

## **MỘT SỐ YẾU TỐ TÀI CHÍNH TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CỦA TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)**

NGUYỄN TRUNG TRỰC

*Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh*

*nguyentrongtruc@iuh.edu.vn*

**Tóm tắt.** Xác định một số yếu tố tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam (VNM- Vinamilk) có ý nghĩa rất quan trọng. Vì nó có tác động làm tăng lợi nhuận DN, tăng thu nhập của một cổ phiếu và do đó, làm tăng giá trị thị trường của một cổ phiếu, tăng tài sản của cổ đông... Phương pháp nghiên cứu định lượng, sử dụng phần mềm Eviews. Nguồn dữ liệu là các báo cáo tài chính hàng quý của Tổng công ty sữa Việt Nam từ năm 2006 đến 2018. Kết quả nghiên cứu là tài liệu tham khảo để các nhà đầu tư, các tổ chức tín dụng xem xét đầu tư vào Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam (VNM- Vinamilk) và các nhà quản lý DN, các cơ quan quản lý nhà nước đưa ra giải pháp, chính sách kinh tế tài chính có hiệu quả.

**Từ khóa.** Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), lợi nhuận biên (ROS), vòng quay tổng tài sản (TAT), cấu trúc vốn, tài sản dài hạn (Longterm Assets LA), đầu tư.

## **A NUMBER OF FINANCIAL FACTORS AFFECT THE EFFICIENCY OF USING CAPITAL OF VIETNAM DAIRY PRODUCTS JOINT STOCK CORPORATION (VNM-VINAMILK)**

**Abstract.** Determining a number of financial factors which affect the efficiency of using capital of a corporation in general is very important. Due to the size of the company, it becomes a matter in Vietnam Dairy Products Joint Stock Corporation (VNM-Vinamilk) in particular. Because analyzing these not only increases the profit, and the earnings of stock, but also its market value, as well as shareholders' wealth, will be grown. Quantitative research method, using Eviews software, is being used in this research. The data source is the quarterly financial statements of Vietnam Dairy Corporation from 2006 to 2018. The research results are references for not only investors, credit institutions to consider investing in Vietnam Dairy Products Joint Stock Company (VNM- Vinamilk) but also business for managers, and state management agencies who have proposed effective economic and financial solutions and policies.....

**Key words.** Return on asset (ROA), return on sale (ROS), total assets turn over (TAT), capital structure, long-term assets, invest.

### **1. GIỚI THIỆU**

Vừa qua có rất nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước, xác định các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của DN, như Đặng Thị Hương, Nguyễn Thị Hồng Nga “Yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm từ dữ liệu của các doanh nghiệp xây dựng Việt Nam niêm yết”; Trần Thị Khoa và Nguyễn Thị Thanh Uyên, (2014). “Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam”; Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên, “Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển

hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”....; Abor, J (2005)..... “The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana”. Odalo, S.K. et al., (2016). “Relating Company Size and Financial Performance in Agricultural Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange in Kenya”; Taani, K. and M.e.H.H. Banykhaled, (2011). “The effect of financial ratios, firm size and cash flows from operating activities on earnings per share: (an applied study: on Jordanian industrial sector)”... Các nghiên cứu trên đã chỉ ra nhiều yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của các doanh nghiệp thuộc các ngành hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán, chưa có nghiên cứu nào cho riêng Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam (VNM- Vinamilk), nên áp dụng riêng cho một DN có thể dẫn đến kết quả không chính xác. Thí dụ cùng kinh doanh mặt hàng sữa, có cùng cơ cấu vốn tương đồng với Tổng Công ty cổ phần sữa Việt Nam (VNM), nhưng hiệu quả sử dụng vốn của Công ty sữa Mộc Châu kém hơn VNM rất nhiều. Điều này có thể đưa các nhà đầu tư chứng khoán đến quyết định sai lầm. Đây là kẻ hở chủ yếu của các nghiên cứu trước. Do đó, tác giả nghiên cứu một số các yếu tố tài chính cụ thể nội tại trong Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam (VNM- Vinamilk) mà các nghiên cứu trước chưa đề cập rõ ràng,...Do bị giới hạn số mẫu quan sát (Từ lúc cổ phần 01-01-2006 đến 31-12- 2018, tức 52 quý) nên tác giả chỉ xác định một số yếu tố tài chính trong Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam, như lợi nhuận biên (ROS), vòng quay tổng tài sản (TAT), cấu trúc vốn, lợi nhuận ròng, tài sản dài hạn, vốn chủ sở hữu... Nghiên cứu này có ý nghĩa rất quan trọng cho các nhà đầu tư, các tổ chức tín dụng, các cơ quan quản lý nhà nước và các cán bộ quản lý doanh nghiệp có cơ sở quyết định, nâng cao hiệu quả hoạt động, hiệu quả của các chính sách và hiệu quả đầu tư. Tác giả đã sử dụng số liệu được DN công bố chính thức trên các trang web hợp pháp, do Tổng giám đốc ký tên đóng dấu, cuối năm có kiểm toán, theo luật chứng khoán 2006 và áp dụng phương pháp định lượng để nghiên cứu.

## 2. LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Vừa qua có rất nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước về các yếu tố tài chính tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Hiệu quả sử dụng vốn của DN được đo lường bằng nhiều chỉ tiêu khác nhau. Tuy nhiên, có ba chỉ tiêu thường được các nhà nghiên cứu sử dụng là: ROS (Hart và Ahuja, 1996; Liargovas và Skandalis, 2008); ROA (Liargovas và Skandalis, 2008; McGuire và các cộng sự, 1988; Russo và Fouts, 1997; Stanwick và Stanwick, 2000; Tarawneh, 2006; Agiomirgiannakis và các cộng sự, 2006) và ROE (Liargovas và Skandalis, 2008; Konar và Cohen, 2001). Các chỉ tiêu này được sử dụng phổ biến, tuy nhiên có một điểm chung là mà các nhà nghiên cứu quan tâm là yếu tố nào tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

Ở Việt Nam, theo PGS, TS Trần Ngọc Thơ “ Tài chính Doanh nghiệp Hiện đại”, NXB, Thống kê, 2005, trang 128, Chỉ tiêu hiệu quả sử dụng vốn được tính theo công thức sau:

- Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu (ROS) =  $\frac{EAT}{\text{Doanh thu thuần}}$   
Chỉ tiêu này nói lên 1 đồng doanh thu thuần tạo ra được bao nhiêu lợi nhuận ròng
- Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) =  $\frac{EAT}{\text{Tổng tài sản}}$  (1)  
Chỉ tiêu này đo lường khả năng sinh lời trên 1 đồng vốn đầu tư vào công ty
- Tỷ suất sinh lợi trên vốn cổ phần (ROE) =  $\frac{EAT}{\text{Vốn cổ phần}}$

Đây là là chỉ tiêu mà nhà đầu tư rất quan tâm vì nó cho thấy khả năng tạo lãi của 1 đồng vốn họ bỏ ra để đầu tư vào công ty.

Trong ba chỉ tiêu tính hiệu quả sử dụng vốn trên, chúng ta thấy chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA đo lường hiệu quả sử dụng vốn là phù hợp nhất. Vì nó đo lường 1 đồng vốn đầu tư vào doanh nghiệp tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận ròng, trong khi chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS) chỉ đo lường mức sinh lời trên doanh thu, mà không dựa vào vốn đầu tư vào doanh nghiệp và tỷ suất sinh

lời trên vốn cổ phần ROE, chỉ đo lường hiệu quả vốn cổ phần (Vốn chủ sở hữu) đầu tư vào doanh nghiệp, mà không đo lường toàn bộ vốn đầu tư.

Từ công thức (1), chúng ta có thể mở rộng thêm như sau:

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \frac{\text{EAT}}{\text{Tổng tài sản}} = \frac{\text{EAT}}{\text{Tài sản dài hạn} + \text{Tài sản ngắn hạn}} = \frac{\text{EAT}}{\text{Vốn chủ sở hữu} + \text{Vốn vay}} \\ &= \frac{\text{EAT}}{\text{Doanh thu}} * \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tổng tài sản}} = \text{ROS} * \text{TAT} \\ &= \frac{\text{EAT}}{\text{Doanh thu}} * \frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tổng tài sản}} * \frac{\text{Tổng tài sản}}{\text{Vốn chủ sở hữu}} * \frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng tài sản}} \\ &= \text{ROS} * \text{TAT} * \text{EM} * \text{Tỷ số VCSH trong tổng tài sản} \quad (2) \end{aligned}$$

Do:

Tổng tài sản = Tổng nguồn vốn = Vốn chủ sở hữu + Vốn vay = Tài sản dài hạn + Tài sản ngắn hạn

Qua công thức (2), chúng ta thấy các yếu tố tài chính tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp là: Lợi nhuận ròng (EAT), tổng tài sản, tài sản dài hạn, tài sản ngắn hạn, lợi nhuận biên (ROS), vòng quay tổng tài sản (TAT), hệ số khuếch đại vốn chủ sở hữu (Equity multiplier-EM) (Cấu trúc vốn),... Ngoài ra, còn các yếu tố khác, như trình độ cán bộ nhân viên (CBNV), qui mô DN, tuổi đời DN, tốc độ tăng trưởng GDP,... Tuy nhiên, do bị giới hạn số mẫu quan sát (Từ lúc cổ phần 01-01-2006 đến 31-12-2018, tức 52 quý) nên trong phạm vi bài viết này tác giả chỉ tập trung vào 5 yếu tố tài chính nội tại của DN để các nhà quản trị tài chính có thể đề ra các giải pháp phù hợp với DN

## 2.2. Các nghiên cứu trước

Vừa qua, trong và ngoài nước, có rất nhiều các nghiên cứu về hiệu quả sử dụng của DN, cụ thể:

### 2.2.1 Các nghiên cứu trong nước

- Đặng Thị Hương, Nguyễn Thị Hồng Nga “ Yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm từ dữ liệu của các doanh nghiệp xây dựng việt nam niêm yết”, Tạp chí khoa học và Công Nghệ số 46, 2018, trang 72, nghiên cứu đã chỉ ra yếu tố Cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn), lợi nhuận biên, hệ số vòng quay các khoản phải thu (doanh thu thuần trên các khoản phải thu), Thời gian hoạt động của doanh nghiệp (số năm hoạt động của doanh nghiệp) tác động đồng biến đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

- Trần Thị Khoa và Nguyễn Thị Thanh Uyên, (2014). “Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam”. Tạp chí Phát triển và Hội nhập, trang 62-70, nghiên cứu đã chỉ ra tài sản ngắn hạn có tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

- Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên, “Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”, Tạp chí Kinh tế Phát triển, số ra 215, 5/2015, trang 66, nhóm tác giả chỉ ra Cấu trúc vốn, hệ số vòng quay các khoản phải thu (doanh thu thuần trên các khoản phải thu), thời gian hoạt động của doanh nghiệp, qui mô doanh nghiệp, vòng quay tài sản ngắn hạn tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

### 2.2.2 Các nghiên cứu nước ngoài

- Nghiên cứu của Abor, J (2005). .... “The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana”. The Journal of Risk Finance 6(5): 438-445..... trong không gian nghiên cứu khác nhau đều chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có tác động mạnh đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

- Nghiên cứu của Ghosh, Nag và Sirmans (2000), Berger và Bonaccorsi (2006), Gleason và các cộng sự (2000), Simerly và Li (2000), Liargovas và Skandalis (2008),... chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính có tác động mạnh đến hiệu quả sử dụng vốn của DN. Tuy nhiên, mức độ tác động khác nhau do ảnh hưởng của sự đánh đổi giữa lá chắn thuế của lãi vay và áp lực trả nợ.

- Nghiên cứu của Adekunle, O.A. and S.O. Kajola, (2010). Capital structure and firm performance:

Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 25(2): 77, chỉ đòn bẩy tài chính và tuổi đời của doanh nghiệp tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp

- Các nghiên cứu của Odalo, S.K. et al., (2016). “Relating Company Size and Financial Performance in Agricultural Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange in Kenya”. *International Journal of Economics and Finance* 6(9): 34-40,... tác giả đã chỉ ra quy mô của DN tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

- Các nghiên cứu của Almajali và các cộng sự (2012), Amalendu (2010), Liargovas và Skandalis, (2008), Lee (2009), Amato và Burson (2007), Ammar và các cộng sự (2003),... đã chỉ ra tác động của quy mô của DN tác động đến và hiệu quả sử dụng vốn. Những nghiên cứu này đưa ra những quan điểm đối nghịch nhau về mối quan hệ giữa quy mô và hiệu quả sử dụng vốn. Ý kiến thứ nhất dựa trên lý thuyết về lợi thế nhờ quy mô. Theo lý thuyết này thì lợi thế về quy mô có được do : Tài chính (DN lớn có thể được vay với lãi suất thấp và có thể mua hàng hóa, nguyên vật liệu với số lượng lớn nên có giá hạ. Và vì công ty lớn nên có được đội ngũ nguồn nhân lực có chất lượng cao, nên có năng suất cao. Mặt khác áp dụng được công nghệ hiện đại nên giá thành sản phẩm hạ. Đó đó theo ý kiến này, qui mô DN càng lớn thì hiệu quả sử dụng vốn càng cao. Nhưng cũng có ý kiến khác cho rằng có mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô DN và hiệu quả sử dụng vốn. Do quy mô DN lớn việc kiểm soát khó khăn hơn nên dễ xảy ra tham nhũng làm giảm hiệu quả sử dụng vốn (Yuqi, 2008).

- Nghiên cứu của Taani, K. and M.e.H.H. Banykhaled, (2011). “The effect of financial ratios, firm size and cash flows from operating activities on earnings per share: (an applied study: on Jordanian industrial sector)”. In *International journal of social sciences and humanity studies* 3(1): 197-205....Nhóm tác giả đã chỉ ra khả năng thanh toán nợ ngắn hạn, qui mô DN, dòng tiền có tác động đối với hiệu quả sử dụng vốn của DN. Tuy nhiên, nếu DN có khả năng thanh toán ngắn hạn cao đồng nghĩa với việc DN đầu tư quá nhiều vào tài sản ngắn hạn như tiền, hàng tồn kho, phải thu khách hàng, do đó làm tăng chi phí hoạt động, chi phí cơ hội của việc giữ tiền, chi phí lưu kho, chi phí thu nợ.... Hoặc DN sử dụng ít nguồn tài trợ ngắn hạn cho tài sản ngắn hạn (Không tận dụng nguồn tài trợ ngắn hạn có chi phí tài chính thấp của hoặc những nguồn nợ tích lũy không trả lãi vay) do đó sẽ làm giảm lợi nhuận và tác động xấu đến hiệu quả sử dụng vốn của DN.

- Nghiên cứu của Pouraghajan và cộng sự (2012). *The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. International Journal of Business and Commerce* 1(9): 166-181. ; Taani (2013). *The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan. Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies* 2(11): 542-546. ; Gill và cộng sự (2011) .*The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. International Journal of Management* 28(4): 3-15. Các nghiên cứu này chỉ ra vòng quay tổng tài sản có mối quan hệ ý nghĩa và tích cực với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

- Ngoài ra, theo Timmons (1994) các DN có hiệu quả sử dụng vốn cao là do trình độ, kỹ năng quản lý của đội ngũ nhân viên quản lý và theo Bird (1995) chỉ ra rằng khả năng quản lý tác động mạnh đến hiệu quả sử dụng vốn của DN. Những DN có hiệu quả sử dụng vốn cao là nhờ có đội ngũ nhân viên quản lý có khả năng tốt, Những khả năng đó là kết hợp giữa sự kiên thức, kinh nghiệm, chuyên môn, kỹ năng để điều hành làm việc nhóm của DN (Coyne, Hall và Clifford, 199)

- Nghiên cứu thực nghiệm của Zritun và Tian (2007), Onalapo và Kajola (2010), Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011), Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012) chỉ ra tỷ trọng tài sản dài hạn tác động tiêu cực đến hiệu quả sinh lời của DN.

Nhìn chung, các nghiên cứu trong và ngoài nước đã chỉ ra các yếu tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN là đòn bẩy tài chính, ROS, tài sản ngắn hạn, vòng quay các khoản phải thu, qui mô DN, tuổi đời DN tác động cùng chiều với hiệu quả sử dụng vốn của DN... cho các DN trong một số ngành hàng. Tuy nhiên, nghiên cứu riêng cho Tổng công ty sữa Việt Nam chưa được đề cập, trong khi, đây là yêu cầu cần biết của các nhà đầu tư chứng khoán, các nhà quản lý nên tác giả sẽ đề cập trong bài nghiên cứu này.

Bảng 1: Tổng hợp các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Số TT	Yếu tố	Phương pháp đo lường	Nguồn
1	SIZE	Tổng tài sản	Taani và Banykhaled (2011), Adekunle và Kajola (2010), Odalo và cộng sự (2016)
2	CS	Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	Abor (2005), Pouraghajan và cộng sự (2012), Bontis và cộng sự (2000)
3	CR	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	Abor (2005), Gill và cộng sự (2011), Almajali và cộng sự (2012)
4	RT	Doanh thu thuần/Các khoản phải thu	Circiumaru và cộng sự (2010), Pouraghajan và cộng sự (2012)
5	TAT	Doanh thu thuần/Tổng tài sản	Pouraghajan và cộng sự (2012), Gill và cộng sự (2011), Taani (2013), Burja và Mărginean (2014)
6	ROS	Lợi nhuận thuần/Doanh thu bán hàng và CCDV	Phương trình Dupont
7	AGE	Số năm hoạt động của DN	Adekunle và Kajola (2010), Sorensen và Stuart (2000)
8	LA	Tài sản dài hạn	Zritun vat Tian (2007), Onaolapo và Kajola (2010), Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011), Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012)

### 3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

#### 3.1 Các giả thuyết nghiên cứu.

Trên cơ sở lý luận và các nghiên cứu trong và ngoài nước, chúng ta thấy các yếu tố tài chính tác động đến ROA, như sau:

- ROS: Theo Đặng Thị Hương, Nguyễn Thị Hồng Nga (2018),... lợi nhuận biên (ROS) tác động đến hiệu quả sử dụng vốn, vì ROS cao thì lợi nhuận ròng (EAT) cao, do đó ROA càng cao. Muốn tăng lợi nhuận biên thì DN phải tăng giá bán, bằng cách tăng chất lượng, bán hàng tận tay người tiêu dùng, làm tốt công tác xúc tiến thương mại để tăng số lượng tiêu thụ, .... Ngoài ra, DN cần đầu tư hiện đại hóa công nghệ sản xuất để giảm chi phí tiêu hao nguyên vật liệu, giảm chi phí điện nước, tiền công,.... Và do đó giảm giá thành, tăng lợi nhuận biên, tăng hiệu quả sử dụng vốn ROA.

- TAT: Pouraghajan và cộng sự (2012), Taani (2013), Gill và cộng sự (2011),... vòng quay tổng tài sản có tác động cùng chiều với hiệu quả sử dụng vốn, nên doanh nghiệp cần tăng vòng quay tổng tài sản, bằng cách tăng doanh thu bán hàng. Đối với tài sản ngắn hạn áp dụng mô hình EOQ (Economic order Quantity), Miller-Orr, chính sách bán chịu tối ưu... Ngoài ra, DN cần quan hệ chặt chẽ với các nhà cung cấp và các khách hàng tiêu thụ... để tổ chức mua - dự trữ - bán ra tối ưu. Nghiên cứu của Pouraghajan và cộng sự (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the

Tehran Stock Exchange. International Journal of Business and Commerce 1(9): 166-181. ; Taani (2013). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan. Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies 2(11): 542-546. ; Gill và cộng sự (2011) .The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. International Journal of Management 28(4): 3-15. Các nghiên này chỉ ra vòng quay tổng tài sản có mối quan hệ ý nghĩa và tích cực với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp – EM: Theo Abor, J (2005), Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên (2015),...đòn bẩy tài chính tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN. DN cần có cấu trúc vốn tối ưu để có hệ số khuyếch đại vốn chủ sở hữu (EM) phù hợp với DN.

- LA: Nghiên cứu thực nghiệm của Zritun và Tian (2007), Onalapo và Kajola (2010), Marian Siminica, Daniel Circiumaru, Dalia Simion (2011), Fozia Memon, Niaz Ahmed Bhutto và Ghulam Abbas (2012) chỉ ra tài sản dài hạn tác động đến hiệu quả sinh lời của DN. Do đầu tư tài sản dài hạn DN sẽ ứng dụng công nghệ mới vào sản xuất kinh doanh làm hạ giá thành, tăng chất lượng, làm tăng giá bán, do đó tăng hiệu quả sử dụng vốn.

- E: Khi tạo ra cùng một EBIT, DN sử dụng vốn chủ sở hữu sẽ không phải trả lãi tiền vay, do đó lợi nhuận sau thuế sẽ tăng, trong khi sử dụng vốn vay DN phải trả lãi vay làm giảm hiệu quả sử dụng vốn. Do đó, sử dụng vốn chủ sở hữu có tác dụng làm tăng hiệu quả sử dụng vốn của DN.

### 3.2 Mô hình nghiên cứu

Từ các cơ sở nghiên cứu của Abor, J (2005), Pouraghanjan và cộng sự (2012), Taani (2013), Gill và cộng sự (2011), Bontis và cộng sự (2000) ... Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên (2015), phương trình DuPont (được phát minh bởi Donaldson Brown, 1912)...đều sử dụng chỉ tiêu ROA để đánh giá hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp. Vì chỉ tiêu này nói lên 1 đồng tài sản của DN tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận ròng. Căn cứ vào công thức (2), chúng ta thấy các yếu tố tài chính tác động đến chỉ tiêu ROA là Lợi nhuận ròng, tổng tài sản, doanh thu, vốn chủ sở hữu, lợi nhuận biên (ROS), vòng quay tổng tài sản, đòn bẩy tài chính (EM), tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản là các yếu tố tài chính tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của DN, tài sản dài hạn. Nên các yếu tố này là sẽ các biến độc lập được đưa vào mô hình. Và do bị giới hạn số mẫu quan sát (Từ lúc cổ phần 01-01-2006 đến 31-12- 2018, tức 52 quý) nên tác giả chỉ xác định 05 yếu tố tài chính trong Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam, tác giả đề xuất xác định các yếu tố tác động đến hiệu quả sử dụng vốn ROA, theo mô hình hồi qui đa biến, như sau:

Biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản ROA, các biến độc lập lợi nhuận biên (ROS), vòng quay tổng tài sản (TAT), hệ số khuyếch đại vốn chủ sở hữu (EM), Tài sản dài hạn (LA -Long-term assets), Vốn chủ sở hữu (E - Equity). Mô hình, như sau:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 * ROS + \beta_2 * TAT + \beta_3 * EM + \beta_4 * LA + \beta_5 * E + \varepsilon \quad (3)$$

ROA: Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản

ROS: Tỷ suất sinh lời trên doanh thu

TAT: Vòng quay tổng tài sản

EM: Hệ số khuyếch đại vốn chủ sở hữu.

LA: Tài sản dài hạn.

E: Vốn chủ sở hữu.

$\varepsilon_i$ : là sai số ngẫu nhiên trong lần quan sát thứ  $i$ .

$\beta_i$ : Hệ số tác động

Trong mô hình nghiên cứu này, tác giả đưa thêm hai yếu tố mới mà các mô hình nghiên cứu trước, trong và ngoài nước chưa đề cập, đó là tài sản dài hạn và vốn chủ sở hữu của riêng Tổng công ty cổ phần sữa Việt Nam. Vì theo tác giả, tài sản dài hạn có vai trò qua trọng để tăng hiệu quả sử dụng vốn DN. Do khi DN đầu tư tài sản dài hạn sẽ ứng dụng được công nghệ mới, làm tăng chất lượng, tăng giá bán. Mặt khác việc đầu tư tài sản dài hạn còn có tác dụng làm giảm: Chi phí nguyên vật liệu, điện nước, tiền công,... và do đó, làm hạ giá thành, làm tăng lợi nhuận, nói chung, tăng lợi nhuận biên (ROS), nói riêng, nên làm tăng hiệu quả sử dụng vốn ROA. Tăng vốn chủ sở hữu, vì sử dụng vốn chủ sở hữu DN không phải trả lãi tiền vay, do đó, lợi nhuận ròng trên một đồng vốn sẽ cao, làm tăng hiệu quả sử dụng vốn (ROA).

Bảng 2 Tổng hợp các biến như sau

Tên biến	Chỉ tiêu	Cách đo lường	Kì vọng dấu
ROA	Lợi nhuận ròng	EAT/ Tổng tài sản	
ROS	Lợi nhuận biên	EAT/Doanh thu	+
LA	Tài sản dài hạn	Số tiền đầu tư tài sản dài hạn	+
E	Vốn chủ sở hữu	Số tiền vốn chủ sở hữu	+
EM	Hệ số khuếch đại vốn chủ sở hữu	Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	+
TAT	Vòng quay tổng tài sản	Doanh thu/tổng tài sản	+

#### 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ BÀN LUẬN

Trước khi thực hiện phân tích dữ liệu, tác giả tiến hành xem xét bảng ma trận tương quan để xem mối quan hệ giữa biến độc lập và biến phụ thuộc, ước lượng mối quan hệ giữa từng cặp biến phụ thuộc để xem có hay không sự tương quan giữa chúng lớn hơn 0.8

Bảng 3: Ma trận tương quan.

	ROA	ROS	LA	E	EM	TAT
ROA	1	0.923826	0.315885	0.37831	-0.30123	0.209649
ROS	0.923826	1	0.288725	0.33762	-0.32967	-0.15475
LA	0.315885	0.288725	1	0.976491	-0.14593	0.02761
E	0.37831	0.33762	0.976491	1	-0.20053	0.065546
EM	-0.30123	-0.82967	-0.14593	-0.20053	1	0.056418
TAT	0.209649	-0.15475	0.82761	0.065546	0.056418	1

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews

Dựa trên kết quả từ bảng 4.1, ma trận tương quan, chúng ta thấy, mối quan hệ giữa các cặp biến LA-E, ROS-EM, LA-TAT lớn hơn 0.8 và thiếu số mẫu quan sát, do đó không thể tiến hành hồi quy đa biến giữa các biến này với nhau trong cùng một mô hình. Trong trường hợp này có nhiều phương pháp khắc phục, theo Allison, P. D. 1999. *Multiple regression: A primer*. Pine Forge Press và Hulland, J. 1999. Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: A review of four recent studies. *Strategic Management Journal*, 20(2), 195-204. doi:23.0.CO;2-7, chúng ta có thể áp dụng phương pháp hồi quy đơn biến.

Vì vậy, tác giả tiến hành thực hiện hồi quy đơn biến giữa từng biến phụ thuộc với biến độc lập ROA, với kết quả như sau:

Bảng 4: Kết quả hồi quy giữa ROA và ROS

Dependent Variable: ROA  
Method: Least Squares  
Date: 11/23/19 Time: 00:31  
Sample: 1 52  
Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROS	0.370663	0.021722	17.06431	0.0000
C	0.000446	0.004239	0.105300	0.9166
R-squared	0.853454	Mean dependent var		0.070768
Adjusted R-squared	0.850523	S.D. dependent var		0.018527
S.E. of regression	0.007163	Akaike info criterion		-7.002042
Sum squared resid	0.002566	Schwarz criterion		-6.926994
Log likelihood	184.0531	Hannan-Quinn criter.		-6.973271
F-statistic	291.1907	Durbin-Watson stat		1.692412
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews

Bảng 5: Kết quả hồi quy giữa ROA và LA

Dependent Variable: ROA  
Method: Least Squares  
Date: 11/23/19 Time: 00:32  
Sample: 1 52  
Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TSDH	1.35E-09	5.72E-10	2.354182	0.0225
C	0.060856	0.004877	12.47793	0.0000
R-squared	0.099783	Mean dependent var		0.070768
Adjusted R-squared	0.081779	S.D. dependent var		0.018527
S.E. of regression	0.017754	Akaike info criterion		-5.186743
Sum squared resid	0.015760	Schwarz criterion		-5.111696
Log likelihood	136.8553	Hannan-Quinn criter.		-5.157972
F-statistic	5.542173	Durbin-Watson stat		1.113683
Prob(F-statistic)	0.022533			

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews



MỘT SỐ YẾU TỐ TÀI CHÍNH TÁC ĐỘNG ĐẾN HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN  
CỦA TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)

Bảng 6: Kết quả hồi quy giữa ROA và E

Dependent Variable: ROA

Method: Least Squares

Date: 11/23/19 Time: 00:34

Sample: 1 52

Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VCSH	8.62E-10	2.98E-10	2.889829	0.0057
C	0.058866	0.004768	12.34690	0.0000
R-squared	0.143118	Mean dependent var		0.070768
Adjusted R-squared	0.125981	S.D. dependent var		0.018527
S.E. of regression	0.017321	Akaike info criterion		-5.236079
Sum squared resid	0.015001	Schwarz criterion		-5.161031
Log likelihood	138.1381	Hannan-Quinn criter.		-5.207308
F-statistic	8.351112	Durbin-Watson stat		1.141126
Prob(F-statistic)	0.005687			

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews

Bảng 7: Kết quả hồi quy giữa ROA và EM

Dependent Variable: ROA

Method: Least Squares

Date: 11/23/19 Time: 00:34

Sample: 1 52

Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EM	-0.055540	0.024864	-2.233765	0.0300
C	0.143088	0.032470	4.406732	0.0001
R-squared	0.090739	Mean dependent var		0.070768
Adjusted R-squared	0.072554	S.D. dependent var		0.018527
S.E. of regression	0.017843	Akaike info criterion		-5.176747
Sum squared resid	0.015918	Schwarz criterion		-5.101699

Log likelihood	136.5954	Hannan-Quinn criter.	-5.147975
F-statistic	4.989707	Durbin-Watson stat	0.939621
Prob(F-statistic)	0.030001		

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews

Bảng 8: kết quả hồi quy giữa ROA và TAT

Dependent Variable: ROA

Method: Least Squares

Date: 11/23/19 Time: 00:35

Sample: 1 52

Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TAT	0.093000	0.061340	1.516137	0.1358
C	0.035934	0.023115	1.554570	0.1264
R-squared	0.043953	Mean dependent var		0.070768
Adjusted R-squared	0.024832	S.D. dependent var		0.018527
S.E. of regression	0.018296	Akaike info criterion		-5.126572
Sum squared resid	0.016737	Schwarz criterion		-5.051524
Log likelihood	135.2909	Hannan-Quinn criter.		-5.097800
F-statistic	2.298672	Durbin-Watson stat		1.054194
Prob(F-statistic)	0.135782			

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Eviews

Dựa vào kết quả từ bảng hồi quy 4.1; 4.2; 4.3; 5.4; 4.5; 4.6 ta thấy: 4 biến ROS, LA, E, EM có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa nhỏ hơn 5%, biến TAT bị loại ra khỏi mô hình vì không thỏa mãn điều kiện thống kê với độ tin cậy 95%. Điều này có thể được giải thích do số vòng quay tổng tài sản hàng quý từ 01-01-2006 đến 31-12-2018 hầu như không thay đổi không đáng kể, trong khi chỉ số hiệu quả sử dụng của DN tăng gần 50%, nên vòng quay tổng tài sản trong trường hợp này chưa tác động đến chỉ số hiệu quả sử dụng vốn ROA của Tổng công ty sữa Việt Nam (Vinamilk) (Xem bảng 4.7)

Bảng 9: Vòng quay tổng tài sản

STT	QUI	ROA	TAT
1	Q 1/06	4.867%	0.3207
2	Q 2/06	5.514%	0.3762
3	Q 3/06	3.766%	0.4818
4	Q 4/06	4.572%	0.5267
5	Q 1/07	6.732%	0.2875
6	Q 2/07	4.836%	0.3376
7	Q 3/07	3.501%	0.3503
8	Q 4/07	3.965%	0.3500
9	Q 1/08	5.143%	0.3011
10	Q 2/08	6.330%	0.3359
11	Q 3/08	3.776%	0.3564
12	Q 4/08	3.567%	0.3796
13	Q 1/09	7.951%	0.3388
14	Q 2/09	8.253%	0.3911
15	Q 3/09	9.753%	0.4002
16	Q 4/09	7.039%	0.3368
17	Q 1/10	9.054%	0.3603
18	Q 2/10	8.721%	0.3734
19	Q 3/10	11.491%	0.4424
20	Q 4/10	6.785%	0.3843
21	Q 1/11	8.196%	0.3693
22	Q 2/11	7.532%	0.3687
23	Q 3/11	7.411%	0.3974
24	Q 4/11	6.687%	0.3834
25	Q 1/12	7.319%	0.3385
26	Q 2/12	8.308%	0.3869
27	Q 3/12	8.167%	0.3874
28	Q 4/12	8.379%	0.3587
29	Q 1/13	7.435%	0.3243
30	Q 2/13	8.728%	0.3822
31	Q 3/13	8.183%	0.3886
32	Q 4/13	6.426%	0.3573
33	Q 1/14	5.993%	0.3300
34	Q 2/14	6.643%	0.3890
35	Q 3/14	5.720%	0.3652
36	Q 4/14	6.713%	0.3622
37	Q 1/15	5.778%	0.3228
38	Q 2/15	8.031%	0.3857
39	Q 3/15	8.177%	0.4064
40	Q 4/15	6.917%	0.4039

41	Q 1/16	7.437%	0.3567
42	Q 2/16	9.478%	0.4192
43	Q 3/16	9.878%	0.4398
44	Q 4/16	6.225%	0.4030
45	Q 1/17	10.885%	0.3729
46	Q 2/17	9.234%	0.4053
47	Q 3/17	8.536%	0.4212
48	Q 4/17	4.988%	0.3567
49	Q 1/18	7.595%	0.3434
50	Q 2/18	7.401%	0.3797
51	Q 3/18	7.865%	0.3919
52	Q 4/18	6.113%	0.3483

Nguồn: <https://finance.vietstock.vn/VNM/tai-tai-lieu.htm> và tính toán của tác giả

Ghi chú:

- Q: Quý
- STT: Số thứ tự
- TAT (Total assets turn over): Vòng quay tổng tài sản

## 5. GỢI Ý GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH

Với kết quả nghiên cứu trên, tác giả đề xuất một số gợi ý các giải pháp tài chính để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn tại Tổng công ty sữa Việt Nam (Vinamilk), như sau:

### 5.1 Tăng đầu tư tài sản dài hạn (LA)

Tổng công ty sữa Việt Nam nên chú trọng tăng cường đầu tư tài sản dài hạn, nhất là xây dựng các nông trường nuôi bò ở các vùng khí hậu ôn đới như Mộc Châu, Đà Lạt,... để chủ động về nguồn nguyên liệu, đáp ứng yêu cầu xuất xứ theo Hiệp định CPTPP, nhà xưởng, máy móc, thiết bị, công nghệ sản xuất kinh doanh, mạng lưới bán hàng điện tử... để tăng chất lượng, tăng giá bán, đồng thời hạ giá thành, tăng lợi nhuận, tăng hiệu quả sử dụng vốn (ROA), tăng lợi nhuận biên (ROS), và do đó, làm tăng giá một cổ phiếu, tăng tài sản của cổ đông. Phương thức đầu tư có thể mua hoặc thuê tài chính. Nếu mua nên dựa trên cơ sở là các chỉ tiêu tài chính chủ yếu hiện giá thuần NPV ( Net present value), IRR (Internal rate of return), ... để lựa chọn các dự án đầu tư có hiệu quả cao nhất. Nếu thuê dựa trên chỉ tiêu NAL (Net advantage to leasing ) để quyết định. Với các giải pháp trên sẽ có tác động làm tăng hiệu quả sử dụng vốn của DN.

### 5.2 Tăng vốn chủ sở hữu

Tổng công ty sữa Việt Nam cần xây dựng cấu trúc vốn tối ưu, trong đó chú ý tăng cường huy động vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu. Vì vốn chủ sở hữu DN không phải trả lãi tiền vay, nên lợi nhuận ròng sẽ tăng, do đó làm tăng hiệu quả sử dụng vốn ROA. Tùy theo bối cảnh cụ thể của nền kinh tế, khi nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng bình thường hoặc tăng trưởng chậm, DN nên tăng cường huy động vốn chủ sở hữu, khi nền kinh tế tăng trưởng nóng có thể huy động thêm một phần vốn vay dài hạn ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu DN để tận dụng lá chắn thuế.

### 5.3 Hướng nghiên cứu tiếp

- Vòng quay tổng tài sản, về lý thuyết có tác dụng tăng hiệu suất sử dụng tài sản hay nói cách khác làm tăng doanh thu trên một đồng tài sản, do đó, làm tăng lợi nhuận ròng, tăng hiệu quả sử dụng vốn của DN. Với các giải pháp tăng doanh thu, áp dụng mô hình EOQ, BAT để xác định tài sản ngắn hạn: Tiền quỹ, tồn kho, khoản phải thu,... tối ưu, giảm chi phí sử dụng vốn của tài sản ngắn hạn. Mặt khác, sử dụng tài

sản dài hạn có hiệu suất cao có tác dụng làm tăng doanh thu, do đó làm tăng lợi nhuận (EAT), lợi nhuận biên ROS,... Tuy nhiên, trong nghiên cứu này không có ý nghĩa thống kê, đề nghị các nghiên cứu sau sẽ nghiên cứu thêm.

## 6. KẾT LUẬN

Các yếu tố lợi nhuận biên (ROS), hệ số khuếch đại vốn chủ sở hữu (EM), tài sản dài hạn (LA), vốn chủ sở hữu có tác động hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty sữa Việt Nam (VNM). Vì vậy Tổng công ty sữa Việt Nam (VNM) nên tăng cường đầu tư tài sản dài hạn, xây dựng cấu trúc vốn tối ưu, tăng vốn chủ sở hữu,... để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của DN. Điều này sẽ làm tăng lợi nhuận, tăng thu nhập một cổ phiếu EPS (Earning per share) và đó làm tăng giá của một cổ phiếu trên thị trường, tăng tài sản của cổ đông.

Tuy nhiên, vòng quay tổng tài sản về lý thuyết tác động đến hiệu quả sử dụng vốn của Tổng công ty sữa Việt Nam, nhưng trong nghiên cứu này bị loại, cần tiếp tục nghiên cứu thêm mối quan hệ này.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abor, J. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance* 6(5): 438-445, 2005
- [2]. Adekunle, O.A. and S.O. Kajola. Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* 25(2): 77, 2010
- [3]. Almajali, A.Y. et al. Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research* 4(2): 266-289, 2012
- [4] Allison, P. D. Multiple regression: A primer. Pine Forge Press và Hulland, J. 1999. Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: A review of four recent studies. *Strategic Management Journal*, 20(2), 195-204. doi:23.0.CO;2-7), 1999
- [5]. Berzkalne, I. and E. Zelgalve, (2014). Return on equity and company characteristics: An empirical study of industries in Latvia. *The 8th International Days of Statistics and Economics*, Prague: 94-103, 2014
- [6]. Bontis, N. et al. Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of Intellectual Capital* 1(1): 85-100, 2000
- [7]. Burja, C., (2011). Factors influencing the companies' profitability, Rumania. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica* 13(2): 215-224, 2011
- [8]. Burja, V. and R. Mărginean. The study of factors that may influence the performance by the Dupont analysis in the furniture industry. *Procedia Economics and Finance* 16: 213-223, 2014
- [9]. EL-Maude, J.G. et al. Capital Structure and Firm Performance in the Nigerian Cement Industry. *Archives of Business Research* 4(6): 30-44, 2016
- [10]. Gill, A. et al. The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management* 28(4): 3-15, 2011
- [11]. Hu, Y. and S. Izumida. Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data. *Corporate Governance: An International Review* 16(4): 342-358, 2008
- [12]. Le, T.V. and T. Buck. State ownership and listed firm performance: a universally negative governance relationship? *Journal of Management and Governance* 15(2): 227-248, 2011
- [13]. Lect. Daniel Cîrciumaru Ph.D et al. A study on the return on equity for the Romanian industrial companies. *Annals of University of Craiova - Economic Sciences Series* 2(38): 8, 2010
- [14]. Odalo, S.K. et al. Relating Company Size and Financial Performance in Agricultural Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange in Kenya. *International Journal of Economics and Finance* 6(9): 34-40, 2016

- [15] Pouraghajan, A. et al. The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce* 1(9): 166-181, 2012
- [16]. Shah, S.Z.A., et al. Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market. *African Journal of Business Management* 5(2): 515-523, 2011
- [17]. Sheikh, N.A. and Z. Wang. The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management* 23(4): 354-368, 2013
- [18]. Sorensen, B. and E. Stuart. Aging, Obsolescence, and Organizational Innovation. *Academy of Management Journal* 25(6): 121-132, 2000
- [19]. Taani, K. The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan. *Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies* 2(11): 542-546, 2013
- [20]. Taani, K. and M.e.H.H. Banykhaled. The effect of financial ratios, firm size and cash flows from operating activities on earnings per share: (an applied study: on Jordanian industrial sector). In *International journal of social sciences and humanity studies* 3(1): 197-205, 2011
- [21] Đặng Thị Hương, Nguyễn Thị Hồng Nga “ Yếu tố tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp: nghiên cứu thực nghiệm từ dữ liệu của các doanh nghiệp xây dựng việt nam niêm yết”, *Tạp chí khoa học và Công Nghệ* số 46, trang 72, 2018
- [22] Trần Thị Khoa và Nguyễn Thị Thanh Uyên. “Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam”. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, trang 62-70, 2014
- [23] Chu Thị Thu Thủy, Nguyễn Thanh Huyền, Ngô Thị Quyên, “Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các công ty cổ phần phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh”, *Tạp chí Kinh tế Phát triển*, số ra 215, 5/2015
- [24]. Thoa, T.T.K. and N.T.U. Uyên. Mối quan hệ giữa quản trị vốn luân chuyển và khả năng sinh lợi: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*: 62-70, 2014
- [25] PGS.TS Trần Ngọc Thơ. *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. Nhà xuất bản Thống kê, 2005

**Web:**

- [1] Retrieved November 12, 2019, <https://www.cophieu68.vn/incomestatementq.php?id>
- [2] Retrieved November 15, 2019 from <https://finance.vietstock.vn/VNM/tai-tai-lieu.htm>
- [3] Retrieved November 11, 2019 from [http://www.cophieu68.vn/calculate\\_beta.php?id](http://www.cophieu68.vn/calculate_beta.php?id)
- [4] Retrieved November 09, 2019 from <http://gso.gov.vn>
- [5] Retrieved November 16, 2019 from <http://sbv.gov.vn>
- 1) Retrieved November 16, 2019 from <http://vneconomy.vn>
  - 2) Retrieved November 15, 2019 from <http://infoTV.vn>
  - 3) Retrieved November 06, 2019 from <http://mof.gov.vn>
  - 4) Retrieved November 17, 2019 from <http://moit.gov.vn>

*Ngày nhận bài: 25/11/2019*

*Ngày chấp nhận đăng: 25/03/2020*