

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ TÀI SẢN CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

THE DETERMINANTS OF SALES AND ASSETS GROWTH ON HO CHI MINH CITY LISTED FIRMS

Phạm Thanh Tú¹, Lê Thị Tâm²

Tóm tắt – Nghiên cứu nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Nghiên cứu này sử dụng số liệu của 130 công ty trong giai đoạn 2008-2013. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng tài sản bao gồm: lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, thời gian hoạt động và sở hữu nhà nước. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của các công ty trong giai đoạn này là 17,4% và tăng trưởng tài sản là 17,3%.

Từ khóa: tăng trưởng công ty, sở hữu nhà nước, lợi nhuận, quy mô, thời gian hoạt động.

Abstract – This research aims at identifying factors affecting the sales and assets growth of listed firms on Ho Chi Minh City Stock Exchange. The data were collected from 130 firms during 2008-2013. The study results showed that factors affecting the firms growth includes return on equity, leverage, firm size, firm age and governmental ownership. The average growth rates of sales and assets are 17,4% and 17,3% respectively.

Keywords: firm growth, governmental ownership, profitability, firm size, firm age.

¹ Công ty TNHH Thực phẩm CJ Vina.

Email: thanhtu.eiblongan@gmail.com

² Trường Cao đẳng Công thương TP. Hồ Chí Minh.

Ngày nhận bài: 01/11/2015; Ngày nhận kết quả bình duyệt: 31/5/2017; Ngày chấp nhận đăng: 22/10/2017

I. GIỚI THIỆU

Tăng trưởng là một trong các vấn đề được tất cả doanh nghiệp quan tâm, đặt biệt nhất là các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán nhằm mục đích kỳ vọng tăng giá cổ phiếu, thu hút đầu tư... Sự tăng trưởng của doanh nghiệp được hiểu là sự mở rộng về quy mô, mức độ hoạt động, tốc độ tăng tài sản hay doanh thu của doanh nghiệp hoặc mở rộng việc kinh doanh thông qua việc mua lại, sáp nhập... Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện nay, các nguồn lực sản xuất của doanh nghiệp là hữu hạn nhưng tăng trưởng của doanh nghiệp là dài hạn thì các nhà quản trị phải có những biện pháp thích hợp để giúp doanh nghiệp mình tăng trưởng một cách bền vững. Thế giới cũng như Việt Nam đã có nhiều công trình nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến việc tăng trưởng của công ty nhưng kết quả tìm ra vẫn còn khác nhau. Ở Việt Nam, chúng ta còn rất ít nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng, tuy chỉ có nghiên cứu của Nguyễn Minh Hà [1] nhưng nghiên cứu này đo lường tăng trưởng bằng tài sản và số lượng lao động. Vì vậy, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu và tài sản của các công ty sẽ giúp cho các nhà quản lý biết được các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng và từ đó có những chiến lược, giải pháp giúp cho công ty mình tăng trưởng một cách bền vững.

II. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

A. Cơ sở lý thuyết

- Khái niệm về tăng trưởng doanh nghiệp

Nghiên cứu của Nguyễn Minh Hà [2] cho rằng tăng trưởng của các doanh nghiệp có thể được đo lường bởi lao động (các nhân tố đầu vào), tài sản (giá trị), lợi nhuận, doanh thu, đầu ra hoặc thị phần (kết quả).

Theo nghiên cứu của Kouser và cộng sự [3], tăng trưởng công ty được định nghĩa là sự gia tăng doanh số bán hàng, mở rộng kinh doanh thông qua việc mua lại hoặc sáp nhập, tăng trưởng của lợi nhuận, đa dạng hóa, phát triển sản phẩm và sự gia tăng số lượng nhân viên công ty.

- Lí thuyết tăng trưởng doanh nghiệp

Theo lí thuyết tăng trưởng của Pensore [4], doanh nghiệp là tập hợp các nguồn lực bên trong và bên ngoài, mà những nguồn lực này giúp doanh nghiệp đạt được lợi thế cạnh tranh. Pensore cho biết thêm rằng trong thời gian dài, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có thể bị giới hạn, nhưng không ảnh hưởng đến quy mô. Pensore nhận định rằng các nhân tố ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp là năng lực quản lí và khả năng phối hợp các nguồn lực của doanh nghiệp trong sản xuất. Nhưng do năng lực của ban quản lí có thể chỉ được phát triển trong một thời gian nào đó, trong khi doanh nghiệp phải đối mặt với nhiều vấn đề trong sản xuất kinh doanh. Do đó để tiếp tục tăng trưởng, doanh nghiệp cần phải bổ sung nhân tố mới cho đội ngũ quản lí. Đó là thuê thêm các nhà quản lí mới có năng lực.

- Lí thuyết về phát triển doanh nghiệp

Theo [5], Greiner đã thực hiện công việc nghiên cứu của mình dựa trên lí thuyết về phát triển doanh nghiệp. Thông qua đánh giá các lí thuyết tăng trưởng của doanh nghiệp, Greiner đã kết luận rằng các doanh nghiệp di chuyển qua năm giai đoạn riêng biệt của sự phát triển. Mỗi giai đoạn có liên quan một thời kì tương đối yên tĩnh của sự tăng trưởng đó, kết thúc với một cuộc khủng hoảng quản lí, và một điều quan trọng cần lưu ý là mỗi giai đoạn vừa là kết quả của giai đoạn trước vừa là nguyên nhân của giai đoạn tiếp theo. Năm giai đoạn khủng hoảng và tăng trưởng là: sự sáng tạo (creativity), sự chỉ đạo (direction), sự ủy quyền (delegation), sự phối hợp (coordination) và sự hợp tác (collaboration).

Dựa vào các quá trình tiến hóa trên, Greiner đã đưa ra các nhân tố cần thiết để xây dựng mô hình phát triển của tổ chức, gồm: tuổi của tổ chức, quy mô của tổ chức, sự tiến hóa của tổ

chức, giai đoạn cách mạng của tổ chức và tốc độ tăng trưởng của ngành.

B. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu của Ongore [6] về cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động, bằng chứng thực nghiệm từ các công ty niêm yết ở Kenya. Với dữ liệu 42 công ty niêm yết, thông qua phương pháp thống kê hồi quy, tác giả đã tìm thấy rằng tỉ lệ sở hữu tập trung và sở hữu nhà nước có mối tương quan âm với hiệu quả hoạt động của công ty. Trong khi đó, tỉ lệ sở hữu nước ngoài, sở hữu của công ty và sở hữu của ban giám đốc có mối tương quan dương đến hiệu quả hoạt động.

Một nghiên cứu khác của Gill và Mathur [7] về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng của các công ty ở Canada, với số liệu 164 công ty, có 492 mẫu quan sát lấy từ thị trường chứng khoán Canada trong giai đoạn từ năm 2008 – 2010. Thông qua phương pháp hồi quy OLS, Gill và Mathur đã tìm ra được: khả năng tăng trưởng của các công ty sản xuất ở Canada có mối tương quan dương với tỉ số thanh toán hiện thời, đòn bẩy tài chính và dòng tiền. Có mối tương quan âm với quy mô công ty và thời gian hoạt động. Khả năng tăng trưởng của các công ty dịch vụ thì có mối tương quan dương tỉ số thanh toán hiện thời, đòn bẩy tài chính và dòng tiền. Có mối tương quan âm với quy mô công ty.

Nghiên cứu của Kouser và cộng sự [3] về mối liên hệ giữa lợi nhuận, tăng trưởng và quy mô của các công ty phi tài chính ở Pakistan dựa trên 70 công ty phi tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Karachi ở Pakistan, dữ liệu mãng với 700 quan sát được thu thập từ năm 2001 – 2010. Thông qua phương pháp hồi quy (OLS) và hiệu ứng cố định (Fixed Effects), Kouser và cộng sự đã kết luận rằng: tất cả lợi nhuận có mối tương quan dương mạnh với tăng trưởng của công ty. Tuy nhiên, quy mô công ty có ít tác động hơn và có mối tương quan âm với lợi nhuận. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng cho thấy quy mô công ty và tăng trưởng có mối quan tương âm với nhau. Khi quy mô của công ty là nhỏ, thì nó sẽ tăng trưởng nhanh hơn. Lợi nhuận công ty ít ảnh hưởng đến quy mô nhưng lợi nhuận ảnh hưởng mạnh đến tăng trưởng của công ty. Một nghiên cứu khác cũng vào năm 2012 của Loi và Khan [8] về các

nhân tố quyết định tăng trưởng của công ty bằng chứng từ các công ty Bỉ. Với phương pháp hồi quy (OLS) thông qua dữ liệu 10.323 công ty ở Bỉ được thu thập từ năm 2002 đến 2006, tác giả đã tìm ra kết quả: tỉ số tài sản vô hình trên tổng tài sản có tác động tích cực đến tăng trưởng công ty. Điều này được giải thích bởi các công ty có nhiều nỗ lực trong R & D và các hoạt động sáng tạo sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn. Tỉ số tự tài trợ có tác động tiêu cực đến tăng trưởng. Các công ty có tỉ lệ vốn chủ sở hữu lớn hơn so với các khoản nợ phải trả thì tăng trưởng thấp hơn. Nếu muốn có tốc độ tăng trưởng cao, các công ty phải sử dụng các khoản nợ để tài trợ cho các hoạt động của họ. Hơn nữa, kết quả chỉ ra rằng lợi nhuận, đòn bẩy và tỉ số thanh toán không có tác động đáng kể đến tăng trưởng công ty.

Nghiên cứu của Wu và Yeung [9] về tăng trưởng công ty và cấu trúc vốn với bộ dữ liệu thu thập từ Compustat giai đoạn từ 1971 đến 2005 có 122.909 mẫu quan sát. Bằng phương pháp hồi quy OLS, Wu và Yeung đã tìm ra kết quả như sau: các doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao thì có mức tăng trưởng thấp. Tác giả cũng tìm thấy rằng độ nhạy của nguồn tài chính bên ngoài đến lợi nhuận, ủng hộ vấn đề nợ vượt quá vốn chủ sở hữu.

Nghiên cứu của Nguyen Minh Hà [1] về tác động tăng trưởng đến sự tồn tại của các công ty ở Việt Nam. Với 7.962 công ty được lấy từ Tổng cục Thống kê Việt Nam, trong giai đoạn từ năm 2000 đến năm 2005, thông qua phương pháp hồi quy, tác giả đã tìm ra được kết quả như sau: tăng trưởng doanh nghiệp trong năm trước (tăng trưởng cả lao động và tài sản) đều quan trọng đến sự tồn tại công ty và có tác động cùng chiều đến khả năng tồn tại trong năm hiện tại. Các doanh nghiệp tư nhân và doanh nghiệp nước ngoài có thể cải thiện khả năng tồn tại so với các doanh nghiệp Nhà nước. Quy mô công ty và nợ ban đầu có mối tương quan dương với sự tồn tại công ty. Lợi nhuận trước thuế trên số lao động và ROA trong năm trước thì quan trọng và tác động cùng chiều với sự tồn tại công ty trong năm hiện tại. Trong khi đòn bẩy tài chính năm trước có tác động ngược chiều đến khả năng tồn tại trong năm hiện tại của các doanh nghiệp ở Việt Nam.

Nghiên cứu của Aggarwal [10] về các nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng của các công ty ở

Ấn Độ. Với dữ liệu thu thập 250 công ty lấy từ Trung tâm Giám sát Kinh tế Ấn Độ, giai đoạn từ năm 2004 - 2013. Bằng phương pháp phân tích hồi quy đa biến bằng phần mềm SPSS, tác giả đã tìm ra được kết quả như sau: tuổi, quy mô công ty, chi phí nghiên cứu và phát triển, chi phí quảng cáo, tỉ suất doanh thu trên tổng tài sản, giá thị trường trên giá trị sổ sách, tỉ số trị giá xuất khẩu trên doanh thu thuần có mối tương quan dương đến tăng trưởng của các công ty ở Ấn Độ. Tỉ số tự tài trợ có mối tương quan âm đến tăng trưởng công ty. Trong khi đó, tỉ số thanh toán hiện thời, đòn bẩy tài chính không có mối tương quan đến tăng trưởng các công ty ở Ấn Độ. Ngoài ra, ngành phần mềm, công nghệ thông tin có tương quan âm đến tăng trưởng, các ngành còn lại là dược phẩm, khoa học và đời sống không có ý nghĩa thống kê.

Trên cơ sở tổng hợp và kế thừa các nghiên cứu trước, bài nghiên cứu này có điểm khác là đo lường tăng trưởng gồm tổng tài sản, doanh thu và bổ sung biến mới như khả năng thanh toán, thời gian hoạt động của doanh nghiệp, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.

III. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

A. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu sử dụng trong bài này là dữ liệu thứ cấp, được lấy từ trang web của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh gồm báo cáo tài chính năm (được kiểm toán) và các báo cáo khác của 130 công ty niêm yết từ 2008 - 2013, với 650 quan sát. Các công ty lấy mẫu là các công ty phi tài chính, có đầy đủ dữ liệu trong giai đoạn nghiên cứu.

B. Mô hình nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu này, tác giả tham khảo mô hình của các nghiên cứu [8], [10] và có một số điều chỉnh để phù hợp với dữ liệu nghiên cứu ở Việt Nam

$$Y = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 LEV + \beta_3 LIQ + \beta_4 LnSIZE + \beta_5 LnAGE + \beta_6 STATE + \beta_7 KIND + \epsilon$$

Trong đó:

Y : biến phụ thuộc

β_0 : hệ số chặn.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: là các tham số chưa biết của mô hình.

ϵ : sai số của mô hình

C. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phần mềm thống kê để phân tích số liệu và thực hiện hồi quy đa biến các biến trong mô hình nghiên cứu. Đánh giá độ phù hợp của mô hình hồi quy đa biến thông qua Hệ số xác định R^2 và R^2 hiệu chỉnh. Kiểm định giả thuyết về độ phù hợp của mô hình. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến thông qua hệ số phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor). Kiểm định tự tương quan thông qua hệ số Durbin-Watson.

D. Mô tả các biến trong mô hình và phương pháp đo lường

Trong bài nghiên cứu này, tác giả sử dụng hai biến phụ thuộc trong mô hình gồm tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng tài sản. Biến giả KIND (ngành nghề) tham chiếu gồm có: khu vực nông nghiệp (AGRI), khu vực công nghiệp (INDU) và khu vực dịch vụ (SERV) theo Bảng 1.

IV. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

A. Thống kê mô tả của các biến trong mô hình

Dữ liệu sẽ được trình bày dưới dạng bảng thống kê mô tả, biến độc lập và biến phụ thuộc sẽ được mô tả các nội dung sau: tên biến, ý nghĩa biến, giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất, trung bình cộng, độ lệch chuẩn theo Bảng 2.

Thông qua kết quả trình bày ở Bảng 2, cho thấy tốc độ tăng trưởng trung bình của doanh thu và tài sản tương ứng với 17,4% và 17,3%. Kết quả nghiên cứu này cũng gần giống với kết quả nghiên cứu ở Việt Nam của Nguyễn Minh Hà [1] có tốc độ tăng trưởng tài sản trung bình là 20,9%. Bên cạnh đó, cũng có một số công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu và tài sản bị âm tương ứng với giá trị nhỏ nhất là -90,2% và -67,4%.

B. Phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình

Trước khi thực hiện hồi quy tuyến tính đa biến, phân tích mối quan hệ tương quan giữa các biến độc lập được xác định làm cơ sở cho việc xác định trường hợp đa cộng tuyến (nếu có) Bảng 3.

Bảng 3 cho thấy, các biến độc lập có mối tương quan yếu (nhỏ hơn 0,6) nên hiện tượng đa cộng tuyến không ảnh hưởng đến khi chạy mô hình hồi quy.

C. Kết quả phân tích hồi quy tuyến tính

Trong bảng kết quả 4, hai mô hình có mức ý nghĩa bằng $0.000 < \text{mức ý nghĩa } 1\%$ nên giả thuyết H_0 bị bác bỏ. Hệ số xác định R^2 điều chỉnh nhỏ hơn R^2 , nên sử dụng nó để đánh giá mô hình là phù hợp hơn và nó không thổi phồng mức độ phù hợp của mô hình khi thêm biến mới. Như vậy, hệ số xác định R^2 điều chỉnh của tăng trưởng doanh thu bằng 0,85% và tăng trưởng tài sản bằng 0,157%, kết quả này cho biết sự biến thiên của tốc độ tăng trưởng doanh thu và tài sản của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh được giải thích bởi các biến độc lập. Hệ số Durbin - Watson của mô hình tăng trưởng doanh thu $d=2,030$ và mô hình tăng trưởng tài sản $d=1,666$, giá trị tra bảng Durbin - Watson với bảy biến độc lập là $d_L=1,603$ và $4-d_U=2,254$, giá trị d tính được của hai mô hình rơi vào miền chấp nhận nên không có tương quan [11]. Bên cạnh đó, hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến trong mô hình nhỏ hơn nhiều so với 10 nên ta kết luận các biến đưa vào mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến [11].

Kết quả hồi quy ở Bảng 4 cho thấy có năm trong bảy nhân tố ảnh hưởng đến tăng trưởng của các công ty, bao gồm: ROE, LEV, LnSIZE, LnAGE, và STATE. Sau đây, tác giả sẽ phân tích từng nhân tố.

Biến ROE có mối tương quan dương đến SG và AG ở mức ý nghĩa thống kê 1%, với hệ số lần lượt là 0,259 và 0,310. Điều này cho biết rằng trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, khi lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu tăng lên 1 lần thì tốc độ tăng trưởng của doanh thu tăng lên 0,259 lần và tốc độ tăng trưởng của tài sản tăng lên

Bảng 1: Mô tả và phương pháp đo lường các biến

Tên biến	Cách đo lường	Căn cứ chọn biến	Kì vọng
SG	$SG = (\text{Doanh thu } t - \text{Doanh thu } t-1) / \text{Doanh thu } t-1$	Loi và Khan [8] Wu và Yeung [9], Aggarwal [10]	
AG	$AG = (\text{Tổng Tài sản } t - \text{Tổng Tài sản } t-1) / \text{Tổng Tài sản } t-1$	Gill và Mathur [7] Wu và Yeung [9], Nguyễn Minh Hà [1]	
ROE	ROE = Lợi nhuận ròng / Vốn chủ sở hữu	Loi và Khan [8]	+
LEV	LEV = Tổng nợ phải trả / Vốn chủ sở hữu	Loi và Khan [8] Wu và Yeung [9]	+
LIQ	LIQ = Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn	Loi và Khan [8] và Aggarwal [10]	+
LnSIZE	LnSIZE = Ln (tổng tài sản)	Loi và Khan [8] Kouser và cộng sự [3], Aggarwal [10]	+
LnAGE	LnAGE = ln (Năm 2013 – Năm bắt đầu niêm yết)	Loi và Khan [8] Kouser và cộng sự [3], Aggarwal [10]	-
STATE	STATE = tỉ lệ % sở hữu nhà nước của các công ty	Nguyễn Minh Hà [1], Ongore [6]	-
KIND	STATE = tỉ lệ % sở hữu nhà nước của các công ty	Nguyễn Minh Hà [1]	

Bảng 2. Thống kê mô tả giữa các biến trong mô hình

Tên biến	Ý nghĩa	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn
SG	Tăng trưởng Doanh thu	-0,902	11,459	0,174	0,649
AG	Tăng trưởng Tài sản	-0,674	4,724	0,173	0,356
ROE	Lợi nhuận trên vốn sở hữu	-1,292	1,306	0,145	0,170
LEV	Đòn bẩy tài chính	0,000	17,000	1,369	1,551
LIQ	Khả năng thanh toán	0,150	16,750	1,980	1,453
LnSIZE	Quy mô công ty	18,646	25,051	20,768	1,259
LnAGE	Thời gian hoạt động	0,693	2,639	1,713	0,413
STATE	Sở hữu nhà nước	0,000	1,000	0,252	0,236
AGRI	Khu vực nông nghiệp	0,000	1,000	0,054	0,226
INDU	Khu vực công nghiệp	0,000	1,000	0,792	0,406
SERV	Khu vực dịch vụ	0,000	1,000	0,153	0,361

(Nguồn: Tác giả tự tính toán số liệu thu thập từ năm 2008 - 2013 của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh)

Bảng 3. Phân tích mối quan hệ tương quan giữa các biến

Tên biến	SGR	AGR	ROE	LEV	LIQ	LnSIZE	LnAGE	STATE	AGRI	INDU	SERV
SGR	1										
AGR	0,211**	1									
ROE	0,230**	0,299**	1								
LEV	0,047	0,044	-0,341**	1							
LIQ	0,009	-0,019	0,205**	-0,392**	1						
LnSIZE	0,137**	0,189**	0,064	0,225**	-0,052	1					
LnAGE	-0,087*	-0,202**	-0,184**	0,042	-0,058	0,046	1				
STATE	-0,027	-0,088*	0,056	-0,006	0,098*	-0,009	-0,007	1			
AGRI	-0,025	0,008	0,153**	-0,193**	0,142**	-0,059	-0,057	0,155**	1		
INDU	0,029	0,042	-0,040	0,100*	-0,021	0,098*	-0,029	-0,204**	-0,466**	1	
SERV	-0,017	-0,052	-0,051	0,008	-0,066	-0,073	0,068	0,133**	-0,102**	-0,833**	1

Ghi chú: - Ý nghĩa thống kê ở mức 1% (**), - Ý nghĩa thống kê ở mức 5% (*)
(Nguồn: Tác giả tự tính toán số liệu thu thập từ năm 2008 - 2013 của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh)

Bảng 4: Kết quả phân tích mô hình hồi quy với biến phụ thuộc SG và AG

Tên biến	Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng tài sản	
	Hệ số Beta chuẩn hóa	Sig.	Hệ số Beta chuẩn hóa	Sig.
ROE	0,259***	0,000	0,310***	0,000
LEV	0,114**	0,011	0,111***	0,010
CR	0,012	0,770	-0,031	0,436
LnSIZE	0,096**	0,016	0,149***	0,000
LnAGE	-0,051	0,188	-0,158***	0,000
STATE	-0,038	0,335	-0,101***	0,007
INDU	0,062	0,381	-0,045	0,964
SERV	0,63	0,370	-0,099	0,921
Sig		0,000		0,000
Hệ số R ²		0,85		0,167
Hệ số R ² hiệu chỉnh		0,73		0,157
Durbin – Watson		2,030		1,666

Ghi chú: - Ý nghĩa thống kê ở mức 1% (***)
 - Ý nghĩa thống kê ở mức 5% (**)
 - Ý nghĩa thống kê ở mức 10% (*)

(Nguồn: Tác giả tự tính toán số liệu thu thập từ năm 2008 - 2013 của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh)

0,310 lần và ngược lại. Kết quả nghiên cứu này chứng minh rằng các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM trong giai đoạn từ 2008 - 2013, nếu hoạt động kinh doanh có hiệu quả, lợi nhuận càng cao thì tốc độ tăng trưởng của các công ty này càng cao. Đồng quan điểm với kết quả nghiên cứu của Kouser và cộng sự [3], Aggarwal [10] cho rằng lợi nhuận có mối tương quan dương với tốc độ tăng trưởng của công ty. Điều này cũng phù hợp với thực tế của các công ty ở Việt Nam, bởi để đạt được lợi nhuận càng cao, các công ty buộc phải tăng doanh thu và mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm. Điều này sẽ giúp cho các công ty có nguồn lợi nhuận ổn định, lâu dài và việc tăng trưởng của các công ty này cũng bền vững hơn.

Biến LEV cũng có mối tương quan dương đến SG và AG ở mức ý nghĩa thống kê 5%, với hệ số lần lượt là 0,114 và 0,111. Kết quả này khẳng định rằng, đòn bẩy tài chính có mối tương quan

dương đến tốc độ tăng trưởng của các công ty niêm yết trong giai đoạn này. Mặt khác, kết quả bảng 2 cho thấy toàn bộ công ty đều sử dụng nợ vay, giá trị trung bình sử dụng nợ vay của các công ty là 136,9%. Kết quả này giống với nghiên cứu của Gill và Mathur [7] cho rằng, các công ty với cơ hội tăng trưởng cao thường được tài trợ bởi nguồn tài trợ bên ngoài và nguồn tài chính nội bộ. Nghiên cứu của Wu và Yeung [9] cho rằng đòn bẩy có mối tương quan âm với tăng trưởng công ty. Còn theo Loi và Khan [8] và Aggarwal [10], không có mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và tăng trưởng doanh thu. Hiện nay, các công ty ở Việt Nam hầu hết đều sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài khi nguồn tài chính nội bộ của công ty không đủ, việc sử dụng nhiều nợ sẽ làm tăng xác suất phá sản và kiệt quệ tài chính của công ty. Vì vậy, các nhà quản trị cần phải xác định cơ cấu nợ hợp lý phù hợp với tình hình thực tế kinh doanh của doanh nghiệp.

Một biến khác cũng có mối tương quan dương đến SG và AG là biến LnSIZE, với mức ý nghĩa thống kê 5%, có hệ số lần lượt là 0,096 và 0,149. Điều này cho biết rằng trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, quy mô công ty tăng 1 lần thì tốc độ tăng trưởng của doanh thu tăng lên 0,096 lần và tốc độ tăng trưởng của tài sản tăng lên 0,149 lần và ngược lại. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Aggarwal [10] cho rằng quy mô công ty là nhân tố quan trọng quyết định tăng trưởng của công ty, các công ty lớn hơn thì tăng trưởng nhanh hơn. Trái với kết quả này, nghiên cứu của Kouser và cộng sự [3] cho rằng quy mô công ty và tăng trưởng có mối tương quan âm với nhau. Còn nghiên cứu của Loi và Khan [8] không tìm thấy quy mô công ty và tăng trưởng có mối tương quan với nhau. Thực tế các công ty ở Việt Nam hiện nay cho thấy rằng, những công ty nào có quy mô càng lớn thì tốc độ tăng trưởng càng cao, thông thường khi các công ty hoạt động có hiệu quả thường mở rộng quy mô sản xuất, mở rộng thị trường, đầu tư tài sản để tăng năng suất hoặc tìm kiếm cơ hội đầu tư mới nhằm mang lại lợi nhuận cho công ty. Nguồn vốn để tài trợ cho việc tăng quy mô của công ty thông qua sử dụng nguồn vốn nội bộ, lợi nhuận giữ lại hoặc thông qua sử dụng đòn bẩy tài chính. Vì vậy, kết quả trên cũng đã cho thấy ROE và LEV ảnh hưởng

cùng chiều với tốc độ tăng trưởng.

Biến LnAGE có mối tương quan âm đến AG, ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Đồng với quan điểm trên, nghiên cứu của Gill và Mathur [7] cũng xác định rằng tăng trưởng có mối tương quan âm với thời gian hoạt động công ty. Trái với các nghiên cứu trên, nghiên cứu Aggarwal [10] cho rằng thời gian hoạt động có mối tương quan dương đến sự tăng trưởng của công ty. Trong khi đó, theo nghiên cứu của Loi và Khan [8], thời gian hoạt động không có ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh nghiệp. Như vậy, với kết quả này, những công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong giai đoạn này nếu có thời gian hoạt động càng dài thì có tốc độ tăng trưởng tài sản thấp hơn so với các công ty có thời gian hoạt động ít hơn. Đối với những công ty mới bắt đầu hoạt động thường có hai trường hợp: một là công ty tăng trưởng để tiếp tục quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh, hai là nếu không tăng trưởng sẽ dẫn đến giải thể hoặc phá sản. Vì vậy, đối với những công ty có thời gian hoạt động ít hoặc mới thành lập thì cần phải tăng trưởng một cách nhanh chóng và cũng chính vì mục tiêu tăng trưởng nên những công ty khởi nghiệp thường năng động, sáng tạo và linh hoạt hơn so với những công ty có thời gian hoạt động lâu hơn.

Biến STATE cũng có mối tương quan âm đến AG, ở mức ý nghĩa thống kê 1%, có hệ số là -0,101 có nghĩa là trong điều kiện các nhân tố khác không đổi, khi tỉ lệ sở hữu tăng lên 1 lần thì tốc độ tăng trưởng của tài sản giảm xuống là 0,101 lần và ngược lại. Đồng với kết quả nghiên cứu này có nghiên cứu của Ongore [6]. Ongore cho rằng sở hữu nhà nước và tăng trưởng có mối tương quan âm với nhau. Kết quả nghiên cứu thống kê cho thấy, tỉ lệ sở hữu nhà nước chiếm đến 70,20% số quan sát của các công ty niêm yết trong giai đoạn này. Đa phần các doanh nghiệp niêm yết hiện nay đều có tỉ lệ sở hữu nhà nước và các doanh nghiệp này thường được ưu đãi nhiều hơn so với các công ty khác thông qua các khoản vay, tiếp cận đất đai, chỉ tiêu lợi nhuận thấp và đặc biệt không chịu trách nhiệm trước cổ đông nên các chỉ tiêu kinh doanh không bị áp lực. Mặt khác, việc đầu tư tràn lan của các doanh nghiệp nhà nước như điện lực đầu tư vào viễn thông, Vinashin thì kinh doanh bất động sản... làm cho tốc độ tăng

trưởng của các doanh nghiệp nhà nước giảm so với các doanh nghiệp tư nhân khác.

V. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

A. Kết luận

Nghiên cứu này đã sử dụng mẫu gồm 130 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh được kiểm toán trong giai đoạn từ 2008 - 2013 để xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng tài sản của các công ty niêm yết. Kết quả đã tìm được nhân tố giải thích tốc độ tăng trưởng doanh thu là 17,4% và tốc độ tăng trưởng tài sản là 17,3%, gồm các nhân tố sau: lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, thời gian hoạt động và sở hữu nhà nước.

Nghiên cứu này có những hạn chế nhất định về phạm vi và thời gian. Mẫu nghiên cứu chỉ được thu thập từ Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. Các nghiên cứu khác có thể nghiên cứu với thời gian dài hơn và mở rộng phạm vi thêm ở thị trường chứng khoán Hà Nội. Thêm vào đó, nghiên cứu có thể bổ sung thêm một số nhân tố mới như tỉ lệ sở hữu nước ngoài, giá thị trường trên giá trị sổ sách, tỉ số chi phí nghiên cứu và phát triển trên doanh thu thuần... nhằm đánh giá mối quan hệ tăng trưởng với các nhân tố này.

B. Khuyến nghị

Với kết quả tìm thấy từ nghiên cứu, tác giả gợi ý một số giải pháp nhằm góp phần làm tăng tốc độ tăng trưởng của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán TP. Hồ Chí Minh.

Kết quả hồi quy cho thấy, lợi nhuận là nhân tố quyết định đầu tiên đến tốc độ tăng trưởng của các công ty. Vì vậy, để làm tăng tốc độ tăng trưởng, các nhà quản trị cần phải dựa vào điều kiện cụ thể của doanh nghiệp mà có những giải pháp tối ưu nhất để làm tăng lợi nhuận cho công ty. Một số biện pháp làm tăng lợi nhuận như: tăng doanh thu tiêu thụ sản phẩm, tiết kiệm chi phí, loại bỏ những sản phẩm kém hiệu quả, thực hiện các chương trình khuyến mãi, mở rộng thị phần...

Một nhân tố khác cũng ảnh hưởng mạnh đến tăng trưởng là đòn bẩy tài chính, kết quả cũng chứng minh rằng các công ty sử dụng càng nhiều

nợ thì tốc độ tăng trưởng càng cao, nhưng có sự đánh đổi giữa việc sử dụng nợ bởi vì khi sử dụng nợ nhiều sẽ làm tăng xác suất phá sản, kiệt quệ tài chính, làm tăng sự giám sát bên ngoài mà chủ yếu là các ngân hàng. Vì vậy, các nhà quản trị cần phải xác định cơ cấu đòn bẩy tài chính hợp lí, cân bằng sự đánh đổi giữa lợi ích do nợ mang lại và chi phí sử dụng nợ, từ đó sẽ giúp cho doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng bền vững, lâu dài trong tương lai.

Quy mô công ty cũng tác động thuận chiều lên tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp, liên kết với nhân tố lợi nhuận và đòn bẩy tài chính thì rõ ràng chúng có mối quan hệ với nhau, bởi vì quy mô được tính bằng cách lấy logarit của tổng tài sản mà tài sản của công ty được tài trợ bởi nguồn tài chính nội bộ chính là lợi nhuận giữ lại và nguồn tài trợ bên ngoài thông qua đòn bẩy tài chính. Như vậy, các giải pháp của hai nhân tố trên cũng chính là giải pháp để thúc đẩy cho sự phát triển của nhân tố này.

Thời gian hoạt động có ảnh hưởng ngược chiều. Điều này cho thấy rằng các công ty trẻ thường có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn các công ty có thời gian hoạt động dài. Theo lí thuyết tăng trưởng của Penrose [4], trong thời gian dài, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp có thể bị giới hạn. Đồng thời, tốc độ này cũng được xác định bởi mức độ kinh nghiệm quản lí. Tuy nhiên, do năng lực của ban quản lí có thể chỉ được phát triển trong một thời gian nào đó, trong khi doanh nghiệp phải đối mặt với nhiều vấn đề trong sản xuất kinh doanh, do đó, để tiếp tục tăng trưởng, doanh nghiệp cần phải bổ sung nhân tố mới cho đội ngũ quản lí. Mặt khác, những công ty mới thành lập thường có đội ngũ nhân viên trẻ, năng động, sáng tạo và linh hoạt hơn nên có thể tăng trưởng cũng nhanh hơn. Vì vậy, đối với các công ty có ưu thế về thời gian hoạt động lâu, các nhà quản trị nên có những chính sách phù hợp như nâng cao chất lượng đội ngũ quản lí và nhân viên, tăng cường công tác đào tạo để không bị lạc hậu, có chính sách thu hút nhân tài... để vừa là một doanh nghiệp có thời gian hoạt động lâu trên thị trường và là một doanh nghiệp có kết cấu nhân sự trẻ, năng động và có chuyên môn tốt.

Kết quả cho thấy những công ty nào có tỉ lệ sở hữu nhà nước đều có ảnh hưởng tăng trưởng giảm. Các doanh nghiệp nhà nước nhận được rất

nhiều ưu đãi từ các chính sách của nhà nước, lẽ ra phải là những đầu tàu của nền kinh tế, có khả năng cạnh tranh cao, nhưng trong thực tế năng lực cạnh tranh còn rất nhiều hạn chế, nhiều doanh nghiệp không tập trung đầu tư, phát triển vào ngành cốt lõi mà chỉ đi tìm kiếm sự đầu tư ngoài ngành để thu lợi nhuận. Vì vậy, để phát triển tốc độ tăng trưởng ở các doanh nghiệp này, Nhà nước cần phải ràng buộc trách nhiệm với những người đại diện tỉ lệ sở hữu nhà nước, chịu trách nhiệm trước cổ đông, tránh đầu tư tràn lan ngành nghề và cạnh tranh công bằng với các doanh nghiệp không có sở hữu nhà nước, có như thế thì các doanh nghiệp sở hữu nhà nước mới hoạt động có hiệu quả.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Nguyễn Minh Hà. The effect of growth on firm survival in VietNam. *Depocen Working Paper*. 2012;18:1 – 28.
- [2] Nguyễn Minh Hà. Mối quan hệ giữa đòn cân nợ và tăng trưởng của các doanh nghiệp ở Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*. 2010;56:10 – 16.
- [3] Kouser R, T Bano, M Azeem, M Hassan. Inter-Relationship between Profitability, Growth and Size: A Case of Non-Financial Companies from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*. 2012;6:405 – 419.
- [4] Penrose E. *The Theory of the Growth of the Firm*. Basil Blackwell, Oxford; 1959.
- [5] Greiner L. Evolutions and Revolutions as Organizations Grow. *Harvard Business Review*. 1972;50:37 – 46.
- [6] Ongore VO. The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*. 2011;5(6):2120 – 2128.
- [7] Gill A, N Mathur. Factors that Affect Potential Growth of Canadian Firms. *Journal of Applied Finance and Banking*. 2012;1:107 – 123.
- [8] Loi Tou H, A Aslam Khan. Determinants of firm growth: evidence from Belgian companies. *Master of Science in de Toegepaste Economische Wetenschappen Faculteit Economie en bedrijfskunde, Universiteit Gen*. 2012;1:107 – 123.
- [9] Wu X, C K Yeung. Firm growth type and capital structure persistence. *Journal of Banking and Finance*. 2012;36:3427 – 3443.
- [10] Aggarwal P. An Empirical Evidence of Measuring Growth Determinants of Indian Firms. *Journal of Applied Finance and Banking*. 2015;5:45 – 66.
- [11] Hoàng Trọng, Chung Nguyễn Mộng Ngọc. *Thống kê ứng dụng trong kinh tế - xã hội*. Nhà Xuất bản Lao động - Xã hội; 2011.