
TÁC ĐỘNG DÀI HẠN CỦA CÁC NHÂN TỐ NỘI TẠI TỚI KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CHẾ BIẾN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Phạm Văn Tuệ Nhã

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: nhapvt@neu.edu.vn, vantuenha@gmail.com

Ngày nhận: 15/9/2020

Ngày nhận bản sửa: 04/11/2020

Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:

Nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích tác động của các nhân tố nội tại tới khả năng sinh lời trong dài hạn của doanh nghiệp. Nghiên cứu áp dụng mô hình hồi quy hiệu ứng cố định (FEM) có kèm theo một số hiệu chỉnh nhằm khắc phục khuyết tật mô hình cho 522 quan sát được lấy từ 44 doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán tại Việt Nam giai đoạn 2000-2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố lợi nhuận hiện tại, lợi nhuận dồn tích, đầu tư, vốn lưu động ròng, quy mô doanh nghiệp và cổ tức có gây ra những tác động khác nhau về quy mô, chiều tác động và phạm vi thời gian tác động tới khả năng sinh lời trong dài hạn của các doanh nghiệp này. Việc xác định tác động của các nhân tố này đem đến những hàm ý gợi mở về tích hợp chúng trong các mô hình dự báo lợi nhuận, hỗ trợ cho kế hoạch hóa tài chính doanh nghiệp.

Từ khóa: Chế biến thực phẩm, khả năng sinh lời, lợi nhuận dài hạn, nhân tố nội tại, tác động trễ

Mã JEL: G17, G30

The long-term impacts of internal factors on profitability of listed Vietnamese food manufacturing firms

Abstract:

This research was conducted to analyze the impacts of firms' internal factors on long-term profitability. The research applied fixed effect model with necessary corrections to model's problems for the dataset of 522 observations collected from 44 listed Vietnamese food manufacturing firms from 2000 to 2017. The results show that past profitability, accruals, investment, net working capital, firm size and dividend have different effects on long-term profitability in terms of size, direction and duration of the effects. The analysis of these factors' effects has implications for profitability forecast model development to integrate them, which can assist firms in financial planning.

Keywords: Food manufacturing, profitability, long-term profit, internal factors, lagged effect

JEL Codes: G17, G30

1. Đặt vấn đề

Ngành chế biến thực phẩm Việt Nam trong những năm gần đây trải qua không ít biến cố khiến lợi nhuận của ngành dao động mạnh, đặc biệt có những thời điểm diễn biến rất xấu. Điển hình có thể kể đến khủng hoảng ngành chế biến thủy sản năm 2011-2012, ngành chế biến thịt lợn năm 2017, kinh doanh lúa gạo cuối 2018 - đầu 2019, các vụ rút giá thảm hại đồng loạt của chuỗi Đồng Nai, rau Đà Lạt, vú sữa Lò Rèn, chuỗi

Tây Ninh, dưa hấu Quảng Ngãi, ớt Bình Định, đu đủ Đồng Tháp, vịt Nghệ An cùng trong năm 2017, lại thêm hồ tiêu, trứng gà, khoai lang ở Gia Lai, dưa Nghệ An đầu 2019 (theo Tổng cục Thống kê). Bối cảnh đó khiến cho dự báo khả năng sinh lời của ngành thực phẩm Việt Nam trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết, bởi đó là tiền đề giúp các doanh nghiệp chủ động kế hoạch hóa tài chính nhằm đối phó với các diễn biến bất lợi.

Tuy nhiên, dự báo tài chính chưa bao giờ là một việc đơn giản. Các nghiên cứu về dự báo tài chính nói chung và dự báo khả năng sinh lời nói riêng tại Việt Nam cho đến nay vẫn còn hết sức khiêm tốn. Hầu hết những nghiên cứu này đều theo hướng vận dụng những phương pháp dự báo phổ biến cho một chỉ tiêu tài chính cụ thể nào đó. Trong khi đó, một trong những nền tảng quan trọng nhất của dự báo khả năng sinh lời phải là xác định được các nhân tố tác động tới lợi nhuận tương lai và dựa trên mối quan hệ giữa chúng để thiết lập điều kiện cho xây dựng mô hình dự báo lợi nhuận dài hạn.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm làm rõ các nhân tố tác động tới khả năng sinh lời dài hạn của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm tại Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu tập trung vào các nhân tố nội tại bởi chúng đóng vai trò then chốt và có thể được chủ động tích hợp, điều chỉnh trong kế hoạch hóa tài chính doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Các nghiên cứu nước ngoài

Lợi nhuận quá khứ

Theo Stigler (1963), trong môi trường kinh tế cạnh tranh, tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp trong cùng ngành có xu hướng đảo chiều theo thời gian về giá trị bình quân ngành, do những doanh nghiệp trong ngành sẽ học hỏi những doanh nghiệp dẫn đầu, đồng thời những doanh nghiệp yếu kém sẽ bị đào thải. Hiện tượng này được gọi là sự đảo chiều về giá trị trung bình (mean reversion) của tỷ suất sinh lời. Như vậy, rõ ràng là khả năng sinh lời trong tương lai bị ràng buộc với lợi nhuận trong quá khứ.

Tác động của lợi nhuận quá khứ tới lợi nhuận tương lai đã được phân tích trong nghiên cứu điển hình của Altunbas & cộng sự (2008) tại Anh, Allen & Salim (2005) tại EU, Fama & French (2000) tại Mỹ và rất nhiều nghiên cứu khác. Tuy mức độ tác động được phát hiện là khác nhau tùy theo bối cảnh nghiên cứu nhưng nhìn chung các nghiên cứu đều xác nhận sự tồn tại của hiện tượng đảo chiều lợi nhuận trong thực tế, từ đó khẳng định tác động của lợi nhuận quá khứ tới tương lai.

Cơ cấu lợi nhuận

Một số nghiên cứu phân tách lợi nhuận thành hai bộ phận: thực thu và dồn tích (accruals). Về cơ bản, bộ phận dồn tích là phần lợi nhuận đã phát sinh trong kỳ nhưng chưa được chuyển hóa thành tiền mặt.

Nghiên cứu tiên phong về vai trò của cơ cấu lợi nhuận trong dự báo khả năng sinh lời của Sloan (1996) chỉ ra rằng cả hai bộ phận trên có quan hệ cùng chiều với ROA 1 năm sau. Tuy nhiên bộ phận dồn tích có độ ổn định thấp hơn, do việc hạch toán ít nhiều chịu tác động của một số yếu tố chủ quan, nên tỷ trọng của nó càng cao thì độ ổn định của lợi nhuận kỳ sau càng thấp. Kết quả này sau đó đã được xác nhận lại trong các nghiên cứu của Ball & cộng sự (2016), Richardson & cộng sự (2005), Kean & Wells (2007). Cơ cấu lợi nhuận là một trong số rất ít những nhân tố mà chiều tác động của nó tới khả năng sinh lời tương lai được xác định thống nhất giữa các nghiên cứu.

Đầu tư

Các khoản đầu tư (nhất là dài hạn) thường được kỳ vọng giúp cải thiện lợi nhuận trong tương lai, với điều kiện quy mô đầu tư phù hợp. Kết quả nghiên cứu của Yoo & Kim (2015) tại Hàn Quốc, Jiang & cộng sự (2006) tại Đài Loan đều ủng hộ nhận định này. Tuy nhiên, mối quan hệ này lại được xác định là ngược chiều bởi Richardson & cộng sự (2005), Dickinson & Sommers (2012), Li (2004). Trong khi đó, Espinosa (2015), Kotšina & Hazak (2012) lại không phát hiện mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa đầu tư và lợi nhuận kỳ sau đối với các doanh nghiệp ở Mỹ và EU.

Cơ cấu vốn

Tác động của cơ cấu vốn có thể là tích cực hoặc tiêu cực tùy vào tình hình kinh doanh dự kiến. Stierwald (2010), Dickinson & Sommers (2012), Zhou (2006) đều phát hiện quan hệ cùng chiều giữa tỷ trọng nợ với lợi nhuận của một hoặc một vài kỳ sau đối với các doanh nghiệp tại Úc và Mỹ. Ngược lại, tại Hàn Quốc, Yoo & Kim (2015) lại tìm thấy bằng chứng cho tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính tới ROA 1 năm sau trong bối cảnh suy thoái kinh tế. Trong các nghiên cứu của Evans & cộng sự (2017) và Espinosa (2015), tác động của cơ cấu vốn không được xác định thống nhất hoặc không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, các công trình trên không thật sự xem cơ cấu vốn là trọng tâm nghiên cứu. Cho đến nay, chỉ có Nissim & Penman (2003) là đi sâu vào nghiên cứu nhân tố này, qua đó phát hiện chiều tác động của tỷ trọng nợ tới lợi nhuận tương lai phụ thuộc từng loại nợ.

Vốn lưu động

Một số nghiên cứu về lợi nhuận ngành chế biến thực phẩm có tích hợp nhân tố vốn lưu động và xem đây là nhân tố tác động đặc thù của ngành. Bieniasz & Golaś (2011) đã phát hiện ảnh hưởng tích cực của nhân tố này đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp tại Ba Lan và một số quốc gia châu Âu giai đoạn 2005-2009. Mwangi & Nyambura (2015) tại Kenya, Pervan & cộng sự (2017) tại Croatia tập trung vào một phương diện hẹp hơn của quản lý vốn lưu động, chẳng hạn hiệu quả quản lý tồn kho và ngân quỹ, nhìn chung đều xác nhận tác động tích cực của những nhân tố này. Tuy vậy, tất cả các nghiên cứu trên chưa mở rộng phạm vi thời gian nghiên cứu ra xa hơn 1 năm.

Quy mô doanh nghiệp

Về mặt lý thuyết, tác động của quy mô tới khả năng sinh lời có thể là tích cực (hiệu ứng quy mô kinh tế). Tuy nhiên, nếu quy mô doanh nghiệp vượt quá mức tối ưu thì sẽ xảy ra hiện tượng ngược lại (phản quy mô kinh tế). Do đó, quy mô có tác động phi tuyến và phi đơn điệu tới khả năng sinh lời.

Nói chung cho đến giờ các nghiên cứu thực nghiệm không tập trung nhiều vào tác động của quy mô và thường chỉ tích hợp nhân tố này vào mô hình với tư cách là biến kiểm soát. Evans & cộng sự (2017) tại Mỹ, Stierwald (2010) tại Úc đều phát hiện tác động tích cực của quy mô tới ROA kỳ sau. Czarnitzki & Kraft (2010), Yoo & Kim (2015) lại phát hiện tác động này là tiêu cực đối với các doanh nghiệp tại Đức và Hàn Quốc. Trong khi đó, Espinosa (2015) lại không tìm thấy tác động có ý nghĩa thống kê của nhân tố này.

Cổ tức

Theo lý thuyết về hiệu ứng phát tín hiệu của cổ tức, việc chi trả cổ tức và đặc biệt là gia tăng cổ tức thường được xem là tín hiệu về sự tự tin của ban quản trị công ty về lợi nhuận tương lai, do đó cổ tức đóng vai trò tích cực trong dự báo lợi nhuận (Miller & Modigliani, 1961). Mặt khác, khi doanh nghiệp chi trả nhiều cổ tức hơn thì lợi nhuận giữ lại sẽ ít đi nên sẽ phải huy động thêm vốn từ bên ngoài, hoặc do doanh nghiệp có ít nhu cầu đầu tư trong tương lai, do đó lợi nhuận dự kiến sẽ giảm. Ham & cộng sự (2020), Khan & cộng sự (2019), Nissim & Ziv (2001), Zhou (2006), Gou & cộng sự (2015), Evans & cộng sự (2017) đều phát hiện tương quan dương giữa cổ tức với lợi nhuận tương lai trong một phạm vi thời gian nhất định. Trái lại, Penman (1983), Grullon & cộng sự (2005) lại nhận thấy mối quan hệ này là ngược chiều. Dhakal & Shah (2018), Grullon & cộng sự (2002) không tìm thấy quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa chúng trong thực nghiệm. Như vậy, mặc dù cổ tức là một trong những nhân tố có nền tảng lý thuyết cụ thể nhất, nhưng vai trò dự báo lợi nhuận của nó trong thực tế vẫn chưa được xác định thống nhất giữa các nghiên cứu.

Nhìn chung, các nghiên cứu nước ngoài chủ yếu mắc phải hạn chế về phạm vi không gian, do số lượng các nghiên cứu tại những quốc gia đang phát triển rất ít, mặc dù tại đó việc xác định các nhân tố tác động tới lợi nhuận tương lai là điều vô cùng cấp thiết trong bối cảnh kinh tế đang phát triển đầy biến động.

2.2. Các nghiên cứu trong nước

Tại Việt Nam, cho đến nay các nghiên cứu được công bố về dự báo tài chính vẫn còn rất ít, trong đó các nghiên cứu về nhân tố tác động dài hạn tới khả năng sinh lời thậm chí còn hiếm hơn. Đáng kể nhất chỉ có

nghiên cứu của Nguyễn Thu Hằng & cộng sự (2014) về tác động của kế toán dồn tích tới mức độ bền vững lợi nhuận đã đưa ra kết luận tương tự như các nghiên cứu trước đây trên thế giới. Tuy nhiên, nghiên cứu này chưa đi sâu vào phân tích tác động của lợi nhuận dồn tích trong dài hạn. Lê Quang Minh & cộng sự (2013), Bùi Kim Phương & Nguyễn Thị Ngọc Trang (2018), Nguyễn Thị Uyên Uyên & Từ Thị Kim Thoa (2015) tuy có vận dụng khái niệm lợi nhuận dồn tích cho một số mục tiêu nghiên cứu khác nhưng đều mắc phải hạn chế như trên. Nguyễn Hoài Nghĩa & Lưu Trường Văn (2015), Vũ Xuân Nam & cộng sự (2014) tuy bước đầu phác thảo được mô hình dự báo lợi nhuận cho ngành bất động sản và viễn thông nhưng các nhân tố trong mô hình mang tính đặc thù ngành cao, khó áp dụng cho các ngành khác.

Như vậy, thực chất mục tiêu và nội dung của các nghiên cứu trên vẫn chưa tiến sát tới phân tích tác động của các nhân tố nội tại tới khả năng sinh lời dài hạn. Nói cách khác, cho đến nay tại Việt Nam vẫn chưa có nghiên cứu thực nghiệm trực tiếp nào về vấn đề này, do đó cũng chưa xác định được những nhân tố có tiềm năng tác động tới lợi nhuận tương lai và dự báo khả năng sinh lời. Phạm vi nghiên cứu chỉ giới hạn trong một số ít ngành nghề, thậm chí một doanh nghiệp cụ thể.

Tất cả những hạn chế trên cho thấy việc xác định các nhân tố nội tại tác động tới khả năng sinh lời trong dài hạn vẫn còn là một khoảng trống nghiên cứu lớn tại Việt Nam. Đặt trong bối cảnh nền kinh tế hết sức bất ổn ngày nay, việc tiến hành một nghiên cứu toàn diện để giải quyết vấn đề trên càng cần thiết hơn bao giờ hết.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng số liệu thứ cấp được trích ra từ báo cáo tài chính thường niên đã kiểm toán của 44 doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên sàn giao dịch HNX và HoSE giai đoạn 2000-2017. Tổng số quan sát là 522 (số liệu bảng không cân). Để đảm bảo tính đại diện của mẫu, nghiên cứu không loại trừ những doanh nghiệp có thời gian tồn tại ngắn hơn, do đó tránh được sự phân tích thiên lệch về những doanh nghiệp tồn tại lâu dài, bền vững (survival bias).

3.2. Mô hình và biến

Phân tích tác động của các nhân tố nội tại tới khả năng sinh lời dài hạn đòi hỏi phải kiểm định tác động của chúng tới lợi nhuận nhiều kỳ tiếp theo, tức là nhất thiết phải xét tới độ trễ của tác động. Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu, các tác động này được lượng hóa bằng mô hình hồi quy tuyến tính có độ trễ như sau:

$$ROA_{i,t+k} = \alpha + \beta'_1 \times ROA_{i,t} + \beta'_2 \times ACCR_{i,t} + \beta'_3 \times TAGR_{i,t} + \beta'_4 \times D_{i,t} + \beta'_5 \times NWC_{i,t} + \beta'_6 \times \ln TA_{i,t} + \beta'_7 \times DIV_{i,t} + u_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t+k} = \alpha + \gamma'_1 \times ROA_{i,t} + \gamma'_2 \times ACCR_{i,t} + \gamma'_3 \times TAGR_{i,t} + \gamma'_4 \times D_{i,t} + \gamma'_5 \times NWC_{i,t} + \gamma'_6 \times \ln TA_{i,t} + \gamma'_7 \times DIV_{i,t} + u_{it} \quad (2)$$

Biến phụ thuộc là $ROA_{i,t+k}$ và $ROE_{i,t+k}$ – đại diện cho khả năng sinh lời dài hạn, được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu trước. Các biến độc lập đại diện cho các nhân tố nội tại có tiềm năng tác động tới khả năng sinh lời các kỳ sau (chi tiết trong Phụ lục 1).

Về độ trễ của các biến, trên cơ sở kế thừa phương pháp của các nghiên cứu trước, nghiên cứu này áp đặt k nhận các giá trị từ 1 đến 5.

Do nghiên cứu chỉ tập trung vào kiểm định các nhân tố nội tại nên những nhân tố bên ngoài không được tích hợp trực tiếp vào mô hình, thay vì thế vấn đề này được giải quyết bằng cách áp dụng mô hình sai số hai chiều trong ước lượng hồi quy.

3.3. Phương pháp ước lượng và hiệu chỉnh mô hình

Các mô hình (1) và (2) được ước lượng bằng phương pháp hồi quy tuyến tính cho số liệu mảng sử dụng mô hình hiệu ứng cố định (FEM) hoặc hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Để lựa chọn giữa FEM và REM, kiểm định Hausman sẽ được thực hiện. Tuy nhiên, việc các mô hình trên có thể mắc phải một số khuyết tật nên cần được định hướng xử lý lần lượt như sau:

Bảng 1: Thống kê mô tả của các biến

Biến	N	Trung bình	SD	Min	Max
ROA	503	0,088	0,094	-0,317	0,722
ROE	503	0,16	0,189	-10,292	10,174
ACCR [†]	461	0,024	0,195	-10,859	0,739
ACCR [‡]	461	0,077	0,481	-20,792	10,985
TAGR	473	0,408	20,271	-0,674	450,179
D	503	0,477	0,202	0,022	0,967
NWC (mô hình ROA)	503	0,219	0,206	-0,325	0,95
NWC (mô hình ROE)	503	0,31	0,672	-90,321	10,732
lnTA	503	130,395	10,584	80,854	180,098
Div	492	0,931	70,957	-20,342	1730,004

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

- Xử lý đa cộng tuyến: Trước hết ma trận tương quan giữa các biến độc lập được thiết lập. Những biến có tương quan cao sẽ được hiệu chỉnh cách đo lường nhằm làm giảm tương quan mà không làm sai lệch bản chất của nhân tố mà chúng đại diện.

- Xử lý tác động của các nhân tố bên ngoài không được tích hợp trực tiếp vào mô hình: Áp dụng phương pháp mô hình sai số hai chiều. Theo đó, sai số u_{it} của mô hình được phân tách thành: $u_{it} = \varepsilon_i + \delta_t + v_{it}$, với ε_i đại diện cho những nhân tố khác biệt giữa các đối tượng quan sát nhưng bất định theo thời gian còn δ_t đại diện cho những nhân tố thay đổi theo thời gian nhưng bất định giữa các đối tượng quan sát trong cùng một thời kỳ. Bộ phận còn lại là v_{it} được giả định là thỏa mãn các điều kiện về sai số ngẫu nhiên của mô hình hồi quy tuyến tính. Các mô hình FE và RE sau đó sẽ được ước lượng dựa trên định hướng này.

- Hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan được chẩn đoán lần lượt bằng kiểm định Wald hiệu chỉnh và kiểm định Wooldridge (thực hiện sau Hausman). Nếu có các vấn đề này, các hệ số hồi quy sẽ được ước lượng lại bằng Robust cluster.

- Vấn đề số liệu mảng không cân được xử lý bằng cách tích hợp trọng số xác suất nghịch đảo khi ước lượng các hệ số hồi quy. Để loại bỏ sự chênh lệch về xác suất xuất hiện của các đối tượng trong mẫu, những doanh nghiệp xuất hiện nhiều hơn được gán cho những trọng số w_i thấp hơn và ngược lại, theo công thức: $w_i = 1/f_i = 1/(N_i/N)$ – trong đó N_i là số kỳ xuất hiện trong mẫu của doanh nghiệp, N là tổng số kỳ được lấy mẫu.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả thể hiện phần nào mức biến động và phân phối xác suất của các chỉ tiêu, quan trọng nhất là ROA và ROE với giá trị tối thiểu lần lượt là -31,7% và -129,2%, giá trị tối đa là 72,2% và 117,4%. Tuy đây chỉ là những giá trị cực đoan nhưng cùng với độ lệch chuẩn cao cho thấy khả năng sinh lời của ngành trong thời gian qua dao động rất mạnh. Một số biến như ACCR, TAGR và NWC cũng có khoảng biến thiên rộng, với các giá trị tối thiểu âm cho thấy lợi nhuận dồn tích, đầu tư và vốn lưu động ròng có sự khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp và biến động mạnh qua các năm.

Bảng 2: Ma trận tương quan - Mô hình ROA dài hạn

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) ROA	1,000						
(2) ACCR	0,211	1,000					
(3) TAGR	0,262	0,240	1,000				
(4) D	-0,324	-0,049	-0,044	1,000			
(5) NWC	0,436	0,182	0,097	-0,541	1,000		
(6) lnTA	0,029	-0,048	-0,041	0,004	-0,203	1,000	
(7) Div	-0,062	-0,014	-0,015	0,047	-0,095	0,047	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

Bảng 3: Ma trận tương quan - Mô hình ROE dài hạn

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) ROE	1,000						
(2) ACCR	0,287	1,000					
(3) TAGR	0,225	0,268	1,000				
(4) D	-0,172	0,002	-0,068	1,000			
(5) NWC	0,388	0,307	0,056	-0,426	1,000		
(6) lnTA	-0,013	-0,056	-0,041	0,071	-0,046	1,000	
(7) Div	-0,057	-0,015	-0,015	0,073	-0,080	0,047	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

4.2. Ma trận tương quan

Các ma trận tương quan cho thấy tương quan giữa các biến độc lập của cả hai nhóm mô hình là không cao ($<0,7$), do đó hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng lo ngại.

4.3. Kết quả chạy mô hình hồi quy

Sau khi ước lượng các mô hình bằng FEM và REM, kiểm định Hausman được tiến hành cho thấy FEM phù hợp hơn. Tuy nhiên, kết quả kiểm định Wald hiệu chỉnh và kiểm định Wooldridge sau đó cho thấy các mô hình có phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, do đó cần được hiệu chỉnh bằng ước lượng Robust cluster. Kết quả ước lượng cuối cùng của các mô hình sau hiệu chỉnh được trình bày trong Phụ lục 2.

Lợi nhuận quá khứ

Lợi nhuận kỳ trước có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê tới ROA 1 năm sau, tương tự kết quả các nghiên cứu trước. Điều này cũng được quan sát thấy trong mô hình ROE_{t+1} mặc dù hệ số ROE_t trong đó không có ý nghĩa thống kê. Đặc biệt, biến lợi nhuận kỳ trước có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê trong cả hai mô hình ROA_{t+2} và ROE_{t+2} , cho thấy hiện tượng đảo chiều suất sinh lợi có tồn tại trên thực tế, tuy nhiên phải đến hai năm sau mới bộc lộ rõ, tức là chậm hơn so với kết quả của những nghiên cứu trên thế giới. Bên cạnh đó, nếu không kể trường hợp $k=3$ thì dấu của ROA_t và ROE_t trong các mô hình đều giống nhau, cho thấy sự thống nhất đáng kể về chiều tác động của lợi nhuận kỳ trước tới khả năng sinh lời các kỳ sau dù được đo lường bằng những chỉ tiêu khác nhau.

Cơ cấu lợi nhuận

Biến ACCR có độ tin cậy thống kê cao trong tất cả các mô hình ROA và trong 3/5 mô hình ROE, đồng thời hoàn toàn thống nhất về dấu hệ số giữa hai nhóm mô hình là bằng chứng thuyết phục cho tác động của cơ cấu lợi nhuận tới khả năng sinh lời trong dài hạn. Tuy nhiên, biến này chỉ có hệ số dương khi $k=1$ và 2. Kết quả này có phần khác biệt với những nghiên cứu điển hình của Richardson & cộng sự (2005), Ball & cộng sự (2016). Điều này có thể xuất phát từ đặc thù ngành chế biến thực phẩm với các khoản phải thu thường có thời gian đáo hạn ngắn, nên các khoản lợi nhuận dồn tích cũng phải được chuyển hóa thành thực thu trong thời gian ngắn. Nếu chúng tồn tại lâu dài từ năm này qua năm khác thì đó thường là dấu hiệu tiêu cực, cho thấy sự chậm trễ trong thu hồi tiền từ khách hàng.

Đầu tư

Với $k=1$, biến TAGR chỉ có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROE và mang dấu âm. Ngược lại, với $k=2$ biến này chỉ có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROA và mang dấu dương. Nhìn chung, đầu tư tổng tài sản không thể hiện rõ tác động trong 2 năm đầu có thể vì trong đó có bao gồm cả đầu tư dài hạn mà những lợi ích của chúng chỉ được quan sát thấy ở nhiều năm sau. Điều này được minh chứng bởi kết quả hồi quy với $k=4$, khi đó TAGR có dấu dương và có ý nghĩa thống kê trong cả hai nhóm mô hình, cho thấy đầu tư tổng tài sản có thể cải thiện lợi nhuận ở nhiều năm sau.

Cơ cấu vốn

Biến D chỉ có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROA_{t+1} , $t+2$. Hệ số của D trong hai mô hình này là dương cho

thấy đòn bẩy tài chính góp phần làm tăng lợi nhuận dự kiến trong 2 năm đầu. Tuy nhiên, trong tất cả các mô hình còn lại, biến này đều có độ tin cậy thống kê thấp. Điều này có thể được lý giải là do cấu trúc vốn của doanh nghiệp chế biến thực phẩm thường thiên về nợ ngắn hạn hơn dài hạn mà các khoản nợ ngắn hạn chỉ tác động tới kết quả kinh doanh trong khoảng thời gian 1-2 năm.

Vốn lưu động

Biến NWC chỉ có ý nghĩa thống kê trong mô hình ROA_{t+1} và ROE_{t+1} , cho thấy tác động của vốn lưu động ròng chỉ duy trì trong 1 năm sau chứ không kéo dài hơn. Kết quả này phản ánh đúng tính chất thời gian tồn tại ngắn và lưu chuyển nhanh của vốn lưu động ròng – đây cũng thường là đặc thù của ngành chế biến thực phẩm. Tuy nhiên, dấu của NWC trong 2 mô hình này lại không thống nhất (dương trong mô hình ROA_{t+1} , âm trong mô hình ROE_{t+1}). Sự khác biệt này có thể bắt nguồn từ cách tính NWC trong hai nhóm mô hình là khác nhau để đảm bảo yếu tố kỹ thuật trong chạy mô hình. Về cơ bản, chưa thể khẳng định rõ ràng về chiều tác động của NWC, nhưng nhân tố này có gây ra tác động trễ tới khả năng sinh lời trong phạm vi 1 năm.

Quy mô doanh nghiệp

Trong mô hình ROA_{t+1} và ROE_{t+1} , biến $\ln TA$ đều có ý nghĩa thống kê cao và mang dấu âm, cho thấy hiện tượng phản quy mô kinh tế đã xảy ra với các doanh nghiệp chế biến thực phẩm trong thời gian qua. Tuy nhiên, biến này không có ý nghĩa thống kê trong các mô hình còn lại. Nói chung, do quy mô doanh nghiệp thay đổi một cách nhanh chóng và đáng kể qua mỗi năm nên khối tài sản ở cuối năm trước chỉ có thể tác động đáng kể tới kết quả kinh doanh của 1 năm sau là cùng.

Cổ tức

Biến Div có độ tin cậy thống kê cao trong tất cả các mô hình ROA_{t+k} và ROE_{t+k} là bằng chứng thuyết phục cho tác động của cổ tức tới lợi nhuận dài hạn. Dấu của Div âm trong các mô hình $k=1$ và 2 nhưng dương trong các mô hình còn lại. Về cơ bản, kết quả này không trái ngược với những nghiên cứu trước, bởi các nghiên cứu quốc tế trước đây cũng đưa ra những kết luận rất khác nhau về chiều tác động của cổ tức. Với các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam, việc tăng chi trả cổ tức ở hiện tại có xu hướng làm giảm lợi nhuận 1-2 năm sau, nhưng lại là dấu hiệu dự báo tích cực cho lợi nhuận 3-5 năm sau. Điều này có thể là do khi doanh nghiệp chi trả nhiều cổ tức hơn thì trong tương lai gần sẽ phải huy động vốn từ bên ngoài nhiều hơn, dẫn tới gia tăng chi phí vốn, giảm lợi nhuận trước mắt, tuy nhiên về lâu dài đây lại là dấu hiệu của sự tự tin về khả năng duy trì và cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp.

5. Kết luận

Nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích tác động của các nhân tố nội tại tới khả năng sinh lời dài hạn của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết tại Việt Nam. Qua đó, nghiên cứu đã xác nhận lợi nhuận hiện tại có tác động tích cực tới khả năng sinh lời tương lai trong 1 năm sau nhưng sau đó có thể xảy ra hiện tượng đảo chiều suất sinh lợi. Lợi nhuận dồn tích về cơ bản có tác động tích cực tới lợi nhuận 1 năm sau nhưng tiêu cực đối với lợi nhuận của những năm xa hơn do lợi nhuận bị dồn tích quá lâu thường là dấu hiệu không tốt. Đầu tư tài sản chỉ bộc lộ tác động dương sau khoảng 4 năm do trong đó có bao gồm đầu tư dài hạn. Ngược lại, vốn lưu động ròng chỉ gây ra tác động trong vòng 1 năm sau. Quy mô gây ra tác động âm tới lợi nhuận 1 năm sau, cho thấy hiện tượng phản quy mô kinh tế. Cổ tức có tác động tới lợi nhuận trong suốt 1-5 năm sau mặc dù chiều tác động phức tạp. Tác động của cơ cấu vốn không thực sự rõ ràng. Các kết quả nghiên cứu này cho thấy tầm ảnh hưởng quan trọng của những nhân tố nội tại tới lợi nhuận dài hạn, do đó cần được tích hợp vào những mô hình dự báo tài chính, hỗ trợ doanh nghiệp kế hoạch hóa tài chính hiệu quả nhằm đương đầu với những biến cố tương lai.

Phụ lục 1: Tóm tắt các biến trong mô hình

	Ký hiệu	Công thức		Ý nghĩa	Ghi chú	Nguồn tham khảo
		Trong mô hình ROA	Trong mô hình ROE			
Biến phụ thuộc	$\Pi_{i,t+k}$	$ROA_{i,t+k} / \text{Tổng sản bình quân}_{i,t+k}$	$ROE_{i,t+k} = \text{LNST}_{i,t+k} / \text{VCSH bình quân}_{i,t+k}$	Đo lường tỷ lệ sinh lời của doanh nghiệp i ở kỳ (t+k), phản ánh khả năng sinh lời trong tương lai	$k = 1 \rightarrow 5$	
	$\Pi_{i,t}$	$ROA_{i,t} = \text{LNST}_{i,t} / \text{Tổng TS bình quân}_{i,t}$	$ROE_{i,t} = \text{LNST}_{i,t} / \text{VCSH bình quân}_{i,t}$	Đo lường tỷ lệ sinh lời của doanh nghiệp i ở kỳ t, đại diện cho khả năng sinh lời trong kỳ hiện tại		Allen & Salim (2005), Fama & French (2000), Sloan (1996), Richardson & cộng sự (2005), Li (2004), Dickinson & Sommers (2012), Nissim & Ziv (2001), Grullon & cộng sự (2005), Zhou (2006)
	$ACCR_{i,t}$	Lợi nhuận dồn tích tài sản bình quân _{i,t}	Lợi nhuận dồn tích _{i,t} / VCSH bình quân _{i,t}	Đo lường tỷ lệ lợi nhuận dồn tích của doanh nghiệp i ở kỳ t, đại diện cho cấu trúc lợi nhuận trong kỳ hiện tại	Cách tính giá trị biến ACCR trong mô hình ROA _{t+k} và ROE _{t+k} khác nhau để đảm bảo thống nhất với cách đo lường chi tiêu dự báo khả năng sinh lời	Sloan (1996), Kean & Wells (2007), Richardson & cộng sự (2005), Ball & cộng sự (2016)
	$TAGR_{i,t}$ (total assets growth)	(Tổng tài sản cuối kỳ _{i,t} - Tổng tài sản đầu kỳ _{i,t}) / Tổng tài sản đầu kỳ _{i,t}		Đo lường tỷ lệ tăng trưởng của tổng tài sản của doanh nghiệp i trong kỳ t, đại diện cho nhân tố đầu tư trong kỳ hiện tại		Richardson & cộng sự (2005), Li (2004), Dickinson & Sommers (2012), Espinosa (2015), Yoo & Kim (2015)
	$D_{i,t}$ (Debt ratio)	Nợ cuối kỳ _{i,t} / Tổng tài sản cuối kỳ _{i,t}		Đo lường tỷ lệ nợ của doanh nghiệp i ở cuối kỳ t, đại diện cho cấu trúc vốn trong kỳ hiện tại		Evans & cộng sự (2017), Stierwald (2010), Espinosa (2015), Yoo & Kim (2015), Dickinson & Sommers (2012)
Biến độc lập	$NWC_{i,t}$ (Net working capital)	$VLĐR \text{ cuối kỳ}_{i,t} / \text{Tổng tài sản cuối kỳ}_{i,t}$	$VLĐR \text{ cuối kỳ}_{i,t} / \text{VCSH cuối kỳ}_{i,t}$	Đo lường tỷ lệ vốn lưu động ròng của doanh nghiệp i ở cuối kỳ t, đại diện cho nhân tố quy mô vốn lưu động ròng trong kỳ hiện tại, được xem là nhân tố đặc thù của ngành chế biến thực phẩm	Cách tính giá trị biến NWC trong mô hình ROA và ROE khác nhau để đảm bảo thống nhất với cách đo lường chi tiêu khả năng sinh lời	Bieniasz & Golas (2011), Mwangi & Nyambura (2015), Pervan & cộng sự (2017)
	$\ln TA_{i,t}$	$\ln(\text{Tổng tài sản bình quân}_{i,t})$		Đo lường quy mô tổng tài sản bình quân của doanh nghiệp i trong kỳ t, đại diện cho nhân tố quy mô doanh nghiệp ở hiện tại		Evans & cộng sự (2017), Czarnitzki & Kraft (2010), Stierwald (2010), Espinosa (2015), Yoo & Kim (2015)
	$DIV_{i,t}$ (Dividend)	Cổ tức _{i,t} / LNST _{i,t}		Đo lường quy mô chi trả cổ tức của doanh nghiệp i trong kỳ t, đại diện cho nhân tố cổ tức trong kỳ hiện tại		Nissim & Ziv (2001), Zhou (2006), Lee & cộng sự (2012), Grullon & cộng sự (2002)

Phụ lục 2: Kết quả kiểm định mô hình (giản lược)

2A. Nhóm mô hình ROA _{t+k}										
	k=1		k=2		k=3		k=4		k=5	
	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE
ROA	0,13074**	0,06378	-0,1217*	0,07075	-0,0058	0,09336	-0,1051*	0,05646	-0,0187	0,08422
ACCR	-0,0552*	0,03078	0,03946*	0,01992	-0,0338***	0,01194	-0,0513***	0,01753	0,06078***	0,01612
TAGR	-0,0023	0,00141	0,00152*	0,00079	-0,0006	0,00084	0,00155**	0,00064	-0,0002	0,00087
D	0,00454***	0,00117	0,00663**	0,00313	0,00259	0,0035	0,00537**	0,00239	0,00908	0,00849
NWC	0,06377**	0,02706	0,03486	0,03606	0,02521	0,03007	0,04537	0,04155	0,06022	0,05142
lnTA	-0,038***	0,01267	-0,0068	0,00657	-0,009	0,0071	0,00836	0,00964	0,02107**	0,01014
Div	-0,0006***	0,00011	-0,0002*	0,0001	0,00037***	9,7E-05	0,00046***	6,8E-05	0,00034***	0,00012
2B. Nhóm mô hình ROE _{t+k}										
	k=1		k=2		k=3		k=4		k=5	
	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE	Coef.	SE
ROE	0,04979	0,097	-0,1546**	0,07128	0,17945	0,23773	-0,1801	0,11207	-0,148	0,13327
ACCR	-0,0026	0,05297	0,05296	0,03434	-0,0842*	0,04807	-0,0521**	0,02316	0,0956**	0,03544
TAGR	-0,0063***	0,00232	0,00057	0,0014	-0,003	0,00286	0,00394**	0,00187	-0,0005	0,00204
D	0,08375	0,09036	0,14369	0,11374	0,02389	0,10164	-0,025	0,12496	-0,0092	0,14305
NWC	-0,0695***	0,01993	-0,0173	0,03258	0,02445	0,0238	-0,0527	0,05213	0,04552	0,04692
lnTA	-0,0817***	0,02523	-0,0242	0,01471	-0,0195	0,01591	0,00216	0,01711	0,03372**	0,01725
Div	-0,0047***	0,00029	-0,0016***	0,00032	0,00287***	0,00029	0,00212***	0,00029	0,00129***	0,0004

Chú thích: *, **, *** lần lượt chỉ mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata

Tài liệu tham khảo

- Allen, D. E. & Salim, H. M. (2005), 'Forecasting profitability and earnings: A study of the UK market (1982-2000)', *Applied Economics*, 37 (17), 2009-2018.
- Altunbas, Y., Karagiannis, A., Liu, M.-H. & Tourani-Rad, A. (2008), 'Mean reversion of profitability: Evidence from the European-listed firms', *Managerial Finance*, 34 (11), 799-815.
- Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. & Nikolaev, V. (2016), 'Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns', *Journal of Financial Economics*, 121, 28-45.
- Bieniasz, A. & Gołaś, Z. (2011), 'The Influence of Working Capital Management on the Food Industry Enterprises Profitability', *Contemporary Economics*, 5 (4), 68-81.
- Bùi Kim Phương & Nguyễn Thị Ngọc Trang (2018), 'Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 7-2018, 5-20.
- Czarnitzki, D. & Kraft, K. (2010), 'On the Profitability of Innovative Assets', *Journal of Applied Economics*, 42 (15), 1941-1953.
- Dhakal, N. & Shah, A. (2018), 'Dividend Policy, Share Price and Future Profitability: Case of Commercial Banks in Nepal', *Journal of Business and Social Sciences Research*, 1 (1), 89-110.
- Dickinson, V. & Sommers, G. A. (2012), 'Which competitive efforts lead to future abnormal economic rents?', *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 360-398.
- Espinosa, R. (2015), 'Financial Constraints, Corporate Investment and Future Profitability', doctoral dissertation, University of California, Berkeley, USA.
- Evans, M. E., Njoroge, K. & Yong, K. O. (2017), 'An Examination of the Statistical Significance and Economic Relevance of Profitability and Earnings Forecasts from Models and Analysts', *Contemporary Accounting Research*, 34 (3), 1299-1750.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2000), 'Forecasting Profitability and Earnings', *The Journal of Business*, 73 (2), 161-175.
- Gou, Y., Maung, M. & Wilson, C. (2015), *Dividend Changes and Future Profitability: The role of earnings volatility*, retrieved on December 24th 2019 from <<https://www.semanticscholar.org/paper/Dividend-Changes-and-Future-Profitability-%3A-The-of-Gou-Maung/31aabf6b6835fdaa55d578d9ced91bae4e8b4620?p2df>>
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S. & Thaler, R. H. (2005), 'Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability', *Journal of Business*, 78 (5), 1659-1682.
- Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002), 'Are dividend changes a sign of firm maturity?', *Journal of Business*, 75 (July), 387-424.
- Ham, C. G., Kaplan, Z. R., Leary, M. T. (2020), 'Do dividends convey information about future earnings?', *Journal of Financial Economics*, 136 (2), 547-570.
- Jiang, C.-H., Chen, H.-L. & Huang, Y.-S. (2006), 'Capital expenditures and corporate earnings: Evidence from the Taiwan Stock Exchange', *Managerial Finance*, 32 (11), 853-861.
- Kean, S. & Wells, P. (2007), 'Earnings Decomposition and the Persistence of Earnings', *Accounting Research Journal*, 20 (2), 111-127.
- Khan, K., Chakir L., H., & Khalid, S. (2019), 'The impact of dividend policy on firm performance: A case study of the industrial sector', *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 9 (3), 23-31.
- Kotsina, S. & Hazak, A. (2012), 'Does Investment Intensity Impact Company Profitability? A Cross-Country Empirical Study', *IACSIT Press Proceedings*, Singapore.
- Lê Quang Minh, Trần Minh Tâm, Phan Khánh Hoàng & Lee Ye Chan (2013), 'Đánh giá tác động của thành phần tiền và thành phần đòn tích đến chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2007-2012', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 93, 43-48.
- Lee, S.-P., Isa, M. & Lim, W.-L. (2012), 'Dividend changes and future profitability: Evidence from Malaysia', *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 8 (2), 93-110.
- Li, D. (2004), *The Implications of Capital Investments for Future Profitability and Stock Returns—an*

Overinvestment Perspective, retrieved on December 25th 2019 from <<https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.616.87&rep=rep1&type=pdf>>

- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961), 'Dividend Policy, Growth, and the Valuation Of Shares', *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Mwangi, W. & Nyambura, M. T. (2015), 'The role of inventory management on performance of food processing companies: A case study of crown foods limited Kenya', *European Journal of Business and Social Sciences*, 4 (4), 64-78.
- Nguyễn Hoài Nghĩa & Lưu Trường Văn (2015), 'Xây dựng mô hình dự báo lợi nhuận của công ty bất động sản bằng system dynamics', *Tạp chí Khoa học - Đại học Mở TP HCM*, 7-2015, 28-37.
- Nguyễn Thị Uyên Uyên & Từ Thị Kim Thoa (2015), 'Khả năng dự báo thu nhập cho doanh nghiệp từ dòng tiền hoạt động: Trường hợp các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Phát triển & Hội nhập*, 20 (30), 34-42.
- Nguyễn Thu Hằng, Nguyễn Mạnh Hiệp & Nguyễn Thị Thanh Loan (2014), 'Ảnh hưởng của kế toán dồn tích đến tính bền vững của lợi nhuận kế toán tại các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam', *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 99, 23-28.
- Nissim, D. & Penman, S. H. (2003), 'Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios', *Review of Accounting Studies*, 8, 531-560.
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001), 'Dividend Changes and Future Profitability', *The Journal of Finance*, LVI (6), 2111-2134.
- Penman, S. H. (1983), 'The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends', *The Journal of Finance*, 38 (4), 1181-1199.
- Pervan, M., Pervan, I. & Curak, M. (2017), 'The Influence of Age on Firm Performance: Evidence from the Croatian Food Industry', *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 2017, 1-9.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T. & Tuna, A. I. (2005), 'Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices', *Journal of Accounting & Economics*, 39 (3), 437-485.
- Sloan, R. G. (1996), 'Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?', *The Accounting Review*, 71 (3), 289-315.
- Stierwald, A. (2010), *Determinants of Profitability: An Analysis of Large Australian Firms*, retrieved on 25th December 2019 from <<https://ideas.repec.org/p/iae/iaewps/wp2010n03.html>>
- Stigler, G. (1963), *Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries*, Princeton University Press, New Jersey, USA.
- Vũ Xuân Nam, Phạm Việt Bình & Nguyễn Văn Huân (2014), 'Phương pháp hồi quy bội trong dự báo và ứng dụng vào dự báo doanh thu dịch vụ viễn thông tại viễn thông Thái Nguyên', *Tạp chí Khoa học & Công nghệ*, 102 (2), 87-92.
- Yoo, S. & Kim, J. (2015), 'The Dynamic Relationship between Growth and Profitability under Long-Term Recession: The Case of Korean Construction Companies', *Sustainability*, 7 (12), 15982-15998.
- Zhou, P. (2006), 'Dividend Payout and Future Earnings Growth', *Financial Analysts Journal*, 62 (3), 58-69.