

# MỘT SỐ THÔNG TIN KẾ TOÁN TÀI CHÍNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM TRONG GIAI ĐOẠN 2015-2023

SOME FINANCIAL ACCOUNTING INFORMATION AFFECTING ENTERPRISE VALUE:  
EMPIRICAL EVIDENCE IN VIETNAM IN THE PERIOD 2015-2023

Vũ Thị Bích Hà<sup>1,\*</sup>

DOI: <http://doi.org/10.57001/huiv5804.2025.094>

## TÓM TẮT

Bài báo xem xét ảnh hưởng của một số thông tin kế toán tài chính đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) của 582 các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023. Bài báo đã sử dụng phương pháp LASSO để lọc các thông tin kế toán tài chính phù hợp, các phương pháp hồi quy OLS, FEM, REM, GLS kết hợp phương pháp hồi quy phân vị để phân tích. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho biết có 3 nhân tố ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, đó là hệ số tự tài trợ, lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường và quy mô doanh nghiệp. Hai nhân tố còn lại ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp là chỉ số nợ dài hạn và tỷ suất lợi nhuận gộp, tuy nhiên tại mức hồi quy phân vị 25 tỷ suất lợi nhuận gộp lại có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, điều này cho thấy một tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn có thể được xem là một tín hiệu tích cực về tiềm năng cải thiện và khả năng sinh lời cốt lõi cho các doanh nghiệp đang bị định giá thấp.

**Từ khóa:** Giá trị doanh nghiệp, thông tin kế toán tài chính, Tobin's Q.

## ABSTRACT

The article examines the impact of some financial accounting information on enterprise value (Tobin's Q) of 582 non-financial enterprises listed on the Vietnamese stock market in the period 2015-2023. The article used the LASSO method to filter appropriate financial accounting information, OLS, FEM, REM, GLS regression methods combined with quantile regression method for analysis. The empirical research results show that there are 3 factors that positively affect enterprise value, which are self-financing coefficient, earnings per common share and enterprise size. The remaining two factors that negatively affect firm value are long-term debt ratio and gross profit margin, however at the 25th percentile regression level gross profit margin has a positive impact on firm value, which suggests that a higher gross profit margin can be seen as a positive signal of improvement potential and core profitability for undervalued firms.

**Keywords:** Firms' value, financial accounting information, Tobin's Q.

<sup>1</sup>Trường Kinh tế, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

\*Email: [vuthibichha@hau.edu.vn](mailto:vuthibichha@hau.edu.vn)

Ngày nhận bài: 15/12/2024

Ngày nhận bài sau phản biện: 10/3/2025

Ngày chấp nhận đăng: 25/4/2025

## 1. GIỚI THIỆU

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam đang hội nhập sâu rộng với nền kinh tế thế giới, việc nâng cao năng lực cạnh tranh và gia tăng giá trị của doanh nghiệp là một trong những yêu cầu quan trọng của các nhà quản trị, nhà đầu

tư, nhà hoạch định chính sách cũng như các nhà nghiên cứu. Theo [8], giá trị doanh nghiệp phản ánh hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, là thước đo tổng hợp về tiềm năng phát triển bền vững trong tương lai. Có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, trong

đó, thông tin kế toán tài chính đóng vai trò then chốt trong việc cung cấp cơ sở dữ liệu để đánh giá giá trị doanh nghiệp một cách khách quan và có hệ thống.

Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023 có sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước và sự bùng nổ của khu vực doanh nghiệp tư nhân và FDI đã đòi hỏi sự minh bạch hóa, tính hữu ích và chất lượng thông tin kế toán tài chính trở nên ngày càng cấp thiết. Đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm trong và ngoài nước để cập đến mối quan hệ giữa thông tin kế toán tài chính và giá trị doanh nghiệp, song tại Việt Nam, các nghiên cứu thực nghiệm có sự khác nhau về không gian, thời gian, số biến độc lập, chỉ tiêu được chọn để đo lường giá trị doanh nghiệp cũng khác nhau... Các nghiên cứu thường sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính OLS, FEM, REM, GLS, rất hiếm các nghiên cứu có sự kết hợp phương pháp LASSO lọc tìm thông tin phù hợp, phương pháp hồi quy phân vị phân tích theo ngành nhằm làm rõ kết quả nghiên cứu... Chính vì vậy, kết quả thực nghiệm thu được nhiều khi không có sự tương đồng hoặc kết quả có thể trái ngược nhau. Từ những lý do trên, tác giả tiến hành nghiên cứu một số thông tin kế toán tài chính ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam trong giai đoạn 2015 - 2023. Kết quả nghiên cứu không chỉ góp phần làm sáng tỏ cơ sở lý luận về mối quan hệ giữa thông tin tài chính và giá trị doanh nghiệp, cung cấp các bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy phục vụ công tác quản trị doanh nghiệp, đầu tư và hoạch định chính sách tài chính kế toán tại Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

## 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

### 2.1. Khái niệm thông tin kế toán và giá trị doanh nghiệp

#### 2.1.1. Khái niệm thông tin kế toán tài chính

Thông tin kế toán tài chính là sản phẩm đầu ra của hệ thống kế toán tài chính trong doanh nghiệp và được trình bày trên báo cáo tài chính doanh nghiệp định kỳ. Thông tin kế toán tài chính là thông tin quan trọng trong việc giám sát, đo lường và truyền tải dữ liệu tài chính nhằm phục vụ cho các quyết định của nhà quản lý doanh nghiệp [9]. Thông tin kế toán tài chính giữ vai trò trọng yếu trong việc giảm thiểu bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các đối tượng bên ngoài, góp phần tăng cường hiệu quả phân bổ vốn và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế và áp dụng chuẩn mực kế toán IFRS, yêu cầu về độ minh bạch, tính hữu ích, độ tin cậy của thông tin kế toán tài chính càng trở nên quan trọng. Doanh nghiệp không chỉ phải tuân thủ các nguyên tắc kế toán trong nước mà còn phải

hướng đến việc cung cấp thông tin kế toán tài chính có chất lượng để thu hút vốn đầu tư nước ngoài.

Như vậy, có thể khẳng định rằng thông tin kế toán tài chính đóng vai trò quan trọng và hữu ích trong việc truyền tải "ngôn ngữ tài chính" của doanh nghiệp đến các đối tượng sử dụng thông tin. Chất lượng thông tin kế toán tài chính có ảnh hưởng trực tiếp đến mức độ tin cậy trong đánh giá giá trị doanh nghiệp, hiệu quả sử dụng nguồn vốn và niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường tài chính.

#### 2.1.2. Khái niệm giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp là một thước đo tổng hợp toàn diện về hiệu quả hoạt động, khả năng sinh lời, mức độ rủi ro và triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp là một thước đo kinh tế quan trọng, cho phép đánh giá toàn bộ hoạt động kinh doanh của một doanh nghiệp [16]. Mục tiêu quan trọng của doanh nghiệp không chỉ là tối đa hóa lợi nhuận, mà là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp một cách bền vững [17].

Giá trị doanh nghiệp có thể được đo lường thông qua chỉ tiêu Tobin's Q, là chỉ tiêu phản ánh mức độ kỳ vọng của thị trường đối với khả năng sinh lời và triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp. Chỉ tiêu Tobin's Q là một công cụ phân tích tài chính gắn liền với hành vi đầu tư và giá trị thị trường của doanh nghiệp, và được James Tobin đề xuất lần đầu tiên vào năm 1960 và nghiên cứu [5] đã đưa ra một phiên bản đơn giản hóa, khả thi hơn trong các nghiên cứu thực nghiệm, với công thức:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị vốn hoá thị trường} + \text{Giá trị cổ phiếu ưu đãi} + \text{Nợ ròng}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

### 2.2. Khung lý thuyết

**2.2.1. Lý thuyết đại diện** là lý thuyết cung cấp nền tảng lý luận vững chắc để phân tích mối quan hệ giữa chất lượng thông tin kế toán tài chính và giá trị doanh nghiệp [14], lý thuyết đại diện tập trung vào mối quan hệ hợp đồng giữa người chủ sở hữu và người đại diện, trong đó người đại diện được giao quyền thay mặt chủ sở hữu để thực hiện các quyết định kinh doanh. Trong bối cảnh thị trường tài chính ngày càng yêu cầu minh bạch, thông tin phải có tính hữu ích và chất lượng, việc kiểm soát chi phí đại diện thông qua thông tin kế toán tài chính chính xác và minh bạch là một trong những yếu tố quan trọng giúp nâng cao hiệu quả quản trị và gia tăng giá trị doanh nghiệp một cách bền vững.

**2.2.2. Lý thuyết thông tin hữu ích** là một công cụ phân tích hiệu quả kinh tế và định hướng chính sách kế toán

trong các nền kinh tế thị trường. Lý thuyết thông tin hữu ích được phát triển từ những năm 1970, đó là một trong những lý thuyết nền tảng của kế toán tài chính hiện đại, nhằm hướng đến mục tiêu ra quyết định kinh tế của người sử dụng thông tin, là nền tảng xây dựng Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS) và chuẩn mực kế toán tại nhiều quốc gia, trong đó có Việt Nam. Việc vận dụng lý thuyết thông tin hữu ích cho phép đánh giá vai trò của thông tin kế toán tài chính trong việc phản ánh trung thực và khách quan tình hình tài chính của doanh nghiệp, hỗ trợ các đối tượng sử dụng thông tin kế toán tài chính đưa ra quyết định kinh tế phù hợp, từ đó góp phần cải thiện quản trị doanh nghiệp, giảm bất cân xứng thông tin, và gia tăng giá trị doanh nghiệp một cách bền vững trong dài hạn.

### 3. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Thông tin kế toán tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán phản ánh tình hình tài chính, kết quả hoạt động và dòng tiền của doanh nghiệp, giúp các nhà đầu tư đánh giá thực trạng tài chính, dự đoán dòng tiền hiện tại cũng như dòng lợi nhuận trong tương lai, từ đó các nhà đầu tư sẽ có những quyết định phù hợp. Nghiên cứu sự ảnh hưởng của thông tin kế toán tài chính đến giá trị doanh nghiệp là một chủ đề hấp dẫn thu hút được sự quan tâm rất lớn của các nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà nghiên cứu trong và ngoài nước. Nghiên cứu [4] sử dụng dữ liệu từ 243 công ty tại Pháp trong thời gian 10 năm (1987-1996), kết quả phản ánh quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy là 99%, sự thay đổi về nợ tác động ngược chiều đến sự thay đổi của giá trị doanh nghiệp nhưng trong dài hạn sự tăng trưởng lại không có ý nghĩa thống kê với sự thay đổi của giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu [10] đã trình bày sự ảnh hưởng của khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng và cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp. Dữ liệu sử dụng từ 150 công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia trong giai đoạn 2006 đến 2010. Kết quả cho thấy khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng và cơ cấu vốn ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến giá trị của công ty. Nghiên cứu [14] thu thập dữ liệu thu thập từ 19 công ty trong lĩnh vực xi măng ở Pakistan trong giai đoạn 2008-2012 để nghiên cứu sự tác động của đòn bẩy tài chính đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng có sự tồn tại của mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp. Zaheer S. [18] đã thu thập dữ liệu từ các báo cáo tài chính thường niên trong 10 năm (2005-2015) của các công ty được niêm yết trên

Sở giao dịch chứng khoán Karachi KSE Pakistan để nghiên cứu sự ảnh hưởng của lượng tiền mặt đến giá trị doanh nghiệp. Kết luận cho rằng lượng tiền có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu [13] thu thập dữ liệu từ 123 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2008-2015 để nghiên cứu sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp của 123 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2008-2015. Kết quả cho thấy cấu trúc vốn, nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản, quy mô doanh nghiệp, tỷ suất sinh lời trên tài sản, vòng quay tài sản có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu lại có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cũng chưa có bằng chứng nào cho thấy có sự tác động của tỷ số thanh toán ngắn hạn và tỷ trọng tài sản cố định đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Đỗ Thị Thanh Nhân [6] đã thu thập dữ liệu của 610 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và thành phố Hà Nội trong giai đoạn 2007-2015 để nghiên cứu ảnh hưởng mức nắm giữ tiền mặt tác động đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ dạng hình chữ U ngược giữa mức nắm giữ tiền mặt và giá trị doanh nghiệp, khi mức nắm giữ tiền mặt tối ưu là 23,7% thì sẽ tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu [15] đã thu thập dữ liệu từ 214 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2016 để nghiên cứu sự ảnh hưởng của tăng trưởng, quy mô doanh nghiệp, cấu trúc vốn, khả năng sinh lời đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả chỉ ra rằng cấu trúc vốn ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp nhưng quy mô và khả năng sinh lời lại có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Tác giả Al-Slehat Z. A. F. [1] đã thu thập dữ liệu từ 13 công ty trong lĩnh vực khai thác được niêm yết trên thị trường chứng khoán Amman trong giai đoạn từ năm 2010-2018 để nghiên cứu sự tác động của đòn bẩy tài chính, quy mô và cấu trúc tài sản đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả cho thấy không tồn tại mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp, nhưng quy mô và cấu trúc tài sản có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu [11] sử dụng dữ liệu bảng với 5706 quan sát của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2009-2019. Kết quả cho thấy quy mô của doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, cấu trúc vốn có quan hệ tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Tác giả Arhinful R. và Radmehr M. [3] đã thu thập dữ liệu từ 263 công ty phi tài chính từ các ngành sản xuất ô tô và công nghiệp được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán

Tokyo trong giai đoạn 2001 và 2021 để nghiên cứu tác động của đòn bẩy tài chính lên hiệu suất, kết quả cho thấy đòn bẩy tài chính và EBITDA có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến Tobin's Q.

#### 4. PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Trên cơ sở lý thuyết nền tảng được trình bày ở trên, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu sự ảnh hưởng của một số thông tin kế toán tài chính đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023 với các biến lựa chọn như sau:

**Mô hình:**

$$\text{Giá trị doanh nghiệp}_{it} = \beta_0 + \text{Thông tin kế toán tài chính}_{it} + \epsilon_{it}$$

Các biến trong mô hình nghiên cứu được trình bày trong bảng 1.

Bảng 1. Tóm tắt các biến số nghiên cứu và đo lường

| Tên biến                                | Ký hiệu   | Cách đo lường                                                          |
|-----------------------------------------|-----------|------------------------------------------------------------------------|
| <b>Biến phụ thuộc</b>                   |           |                                                                        |
| Giá trị doanh nghiệp                    | Tobin's Q | * Tobin's Q = (Giá trị vốn hóa thị trường + Nợ phải trả)/Tổng tài sản. |
| <b>Biến độc lập</b>                     |           |                                                                        |
| Tỷ lệ tổng số nợ trên tổng nguồn vốn    | X1        | Tỷ lệ tổng số nợ / Tổng nguồn vốn                                      |
| Hệ số tự tài trợ (E/C)                  | X2        | Tổng vốn chủ sở hữu/ Tổng nguồn vốn                                    |
| Hệ số tổng nợ trên vốn chủ sở hữu       | X3        | Tổng nợ phải trả/ Tổng vốn chủ sở hữu                                  |
| Hệ số huy động vốn                      | X4        | (Vốn chủ sở hữu + Nợ dài hạn)/ Tài sản cố định                         |
| Chỉ số nợ ngắn hạn                      | X5        | Nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản                                              |
| Chỉ số nợ dài hạn                       | X6        | Nợ dài hạn/ Tổng tài sản                                               |
| Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn   | X7        | Tổng tài sản ngắn hạn/ Tổng nợ ngắn hạn                                |
| Hệ số khả năng thanh toán nhanh         | X8        | (Tài sản ngắn hạn - Hàng tồn kho)/ Tổng nợ ngắn hạn                    |
| Hệ số khả năng thanh toán tức thời      | X9        | Tiền và các khoản tương đương tiền/ Tổng nợ ngắn hạn                   |
| Hệ số khả năng thanh toán nợ dài hạn    | X10       | Tài sản dài hạn/ Nợ dài hạn                                            |
| Nắm giữ tiền mặt                        | X11       | Tiền/ Tổng tài sản                                                     |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                   | X12       | (Doanh thu thuần - Giá vốn hàng bán)/ Doanh thu thuần                  |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế và lãi vay | X13       | (Lợi nhuận trước thuế + Chi phí lãi vay)/ Doanh thu thuần              |

|                                                          |     |                                                                                              |
|----------------------------------------------------------|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao        | X14 | (Lợi nhuận trước thuế + Chi phí lãi vay + Chi phí khấu hao)/ Doanh thu thuần                 |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS)                      | X15 | (Lợi nhuận sau thuế - Cổ tức cổ phiếu ưu đãi)/ Số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành bình quân |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản)                       | X16 | Log(tổng tài sản)                                                                            |
| Số vòng quay tài sản                                     | X17 | Doanh thu thuần/ Tổng tài sản bình quân                                                      |
| Số vòng quay tài sản ngắn hạn                            | X18 | Doanh thu thuần/ Tài sản ngắn hạn bình quân                                                  |
| Số vòng quay hàng tồn kho (theo doanh thu)               | X19 | Doanh thu thuần/ Giá trị hàng tồn kho bình quân                                              |
| Số vòng quay hàng tồn kho (theo giá vốn)                 | X20 | Giá vốn hàng bán/ Giá trị hàng tồn kho bình quân                                             |
| Số vòng quay tài sản dài hạn                             | X21 | Doanh thu thuần/ Tài sản dài hạn bình quân                                                   |
| Thời gian thanh toán khoản phải trả cho người bán (ngày) | X22 | (Khoản phải trả người bán x 365)/ Giá vốn hàng bán                                           |
| Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu                        | X23 | Vốn chủ sở hữu phổ thông/ Số lượng cổ phiếu đang lưu hành.                                   |

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Tác giả sử dụng bộ dữ liệu 5238 quan sát được thu thập từ 582 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết (không bao gồm các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm) thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2015-2023. Trước tiên, tác giả sử dụng phương pháp LASSO để lọc thông tin kế toán tài chính phù hợp, sau đó, tác giả sử dụng phương pháp phân tích thống kê mô tả các biến, phương pháp phân tích hồi quy OLS, FEM, REM, GLS kết hợp phương pháp hồi quy phân vị để làm rõ kết quả nghiên cứu.

#### 5. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

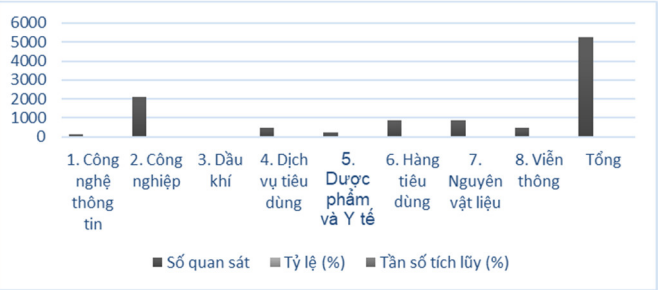
##### 5.1. Doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán

"Doanh nghiệp phi tài chính niêm yết" là một tổ chức kinh tế hoạt động trong các ngành phi tài chính và có cổ phiếu được giao dịch trên một thị trường chứng khoán có tổ chức, chịu sự điều chỉnh của các quy định về công khai thông tin và định giá thị trường. Tại thời điểm 31/3/2023, có 741 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2015-2023. Sau khi chọn lựa các doanh nghiệp thỏa mãn điều kiện, tác giả đã lựa chọn được 582 doanh nghiệp và phân chia thành 8 nhóm ngành (không bao gồm ngành Tài chính bảo hiểm).

Bảng 2. Khối lượng niêm yết đến ngày 31/3/2023 của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

| Ngành                  | Số quan sát | Tỷ lệ (%)    | Tần số tích lũy (%) |
|------------------------|-------------|--------------|---------------------|
| 1. Công nghệ thông tin | 153         | 2,92         | 2,92                |
| 2. Công nghiệp         | 2106        | 40,21        | 43,13               |
| 3. Dầu khí             | 45          | 0,86         | 43,99               |
| 4. Dịch vụ tiêu dùng   | 486         | 9,28         | 53,27               |
| 5. Dược phẩm và Y tế   | 225         | 4,30         | 57,57               |
| 6. Hàng tiêu dùng      | 855         | 16,32        | 73,89               |
| 7. Nguyên vật liệu     | 882         | 16,84        | 90,73               |
| 8. Viễn thông          | 486         | 9,28         | 100,0               |
| <b>Tổng</b>            | <b>5238</b> | <b>100,0</b> |                     |

(Nguồn: Tổng hợp, tính toán của tác giả)



Hình 1. Phân chia 5238 quan sát của 582 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023 (Nguồn: Tổng hợp, tính toán của tác giả)

Qua bảng 2 và hình 1 mô tả số quan sát phân chia theo các ngành, trong đó các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp đứng vị trí số 1 với 2106 quan sát với 40,21% trong tổng số quan sát, tiếp theo là các doanh nghiệp trong lĩnh vực nguyên vật liệu có 882 quan sát chiếm 16,84%, các doanh nghiệp trong lĩnh vực dầu khí là thấp nhất, có 45 quan sát, chiếm 0,86% trong tổng số quan sát.

## 5.2. Thống kê mô tả mẫu các biến số định lượng

Trong nghiên cứu với 5238 quan sát đã được thu thập từ 582 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2023, biến phụ thuộc được lựa chọn là chỉ số Tobin's Q; Biến độc lập là các thông tin kế toán tài chính. Thống kê mô tả các biến định lượng được trình bày ở bảng 3.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến số định lượng trong mô hình nghiên cứu

| Biến                                 | Kí hiệu | Số quan sát | Trung bình | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|--------------------------------------|---------|-------------|------------|---------------|------------------|------------------|
| TobinQ                               |         | 5.238       | 1,172587   | 0,761677      | 0                | 17,17            |
| Tỷ lệ tổng số nợ trên tổng nguồn vốn | X1      | 5.238       | 0,469374   | 0,227919      | 0                | 1,29             |

|                                                   |     |       |          |          |         |          |
|---------------------------------------------------|-----|-------|----------|----------|---------|----------|
| Hệ số tự tài trợ (E/C)                            | X2  | 5.238 | 0,530584 | 0,227898 | -0,29   | 1        |
| Hệ số tổng nợ trên vốn chủ sở hữu                 | X3  | 5.238 | 1,66264  | 4,846574 | -16,65  | 162,31   |
| Hệ số huy động vốn                                | X4  | 5.238 | 54,2336  | 1081,031 | -1,45   | 55508,57 |
| Chỉ số nợ ngắn hạn                                | X5  | 5.238 | 0,381449 | 0,218142 | 0,01    | 1,25     |
| Chỉ số nợ dài hạn                                 | X6  | 5.238 | 0,152155 | 0,186727 | 0,01    | 4,39     |
| Hệ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn             | X7  | 5.238 | 2,887321 | 14,285   | 0,03    | 982,49   |
| Hệ số khả năng thanh toán nhanh                   | X8  | 5.238 | 2,232425 | 9,395077 | 0,03    | 612,69   |
| Hệ số khả năng thanh toán tức thời                | X9  | 5.238 | 0,524513 | 3,273024 | 0       | 219,83   |
| Hệ số khả năng thanh toán nợ dài hạn              | X10 | 5.238 | 178,7401 | 1559,974 | 0,02    | 52079,55 |
| Năm giữ tiền mặt                                  | X11 | 5.238 | 0,067291 | 1,14936  | 0       | 82,82    |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                             | X12 | 5.238 | 1,816709 | 0,278192 | -7,38   | 13,27    |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế và lãi vay           | X13 | 5.238 | 0,0666   | 2,67158  | -135,34 | 41,2     |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao | X14 | 5.238 | -0,38148 | 2,992132 | -129,88 | 41,11    |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS)               | X15 | 5.238 | 2166,613 | 4422,256 | -215293 | 53408    |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản)                | X16 | 5.238 | 11,90758 | 0,689194 | 10,14   | 14,27    |
| Số vòng quay tài sản                              | X17 | 5.238 | 1,305706 | 1,34058  | 0       | 13,92    |

|                                                          |     |       |          |          |          |         |
|----------------------------------------------------------|-----|-------|----------|----------|----------|---------|
| Số vòng quay tài sản ngắn hạn                            | X18 | 5.238 | 2,309945 | 2,314911 | 0        | 26,31   |
| Số vòng quay hàng tồn kho (theo doanh thu)               | X19 | 5.238 | 3187,74  | 101674,9 | 0        | 4433451 |
| Số vòng quay hàng tồn kho (theo giá vốn)                 | X20 | 5.238 | -3020,6  | 100797,3 | -4408686 | 12,67   |
| Số vòng quay tài sản dài hạn                             | X21 | 5.238 | 12,39993 | 177,5072 | 0        | 9620,49 |
| Thời gian thanh toán khoản phải trả cho người bán (ngày) | X22 | 5.238 | -109,756 | 1956,071 | -128009  | 1,1     |
| Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu                        | X23 | 5.238 | 17777,69 | 10283,19 | -7910    | 126310  |

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17.0)

**Biến phụ thuộc:** Tobin's Q được lựa chọn để đo lường giá trị doanh nghiệp. Tobin's Q có giá trị trung bình là 1,17 cho thấy thị trường có xu hướng định giá doanh nghiệp cao hơn một chút so với giá trị thực tế của DN. Độ lệch chuẩn của Tobin's Q là 0,76 cho thấy có sự biến động đáng kể trong giá trị Tobin's Q giữa các doanh nghiệp. Với Giá trị nhỏ nhất là 0 và lớn nhất là 17,17, cho thấy sự chênh lệch rất lớn về định giá giữa các doanh nghiệp, có thể có những doanh nghiệp bị định giá rất thấp và có những doanh nghiệp được kỳ vọng tăng trưởng rất cao.

**Biến độc lập:**

Chỉ số nợ ngắn hạn (X5) và chỉ số nợ dài hạn (X6) có giá trị trung bình thấp lần lượt là 0,38 và 0,15 cho thấy nợ ngắn hạn và dài hạn chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong tổng tài sản. Chỉ số nắm giữ tiền mặt (X11) có giá trị trung bình 0,067, cho thấy tiền mặt chiếm tỷ lệ nhỏ trong tài sản. Độ lệch chuẩn của chỉ số nắm giữ tiền mặt cao là 1,149 cho thấy sự khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp về lượng tiền mặt nắm giữ. Tỷ suất lợi nhuận gộp (X12) có giá trị trung bình 1,81 cho thấy hiệu quả tạo ra lợi nhuận từ doanh thu ở mức tương đối. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp (X12) giá trị nhỏ nhất âm là (-7,38) cho thấy một số doanh nghiệp có lợi nhuận gộp âm. Chỉ số tỷ suất lợi nhuận trước thuế và lãi vay (X13) và Tỷ suất lợi nhuận

trước thuế, lãi vay và khấu hao (X14) có giá trị trung bình gần 0, độ lệch chuẩn lớn và giá trị nhỏ nhất rất âm (đến -135,34), cho thấy nhiều doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả và có thể bị lỗ....

### 5.3. Sử dụng phương pháp LASSO lựa chọn thông tin kế toán tài chính phù hợp

Phương pháp LASSO được sử dụng để lọc thông tin kế toán tài chính phù hợp theo bảng 4.

Bảng 4. Kết quả lựa chọn số biến thông tin kế toán tài chính phù hợp với biến giá trị doanh nghiệp

| Lasso linear model          |                                        |           | No. of obs                 | =                              | 5,218                          |
|-----------------------------|----------------------------------------|-----------|----------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
|                             |                                        |           | No. of covariates          | =                              | 23                             |
| Selection: Cross-validation |                                        |           | No. of CV folds            | =                              | 10                             |
| ID                          | Description                            | lambda    | No. of<br>Nonzero<br>coef. | Out-of-<br>Sample<br>R-squared | CV mean<br>Prediction<br>error |
| 1                           | first lambda                           | 0,1442178 | 0                          | -0,0036                        | 0,5832455                      |
| 11                          | lambda before                          | 0,0568825 | 4                          | 0,0241                         | 0,5671203                      |
| *12                         | selected<br>lambda                     | 0,0518292 | 5                          | 0,0255                         | 0,5663459                      |
| 13                          | lambda after                           | 0,0472248 | 5                          | 0,0227                         | 0,567948                       |
| 15                          | last lambda                            | 0,0392069 | 5                          | 0,0154                         | 0,5721766                      |
|                             | * lambda selected by cross-validation. |           |                            |                                |                                |

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17,0)

Sau khi chạy dữ liệu, kết quả phản ánh với ID = 12 tương ứng hệ số Lamda là 0,0472248 ta tìm được 5 thông tin kế toán tài chính phù hợp ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) trong 23 thông tin kế toán tài chính tại mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của một số thông tin kế toán trên báo cáo tài chính đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) và với tùy chọn CV xác định được 5 nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (bảng 5).

Bảng 5. Thông tin kế toán tài chính phù hợp được lựa chọn với biến giá trị doanh nghiệp

| Biến độc lập                              | CV | Adaptive |
|-------------------------------------------|----|----------|
| Hệ số tự tài trợ (E/C) - X2               | x  | x        |
| Chỉ số nợ dài hạn - X6                    | x  | x        |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp - X12               | x  | x        |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15 | x  | x        |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) - X16  | x  | x        |

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17.0)

### 5.4. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến

Phân tích tương quan của các nhân tố thông tin kế toán (5 nhân tố) đã được tìm ra tại bảng 5, thông qua hệ

số tương quan  $r$  để loại bỏ những nhân tố có thể dẫn tới hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả thu được như thể hiện trong bảng 6.

Bảng 6. Ma trận tương quan giữa biến phụ thuộc là Tobin's  $q$  và các biến độc lập

|                                           | TobinQ | X2      | X6     | X12    | X15   | X16 |
|-------------------------------------------|--------|---------|--------|--------|-------|-----|
| TobinQ                                    | 1      |         |        |        |       |     |
| Hệ số tự tài trợ (E/C) -X2                | 0,1356 | 1       |        |        |       |     |
|                                           | 0      |         |        |        |       |     |
| Chỉ số nợ dài hạn - X6                    | 0,0757 | -0,0967 | 1      |        |       |     |
|                                           | 0      | 0       |        |        |       |     |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp - X12               | 0,1866 | -0,162  | -0,049 | 1      |       |     |
|                                           | 0      | 0       | 0,0004 |        |       |     |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15 | 0,1896 | 0,0893  | -0,047 | -0,141 | 1     |     |
|                                           | 0      | 0       | 0,0006 | 0      |       |     |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) -X16   | 0,0804 | -0,3491 | 0,1259 | -0,013 | 0,078 | 1   |
|                                           | 0      | 0       | 0      | 0,3451 | 0     |     |

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17.0)

Bảng 6 cho thấy không có cặp biến độc lập nào có hệ số tương quan tuyệt đối vượt quá ngưỡng 0,7 hoặc 0,8.

Bảng 8. Kết quả hồi quy mô hình với biến phụ thuộc là Tobin's  $q$

| Biến độc lập                              | VIF        | OLS                 | FEM                    | REM                   | GLS                   |
|-------------------------------------------|------------|---------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Hệ số tự tài trợ (E/C) -X2                | 1,19       | <b>0,450***</b>     | <b>0,470***</b>        | <b>0,468***</b>       | 0,450***              |
| Chỉ số nợ dài hạn - X6                    | 1,17       | <b>-0,321***</b>    |                        |                       | -0,321***             |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp - X12               | 1,05       | -0,402***           | -0,360***              | -0,383***             | -0,402***             |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15 | 1,04       | <b>0,0000247***</b> | 0,0000256***           | 0,0000255***          | 0,0000247***          |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) -X16   | 1,03       | <b>0,137***</b>     | 0,125***               | 0,128***              | 0,137***              |
| _cons                                     | <b>1,1</b> | 0,0228              | 0,0339                 | 0,0437                | 0,0228                |
| N                                         |            | 5236                | 5236                   | 5236                  | 5236                  |
| R-sq                                      |            | 0,089               | 0,072                  |                       |                       |
| Kiểm định F                               |            | F(5,5230) = 101,87  | F(5,4649) = 77,18      |                       |                       |
|                                           |            | Prob > F = 0,0000   | Prob > F = 0,0000      |                       |                       |
| Kiểm định LM                              |            |                     |                        | Wald chi2(5) = 498,76 | Wald chi2(5) = 509,91 |
|                                           |            |                     |                        | Prob > chi2 = 0,0000  | Prob > chi2 = 0,0000  |
| Kiểm định Hausman                         |            |                     | chi2(3) = 3,8          |                       |                       |
|                                           |            |                     | Prob > chi2 = 0,2834   |                       |                       |
| Modified Wald test                        |            |                     | chi2 (582) = 352888,27 |                       |                       |
|                                           |            |                     | Prob>chi2 = 0,0000     |                       |                       |
| Wooldridge test                           |            |                     | F( 1, 581) = 5,731     |                       |                       |
|                                           |            |                     | Prob > F = 0,0170      |                       |                       |

t statistics in brackets \*  $p < 0,1$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*\*\*  $p < 0,01$

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17,0)

Điều này cho thấy khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít khả năng gặp hiện tượng đa cộng. Để chắc chắn hơn, tác giả sẽ tiến hành kiểm tra hệ số phóng đại phương sai, kết quả được thể hiện trong bảng 7.

Bảng 7. Hệ số VIF các biến trong mô hình nghiên cứu với biến phụ thuộc

| Biến                                      | VIF        | 1/VIF    |
|-------------------------------------------|------------|----------|
| Hệ số tự tài trợ (E/C) -X2                | 1,19       | 0,838455 |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) -X16   | 1,17       | 0,854159 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp - X12               | 1,05       | 0,949918 |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15 | 1,04       | 0,960778 |
| Chỉ số nợ dài hạn - X6                    | 1,03       | 0,974184 |
| <b>Mean VIF</b>                           | <b>1,1</b> |          |

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17.0)

Bảng 7 cho thấy, giá trị VIF cho tất cả các biến đều khá thấp, giá trị VIF cao nhất là 1,19 cho biến X2, giá trị trung bình VIF (trung bình của tất cả các giá trị VIF) cũng rất thấp, chỉ 1,10. Điều đó có nghĩa là các mô hình dữ liệu nghiên cứu không có khuyết tật đa cộng tuyến. Như vậy dựa vào kết quả tại bảng 5 và 6, tác giả xác định được mô hình nghiên cứu chính thức bao gồm 5 nhân tố ảnh

hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Mô hình được đưa ra như sau:

**Mô hình: Tobin's  $q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{thông tin kế toán}_{it} + u_{it}$**

Trong đó: Thông tin kế toán bao gồm các chỉ tiêu X2, X6, X12, X15, X16.

Các nhân tố nghiên cứu trong mô hình nghiên cứu không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến, điều này chứng tỏ các nhân tố này độc lập và tách biệt, phù hợp để đưa vào nghiên cứu định lượng.

### 5.5. Kết quả hồi quy

Sau khi thực hiện phương pháp LASSO đã xác định được 5 thông tin kế toán tài chính ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, bước tiếp theo tác giả sẽ sử dụng kỹ thuật thống kê để ước lượng phương trình phù hợp nhất với các kết quả quan sát của các biến độc lập và biến phụ thuộc. Với mục đích và phạm vi của luận án, tác giả sử dụng phương pháp hồi quy Pooled OLS, FEM, REM, GLS và kiểm định Modified Wald, kiểm định Wooldridge test. Sau khi chạy dữ liệu trên phần mềm STATA 17, tác giả đưa ra kết quả phân tích hồi quy thông qua mô hình GLS tại bảng 7.

Từ bảng 8 cho thấy, tất cả các thông tin kế toán tài chính để có tác động đến giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê, trong đó hệ số tự tài trợ (E/C) - X2, Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15, Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) - X16 có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên 2 nhân tố còn lại là chỉ số nợ dài hạn - X6 và tỷ suất lợi nhuận gộp - X12 lại có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

### 5.6. Hồi quy phân vị theo ngành

Hồi quy phân vị (Quantile Regression) là một kỹ thuật mô hình hóa mạnh mẽ, cho phép chúng ta ước tính mối quan hệ có điều kiện giữa một biến phụ thuộc và một hoặc nhiều biến độc lập tại các phân vị cụ thể của phân phối biến phụ thuộc. Thay vì chỉ tập trung vào giá trị trung bình như trong hồi quy tuyến tính thông thường (Ordinary Least Squares - OLS), hồi quy phân vị cung cấp một cái nhìn toàn diện hơn về cách các biến độc lập ảnh hưởng đến toàn bộ phân phối của biến phụ thuộc. Tại phần này, tác giả sẽ tiếp tục xem xét sự ảnh hưởng một số thông tin kế toán đến giá trị doanh nghiệp bằng phương pháp hồi quy phân vị nhằm nghiên cứu sự tác động trung bình trên có thay đổi ở các phân vị khác nhau của giá trị doanh nghiệp hay không.

Trước tiên, giá trị trung bình và trung vị của biến Tobin Q theo từng ngành và tổng thể được thể hiện ở bảng 8.

Từ bảng 9 cho thấy, ngành Dầu khí có giá trị trung bình là 1,226 cao hơn giá trị trung vị (1,04), cho thấy phân

phối có thể bị lệch phải, tức là có một số công ty có giá trị Tobin Q rất cao kéo giá trị trung bình lên, nhưng ngành Dược phẩm và Y tế lại có giá trị trung bình là 1,103 thấp hơn trung vị (0,95). Tại một số ngành khác như Công nghệ thông tin và Công nghiệp, giá trị trung bình và trung vị khá gần nhau, cho thấy phân phối có thể đối xứng hơn.

Bảng 9. Giá trị trung bình và trung vị của biến Tobin Q theo ngành

| Summary for variables: TobinQ       |                 |             |
|-------------------------------------|-----------------|-------------|
| Group variable: Industry (Industry) |                 |             |
| Ngành                               | Trung bình      | p50         |
| 1. Công nghệ thông tin              | 1,277712        | 0,97        |
| 2. Công nghiệp                      | 1,177953        | 0,97        |
| 3. Dầu khí                          | 1,226444        | 1,04        |
| 4. Dịch vụ tiêu dùng                | 1,157305        | 1           |
| 5. Dược phẩm và Y tế                | 1,103467        | 0,95        |
| 6. Hàng tiêu dùng                   | 1,162842        | 1           |
| 7. Nguyên vật liệu                  | 1,127426        | 0,97        |
| 8. Viễn thông                       | 1,257634        | 1,025       |
| <b>Total</b>                        | <b>1,172587</b> | <b>0,98</b> |

(Nguồn: Số liệu phân tích từ Stata 17.0)

Bảng 10. Kết quả ước lượng hệ số hồi quy phân vị

|                                         | Q10                 | Q25                 | Q50                 | Q75                 | Q90                 |
|-----------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Hệ số tự tài trợ (E/C) -X2              | -0,630**<br>[0,026] | -0,395**<br>[0,022] | -0,050+<br>[0,028]  | 0,463**<br>[0,052]  | 1,425**<br>[0,124]  |
| Chỉ số nợ dài hạn - X6                  | -0,074*<br>[0,029]  | -0,048+<br>[0,024]  | -0,086**<br>[0,031] | -0,154**<br>[0,059] | -0,300*<br>[0,141]  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp - X12             | -0,198**<br>[0,020] | -0,353**<br>[0,017] | -0,542**<br>[0,021] | -0,700**<br>[0,040] | -0,542**<br>[0,095] |
| Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường - X15     | 0,000**<br>[0,000]  | 0,000**<br>[0,000]  | 0,000**<br>[0,000]  | 0,000**<br>[0,000]  | 0,000**<br>[0,000]  |
| Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) -X16 | 0,018*<br>[0,008]   | 0,014*<br>[0,007]   | 0,052**<br>[0,009]  | 0,102**<br>[0,017]  | 0,169**<br>[0,041]  |
| _cons                                   | 1,149**<br>[0,115]  | 1,464**<br>[0,096]  | 1,328**<br>[0,122]  | 1,012**<br>[0,231]  | -0,085<br>[0,550]   |
| N                                       | 5236                | 5236                | 5236                | 5236                | 5236                |
| Standard errors in brackets             |                     |                     |                     |                     |                     |
| *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01             |                     |                     |                     |                     |                     |

Nguồn: Kết quả xử lý từ Stata 17, (\*\*\*), (\*\*), (\*) thống kê có ý nghĩa mức 1%, 5%, 10% giá trị trong () là sai số chuẩn

Theo [12], phương pháp hồi quy phân vị có ưu thế xử lý được dữ liệu không có phân phối chuẩn, và có tồn tại phương sai không đồng đều. Hồi quy phân vị dùng toàn bộ dữ liệu để ước lượng mối quan hệ giữa biến giải thích

và biến phụ thuộc tại các phân vị của biến phụ thuộc, nên ước lượng sẽ hiệu quả hơn phương pháp OLS. Kết quả hồi quy phân vị theo ngành được trình bày ở bảng 10.

Sau khi tổng hợp kết quả phân tích hồi quy phân vị ảnh hưởng của 5 nhân tố đến giá trị doanh nghiệp tại bảng 9, cho thấy:

**Hệ số tự tài trợ (E/C) - X2:** Hệ số hồi quy cho X2 có dấu và độ lớn khác nhau giữa các phân vị. Tại các phân vị thấp (Q10, Q25), hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ( $p < 0,01$ ), cho thấy khi hệ số tự tài trợ tăng, giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) có xu hướng giảm ở các nhóm có giá trị thấp. Tại các phân vị cao (Q75, Q90), hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ( $p < 0,01$ ), cho thấy khi hệ số tự tài trợ tăng, giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) có xu hướng tăng ở các nhóm có giá trị cao. Tại mức phân vị trung vị (Q50), hệ số không có ý nghĩa thống kê ( $p > 0,1$ ). Có nghĩa là hệ số tự tài trợ có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp có thể khác nhau tùy thuộc vào vị trí của quan sát trong phân phối.

**Chỉ số nợ dài hạn - X6:** có hệ số hồi quy luôn âm và có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị ( $p < 0,01$ ). Điều này cho thấy khi chỉ số nợ dài hạn tăng, giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) có xu hướng giảm ở tất cả các nhóm. Tức là nợ dài hạn có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp trên toàn bộ phân phối.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp - X12:** hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị ( $p < 0,01$ ). Tỷ suất lợi nhuận gộp có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) tại mức phân vị 10, 50, 75 và 90. Tuy nhiên tại mức phân vị 25, tỷ suất lợi nhuận gộp lại có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

**Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15:** hệ số hồi quy cho X15 luôn dương và có ý nghĩa thống kê ở tất cả các phân vị ( $p < 0,01$ ). Điều này cho thấy khi lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường tăng, biến phụ thuộc có xu hướng tăng ở tất cả các nhóm. Tức là Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) - X15 có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's q) trên toàn bộ phân phối.

**Quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) - X16:** hệ số hồi quy cho X16 có dấu và ý nghĩa thống kê khác nhau giữa các phân vị. Tại các phân vị thấp (Q10, Q25), hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ( $p < 0,01$ ), tại các phân vị cao (Q75, Q90), hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê ( $p > 0,1$ ), và tại mức phân vị trung vị (Q50), hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ( $p < 0,05$ ). Kết quả phản ánh quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

## 6. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Sự ảnh hưởng của một số thông tin kế toán tài chính đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) của các doanh nghiệp

phi tài chính niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2023 thông qua phương pháp hồi quy tuyến tính và phương pháp hồi quy phân vị đều cho kết quả giống nhau là có 3 nhân tố ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, đó là hệ số tự tài trợ (X2), Lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) (X15) và quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) (X16). Còn 2 nhân tố còn lại ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp là Chỉ số nợ dài hạn (X6) và Tỷ suất lợi nhuận gộp (X12), cụ thể như sau:

**Đối với hệ số tự tài trợ (X2):** có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, điều này cho thấy có mối quan hệ mạnh giữa cấu trúc vốn của doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp, cụ thể doanh nghiệp dựa vào nguồn vốn chủ sở hữu nhiều hơn dẫn đến giá trị doanh nghiệp cao hơn, rủi ro tài chính giảm, tăng khả năng tự chủ và linh hoạt. Điều này đưa ra hàm ý quan trọng cho các nhà quản lý doanh nghiệp trong việc cân nhắc cơ cấu vốn tối ưu, cũng như cho các nhà đầu tư trong việc đánh giá tiềm năng và rủi ro của doanh nghiệp.

**Đối với chỉ số nợ dài hạn (X6):** có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, là một yếu tố làm giảm giá trị doanh nghiệp. Khi chỉ số nợ dài hạn sẽ làm tăng rủi ro tài chính, gánh nặng chi phí và hạn chế sự linh hoạt, từ đó làm giảm mức định giá mà nhà đầu tư sẵn sàng trả cho doanh nghiệp. Điều này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản lý nợ một cách thận trọng và duy trì một cơ cấu vốn hợp lý để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

**Đối với chỉ số tỷ suất lợi nhuận gộp (X12):** có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) khi hồi quy tuyến tính, và tại các mức phân vị 10, 50, 75 và 90 khi hồi quy phân vị. Tuy nhiên tại mức phân vị 25, tỷ suất lợi nhuận gộp lại có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.

**Đối với lợi nhuận mỗi cổ phiếu thường (EPS) (X15):** có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q), kết quả này cho thấy lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) là một yếu tố cơ bản và quan trọng, có tác động tích cực và trực tiếp đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q). Một EPS cao hơn và có xu hướng tăng trưởng là một tín hiệu mạnh mẽ về khả năng sinh lời và tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp, thu hút nhà đầu tư và làm tăng giá trị thị trường của doanh nghiệp trên toàn bộ các phân khúc định giá. Đây là một nguyên tắc cơ bản trong tài chính doanh nghiệp và đầu tư chứng khoán. Kết quả này tương đồng với kết quả của nghiên cứu [2].

**Đối với quy mô doanh nghiệp (theo tài sản) (X16):** có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q), tương đồng với kết quả của các nghiên cứu [4, 11, 13], kết quả này cho thấy các lợi thế về kinh tế theo quy mô, sức mạnh

thị trường, khả năng tiếp cận vốn, đa dạng hóa, năng lực quản lý và hiệu ứng thương hiệu. Các nhà đầu tư thường đánh giá cao các doanh nghiệp có quy mô lớn vì sự ổn định, khả năng sinh lời và tiềm năng tăng trưởng bền vững mà quy mô mang lại.

### Các khuyến nghị đề xuất

**Đối với công ty niêm yết:** Cần tối ưu hóa cơ cấu vốn như doanh nghiệp cần tăng cường vốn chủ sở hữu thông qua việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, phát hành thêm cổ và quản lý hiệu quả các khoản mục vốn. Ngoài ra, doanh nghiệp phải quản lý nợ dài hạn thận trọng thông qua việc xây dựng chiến lược quản lý nợ một cách chi tiết và hiệu quả, duy trì tỷ lệ nợ ở mức hợp lý, đánh giá kỹ lưỡng khả năng trả nợ, đa dạng hóa nguồn vốn, và ưu tiên sử dụng vốn chủ sở hữu cho các hoạt động đầu tư dài hạn. Bên cạnh đó doanh nghiệp cần nâng cao hiệu quả hoạt động và lợi nhuận, đây là một yếu tố then chốt thúc đẩy giá trị doanh nghiệp, thông qua việc tối ưu hóa hoạt động kinh doanh, mở rộng thị trường, phát triển sản phẩm/dịch vụ mới, và quản lý chi phí hiệu quả.

**Đối với các nhà đầu tư:** Khi lựa chọn đầu tư, các nhà đầu tư nên ưu tiên các doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững chắc, khả năng sinh lời và xu hướng tăng trưởng tương lại. Các nhà đầu tư cần đánh giá tiềm năng tăng trưởng và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp để đưa ra các quyết định đúng và phù hợp.

**Đối với cơ quan quản lý nhà nước:** Cơ quan quản lý nhà nước cần hoàn thiện khung pháp lý và chính sách, khuyến khích tăng vốn chủ sở hữu. Cơ quan quản lý cần theo dõi sát sao các chỉ số tài chính như hệ số tự tài trợ, tỷ lệ nợ, EPS và tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp niêm yết để phát hiện sớm các dấu hiệu rủi ro tài chính và có biện pháp can thiệp kịp thời. Bên cạnh đó cơ quan quản lý nhà nước cần thúc đẩy phát triển thị trường vốn, hỗ trợ các doanh nghiệp nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp nhằm tăng cường niềm tin của nhà đầu tư và nâng cao giá trị doanh nghiệp.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Al-Slehat Z. A. F., "Impact of financial leverage, size and assets structure on firm value: Evidence from industrial sector," *Jordan, International Business Research*, 13(1), 109-120, 2020.
- [2]. Amahalu N., Abiahu M. F. C., Chinyere O., Nweze C., "Effect of accounting information on market share price of selected firms listed on Nigeria stock exchange," *International Journal of Recent Advances in Multidisciplinary Research*, 5(01), 3366-3374, 2018.

[3]. Arhinful R., Radmehr M., "The effect of financial leverage on financial performance: evidence from non-financial institutions listed on the Tokyo stock market," *Journal of Capital Markets Studies*, 7 (1), 53-71, 2023.

[4]. Carpentier C., "The valuation effects of long-term changes in capital structure," *International Journal of Managerial Finance*, 2(1), 4-18, 2006.

[5]. Chung K. H., Pruitt S. W., "A simple approximation of Tobin's Q," *Financial management*, 70-74, 1994.

[6]. Do Thi Thanh Nhan, "Capital structure and firm value of Vietnamese non-financial listed companies: A panel threshold regression analysis," *Tomas Bata University in Zlin*, 2018.

[7]. Farooq M. A., Masood A., "Impact of financial leverage on value of firms: Evidence from cement sector of Pakistan," *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77, 2016.

[8]. Grossman S. J., Stiglitz J. E., "On value maximization and alternative objectives of the firm," *The Journal of Finance*, 32(2), 389-402, 1977.

[9]. Hall J. A., "Accounting information systems," *South-Western Cengage Learning*, 2010.

[10]. Hermuningsih S., "Pengaruh profitabilitas, growth opportunity, struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia," *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 16(2), 127-148, 2013.

[11]. Vũ Thị Bích Hà, Đặng Ngọc Hùng, "Ảnh hưởng tính thích hợp của thông tin kế toán trên báo cáo tài chính và giá trị doanh nghiệp: Nghiên cứu tại Việt Nam," *Science and Technology Development Journal*, 2022.

[12]. Koenker R., *Quantile regression* (Vol. 38). Cambridge University Press, 2005.

[13]. Võ Minh Long, "Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: trường hợp công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSX)," *Tạp chí Khoa học Đại học Mở thành phố HCM - Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, 12(1), 180-192, 2017.

[14]. Meckling W. H., Jensen M. C., "Theory of the Firm," *Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3(4), 305-360, 1976.

[15]. Đặng Ngọc Hùng, "Nghiên cứu xu hướng quản trị lợi nhuận do thay đổi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam," *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 219, 46-54, 2015.

[16]. Sarma L. V. L. N., Rao K. H., "Leverage and the Value of the Firm," *Journal of Finance*, 673-677, 1969.

[17]. Sundaram A. K., Inkpen A. C., "The corporate objective revisited," *Organization science, Organization Science*, 15(3), 350-363, 2004.

[18]. Zaheer S., The effect of excess cash holdings on the value of the firm and stock returns. Master thesis, Capital University of Science and Technology, 2017.

### AUTHOR INFORMATION

**Vu Thi Bich Ha**

School of Economics, Hanoi University of Industry, Vietnam