003)	-0,0125*** (0,001)	-0,0338*** (0,003)
LIQ	0,0661*** (0,007)	-0,0042 (0,014)	0,0833*** (0,006)	0,0493*** (0,012)
SIZE	0,0100*** (0,001)	0,0197*** (0,002)	0,0136*** (0,001)	0,0268*** (0,002)
Growth	0,0457*** (0,006)	0,0881*** (0,012)	0,0453*** (0,005)	0,0958*** (0,011)
Constant	-0,2326*** (0,030)	-0,4585*** (0,060)	-0,3520*** (0,029)	-0,6739*** (0,057)
Số quan sát	1598	1598	1676	1676
Hệ số xác định (R^2)	0,213	0,155	0,275	0,246
Adjusted R^2	0,210	0,153	0,273	0,244
Thống kê F	85,94*** (df = 5; 1592)	58,59*** (df = 5; 1592)	126,6*** (df = 5; 1670)	109,2*** (df = 5; 1670)
Ghi chú	* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$			

Nguồn: Thu được qua ngôn ngữ Python

Bảng 4 là kết quả sau khi thực hiện mô hình hồi quy GLS các yếu tố tác động đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Trong cả hai mô hình với biến phụ thuộc ROA và ROE đều cho thấy hiệu quả tài chính của doanh nghiệp đều có sự cải thiện đáng kể trong giai đoạn hậu đại dịch (2020 - 2023) so với trước (2015 - 2019). Cụ thể, Hệ số xác định (R^2) trong mô hình ROA tăng từ 0,213 lên 0,275 trong khi mô hình ROE là từ 0,155 lên 0,246. Điều này cho thấy khả năng giải thích sự biến động của hai chỉ số tài chính này bởi các biến độc lập trong mô hình được cải thiện rõ

riết sau COVID-19, phản ánh sự thay đổi trong cơ chế tạo lợi nhuận và hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên cần lưu ý rằng trong mô hình GLS, chỉ số R^2 không phải là chỉ tiêu đánh giá chính, bởi mục tiêu cốt lõi của mô hình GLS là khắc phục khuyết tật mô hình để đưa ra các ước lượng hiệu quả và đáng tin cậy hơn so với mô hình OLS.

Dựa trên kết quả bảng 4, mô hình hồi quy GLS được xây dựng theo hai biến phụ thuộc ROA và ROE qua hai giai đoạn trước và sau COVID có kết quả cụ thể như sau:

Giai đoạn trước COVID-19 (2015 - 2019):

$$ROA_{it} = -0,2326 + 0,0166AT_{it} + -0,0111D/E_{it} + 0,0661LIQ_{it} + 0,0100SIZE_{it} + 0,0457Growth_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$ROE_{it} = -0,4585 + 0,0477AT_{it} + -0,0142D/E_{it} + -0,0042LIQ_{it} + 0,0197SIZE_{it} + 0,0881Growth_{it} + u_{it} \quad (3)$$

Giai đoạn sau COVID-19 (2020 - 2023):

$$ROA_{it} = -0,3520 + 0,0197AT_{it} + -0,0125D/E_{it} + 0,0833LIQ_{it} + 0,0136SIZE_{it} + 0,0453Growth_{it} + u_{it} \quad (4)$$

$$ROE_{it} = -0,6739 + 0,0486AT_{it} + -0,0338D/E_{it} + 0,0493LIQ_{it} + 0,0268SIZE_{it} + 0,0958Growth_{it} + u_{it} \quad (5)$$

Đáng chú ý trong mô hình với biến phụ thuộc là ROA, biến LIQ có hệ số hồi quy tăng từ 0,0661 lên 0,0833 sau đại dịch, cho thấy tính thanh khoản đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản (ROA) của doanh nghiệp. Điều này có thể được lý giải bởi môi trường kinh doanh hậu COVID-19 tiềm ẩn nhiều rủi ro và bất ổn, buộc doanh nghiệp phải duy trì mức thanh khoản cao để đảm bảo khả năng ứng phó linh hoạt. Trong bối cảnh thị trường biến động, ngân hàng và nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn trong việc cấp vốn. Nếu doanh nghiệp không có sẵn nguồn lực tài chính, họ sẽ gặp khó khăn trong việc duy trì hoạt động, chi trả chi phí cố định hoặc nắm bắt cơ hội phục hồi. Do đó, dòng tiền và khả năng thanh khoản đã trở thành yếu tố then chốt giúp doanh nghiệp đảm bảo sự an toàn tài chính và phát triển bền vững trong giai đoạn hậu khủng hoảng.

Ngoài ra, các biến SIZE và AT cũng ghi nhận mức độ ảnh hưởng tăng lên, với hệ số lần lượt tăng từ 0,0100 lên 0,0136 và từ 0,0166 lên 0,0197. Hệ số dương của hai biến này cho thấy rằng doanh nghiệp có quy mô lớn và hiệu quả trong việc sử dụng tài sản sẽ đạt được ROA cao hơn. Điều này phản ánh mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô doanh nghiệp, hiệu quả khai thác tài sản và hiệu quả tài chính. Nói cách khác, doanh nghiệp càng lớn và vận hành hiệu quả thì khả năng sinh lời trên tài sản càng cao - đặc biệt là trong ngành sản xuất, nơi tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn.

Biến Growth cũng cho thấy ảnh hưởng tích cực đến ROA ở cả hai giai đoạn, củng cố thêm nhận định rằng doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường sẽ có hiệu suất tài chính tốt hơn.

Ngược lại, biến D/E tiếp tục ghi nhận ảnh hưởng tiêu cực đến ROA trong cả hai giai đoạn, với hệ số giảm từ -0,0111 xuống -0,0125. Điều này cho thấy việc gia tăng nợ vay không giúp cải thiện hiệu quả tài chính, mà ngược lại còn làm giảm ROA. Hệ số âm của D/E phản ánh rằng doanh nghiệp có thể đang sử dụng đòn bẩy tài chính vượt mức tối ưu, dẫn đến rủi ro tài chính cao hơn và làm suy giảm hiệu quả hoạt động. Điều này đặc biệt đúng trong lĩnh vực sản xuất, nơi mà doanh nghiệp thường sở hữu lượng tài sản lớn và việc vay nợ quá mức dễ khiến chi phí lãi vay trở thành gánh nặng, ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận tạo ra từ tài sản.

Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện nay khi nhà nước và các tổ chức tài chính đang thúc đẩy việc sử dụng vốn vay như một công cụ để kích thích đầu tư và phục hồi kinh tế, các DNSX cần có chiến lược quản lý đòn bẩy tài chính hợp lý. Việc kiểm soát rủi ro và đảm bảo hiệu quả sử dụng nợ sẽ giúp doanh nghiệp không chỉ tránh được khủng hoảng thanh khoản mà còn duy trì được hiệu quả tài chính trong dài hạn.

Những kết quả thu được từ mô hình GLS với ROA đã phần nào phản ánh xu hướng dịch chuyển trong hoạt động tài chính của DNSX sau đại dịch, đặc biệt là sự gia tăng vai trò của LIQ, SIZE và AT. Tuy nhiên để có cái nhìn toàn diện hơn thì việc phân tích mô hình GLS đối với ROE sẽ tiếp tục làm rõ thêm mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính trong hiệu quả sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong giai đoạn 2015 - 2023. Kết quả cho thấy biến AT luôn có ý nghĩa và giữ tác động tích cực, ổn định trong cả hai giai đoạn trước (0,0477) và sau (0,0486) đại dịch COVID-19 đối với ROE cho thấy trước và sau đại dịch, các doanh nghiệp ngành sản xuất luôn có chiến lược quản lý và sử dụng tài sản của mình khá tốt. Hơn nữa tác động của biến AT đến ROE lớn hơn khá nhiều so với ROA cho thấy các doanh nghiệp trong ngành đang sử dụng đòn bẩy tài chính trong cấu trúc vốn của mình để khuếch đại trong việc sinh lợi trên vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, điều này đi kèm với việc yêu cầu rất cao trong quản trị rủi ro tài chính nhằm kiểm soát tác động tiêu cực của nợ đến lợi nhuận và tính bền vững của tài chính các doanh nghiệp trong ngành.

Bên cạnh đó, biến SIZE và Growth đều cho thấy tác động thuận chiều đến ROE trong cả hai giai đoạn trước và sau 2020, điều đó tiếp tục củng cố thêm về nhận định đây là hai yếu tố nền tảng và bền vững trong quá trình tạo lợi

nhuận cho các DNSX. Việc xây dựng quy mô doanh nghiệp ổn định và duy trì đà tăng trưởng doanh thu không chỉ giúp doanh nghiệp tạo lợi nhuận bền vững mà còn tăng cường khả năng chống chịu và phục hồi khi đối mặt với những khủng hoảng kinh tế.

Ngược lại, biến D/E đang có tác động tiêu cực đến ROE trong cả hai giai đoạn, đặt biệt giai đoạn sau COVID (-0,0338) ảnh hưởng này còn gia tăng so với giai đoạn trước (-0,0142). Điều này tiếp tục khẳng định việc sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính trong cấu trúc tài sản của doanh nghiệp không mang lại lợi ích như kỳ vọng khi đều tác động tiêu cực đến cả ROA VÀ ROE. Tình hình này càng trở nên rõ rệt hơn sau đại dịch, cho thấy rủi ro trong thị trường ngày càng gia tăng và các DNSX cần cân nhắc lại cấu trúc vốn của mình cũng như xây dựng chiến lược sử dụng vốn nợ hiệu quả hơn.

Biến LIQ có ảnh hưởng rất đặc biệt đến ROE khi giai đoạn 2015 - 2019 tác động tiêu cực và không có ý nghĩa nhưng giai đoạn 2020 - 2023 lại tác động tích cực và có ý nghĩa. Kết quả này cho thấy trước đại dịch COVID, thanh khoản không phải là yếu tố ưu tiên đối với các DNSX mà là đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, từ sau đại dịch LIQ trở thành yếu tố quan trọng và tích cực đối với ROE, điều này càng khẳng định hơn vị thế ảnh hưởng của LIQ trong hiệu quả tài chính khi trong thời kỳ kinh doanh đang ngày càng khó khăn thì việc duy trì LIQ có thể là một chiến lược khôn ngoan giúp các DNSX duy trì hoạt động, bảo vệ lợi nhuận và vượt qua đối thủ cạnh tranh.

5. KẾT LUẬN

Dựa trên phân tích hồi quy GLS, chiến lược tài chính của các doanh nghiệp sản xuất (DNSX) Việt Nam chuyển dịch rõ rệt sau đại dịch COVID-19. Hiệu quả tài chính (ROA, ROE) cải thiện, với hệ số R^2 tăng, cho thấy mối liên hệ chặt chẽ hơn giữa yếu tố tài chính và hiệu quả hoạt động. Tính thanh khoản (LIQ) trở thành yếu tố then chốt, với hệ số hồi quy tăng, nhấn mạnh vai trò duy trì khả năng thanh toán trong môi trường bất ổn. Hiệu suất sử dụng tài sản (AT) giữ tác động tích cực, phản ánh chiến lược vận hành hiệu quả, dù cần kiểm soát rủi ro khi dùng đòn bẩy tài chính. Ngược lại, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) ảnh hưởng tiêu cực, đặc biệt sau đại dịch, cảnh báo rủi ro từ lạm dụng nợ. Quy mô (SIZE) và tăng trưởng (Growth) là nền tảng cho hiệu quả tài chính.

Để phát triển bền vững, DNSX nên duy trì thanh khoản hợp lý, quản lý dòng tiền hiệu quả; sử dụng nợ thận trọng, kiểm soát D/E; tối ưu hóa tài sản qua cải thiện quy trình và công nghệ; mở rộng quy mô bền vững; duy trì tăng trưởng hợp lý, tập trung vào lĩnh vực cốt lõi; điều chỉnh

chiến lược tài chính linh hoạt, theo dõi chỉ số tài chính; và tăng cường quản lý rủi ro bằng đa dạng hóa nguồn thu và kế hoạch dự phòng.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Aswath Damodaran, *Applied Corporate Finance (2nd ed)*. Wiley India Pvt. Ltd, 2007.
- [2]. Celestine Egbuhuzor, "Tangible Assets and Corporate Performance: Evidence from the manufacturing industry in Nigeria," *ResearchGate*, 2(1), 2017.
- [3]. Đặng Ngọc Hùng, "Nghiên cứu các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam," *Tạp chí Khoa học và Công nghệ Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội*, 29, 2015.
- [4]. Edith Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press, 1959.
- [5]. Franco Modigliani, Merton Howard Miller, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," *The American Economic Review*, 48(3), 261-297, 1958.
- [6]. Harold Demsetz, Belen Villalonga, "Ownership structure and corporate performance," *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233, 2001.
- [7]. Ki C. Han, David Y. Suk, "The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence," *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155, 1998.
- [8]. Lê Thị Nhu, "Tác động của tốc độ luân chuyển vốn lưu động đến hiệu quả sử dụng tài sản các công ty sản xuất niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh," *Tạp chí Công Thương*, 2024.
- [9]. Maziar Ghasemi, Nazrul Hisyam Ab Razak, "Determinants of profitability in ACE market Bursa Malaysia: Evidence from panel models," *International Journal of Economics and Management*, 11(2), 1-20, 2017.
- [10]. Merton Howard Miller, "Debt and Taxes," *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275, 1977.
- [11]. Nicos Michaelas, Francis Chittenden, Panikkos Poutziouris, "Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data," *Small Business Economics*, 12(2), 113-130, 1999.
- [12]. Nguyễn Hoàng Sơn, *Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp niêm yết: Trường hợp thị trường chứng khoán Hà Nội – HNX*. Luận văn thạc sĩ, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, 2022.
- [13]. Rami Zeitun., Gary Gang Tian, "Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan," *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61, 2007.
- [14]. Trần Tố Mai, Lê Trần Hạnh Phương, "Phân tích ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả tài chính của các công ty cổ phần tại Việt Nam," *Tạp chí Công Thương*, 2022.

AUTHORS INFORMATION

Nguyen Thi Thanh Loan¹, Duong Thuy Hoa²

¹School of Economics, Hanoi University of Industry, Vietnam

²Student of School of Economics, Hanoi University of Industry, Vietnam