

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thị Nguyệt Dung
 Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội
 Email: dungntn@hau.edu.vn

Ngày nhận: 14/01/2022

Ngày nhận lại: 27/2/2022

Ngày duyệt đăng: 02/03/2022

Nghiên cứu này nhằm mục tiêu đánh giá sự ảnh hưởng của các yếu tố nội tại tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, tác giả tiến hành phân tích định lượng thông qua mô hình GMM dựa trên bộ dữ liệu chéo và số liệu theo chuỗi thời gian được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 481 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2012-2020. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng cấu trúc tài chính và khả năng hoạt động có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh, rủi ro tài chính và khả năng thanh toán có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh. Trong các yếu tố được đưa vào mô hình nghiên cứu, cấu trúc tài chính là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất tới hiệu quả kinh doanh, yếu tố ảnh hưởng yếu nhất là khả năng thanh toán. Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài báo đã đề xuất một số hàm ý trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh dưới góc độ sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính, rủi ro tài chính, khả năng thanh toán và khả năng hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, rủi ro tài chính, khả năng thanh toán, khả năng hoạt động, hiệu quả kinh doanh, doanh nghiệp niêm yết.

JEL Classifications: G32

1. Giới thiệu

Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp luôn nhận được sự quan tâm của các nhà nghiên cứu và các nhà thực hành chính sách, bởi hiệu quả kinh doanh là cơ sở để doanh nghiệp tích lũy vốn, tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh cũng như năng lực ứng phó với các cú sốc ngoại sinh từ thị trường. Vấn đề này thực sự có ý nghĩa đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, bởi thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn được coi là thị trường còn khá non trẻ với nhiều biến động về môi trường pháp lý, thể chế còn chưa ổn định. Các doanh nghiệp niêm yết thường xuyên bị đối mặt với các cú sốc kinh tế (Nguyễn Thị Nguyệt Dung & cộng sự, 2022). Do vậy, đã có khá nhiều nhà khoa học nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp này.

Trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, các quyết định về cấu trúc tài chính được coi là quyết định ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp (Robb & Robinson, 2010; Mohanad & Ali, 2020). Ngoài ra, các quyết định quản trị rủi ro tài chính cũng được coi là mối quan tâm lớn của các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư. Trong một số nghiên cứu về chủ đề này, các nhà khoa học đã chỉ ra, hiệu quả kinh doanh chịu ảnh hưởng bởi rủi ro tài chính mà doanh nghiệp đó đang phải đối mặt (Dandago & Baba, 2014; Simantinee & Kumar, 2015). Trong khi ở Việt Nam hiện nay, việc thiếu các thông tin về rủi ro tài chính khiến các doanh nghiệp cũng như các nhà đầu tư khó phán đoán về hiệu quả kinh doanh để đưa ra các quyết định phù hợp. Bên cạnh cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính, thì khả năng thanh toán (Khidmat & Rehman, 2014; Nyabwanga, 2013) và khả năng hoạt động (Nurlaela

& cộng sự, 2013; Murtadlo & cộng sự, 2014, Alarussi & Alhader, 2018) cũng ảnh hưởng đáng kể tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp.

Mặc dù các nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã được rất nhiều các nhà khoa học trên thế giới nghiên cứu và nhận được sự quan tâm của các nhà hoạch định chính sách. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này đều là các nghiên cứu riêng lẻ của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh, rủi ro tài chính hay khả năng thanh toán, khả năng hoạt động tới hiệu quả kinh doanh. Ít công trình nghiên cứu với sự góp mặt đồng thời của các yếu tố trên, đặc biệt là yếu tố rủi ro tài chính. Hơn nữa, trong bối cảnh nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, các nghiên cứu về chủ đề này vẫn còn khá khan hiếm. Vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về hiệu quả kinh doanh trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này là cơ sở quan trọng giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh.

2. Tổng quan nghiên cứu và khuôn khổ lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Hiệu quả kinh doanh

Venkatraman & Vasudevan (1986) cho rằng, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp là việc sử dụng kết hợp các nguồn lực để thực hiện các mục tiêu kinh tế của doanh nghiệp. Hay, hiệu quả kinh doanh là hiệu quả sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp, thể hiện thông qua mối quan hệ giữa doanh thu và chi phí sử dụng các nguồn lực đầu vào (Berger & DeYoung, 1997).

Để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp, việc sử dụng các chỉ tiêu tài chính là hết sức cần thiết và quan trọng (Venkatraman & Vasudevan, 1986). Cụ thể, một số nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu lợi nhuận trên doanh thu - ROS (Le & Chizema, 2011), hay chỉ tiêu Tobin's Q (Chen & cộng sự, 2005; Hu & Izumida, 2008). Tuy nhiên, chỉ tiêu tỷ suất sinh lời tổng tài sản - ROA và tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu - ROE, là hai chỉ tiêu được sử dụng phổ biến hơn cả (Berger & DeYoung, 1997; Tian & Estrin, 2008). Bởi lẽ, chỉ tiêu ROA không chỉ là chỉ tiêu đo lường tốt nhất hiệu quả của toàn bộ tài sản được đầu tư trong kỳ mà còn thể hiện khả năng sinh lời của chủ sở hữu và chủ nợ của doanh nghiệp. Do

đó, ROA có vai trò quan trọng đối với cả người sở hữu và người điều hành doanh nghiệp. Trong khi đó, chỉ tiêu ROE phản ánh mỗi đồng vốn mà các chủ sở hữu đầu tư thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Do vậy, chỉ tiêu ROA và ROE cũng được coi là chỉ tiêu quan trọng trong việc đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, bởi mục tiêu quan trọng nhất của tổ chức kinh tế chính là tối đa hóa lợi ích cho các chủ sở hữu.

Cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính được xem là mối quan hệ giữa khả năng sẵn sàng cung cấp tài chính từ các tổ chức tài trợ bên ngoài với sự ưu tiên sử dụng hình thức huy động vốn bên trong doanh nghiệp (Mohanad & Ali, 2020), hay cấu trúc tài chính là sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các loại tài sản của mình. Theo cách tiếp cận này, các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc tài chính kiểm tra các quyết định tài chính xoay quanh các quyết định liên quan đến nợ và vốn chủ sở hữu (Robb & Robinson, 2010; Miettinen & Virtanen, 2013).

Với cách tiếp cận đơn giản hơn, cấu trúc tài chính thể hiện mối quan hệ giữa các khoản nợ với tổng tài sản của doanh nghiệp hay cấu trúc tài chính là cơ cấu của các khoản nợ phải trả trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp (Abdallah, 2014; Miettinen & Virtanen, 2013). Điều này cũng hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu về cấu trúc tài chính trong bối cảnh Việt Nam khi cho rằng tỷ lệ nợ được coi là thang đo chính. Vì vậy, trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng tỷ lệ nợ là thang đo đo lường cấu trúc tài chính của doanh nghiệp.

Rủi ro tài chính

Rủi ro tài chính là rủi ro có liên quan đến khả năng xảy ra tổn thất có liên quan đến các vấn đề về tài chính của doanh nghiệp. Rủi ro tài chính chịu ảnh hưởng của cả các yếu tố khách quan và yếu tố chủ quan. Yếu tố khách quan gây rủi ro cho doanh nghiệp là các yếu tố phụ thuộc vào sự thay đổi của thị trường tài chính như lãi suất, tỷ giá và giá cả hàng hóa. Yếu tố chủ quan có thể gây rủi ro tài chính bắt nguồn từ chính thực trạng tài chính của doanh nghiệp và kết quả là, ảnh hưởng đến kết quả hoạt động, khả năng thanh toán và giá trị doanh nghiệp (Colak, 2020; Daniela & cộng sự 2016). Trong phạm vi nghiên cứu của bài viết, tác giả tiếp cận rủi ro tài chính theo hướng của Colak (2020),

Daniela & cộng sự (2016) khi cho rằng, rủi ro tài chính bao hàm chủ yếu là rủi ro gắn liền với các quyết định tài chính hình thành nên cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn, năng lực thực hiện các nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp. Với quan điểm này, chỉ tiêu Z được đề xuất bởi Altman (1968) là chỉ tiêu tốt để đo lường rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Để xác định hệ số Z, Altman (1968) đã sử dụng phân tích biệt số bội MDA dựa trên sự kết hợp của các tỷ số tài chính của doanh nghiệp. Khi đó, điểm số Z có quan hệ tỷ lệ nghịch với rủi ro tài chính nói chung của doanh nghiệp. Hệ số Z đã ước đoán khá chính xác rủi ro tài chính, đặc biệt là rủi ro phá sản của các doanh nghiệp nên hệ số này không chỉ được sử dụng tại Mỹ mà còn được sử dụng khá phổ biến tại nhiều quốc gia trên thế giới. Cho đến nay, cũng đã có khá nhiều nhà khoa học vận dụng hệ số Z của Altman để đo lường mức độ rủi ro tài chính như Colak (2020), Daniela & cộng sự (2016), Armeanu & Cioaca (2015). Rủi ro tài chính được giải thích ở đây bao hàm chủ yếu là rủi ro gắn liền với các quyết định tài chính hình thành nên cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn, năng lực thanh toán từ các nguồn lực của doanh nghiệp.

Trong các hệ số Z được đề xuất bởi Altman, hệ số Z" được nghiên cứu dựa các doanh nghiệp có tính tương đồng với các doanh nghiệp ở thị trường mới nổi. Các nghiên cứu tại các thị trường mới nổi như Istanbul (Kulali, 2016), Srilanka (Daniela & cộng sự (2016), Malaysia (Syahida & Ameer, 2010)... đều cho thấy, Z" là rất phù hợp trong việc dự báo rủi ro tài chính của các doanh nghiệp trong thị trường mới nổi. Một điểm có ý nghĩa quan trọng nữa là mô hình điểm số Z" cho kết quả khá tương đồng với hệ số tín nhiệm của Standard & Poor's. Với những lập luận trên đây, tác giả nhận thấy việc sử dụng hệ số Z" để đo lường rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là phù hợp.

Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán được coi là chỉ tiêu thể hiện khá rõ năng lực tài chính của doanh nghiệp, cụ thể là khả năng đáp ứng nhu cầu thanh toán tất cả các khoản nợ của doanh nghiệp. Hay khả năng thanh toán là khả năng đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp (Khidmat & Rehman, 2014). Một doanh nghiệp được coi là có khả năng thanh toán tốt, nếu như tài sản hiện có của doanh

nh nghiệp vượt quá hoặc bằng tổng nợ phải trả, đặc biệt là nợ ngắn hạn (Nyabwanga, 2013). Để đánh giá khả năng thanh toán, các doanh nghiệp có thể sử dụng các chỉ tiêu như khả năng thanh toán tổng quát, khả năng thanh toán hiện hành, khả năng thanh toán nhanh, khả năng thanh toán tức thời, khả năng thanh toán lãi vay... Tuy nhiên, chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện hành thường được sử dụng hơn cả, bởi chỉ tiêu này thể hiện mức độ đảm bảo của tài sản ngắn hạn đối với nợ ngắn hạn, đó là những khoản nợ mà doanh nghiệp buộc phải thanh toán trong kỳ. Do vậy, doanh nghiệp phải sử dụng đầy đủ các tài sản có khả năng chuyển đổi ra tiền nhanh nhất, đó chính là tài sản ngắn hạn (Khasawneh & Dasouqi, 2016; Khidmat & Rehman, 2014; Nyabwanga, 2013).

Khả năng hoạt động

Khả năng hoạt động phản ánh năng lực tuần hoàn của vốn trong doanh nghiệp (Alarussi & Alhaderi, 2018). Ở một khía cạnh khác, khả năng hoạt động phản ánh năng lực hay hiệu suất hoạt động của các khoản mục tài sản như tiền, khoản phải thu, hàng tồn kho hay các khoản mục tài sản khác trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp (Nurlaela & cộng sự, 2013; Murtadlo & cộng sự, 2014). Khả năng hoạt động có thể được đo lường thông qua các chỉ tiêu vòng quay hàng tồn kho, vòng quay khoản phải thu, vòng quay tiền hay vòng quay tổng tài sản, số ngày 1 vòng quay của các khoản mục tài sản trên, kỳ thu tiền bình quân... Tuy nhiên, chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản được coi là chỉ tiêu tổng hợp phản ánh khả năng hoạt động của doanh nghiệp và được khá nhiều các nhà khoa học sử dụng trong các nghiên cứu của mình (Alarussi & Alhaderi, 2018; Nurlaela & cộng sự, 2013; Murtadlo & cộng sự, 2014).

2.2. Các giả thuyết nghiên cứu

Theo cách tiếp cận của lý thuyết người đại diện (Jensen & Meckling, 1976) và lý thuyết tín hiệu (Lintner, 1956), các doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ cao cho phép thị trường diễn giải các thông tin về chiến lược của doanh nghiệp, cũng như hiệu quả kinh doanh của các dự án. Các tín hiệu này được phản ánh vào giá trị của doanh nghiệp. Hơn nữa, theo tính kỷ luật của nợ, việc sử dụng nợ buộc doanh nghiệp phải tuân thủ các quy ước nghiêm ngặt từ phía người cho vay, làm giảm bớt sự tùy tiện trong quản lý, hướng các nhà quản lý hoạt động vì lợi ích nói chung hơn là sự tập trung

vào các đặc quyền cá nhân, từ đó làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Theo lý thuyết cấu trúc vốn M&M (Modigliani & Miller, 1958), trong thị trường có sự hiện diện của thuế, việc sử dụng nợ sẽ giúp doanh nghiệp được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Do đó, việc sử dụng nợ cũng tạo ra ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Dựa trên các lập luận trên, có thể thấy, khi doanh nghiệp sử dụng mức nợ cao, sẽ mang lại hiệu quả kinh doanh cao. Các nghiên cứu thực nghiệm của Salim & Yadav (2012), Margaritis & Psillaki (2010), Ebiringa & Thaddeus (2011) cũng đã ủng hộ quan điểm về ảnh hưởng tích cực của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh.

H1: Cấu trúc tài chính (thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ) có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

Theo cách tiếp cận của lý thuyết người đại diện (Jensen & Meckling, 1976), mâu thuẫn lợi ích luôn tiềm ẩn giữa các bên có liên quan trong doanh nghiệp, đặc biệt là chủ sở hữu (người ủy quyền) và người quản lý (người đại diện). Xung đột lợi ích phát sinh khi mà người quản lý sử dụng dòng tiền để đầu tư quá mức hay bỏ vốn vào các dự án tiềm ẩn nhiều rủi ro. Xung đột này làm gia tăng chi phí đại diện cho doanh nghiệp, chẳng hạn như chi phí giám sát và theo dõi bởi chủ sở hữu, chi phí ràng buộc, hay chi phí để tài trợ cho tồn thất. Để giảm thiểu chi phí đại diện trong trường hợp này, có các cách giải quyết như là sử dụng mô hình thôn tính, sử dụng cơ cấu vốn thích hợp... Trong đó, quản lý rủi ro tài chính có thể được coi là một cách thức để kiểm soát và tối thiểu hóa các chi phí đại diện, từ đó làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Rủi ro tài chính được giải thích ở đây bao hàm chủ yếu là rủi ro gắn liền với các quyết định tài chính hình thành nên cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn, năng lực thanh toán từ các nguồn lực của doanh nghiệp. Với quan điểm này, chỉ tiêu Z" được đề xuất bởi Altman (1968) là chỉ tiêu tốt để đo lường rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Đặc biệt, Z" là khá phù hợp trong điều kiện thị trường mới nổi, nơi mà hệ thống xếp hạng tín nhiệm chưa phát triển và tính minh bạch của thông tin thị trường, khả năng tiếp cận thông tin và cơ sở hạ tầng thông tin còn yếu kém (Kulali, 2016; Daniela & cộng sự, 2016), Syahida & Ameer, 2010)... Với luận giải này, có thể thấy, nếu doanh nghiệp quản lý rủi ro tốt, mức độ rủi ro thấp (là khi Z" càng cao) sẽ giúp đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận.

H2: Rủi ro tài chính có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh (hay Z" có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh)

Trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, khi nhắc đến sức mạnh tài chính, có thể thấy, khả năng thanh toán và hiệu quả kinh doanh là 2 yếu tố hoàn toàn khác biệt và có mối quan hệ ngược chiều. Sự khác biệt thể hiện thông qua khía cạnh, trong khi khả năng thanh toán liên quan đến tài sản và nợ phải trả của doanh nghiệp, thì hiệu quả kinh doanh lại liên quan nhiều đến thu nhập và chi phí. Mối quan hệ ngược chiều được thể hiện thông qua, khi khả năng thanh toán (dưới góc độ khả năng thanh toán hiện hành) của doanh nghiệp cao, nghĩa là giá trị của khoản mục tài sản ngắn hạn cao tương đối so với nợ phải trả, đặc biệt là nợ ngắn hạn, trong khi các khoản mục tài sản ngắn hạn được coi là khoản mục khoản mục kém sinh lời (tiền gửi, đầu tư ngắn hạn...) thậm chí còn làm giảm giá trị (tiền mặt, khoản phải thu...) hay tiềm ẩn các loại chi phí như chi phí bảo quản, chi phí dự phòng... (hàng tồn kho) và do vậy, sẽ ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với lập luận như vậy, có thể thấy khả năng thanh toán có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu thực nghiệm của Khidmat & Rehman (2014), Nyabwanga (2013), Russell & cộng sự (2013) cũng đã ủng hộ cho ảnh hưởng tiêu cực của khả năng thanh toán và hiệu quả kinh doanh.

H3: Khả năng thanh toán (thông qua chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn) có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

Khả năng hoạt động thông qua chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cụ thể, vòng quay tổng tài sản càng cao, chứng tỏ các khoản mục tài sản càng được luân chuyển nhanh, các khoản mục tài sản của doanh nghiệp tạo ra các nhiều giá trị và do vậy, hiệu quả kinh doanh càng cao. Như vậy, vòng quay tổng tài sản có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh. Đây cũng là hướng ảnh hưởng mà các nghiên cứu về mối quan hệ giữa khả năng hoạt động và hiệu quả kinh doanh đã được các học giả chỉ ra (Nurlaela & cộng sự, 2013; Murtadlo & cộng sự, 2014, Alarussi & Alhader, 2018).

H4: Khả năng hoạt động (thông qua chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản) có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở tổng quan các lý thuyết nền tảng và các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu về ảnh hưởng của các yếu tố như: cấu trúc tài chính, rủi ro tài chính, khả năng thanh toán và khả năng hoạt động tới hiệu quả kinh doanh. Hơn nữa, trong quá trình tổng quan tài liệu, tác giả nhận thấy tồn tại vấn đề nội sinh trong mô hình nghiên cứu. Cụ thể, Kulali (2016), Daniela & cộng sự (2016), Syahida & Ameer (2010) đã chỉ ra mối quan hệ thuận chiều giữa việc sử dụng nợ với rủi ro tài chính. Các nghiên cứu này cho rằng, khi các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn với tỷ lệ nợ cao sẽ đem lại lợi nhuận cao. Đồng thời, khi các doanh nghiệp tăng mức nợ thì rủi ro tài chính sẽ tăng lên. Hay nói cách khác, cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tới rủi ro tài chính. Chính vì vậy, chúng tôi sử dụng phương pháp GMM để hồi quy dữ liệu nghiên cứu. Mô hình nghiên cứu cụ thể như sau:

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{(it-1)} + \beta_2 TD_{it} + \beta_3 ZC_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 AT_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TD_{it} + \alpha_2 ZC_{it} + \alpha_3 CR_{it} + \alpha_4 AT_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 Age_{it} + \alpha_7 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc: ROA_{it} và ROE_{it} - hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết được đo lường thông qua chỉ tiêu định lượng ROA và ROE (Berger & DeYoung, 1997; Tian & Estrin, 2008).

Biến độc lập:

- TD_{it} : cấu trúc tài chính của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Cấu trúc tài chính được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ - TD (Mohanad & Ali, 2020, Miettinen & Virtanen, 2013, Abdallah, 2014)

- ZC_{it} : Rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Rủi ro tài chính được đo lường thông qua chỉ tiêu định lượng "Z" của Altman (1968). ZC càng cao thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp (Colak, 2020; Daniela & cộng sự, 2016; Armeanu & Cioaca, 2015).

$$ZC = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Với

$$X_1 = \frac{\text{Vốn lưu động}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Lợi nhuận giữ lại}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$X_3 = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần}}{\text{Giá trị sổ sách của nợ}}$$

- CR_{it} : khả năng thanh toán của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2013-2020). Khả năng thanh toán được đo lường thông qua chỉ tiêu định lượng khả năng thanh toán hiện hành (Khasawneh & Dasouqi, 2016).

- AT_{it} : khả năng hoạt động của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2013-2020). Khả năng hoạt động được đo lường thông qua chỉ tiêu định lượng vòng quay tổng tài sản (Nurlaela & cộng sự, 2013; Murtadlo & cộng sự, 2014, Alarussi & Alhader, 2018).

Biến kiểm soát:

- $Size_{it}$: Quy mô của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t . Quy mô doanh nghiệp được đo lường thông qua chỉ tiêu tổng tài sản được lấy logarit cơ số tự nhiên (Alarussi & Alhader, 2018, Zeitun & Tian, 2007). Kỹ thuật này cho phép loại bỏ một phần sự bất cân xứng trong phân phối dữ liệu.

- Age_{it} : tuổi niêm yết của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t . Chỉ tiêu này được đo lường bằng số năm tính từ năm niêm yết đến năm nghiên cứu (Alarussi & Alhader, 2018, Zeitun & Tian, 2007).

- $Growth_{it}$: Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp niêm yết i ở năm t . Chỉ tiêu này được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu năm t (Alarussi & Alhader, 2018, Zeitun & Tian, 2007, Geroski & cộng sự, 1997).

- β_0 và α_0 là hằng số; β_j và α_j là các hệ số hồi quy tương ứng với biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình.

- ϵ_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Thang đo các biến trong mô hình được trình bày tại Bảng 1 dưới đây:

3.2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Để thực hiện hoạt động nghiên cứu, tác giả thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính và báo cáo thường

Bảng 1: Đo lường các biến trong mô hình

Biến số	Thang đo	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng
Biến phụ thuộc				
Hiệu quả kinh doanh	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$	
	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$	
Biến độc lập				
Cấu trúc tài chính	Hệ số nợ	TD	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$	+
Rủi ro tài chính	Hệ số Z''	ZC	$ZC = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$	+
Khả năng thanh toán	Khả năng thanh toán hiện hành	CR	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$	-
Khả năng hoạt động	Vòng quay tổng tài sản	AT	$ZC = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$	+
Biến kiểm soát				
Quy mô		Size	$\ln(\text{tổng tài sản})$	
Tuổi niêm yết		Age	Năm nghiên cứu – Năm niêm yết	
Tốc độ tăng trưởng	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	SG	$\frac{\text{Doanh thu năm nay} - \text{Doanh thu năm trước}}{\text{Doanh thu năm trước}}$	

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

niên của 769 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong thời gian 14 năm (2007-2020), được cung cấp bởi FiinGroup. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp bị loại khỏi mẫu nghiên cứu do thời gian niêm yết không đủ cho thời gian nghiên cứu đã chọn, và để đảm bảo tính cân đối của dữ liệu bảng. Hơn nữa, trong quá trình phân tích dữ liệu sơ bộ, tác giả nhận thấy, có một số quan sát có giá trị cực đoạn nên độ lệch chuẩn có giá trị khá lớn. Do vậy, tác giả loại bỏ các giá trị cực đoạn để đảm bảo tính tuân thủ yêu cầu về đặc tính phân phối chuẩn của dữ liệu. Cuối cùng, tác giả lựa chọn mẫu gồm 459 doanh nghiệp niêm yết có thời gian 9 năm (2012-2020), tương ứng với trên 4,131 đơn vị quan sát.

Mặt khác, trong quá trình tổng quan, tác giả nhận thấy tồn tại vấn đề nội sinh do mối quan hệ đồng

thời của các biến trong mô hình nghiên cứu, cụ thể là cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tới rủi ro tài chính (Masnoon & Saeed, 2014; Nguyễn Thị Nguyệt Dung & cộng sự, 2022) hay khả năng thanh toán có ảnh hưởng tới rủi ro tài chính (Simantinee & Kumar, 2015). Do vậy, tác giả lựa chọn sử dụng phương pháp GMM để hồi quy dữ liệu nghiên cứu vì tính ưu việt của mô hình này trong việc giải quyết vấn đề nội sinh, đảm bảo kết quả nghiên cứu là đáng tin cậy. Hơn nữa, GMM còn giúp tác giả xác định được các hệ số ước lượng vững, phân phối chuẩn và hiệu quả của mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thông kê mô tả

Thông kê mô tả trong bảng 2 cho thấy, giá trị của mỗi biến trong mô hình dao động khá lớn. Với biến phụ thuộc ROA, giá trị của biến dao động trong

khoảng từ -0.4368 đến 0.4792, giá trị trung bình là 0.0532. Với biến phụ thuộc ROE, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -1.5421 đến 0.8756, giá trị trung bình là 0.0973. Đối với các biến độc lập, khoảng cách lớn nhất là biến ZC, khoảng cách từ -2.6321 đến 28.2251, giá trị trung bình là 2.1932. Khoảng cách nhỏ nhất là biến độc lập TD, khoảng cách từ 0.0156 đến 0.7882, giá trị trung bình là 0.4211, nghĩa là trong 449 doanh nghiệp trong 9 năm được nghiên cứu, cấu trúc tài chính thông qua tỷ lệ tài nợ trung bình là 42,11%. Trong các biến kiểm soát, khoảng cách lớn nhất về giá trị là biến số năm niêm yết (Age), giá trị trung bình là 11.0431 năm, dao động trong khoảng từ 9 năm đến 21 năm.

mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Như vậy kết quả hồi quy mô hình 1 và mô hình 2 là hoàn toàn đáng tin cậy do đã khắc phục được các khiếm khuyết của mô hình. Các kết quả ước lượng được trình bày tại Bảng 3.

Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội như sau:

- Cấu trúc tài chính thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ (TD) có ảnh hưởng tích cực tới ROA và ROE với hệ số tương quan lần lượt là 0.5247 và 0.6188 (cùng với mức ý nghĩa 1%). Kết quả nghiên cứu ủng hộ cách tiếp cận của lý thuyết đại diện (Jensen &

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Variable	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
ROA	-0.4368	0.4792	0.0532	0.0688
ROE	-1.5421	0.8756	0.0973	0.1439
TD	0.0156	0.7882	0.4211	0.2038
ZC	-2.6321	28.2251	2.1932	3.2864
CR	0.1467	35.8743	2.1196	2.4856
AT	0.0031	19.8366	1.3232	1.3309
Size	23.3303	33.2978	27.1098	1.5259
Age	9	21	11.0431	2.5265
SG	-0.7932	11.4186	0.1532	0.5974

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

4.2. Phân tích hồi quy mô hình nghiên cứu

Kết quả hồi quy GMM một bước đối với biến trễ của 2 mô hình cho thấy chỉ số Sargan test có $Pro >$ chi bình phương của 2 mô hình lần lượt là 0.039 và 0.024, đều < 0.05 , tức là mô hình vẫn còn hiện tượng nội sinh. Để khắc phục vấn đề này, tác giả tiến hành hồi quy GMM trễ bậc 2. Kết quả hồi quy mô hình cho thấy chỉ số Hansen test có $Prob >$ chi bình phương lần lượt của 2 mô hình là 0.408 và 0.171, đều > 0.05 , nghĩa là mô hình đã khắc phục được hiện tượng nội sinh. Kết quả kiểm định Arellano-Bond test với kết quả chỉ số AR(2) lần lượt của 2 mô hình là 0.271 và 0.224, đều > 0.05 , mô hình không có hiện tượng tự tương quan. Đồng thời, kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho kết quả: hệ số phóng đại phương sai của các biến đều $VIF < 3$, các hệ số tương quan cặp đều < 0.75 , nghĩa là các biến trong

Meckling, 1976) và lý thuyết tín hiệu (Lintner, 1956) khi cho rằng doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính với tỷ lệ cao, doanh nghiệp sẽ phải tuân thủ các ràng buộc và các quy định nghiêm ngặt từ các chủ nợ, khiến các nhà quản lý tập trung cho lợi ích chung của doanh nghiệp, do vậy sẽ làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Hơn nữa, theo lý thuyết cấu trúc vốn M&M (Modigliani & Miller, 1958), việc sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được thuế TNDN, làm gia tăng lợi nhuận sau thuế, và từ đó gia tăng hiệu quả kinh doanh. Đồng thời, kết quả nghiên cứu đã cho thấy sự đồng thuận với kết quả của các nhà nghiên cứu như Salim & Yadav (2012), Margaritis & Psillaki (2010), Ebiringa & Thaddeus (2011) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả kinh doanh. Ngoài ra, cũng có thể thấy rằng, trong

Bảng 3: Ảnh hưởng của các yếu tố tới hiệu quả kinh doanh

Biến	Mô hình 1 (ROA)		Mô hình 2 (ROE)	
	Hệ số β	Độ lệch chuẩn	Hệ số β	Độ lệch chuẩn
TD	0.5247***	0.1138	0.6188***	0.1103
ZC	0.2158**	0.0429	0.2512***	0.0512
CR	-0.1661**	0.0330	-0.1667**	0.0274
AT	0.3769**	0.0682	0.4146**	0.0577
Size	0.0248	0.0034	0.0312*	0.0041
Growth	0.0021*	0.0003	0.0089**	0.0029
Age	0.0402**	0.0389	0.0304**	0.0044
Hằng số	0.8561	0.2137	0.6787	0.2151
Số quan sát		4,131		4,131
Số nhóm		459		459
AR(2) test (Prob > z)		0.271		0.224
Sargan test (Prob > chi2)		0.039		0.024
Hansen test (Prob > chi2)		0.408		0.171

***, **, * thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

yếu tố được đưa vào mô hình nghiên cứu, biến cấu trúc tài chính là yếu tố tác động mạnh nhất tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

- Rủi ro tài chính thông qua chỉ tiêu ZC của Altman (1968) có ảnh hưởng tích cực tới ROA với hệ số β là 0.2158 (mức ý nghĩa 5%) và ảnh hưởng tới ROE với hệ số β là 0.2512 (mức ý nghĩa 1%). Theo quan điểm của Altman (1968), ZC càng cao thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp, năng lực quản lý rủi ro tài chính càng tốt. Điều này có nghĩa là, khi doanh nghiệp gia tăng chỉ tiêu ZC, năng lực quản lý rủi ro tài chính của doanh nghiệp tốt, sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng hiệu quả kinh doanh. Kết quả nghiên cứu này là phù hợp với các luận giải của tác giả trong phần cơ sở lý thuyết khi vận dụng lý thuyết người đại diện. Kết quả này cũng có hàm ý rằng, rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp (là khi ZC càng cao) thì hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp càng cao và ngược lại. Trong 4 yếu tố được đưa vào mô hình nghiên cứu, biến rủi ro tài chính là yếu tố có mức độ ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh mạnh thứ ba sau yếu tố cấu trúc tài chính và khả năng hoạt động của doanh nghiệp.

- Khả năng thanh toán thông qua khả năng thanh toán hiện hành (CR) có ảnh hưởng tiêu cực tới ROA và ROE với hệ số tương quan lần lượt là 0.1661 và

0.1667 (cùng với mức ý nghĩa 5%). Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết nghiên cứu cũng như kết quả nghiên cứu của các nhà khoa học như Khidmat & Rehman (2014), Nyabwanga (2013), Russell & cộng sự (2013) khi cho rằng, khả năng thanh toán của doanh nghiệp cao, là khi doanh nghiệp dự trữ các khoản mục tài sản có tính thanh khoản cao (tiền mặt, tiền gửi, chứng khoán khả mại...), trong khi các khoản mục tài sản này lại kém sinh lời nên hiệu quả kinh doanh sẽ giảm. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, khả năng thanh toán là yếu tố ít ảnh hưởng nhất tới hiệu quả kinh doanh trong 4 yếu tố được đưa vào mô hình nghiên cứu.

- Khả năng hoạt động thông qua chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản (AT) có ảnh hưởng tích cực tới ROA và ROE với hệ số tương quan lần lượt là 0.3769 và 0.4146 (cùng mức ý nghĩa 5%). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu và phù hợp với kết quả nghiên cứu của Nurlaela & cộng sự (2013), Murtadlo & cộng sự (2014), Alarussi & Alhader (2018). Kết quả này hàm ý rằng, các doanh nghiệp muốn tăng hiệu quả kinh doanh, thì tổng tài sản nói chung và các khoản mục tài sản nói riêng cần được luân chuyển nhanh, để tạo ra nhiều doanh thu, là cơ sở gia tăng hiệu quả kinh doanh. Kết quả nghiên cứu trên cũng cho thấy, khả năng hoạt động là yếu tố có mức độ ảnh hưởng

mạnh thứ hai tới hiệu quả kinh doanh, sau yếu tố cấu trúc tài chính.

Với các kết quả trên, các giả thuyết nghiên cứu đều được chấp nhận. Tổng kết các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được trình bày tại Bảng 4.

Bảng 4: Tổng hợp kết quả nghiên cứu

Biến độc lập	Giả thuyết nghiên cứu		Kết quả nghiên cứu		Mức độ phù hợp
	ROA	ROE	ROA	ROE	
ROA _{t-1}			+		
ROE _{t-1}				+	
TD	+	+	+	+	Phù hợp
ZC	+	+	+	+	Phù hợp
CR	-	-	-	-	Phù hợp
AT	+	+	+	+	Phù hợp
Size			K	+	
Growth			+	+	
Age			+	+	

K: chưa đủ cơ sở để kết luận về mối quan hệ
(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

5. Kết luận và hướng nghiên cứu trong tương lai

Bằng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu bảng được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 459 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2012-2020, nghiên cứu đã cho thấy cấu trúc tài chính, khả năng hoạt động có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Rủi ro tài chính và khả năng thanh toán có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh. Trong 4 yếu tố được đưa vào mô hình nghiên cứu, yếu tố cấu trúc tài chính là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất đến hiệu quả kinh doanh, tiếp đến là yếu tố khả năng hoạt động, rủi ro tài chính, và cuối cùng là yếu tố khả năng thanh toán.

Các phát hiện từ nghiên cứu này giúp các nhà quản lý doanh nghiệp có thêm cơ sở khoa học trong việc đề xuất các giải pháp nâng cao hiệu quả kinh doanh. Trong đó, nhấn mạnh đến giải pháp gia tăng tỷ lệ nợ trong cấu trúc tài chính, quản lý rủi ro tài chính tốt và nâng cao hiệu suất hoạt động của tổng tài sản. Tuy nhiên, các nhà quản lý cũng cần đưa ra các giải pháp phù hợp khi muốn nâng cao hiệu quả

kinh doanh trong điều kiện khả năng thanh toán không được thấp quá, nếu không muốn phải đối mặt với rủi ro thanh khoản.

Với các kết quả đạt được, nghiên cứu đã góp phần làm phong phú hơn các tài liệu hiện có về các yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh, đặc biệt là yếu tố rủi ro tài chính. Tuy nhiên, cách tiếp cận

của chúng tôi mới chủ yếu tập trung vào nghiên cứu các yếu tố nội tại của doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu trong tương lai cần được mở rộng với việc kiểm tra bổ sung các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát hay khủng hoảng kinh tế trong mô hình nghiên cứu. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Abdallah, B. (2014), *The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies)*, Research Journal of Finance and Accounting, 5(1), 55-66.
2. Alarussi, A. S., & Alhaderi, S. M. (2018), *Factors affecting profitability in Malaysia*, Journal of Economic Studies, 45(3), 442-458.
3. Altman, E.I. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, Journal of Finance, 23, 589-609.

4. Armeanu, D-S. & Cioaca, S-I. (2015), *An assessment of the bankruptcy risk on the Romanian capital market*, Procedia - Social and Behavioral Sciences, 182, p.535-542.
5. Colak, M. S. (2020), *A new multivariate approach for assessing corporate financial risk using balance sheets*, Borsa Istanbul Review, 21(3), 239-255.
6. Berger, A.N. & Udell, P. (2002), *Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry*, Fed's Paper.
7. Chen, M. C., Cheng, S. J., & Hwang, Y. (2005), *An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance*, Journal of Intellectual Capital, 6 (2), 159-176.
8. Dandago, K. I. & Baba, B. U. (2014), *The Use of Multi-discriminant Analysis for the Prediction of Corporate Bankruptcy in Malaysian Textile Industry*, Journal of Business and Economics, 5(6), 13-822.
9. Daniela, R., Maria, B. & Lucia, J. (2016), *Analysis of the Construction Industry in the Slovak Republic by Bankruptcy Model*, Procedia - Social and Behavioral Sciences, 230, 298-306
10. Ebiringa & Thaddeus. O (2011), *Entrepreneurship Venturing and Nigeria's Economic Development: The Manufacturing Sector in Focus*, International Journal of Business Management & Economic Research, 2(6), 376-381.
11. Geroski, P. A., Machin, S. J., & Walters, C. F. (1997), *Corporate growth and profitability*, The Journal of Industrial Economics, 45(2), 171-189.
12. Hu, Y. & Izumida, S. (2008), *Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data*, Corporate Governance, 16(4), 342-358.
13. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
14. Khasawneh, A. K & Dasouqi, A. Q. (2017), *Sales nationality and debt financing impact on firm's performance and risk Evidence from Jordanian companies*, EuroMed Journal of business, 12(1), 103-126.
15. Khidmat, W. B. & Rehman, M. U. (2014), *Impact of liquidity & solvency on profitability chemical sector of Pakistan*, Economics Management Innovation Journal EMI, Vol. 6, Issue 3, ISSN: 1804-1299.
16. Kulali, Y. (2016), *Altman Z-skor modelinin bist sirketlerinin finansal basarisizlik riskinin tahmin edilmesinde uygulanmasi/altman z-score bankruptcy prediction model application to bist firms*, International Journal of Management Economics & Business, 12(27), 283-291.
17. Le, T. & Chizema, A. (2011), *State Ownership and Firm Performance: Evidence From the Chinese Listed Firms*, Organizations and Markets in Emerging Economies, 2(2), 9-19.
18. Lintner, J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, The American Economic Review, 46(2), 97-113
19. Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010), *Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance*, Journal of Banking & Finance, 34, 621-632.
20. Masnoon, M., and Saeed, A., (2014), *Capital Structure Determinants of KSE Listed Automobile Companies*, European Scientific Journal, 10(13), 451-461.
21. Miettinen, M. & Virtanen, M. (2013), *Capital Structure of Start-ups: Evidence on Non-accounting Characteristic*, Journal of Accounting and Auditing, 9(7), 889-907.
22. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958), *The cost of capital, Coporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, 48(3), 261-297.
23. Mohanad, H. Y. & Ali H. (2020), *Impact of Financial Structure on The Financial Stability: An Empirical Study in A Sample of Iraqi Companies*, International Journal of Psychosocial Rehabilitation, 24(1), 1997-2017.

24. Murtadlo, A.A., Immam, Y., & Wahono, B. (2014), *Effect of capital structure, wealth structure and asset turnover on financial performance (case study in real estate companies listed on the IDX)*, Journal of Economics and Management, 12(1), 1-10.

25. Nguyễn Thị Nguyệt Dung, Nguyễn Mạnh Cường, Nguyễn Thị Hải Yến (2022), *Nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, Tạp chí Khoa học và Công nghệ, 58(1), 151-156.

26. Nurlaela, S., Mursito, B., Kustiyah, E., Istiqomah. & Hartono, S. (2019), *Asset Turnover, Capital Structure and Financial Performance Consumption Industry Company in Indonesia Stock Exchange*, International Journal of Economics and Financial Issues, 9(3), 297-301.

27. Nyabwanga, R. N., Patrick, O., Simeyo, O., & Nyanyuki, N. F. (2013), *An Empirical Analysis of the Liquidity, Solvency and Financial Health of Small and Medium Sized Enterprises in Kisii Municipality, Kenya*. European Journal of Business and Management, 5(8) https://www.researchgate.net/publication/281974503_An_Empirical_Analysis_of_the_Liquidity_Solvency_and_Financial_Health_of_Small_and_Medium_Sized_Enterprises_in_Kisii_Municipality

28. Robb, A. M. & Robinson, D. T., (2010), *The capital structure decisions of startup firms*, Review of Financial Studies, 27(1), 153-179.

29. Russell, L. A., Langemeier, M. R. & Briggeman, B. C., (2013), *The impact of liquidity and solvency on cost efficiency*, Agricultural Finance Review, 73(3), 413-425

30. Salim, M. & Yadav, R. (2012), *Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies*, Procedia - Social and Behavioral Sciences, 65, 156-166.

31. Simantinee, S. & Kumar, T. V. V. (2015), *Factors Influencing Financial Risk - A Case Study of NSE NIFTY Companies*, International Journal in Management & Social Science, 3(8), 132-137.

32. Syahida, B. M. Z & Ameer, R. (2010), *Turnaround Prediction of Distressed Companies: Evidence from Malaysia*, Journal of Financial Reporting and Accounting, 8(2), p.143-159.

33. Tian, L & Estrin, S. (2008), *Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value?*, Journal of Comparative Economics, 31(1), 74-89

34. Zeitun, R & Tian, G. G (2007), *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 1(4), 40-61.

35. Venkatraman, N. & Vasudevan. R. (1986), *Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches*, Academy of Management Review, 11(4), 801-814.

Summary

This study aims to evaluate the influence of internal factors on the business efficiency of listed companies on Vietnam stock market. To accomplish the research objective, the author conduct quantitative analysis through GMM model based on cross data and time-series data which collected from financial statements and annual reports of 481 companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange in the period 2012-2020. Research results show that financial structure and operating ability have a positive effect on business efficiency, financial risk and solvency have a negative effect on business efficiency. Among the factors included in the research model, financial structure is the factor that has the strongest influence on business efficiency, the weakest influencing factor is solvency. Based on the findings, some implications are proposed for improving performance from the perspective of the influence of financial structure, financial risk, solvency and operability of listed companies on the stock market in Vietnam.