BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC MỞ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN GIÁ TRỊ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN TP.HCM VÀ HÀ NỘI

LUẬN VĂN THẠC SỸ TÀI CHÍNH NGÂN HÀNG

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan rằng luận văn nghiên cứu khoa học "Nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội" là bài nghiên cứu của chính bản thân thực hiện, hoàn toàn không có sự sao chép từ các công trình nghiên cứu khác. Ngoại trừ việc tham khảo các nội dung nghiên cứu khác cho việc tham khảo về các nghiên cứu trước trong phần cơ sở lý thuyết để lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp với nội dung luận văn.

Các số liệu về tài chính phục vụ cho nghiên cứu là hoàn toàn khách quan theo số liệu cung cấp của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội trên các website về tài chính như: www.cafef.vn, www.stockbiz.vn và www.cophieu68.com.

Các phần trích dẫn nguyên văn các nghiên cứu khác được trích dẫn theo đúng quy định và thông lệ nghiên cứu.

Nghiên cứu này chỉ được nộp duy nhất cho trường Đại học Mở TP.HCM để hoàn thành quá trình học tập và nghiên cứu thạc sỹ chuyên nghành Tài chính ngân hàng.

Nếu bạn cần hoàn thiện bài luận văn trong cuối năm học thì hãy tìm đến Luận văn 24, chúng tôi có mở Dịch vụ viết luận văn thạc sĩ chất lượng, đảm bảo sự tuyệt mật, thời gian nhanh chóng, đặc biệt với giá cả hợp lý chưa từng có.

LỜI CẢM ƠN

Trước tiên, tôi xin gửi lời cảm ơn sâu sắc đến toàn thể quý thầy cô đã và đang công tác tại trường Đại học Mở TP.HCM, nơi đã đào tạo và cung cấp cho chúng tôi khối lượng kiến thức vô cùng quý giá trong suốt chương trình học tập đào tạo thạc sỹ chuyên nghành Tài chính ngân hàng. Với những kiến thức được truyền đạt chúng tôi đã có cơ hội ứng dụng trong nghiên cứu học thuật và thực tế trong việc điều hành doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, cho phép tôi xin trân trọng gửi lời tri ân đến thầy Nguyễn Minh Hà, là người đã trực tiếp hướng dẫn phương pháp nghiên cứu, cách thức tiếp cận đến vấn đề mà tôi sẽ được trình bày nội dung ở các chương sau.

Lời cuối cùng, tôi xin gửi lời cảm ơn đến cô giáo chủ nhiệm và tập thể lớp Tài chính ngân hàng khóa 2 (MFB2) và đặc biệt là Ban cán sự lớp đã cho tôi được học tập và sống trong một môi trường tập thể đầy sự yêu thương, đoàn kết, chia sẽ kiến thức trong suốt quá trình học tập ở đây.

LÊ LAM KHÁNH

Nếu bạn cần hoàn thiện bài luận văn trong cuối năm học thì hãy tìm đến Luận văn 24, chúng tôi có mở Dịch vụ viết luận văn thạc sĩ chất lượng, đảm bảo sự tuyệt mật, thời gian nhanh chóng, đặc biệt với giá cả hợp lý chưa từng có.

TÓM TẮT

Nghiên cứu này tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty của 107 doanh nghiệp thuộc 03 nhóm ngành Công nghiệp xây dựng (CNXD), Nông lâm ngư nghiệp (NLNN) và Thương mại dịch vụ (TMDV) được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2012. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng tìm hiểu ảnh hưởng của một số các yếu tố khác đến giá trị công ty bao gồm: tỷ lệ chia cổ tức bằng tiền mặt, tỷ lệ chia cổ tức bằng cổ phiếu, tuổi doanh nghiệp từ khi thành lập, tỷ lệ sở hữu trong nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài, quy mô công ty, tài sản cố định hữu hình, tỷ lệ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Bằng phương pháp nghiên cứu hồi quy tuyến tính đa biến, cụ thể là áp dụng mô hình hồi quy Pool theo phương pháp bình quân tối thiểu OLS trên mẫu khảo sát cho ta kết quả cấu trúc vốn có mối quan hệ âm với giá trị công ty. Tương tự như cấu trúc vốn, tỷ lệ sở hữu trong nước cũng có tác động nghịch chiều đến giá trị công ty, nghĩa là tỷ lệ sở hữu trong nước càng cao thì giá trị công ty càng giảm và ngược lại. Ngược lại, tuổi doanh nghiệp được tính từ khi thành lập, tăng trưởng doanh thu, ROA lợi nhuận trên tổng tài sản, ROE lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ sở hữu nước ngoài có mối quan hệ thuận chiều với giá trị công ty ở mức tin cậy 95%. Trong khi đó, tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt, tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu, quy mô công ty, tài sản cố định hữu hình không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nghiên cứu.

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN i

LỜI CẢM ƠN ii

TÓM TẮT iii

MỤC LỤC iv-vi

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU vii

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ viii

CÁC TỪ VIẾT TẮT ix

CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU 1

1.1 Đặt vấn đề nghiên cứu. 1

1.2 Câu hỏi nghiên cứu. 2

1.3 Mục tiêu nghiên cứu. 2

1.4 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu. 3

1.5 Ý nghĩa của việc nghiên cứu. 3

1.6 Bố cục của luận văn. 3

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT 4

2.1 Cấu trúc vốn 4

2.1.1 Lý thuyết M&M 5

2.1.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory). 6

2.1.3 Lý thuyết trật tự phân hạng (The pecking order theory) 8

2.1.4 Lý thuyết chi phí đại diện (The agency theory) 9

2.2 Giá trị công ty 13

2.3 Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty 14

2.4 Các nghiên cứu trước 16

2.5 Mô hình nghiên cứu đề xuất 25

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU 27

3.1 Quy trình nghiên cứu 27

3.2 Mô hình nghiên cứu 28

3.2.1 Xây dựng mô hình hồi quy 28

3.2.2 Mô tả các biến 29

3.2.2.1 Biến phụ thuộc – Giá trị công ty (GTCT) 29

3.2.2.2 Biến độc lập 29

3.3 Mẫu nghiên cứu 39

3.4 Phương pháp phân tích 40

3.4.1 Mô hình hồi quy Pool 41

3.4.2 Mô hình hồi quy biến giả bình phương tối thiểu LSDV 41

3.4.3 Mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định FEM 41

3.4.4 Mô hình hồi quy các ảnh hưởng ngẫu nhiên REM 42

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU 45

4.1 Phân tích thống kê mô tả 45

4.1.1 Biến phụ thuộc (GTGT – giá trị công ty) 46

4.1.2 Biến độc lập (Donbay - cấu trúc vốn) 47

4.1.3 Các biến độc lập khác 47

4.2 Phân tích tương quan giữa các biến 49

4.3 Kết quả phân tích hồi quy 51

4.3.1 Đánh giá sự phù hợp của 4 quy mô hồi quy 51

4.3.2 Phân tích kế quả phân tích hồi quy của từng biến 59

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ 65

5.1 Kết luận 65

5.2 Gợi ý một số giải pháp 67

5.3 Hạn chế của luận văn và hướng nghiên cứu tiếp theo 68

5.3.1 Hạn chế của luận văn 68

5.3.2 Đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo 69

TÀI LIỆU THAM KHẢO 71

PHỤ LỤC 1: ĐỒ THỊ SCATTER CÁC BIẾN 76

PHỤ LỤC 2: DANH SÁCH CÁC CÔNG TY TRONG MẪU NGHIÊN CỨU 82

PHỤ LỤC 3: DỮ LIỆU CHẠY MÔ HÌNH HỒI QUY 87

PHỤ LỤC 4: KẾT QUẢ CHẠY CÁC MÔ HÌNH HỒI QUY 99

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU.

Stt	Bảng biểu	Trang
1	Bảng 2.1 Tóm tắt các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn.	12
2	Bảng 2.2 So sánh giá trị công ty trường hợp không vay nợ và trường hợp nợ vay cộng với cổ tức.	15
3	Bảng 2.3 Các kịch bản trả nợ vay (nợ + cổ tức).	16
4	Bảng 2.4 Tóm tắt nội dung và kết quả các nghiên cứu trước.	21
5	Bảng 3.1 Tóm tắt ý nghĩa và đo lường các biến.	37
6	Bảng 4.1 Thống kê mô tả các biến định lượng.	46
7	Bảng 4.2 Bảng hệ số tương quan.	50
8	Bảng 4.3 Bảng tổng kết kết quả hồi quy của các mô hình.	53
9	Bảng 4.4 Bảng kiểm định F về sự phù hợp của mô hình.	55
10	Bảng 4.5 Sơ đồ mức ý nghĩa của các biến độc lập đối với 4 mô hình.	56

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ.

Stt	Hình vẽ	Trang
1	Hình 2.1 Mô tả về cấu trúc vốn.	4
2	Hình 2.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory).	7
3	Hình 2.3 Mô hình nghiên cứu đề xuất.	26
4	Hình 3.1 Quy trình nghiên cứu.	27
5	Hình 4.1 Đồ thị mô tả sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị công ty.	64

CÁC TỪ VIẾT TẮT

Stt	Viết tắt	Ý nghĩa
1	HOSE	Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.
2	HNX	Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội.
3	GTCT	Giá trị công ty (biến phụ thuộc).
4	ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản (biến độc lập).
5	ROE	Lợi nhuân trên vốn chủ sở hữu (biến độc lập).
6	CTTM	Cổ tức chia bằng tiền mặt (biến độc lập).
7	CTCP	Cổ tức chia bằng cổ phiếu (biến độc lập)
8	Tuoi	Tuổi của công ty tính từ khi thành lập (biến độc lập).
9	SHVN	Tỷ lệ sở hữu công ty của các cổ đông trong nước (biến độc lập).
10	SHNN	Tỷ lệ sở hữu công ty của các cổ đông nước ngoài (biến độc lập).
11	Donbay	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (biến độc lập).
12	Quymo	Quy mô của công ty (biến độc lập).
13	TSCDHH	Tài sản cố định hữu hình (biến độc lập).
14	TTDthu	Tăng trưởng doanh thu hàng năm của công ty (biến độc lập).
15	CNXD	Nghành công nghiệp xây dựng (biến giả theo nghành nghề).
16	NLNN	Nghành nông lâm ngư nghiệp (biến giả theo nghành nghề).
17	TMDV	Nghành thương mại dịch vụ (biến giả theo nghành nghề).
18	Nam09	Năm 2009 (biến giả theo năm).
19	Nam10	Năm 2010 (biến giả theo năm).
20	Nam11	Năm 2011 (biến giả theo năm).
21	Nam12	Năm 2012 (biến giả theo năm).
22	VCSH	Vốn chủ sở hữu.
23	EBIT	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay.
24	EBITDA	Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao.
25	NPV	Giá trị hiện tại ròng.
26	TSE	Sàn giao dịch chứng khoán Đài Loan.

27	IDX	Sàn giao dịch chứng khoán Indonesia.
28	LSDV	Mô hình hồi quy biến giả bình phương tối thiểu.
29	FEM	Mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định.
30	REM	Mô hình hồi quy các ảnh hưởng ngẫu nhiên.

CHƯƠNG 1
GIỚI THIỆU ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

1.1 Đặt vấn đề nghiên cứu.

Mục tiêu quan trọng nhất trong đối với các nhà điều hành cũng như các ông chủ của công ty chính là việc tối đa hóa giá trị công ty. Một trong những yếu tố ảnh hưởng đến giá trị công ty chính là cấu trúc vốn của công ty đó. Các nhà quản trị công ty phải xây dựng cấu trúc vốn với tỷ lệ cơ cấu bao nhiêu là vốn chủ sở hữu, bao nhiêu là vốn vay để có thể tối đa hóa giá trị công ty hay chính là xây dựng cấu trúc vốn tối ưu.

Theo Brigham và Houston (2009) thì cấu trúc vốn tối ưu được định nghĩa là cấu trúc vốn làm tối đa hóa giá trị công ty. Vấn đề cốt lõi của cấu trúc vốn tối ưu là khi vay nợ công ty sẽ tận dụng được lợi thế của lá chắn thuế từ khoản nợ vay. Tuy nhiên, xét khía cạnh ngược lại nếu công ty vay nợ nhiều quá sẽ xuất hiện chi phí kiệt quệ tài chính. Đến một lúc nào đó thì hiện giá của chi phí kiệt quệ tài chính sẽ làm triệt tiêu hiện giá của lá chắn thuế của khoản nợ vay. Hay khác đi, việc vay nợ quá mức sẽ làm triệt tiêu đi lợi thế của việc vay nợ.

Trên thực tế, các công ty kinh doanh trong lĩnh vực thương mại hoặc dịch vụ thuần túy sẽ có xu hướng dùng vốn vay ngân hàng cho các dự án thương mại. Chi phí vốn vay cho từng dự án thương mại sẽ được hạch toán theo dự án. Việc dùng các công cụ khác để làm tăng vốn chủ sở hữu như phát hành thêm cổ phần sẽ có mặt trái là tạo ra áp lực sử dụng vốn hiệu quả và trách nhiệm đối với cổ đông sẽ gia tăng đối với nhà điều hành công ty khi sức cầu của thị trường sụt giảm, các khoản doanh thu mang tính mùa vụ và bất thường nhiều hơn là doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh chính của công ty.

Như vậy, với sự nhận thức về tầm quan trọng của cơ cấu vốn và mục tiêu cao nhất trong điều hành công ty là tối đa hóa giá trị công ty thì việc nghiên cứu sự ảnh hưởng của chúng với nhau hay ngoài cơ cấu vốn thì còn có các yếu tố nào khác tác động đến giá trị công ty là một nhu cầu cần thiết về mặt học thuật để từ đó có thể giúp các nhà quản trị đưa ra các quyết định chính xác hơn, mang tính khoa học hơn là những quyết định mang tính cảm tính. Đó cũng chính là nội dung chính của đề tài nghiên cứu về sự ảnh hưởng

của cấu trúc vốn đến giá trị công ty, với mẫu nghiên cứu được lấy từ báo cáo tài chính 4 năm (từ 2009 đến 2012) của 107 công ty thuộc 3 nhóm nghành nghề khác nhau công nghiệp xây dựng (CNXD), nông lâm ngư nghiệp (NLNN), thương mại dịch vụ (TMDV) được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội.

1.2 Câu hỏi nghiên cứu.

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty là vấn đề nhận được sự quan tâm của rất nhiều tác giả về mặt lý thuyết cũng như thực chứng. Ở Việt Nam, sau cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008, nền kinh tế vĩ mô gặp nhiều bất ổn và đến nay vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi. Thị trường chứng khoán đi xuống, cùng với việc tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng bị hạn chế đã dẫn đến các công ty gặp rất nhiều khó khăn trong quá trình hoạt động và phát triển, tài sản của nhiều nhà đầu tư ngày càng sụt giảm.

"Sử dụng cấu trúc vốn như thế nào để có thể làm tăng giá trị công ty ?" là câu hỏi cấp thiết mà các chủ sở hữu cũng như các nhà điều hành công ty luôn muốn tìm được câu trả lời thích đáng, vì suy cho cùng các nhà đầu tư là người nắm giữ cổ phiếu, sự giàu có về mặt tài sản của họ được biểu thị bằng giá cổ phiếu hay giá trị công ty.

Chính vì các vấn đề trên, nghiên cứu hình thành hai câu hỏi chính cần được trả lời:

i) Trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2012, cấu trúc vốn có tác động đến giá trị công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội hay không ?

ii) Ngoài ra, với mục đích mang đến cho các nhà quản lý công ty cái nhìn tổng quát hơn và giúp đưa ra các quyết định tốt hơn trong việc tối đa hóa giá trị công ty, một câu hỏi quan trọng khác cũng cần được trả lời trong nghiên cứu này là: "Trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2012, các yếu tố khác ngoài cấu trúc vốn có tác động đến giá trị công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội hay không

?".

1.3 Mục tiêu nghiên cứu.

Với vấn đề nghiên cứu đã đặt ra, mục tiêu chính của nghiên cứu bao gồm: i) Tìm hiểu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị của các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong giai đoạn 2009 -2012; ii) Nghiên cứu tác động

của các yếu khác ngoài cấu trúc vốn đến giá trị công ty bao gồm: chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt ,chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, tốc độ tăng trưởng doanh thu, quy mô công ty, tuổi đời hoạt động của công ty, lợi nhuận trên tổng tài sản, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu….; iii) Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, đưa ra các kiến nghị hữu ích cho các nhà quản trị công ty trong việc xây dựng cơ cấu vốn tối ưu nhằm tối đa hóa giá trị công ty.

1.4 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.

Đối tượng nghiên cứu được hướng đến trong nghiên cứu này là sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn và các yếu tố khác (nếu có) đến giá trị của các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong 4 năm từ 2009 đến 2012 với mẫu được thực hiện trên 107 công ty thuộc 3 nhóm nghành nghề khác nhau.

1.5 Ý nghĩa của việc nghiên cứu.

Nghiên cứu này sẽ mang ý nghĩa quan trọng trong việc cung cấp cơ sở khoa học dựa trên nghiên cứu định lượng cho các nhà quản trị công ty trong việc ra quyết định đối với cấu trúc vốn, sử dụng công cụ nào trong việc tăng giảm vốn nhằm tối đa hóa giá trị công ty.

1.6 Bố cục của luận văn.

Bố cục của luận văn được viết thành 5 chương, trong đó chương 1 sẽ giới thiệu tổng quan về đề tài nghiên cứu. Nghiên cứu này được dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước được trình bày ở chương 2. Dựa vào những nghiên cứu trước đó, tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu định lượng hồi quy tuyến tính đa biến ở chương 3. Kết quả nghiên cứu của đề tài được trình bày ở chương 4. Và cuối cùng, chương 5 sẽ trình bày nội dung về các kiến nghị, đề xuất cũng như nêu lên các hạn chế và hướng nghiên cứu mở rộng của đề tài.

CHƯƠNG 2
CƠ SỞ LÝ THUYẾT

Ở chương 1 của bài nghiên cứu đã trình bày các vấn đề mở đầu cho nội dung nghiên cứu như vấn đề nghiên cứu, câu hỏi nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu…Ở chương 2, chúng ta sẽ tiến hành tham khảo lại những lý thuyết, nghiên cứu trước đây về cấu trúc vốn và giá trị công ty để làm nền tảng cơ sở lý thuyết cho vấn đề cần nghiên cứu. Việc nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị công ty là việc làm cần thiết để giúp các nhà quản trị có cơ sở trong việc ra quyết định trong việc điều hành nhằm làm tăng giá trị công ty, nhất là đối với các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán, vốn được xem là các nhân tố tạo nên phong vũ biểu của nền kinh tế.

2.1 Cấu trúc vốn.

Có nhiều định nghĩa về cấu trúc vốn hay cơ cấu vốn của một công ty. Cấu trúc vốn là thuật ngữ tài chính nhằm mô tả nguồn gốc và phương pháp hình thành nên nguồn vốn để công ty có thể sử dụng mua sắm tài sản, phương tiện vật chất và hoạt động kinh doanh. Hay nói khác, theo Nguyễn Minh Kiều (2009) cơ cấu vốn (capital structure) là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng nguồn vốn của công ty.

Hình 2.1 Mô tả về cấu trúc vốn.

Vốn nợ

Tổng nguồn vốn

Vốn chủ sở hữu

Các lý thuyết về cấu trúc vốn.

Theo Brigham và Houston (2009) được chuyển thể Việt ngữ bởi Nguyễn Thị Cành thì dưới góc độ là nhà quản trị công ty thì cấu trúc vốn là một trong những vấn đề quan trọng trong việc quản trị. Các nhà quản trị luôn đặt ra bài toán về việc tồn tại một cấu trúc vốn tối ưu.

- Cấu trúc vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó giá trị cổ phiếu được tối đa hóa. Trên thực tế, các nhà quản trị công ty thường xem cấu trúc vốn tối ưu khi tỷ lệ nợ nằm trong khoảng từ 40% đến 50%.
- Từ cấu trúc vốn tối ưu, các công ty thiết lập một cơ cấu vốn mục tiêu. Đó là sự kết hợp giữa nợ vay, cổ phần ưu đãi, cổ phần phổ thông mà công ty hoạch định để huy động thêm vốn.
- Việc xây dựng một cấu trúc vốn tối ưu sẽ liên quan đến việc đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Rủi ro do sử dụng thêm nhiều vốn vay hay gia tăng tỷ lệ đòn bẩy. Ngược lại, việc gia tăng tỷ lệ đòn bẩy sẽ tiết kiệm được chi phí từ là chắn thuế so với việc sử dụng vốn chủ sở hữu.

Các lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn.

Trong nghiên cứu này, có 4 lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn và giá trị công ty được đề dùng làm cơ sở nghiên cứu bao gồm: Lý thuyết M&M, Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, Lý thuyết trật tự phân hạng, Lý thuyết chi phí đại diện.

2.1.1 Lý thuyết M&M.

Theo Modigliani và Miller (1958), nội dung cơ bản của lý thuyết M&M được phát biểu thành 2 mệnh đề. Mệnh đề (I) đề cập đến giá trị công ty. Mệnh đề (II) đề cập đến chi phí sử dụng vốn.

Các giả định của lý thuyết M&M.

- Thị trường vốn mà công ty đang hoạt động được xem là thị trường hoàn hảo.
- Các cá nhân và công ty đều có thể vay vốn với lãi suất bằng nhau.
- Không có các chi phí: giao dịch, phá sản và khó khăn tài chính.
- Không có thuế (thu nhập công ty và thu nhập cá nhân).

a. Mệnh đề (I).

Tài sản	**Nợ ngắn hạn**
	Nợ dài hạn
	Vốn chủ sở hữu
	Vốn cổ phần ưu đãi
	Vốn cổ phần thường
	Cổ phiếu phổ thông
	Lợi nhuận giữ lại

Trong điều kiện không có thuế.

Giá trị công ty có vay nợ (V_L) và giá trị công ty không có vay nợ (V_U) bằng nhau: $V_U = V_L$. Nói cách khác, trong điều kiện không có thuế thì cơ cấu nợ/vốn chủ sở hữu (D/E) không ảnh hưởng đến giá trị công ty. Do đó, trường hợp này không tồn tại cấu trúc vốn tối ưu và đứng trên góc độ quản trị công ty thì nhà điều hành không thể thay đổi giá trị công ty bằng cách thay đổi cấu trúc vốn.

Trong điều kiện có thuế.

Trong điều kiện này, chúng ta sẽ xem xét giá trị công ty thay đổi như thế nào khi tỷ số D/E thay đổi. Phát biểu mệnh đề (I) " Trong trường hợp có thuế thu nhập công ty thì giá trị công ty có vay nợ bằng với giá trị công ty không có vay nợ cộng với hiện giá của lá chắn thuế".

$$V_L = V_U + t*D$$

Với V_U là giá trị của công ty trong trường hợp sử dụng 100% vốn chủ sở hữu; V_L là giá trị của công ty trong trường hợp có vay nợ; t là thuế suất thuế thu nhập công ty; D là nợ vay; r_D là lãi vay; r_E là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và t*D là hiện giá của lá chắn thuế.

b. Mệnh đề (II).

Trường hợp không có thuế.

Nếu không có thuế thu nhập công ty thì lợi nhuận yêu cầu trên cổ phần có quan hệ

cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ (D/E).

- **Trường hợp có thuế.**

Trong trường hợp có thuế thu nhập công ty thì lợi nhuận yêu cầu trên cổ phần có quan hệ cùng chiều với mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hay tỷ số nợ (D/E), mối quan hệ này được thể hiện qua công thức sau đây:

$$r_E = r_U + (r_U - r_D)*(1 - t)*(D/E)$$

2.1.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory).

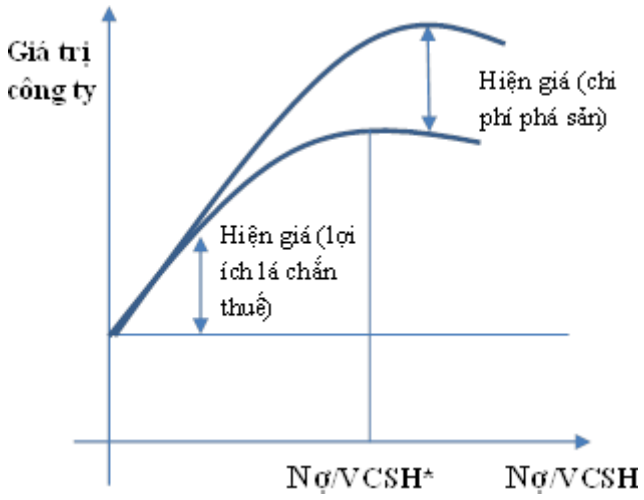
Theo Bradley (1984), lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn cho rằng một cấu trúc vốn được xem là tối ưu khi tăng giá trị nợ vay thì giá trị hiện giá của lá chắn thuế tăng thêm của giá trị hiện giá chi phí khốn khó tài chính.

Khốn khó tài chính xảy ra khi cam kết giữa công ty và các chủ nợ không thể thực hiên được. Nguy cơ lớn nhất của khốn khó tài chính là có thể dẫn đến tình trạng phá sản vì công ty phải đối mặt với những khốn khó về tài chính trong hiện tại hoặc tương lai. Khi đó, giá trị công ty (GTCT) trong trường hợp có vay nợ được xác định như sau:

GTCT vay nợ = GTCT không vay nợ + Hiện giá lá chắn thuế - Hiện giá chi phí khốn khó tài chính.

Trong đó: hiện giá của chi phí khốn khó tài chính phụ thuộc vào xác suất xảy ra và tính nghiêm trọng của các chi phí sinh ra khi bị khốn khó tài chính.

Hình 2.2 Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory).



Nguồn Brigham và Houston (2009) được chuyển thể Việt ngữ bởi Nguyễn Thị Cành.

Theo lý thuyết The Trade-off thì cấu trúc vốn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố sau.

(1) Lợi nhuận.

Lợi nhuận được xem có mối quan hệ đồng biến (cùng chiều) với cấu trúc vốn. Trên thực tế, chúng ta dễ dàng nhận thấy đứng về phía góc độ người cho vay (ngân hàng, các tôt chức tín dụng, các định chế tài chính…) thì những công ty làm ăn có hiệu quả, có lợi

nhuận cao thường tạo được niềm tin và dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay hơn. Ngược lại, khi dễ dàng tiếp cận nguồn vốn vay thì bản thân công ty cũng muốn gia tăng tỷ trọng nợ (D/E) để tận dụng được lá chắn thuế đối với lãi vay.

(2) Quy mô công ty.

Quy mô công ty được xem có mối quan hệ đồng biến (cùng chiều) với cấu trúc vốn. Mối quan hệ đồng biến này xuất phát từ quan điểm những công ty có quy mô lớn thì khó có thể rơi vào tình trạng khó khăn nên họ tạo được nhiều điều kiện thuận lợi trong việc tiếp cận nguồn vốn vay.

(3) Tài sản cố định hữu hình.

Tài sản cố định hữu hình được xem có mối quan hệ đồng biến (cùng chiều) với cấu trúc vốn. Lý giải cho mối quan hệ này, đơn giản vì tài sản cố định hữu hình có thể được xem là tài sản thế chấp trong việc vay vốn.

(4) Chi phí khốn khó tài chính.

Chi phí khốn khó tài chính có mối quan hệ nghịch biến với cấu trúc vốn công ty. Theo lý thuyết Trade-off thì việc gia tăng tỷ lệ nợ vay (D/E) đến một mức nào đó sẽ phát sinh chi phí khốn khó tài chính. Nếu chi phí khốn khó tài chính quá cao thì sẽ làm mất đi hiệu quả mang lại của việc vay nợ.

(5) Lợi ích từ lá chắn thuế lãi vay.

Lợi ích từ lá chắn thuế lãi vay có mối quan hệ đồng biến (cùng chiều) với cấu trúc vốn công ty. Đơn giản vì việc vay nợ sẽ tận dụng được lợi ích từ lá chắn thuế lãi vay. Vay nợ càng nhiều thì lợi ích càng lớn.

2.1.3 Lý thuyết trật tự phân hạng (The pecking order theory).

Theo Myers và Majluf (1984) nếu các công ty cần thêm nguồn vốn để tài trợ cho các dự án mới trong hoạt động kinh doanh thì họ thích sử dụng lợi nhuận để lại cho việc tái đầu tư vì như vậy sẽ không làm phát đi những tín hiệu sai lệch ảnh hưởng làm giảm giá cổ phiếu. Nếu lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư không đủ tài trợ cho các dự án kinh doanh thì công ty sẽ sử dụng các nguồn tài trợ từ bên ngoài (vay nợ, phát hành trái phiếu, cổ phiếu…). Nhưng khi đó, công ty sẽ ưu tiên vay nợ trước khi tính đến các phương án khác

như phát hành trái phiếu, cổ phiếu. Việc vay nợ bằng phát hành trái phiếu thông thường sẽ được ưu tiên hơn việc phát hành trái phiếu chuyển đổi.

Theo lý thuyết The Pecking order thì cấu trúc vốn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố sau.

(1) Lợi nhuận.

Lợi nhuận công ty có mối quan hệ nghịch biến (ngược chiều) với cấu trúc vốn công ty. Vì theo lý thuyết thì thứ tự tài trợ nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh là lợi nhuận để lại, nợ vay và vốn chủ sở hữu. Nên những công ty có lợi nhuận cao thường sử dụng lợi nhuận để lại để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hơn là vay nợ.

(2) Quy mô công ty.

Tương tự như lợi nhuận thì quy mô công ty có mối quan hệ nghịch biến với cấu trúc vốn. Vì công ty có quy mô lớn thường là có lợi nhuận cao.

(3) Tốc độ tăng trưởng.

Tốc độ tăng trưởng của công ty có mối quan hệ đồng biến với cấu trúc vốn của công ty. Theo lý thuyết này thì các công ty có tốc độ tăng trưởng cao thì áp lực lên các cơ hội đầu tư khi vượt quá khả năng tài trợ của lợi nhuận để lại sẽ được tài trợ bằng nợ vay.

(4) Tài sản cố định hữu hình.

Tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ cùng chiều với cấu trúc vốn của công ty. Vì việc huy động nợ bằng cách phát hành những chứng khoán có tài sản thế chấp của công ty bằng các tài sản cố định hữu hình có giá trị sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư hơn.

2.1.4 Lý thuyết chi phí đại diện (The agency cost theory).

Theo Gitman (2006), mục tiêu của nhà quản lý nên là tối đa hóa tài sản của chủ sở hữu công ty. Do đó, các nhà quản lý có thể được xem như là các đại diện (agents) của chủ sở hữu, người thuê họ và cho họ quyền ra quyết định để quản lý công ty. Về mặt kỹ thuật, bất cứ nhà quản lý nào sở hữu ít hơn 100% giá trị công ty đều có một mức độ đại diện của các cổ đông còn lại.

Theo lý thuyết, hầu hết các nhà quản lý đồng ý với mục tiêu tối đa hóa tài sản của chủ sở hữu. Tuy nhiên, trong thực tế các nhà quản lý cũng quan tâm đến tài sản cá nhân của

họ, sự bảo đảm công việc và các lợi ích ngoài lương. Các quan tâm như vậy làm cho nhà quản lý bị dao động hay không sẵn lòng để nhận nhiều rủi ro hơn nếu họ cho rằng nhận quá nhiều rủi ro có thể ảnh hưởng đến công việc và làm giảm tài sản cá nhân của họ. Kết quả là lợi nhuận nhận được ít hơn mức tối đa và tiềm tàng sự mất mát tài sản của chủ sở hữu.

Vấn đề người đại diện (The Agency Problem).

Từ sự xung đột mục tiêu của chủ sở hữu và người quản lý đã phát sinh cái gọi là vấn đề người đại diện, điều này có thể làm cho các nhà quản lý đặt lợi ích cá nhân lên trên lợi ích của công ty. Để để phòng hay tối thiểu hóa các vấn đề người đại diện, hai yếu tố được dùng là: Các thế lực thị trường (market forces) và chi phí người đại diện (agency costs).

Các thế lực thị trường (Market Forces): một thế lực thị trường là các cổ đông chính, đặc biệt là các nhà đầu tư công ty lớn như các quỹ hỗ tương, các công ty bảo hiểm và các quỹ hưu trí. Các cổ đông này nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu của công ty, gây áp lực để bộ phận quản lý hoạt động hiệu quả. Khi cần thiết, họ có thể thực thi quyền bỏ phiếu của các cổ đông để thay thế các nhà quản lý kém hiệu quả. Một thế lực thị trường khác là nguy cơ bị thâu tóm bởi công ty khác mà công ty này tin rằng nó có thể tái cấu trúc bộ phận quản lý, điều hành và tài chính để mở rộng giá trị công ty. Sự hiện diện của nguy cơ bị thâu tóm sẽ có xu hướng thúc đẩy nhà quản lý hành động theo lợi ích tốt nhất cho các chủ sở hữu công ty.

Chi phí người đại diện (Agency costs): để tối thiểu hóa vấn đề người đại diện và nổ lực để tối đa hóa tài sản của chủ sở hữu, các cổ đông phải gánh chịu chi phí người đại diện. Đây là các chi phí để giám sát hành vi bộ phận quản lý để đảm bảo chống lại các hành động thiếu thiện chí và để tạo cho các nhà quản lý các động cơ tài chính để tối đa hóa giá cổ phiếu.

Một tiếp cận thông dụng nhất, hiệu quả để giải quyết vấn đề người đại diện nhưng tốn kém là cấu trúc một cơ chế bồi thường cho bộ phận quản lý tương ứng với tối đa hóa giá cổ phiếu. Mục tiêu là đưa cho các nhà quản lý động cơ để hành động tốt nhất đối với các

quan tâm của chủ sở hữu. Ngoài ra, các gói bồi thường cũng cho phép công ty cạnh tranh và thuê được các nhà quản lý tốt nhất.

Theo Jense và Meckling (1976) thì việc lựa chọn cấu trúc vốn có thể giảm đi chi phí đại diện. Một cấu trúc vốn với tỷ lệ nợ (D/E) cao có thể làm giảm chi phí đại diện của chủ sở hữu và làm tăng giá trị công ty bằng cách ép buộc hoặc khuyến khích các nhà quản lý có những hành động vì lợi ích của chủ sở hữu. Những công ty có tỷ lệ nợ cao có thể tác động đến cách hành xử của nhà quản lý và giảm chi phí đại diện thông qua những hành động như giảm lương, giảm quyền lực hay cắt giảm các khoản thù lao khác của nhà quản lý. Từ đó tạo áp lực để các nhà quản trị có cách quản lý nhằm tăng dòng tiền để trả cho các cổ đông. Ngoài ra, các công ty tỷ lệ nợ cao có thể làm giảm xung đột giữa chủ sở hữu và nhà quản lý trong các quyết định về đầu tư, chính sách cổ tức, mức độ rủi ro có thể chấp nhận để quyết định đầu tư vào các dự án mới.

Như vậy, cấu trúc nợ cao có thể làm giảm chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và nhà quản lý nhưng sẽ làm tăng chi phí đại diện của chủ nợ và chủ sở hữu.

Theo lý thuyết The Agency Cost thì cấu trúc vốn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố sau.

(1) Cơ hội tăng trưởng.

Cơ hội tăng trưởng có quan hệ nghịch biến với cấu trúc vốn của công ty. Đơn giản bởi vì công ty có cơ hội tăng trưởng cao sẽ hạn chế các khoản vay nợ để tránh chuyển lợi nhuận từ các cơ hội tăng trưởng mang lại từ chủ sở hữu sang chủ nợ.

(2) Tài sản cố định hữu hình.

Tài sản cố định hữu hình có mối quan hệ đồng biến với chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và nhà quản lý, đồng thời nghịch biến với chi phí đại diện giữa chủ sở hữu và chủ nợ. Điều này có thể được giải thích bởi công ty có thể vay nợ bằng cách phát hành các chứng khoán nợ có tài sản đảm bảo bằng tài sản cố định hữu hình.

(3) Quy mô công ty.

Quy mô công ty có quan hệ đồng biến với cơ cấu vốn công ty. Do những công ty có quy mô lớn thì mức độ xung đột giữa nhà quản lý với các cổ đông càng cao, để hạn chế

việc này các nhà quản lý thường tăng vay nợ để hiệu quả hơn trong việc quản lý, sử dụng vốn.

Như vậy, trong phần trên chúng ta đã đề cập đến 1 lý thuyết về giá trị công ty và 3 lý thuyết liên quan đến cấu trúc vốn công ty. Có thể tóm tắt các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn qua bảng biểu sau:

Bảng 2.1 Tóm tắt các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn.

Stt	Lý thuyết	Các yếu tố ảnh hưởng	Mối quan hệ với cấu trúc vốn
1	**Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory).**	Lợi nhuận.	Đồng biến (+).
		Quy mô.	Đồng biến (+).
		Tài sản cố định hữu hình.	Đồng biến (+).
		Chi phí khốn khó tài chính.	Nghịch biến (-).
		Lợi ích từ là chắn thuế lãi vay.	Đồng biến (+).
2	**Lý thuyết trật tự phân hạng (The pecking theory).**	Lợi nhuận.	Nghịch biến (-).
		Quy mô.	Nghịch biến (-).
		Cơ hội tăng trưởng.	Đồng biến (+).
		Tài sản cố định hữu hình.	Đồng biến (+).
3	**Lý thuyết chi phí đại diện (The agency cost).**	Cơ hội tăng trưởng.	Nghịch biến (-).
		Tài sản cố định hữu hình.	Nghịch biến (-) với chi phí đại diện chủ sở hữu và nhà quản lý.
			Đồng biến (+) với chi phí đại diện chủ sở hữu và chủ nợ.
		Quy mô công ty.	Đồng biến (+).

- **Các tỷ số đo lường cấu trúc vốn.**

Như ta biết, cấu trúc vốn là sự phối hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong quyết định nguồn vốn của công ty. Tuy nhiên, để đơn giản các cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực chứng thường đồng nhất xem xét cấu trúc vốn dưới hình thức đòn bẩy tài chính, có nghĩa là công ty sử dụng bao nhiêu phần trăm nợ trong quyết định cấu trúc vốn của mình.

Để đo lường đòn bẩy tài chính, tùy thuộc vào điều kiện có sẵn của dữ liệu và mục đích nghiên cứu mà các tỷ số phù hợp sẽ được lựa chọn.

Tilman và Wessels (1988) đã thảo luận sáu cách đo lường đòn cân nợ trong nghiên cứu của mình đó là: nợ dài hạn, nợ ngắn hạn và nợ có thể chuyển đổi chia cho giá trị thị trường và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, Rajan và Zingales (1995) trích trong Song (2005) cũng đưa ra các tỷ số đo lường đòn bẩy tài chính: tổng nợ/ tổng tài sản; tổng nợ dài hạn/tổng tài sản; tổng nợ dài hạn/tài sản ròng; tổng nợ/tổng nguồn vốn; lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)/chi phí lãi vay; lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA)/chi phí lãi vay.

2.2 Giá trị công ty.

Theo Nguyễn Thị Cành (2009), giá trị công ty được đo lường là tổng vốn hóa thị trường của cổ phiếu thường, nợ, cổ phiếu ưu đãi và lợi nhuận của cổ đông thiểu số trừ cho tổng tiền mặt và các khoản tương đương tiền. Cách tính toán này hoàn thiện hơn so với chỉ sử dụng vốn hóa thị trường của cổ phiếu thường, đơn giản vì với cách tính toán này người mua sẽ được giảm số tiền phải trả khi mua cổ phiếu để thâu tóm công ty vì nó đã bao gồm nợ.

Giá trị vốn hoá thị trường là thước đo quy mô của một công ty, là tổng giá trị thị trường của công ty, được xác định bằng số tiền bỏ ra để mua lại toàn bộ công ty này trong điều kiện hiện tại. Giá trị vốn hoá thị trường tương đương với giá thị trường của cổ phiếu nhân với số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành. Khi tính giá trị vốn hoá thị trường người ta chỉ tính đến các cổ phiếu phổ thông chứ không tính đến cổ phiếu ưu đãi, vì chỉ cổ phiếu phổ thông mới đem lại cho người sở hữu quyền tham gia điều hành công ty.

Ở khía cạnh nghiên cứu thực chứng, nhiều cách đo lường khác nhau đã được sử dụng để đại diện cho giá trị công ty. Có thể kể ra như: Anup và Suman (2010) sử dụng giá cổ phiếu, Rayan (2008) thì dùng lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA); lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE); lợi nhuận hoạt động biên (Operating Profit Margin); thu nhập trên cổ phiếu (EPS) và tỷ số giá cổ phiếu/thu nhập (P/E); giá trị kinh tế gia tăng (EVA), Havey và ctg (2003), Konijn và ctg (2009) thì dùng Tobin's Q.

Keown và ctg (2004) trích trong Harjito và ctg (2009) cũng chỉ ra các biến định lượng có thể được sử dụng để ước lượng giá trị công ty là: giá trị sổ sách, thị giá, dựa trên thẩm định giá và dòng tiền kỳ vọng. Harjito và ctg (2009), Nguyễn Minh Hà (2010) thì dùng tỷ số thị giá/ thư giá (PBV).

2.3 Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty.

Lý thuyết M&M như đã trình bày ở trên cho ta thấy quan điểm rằng cấu trúc vốn không liên quan đến giá trị công ty, giá trị công ty không thay đổi với các quyết định cấu trúc vốn khác nhau. Tuy nhiên, quan điểm này vẫn còn nhiều tranh luận chưa thống nhất được.

Ross và ctg (2002) đã diễn giải mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty một cách đơn giản như sau: tưởng tượng công ty như một miếng bánh hình tròn, kích cỡ của miếng bánh là giá trị của công ty trong thị trường tài chính, sự phối hợp của hai thành phần nợ và vốn cổ phần hình thành nên miếng bánh, đó chính là cấu trúc vốn. Các quyết định cơ cấu vốn có thể làm thay đổi kích cỡ của miếng bánh này, hay chính là thay đổi giá trị công ty. Điều này một lần nữa được Ross và ctg (2002) ngụ ý trong phát biểu: "Các nhà quản lý nên lựa chọn cấu trúc vốn mà họ tin rằng sẽ có giá trị công ty cao nhất, bởi vì cấu trúc vốn này sẽ có lợi nhất cho các cổ đông".

Shah (1994) trích trong Ross và ctg (2002) cũng cho rằng sự thay đổi trong đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đến giá trị công ty khi nghiên cứu ảnh hưởng của các thông báo thay đổi cơ cấu vốn lên giá cổ phiếu. Kết quả chỉ rằng, giá cổ phiếu tăng bền vững tại ngày có thông báo tăng đòn cân nợ. Ngược lại, giá cổ phiếu giảm khi có thông tin giảm đòn cân nợ.

Ross và ctg (2002) cho rằng giám đốc tài chính của công ty có thể tối đa hóa giá trị công ty bằng cách thay đổi cấu trúc vốn. Ví dụ sau đây sẽ chứng minh rõ điều này: đầu tiên chúng ta giả định giá trị thị trường của công ty J.J Sprint là $1000, tại thời điểm này công ty hoàn toàn không vay nợ và số cổ phiếu của công ty phát hành là 100 cổ phiếu, giá mỗi cổ phiếu là $10. Thêm nữa, giả định rằng công ty J.J Sprint tái cấu trúc bằng cách vay mượn nợ của các cổ đông với số tiền là $500 và họ trả lãi vay cho chủ nợ số tiền là

$500/100 cổ phiếu = $5 trên một cổ phiếu. Việc vay nợ này đã làm thay đổi cấu trúc vốn của công ty nhưng không gây ảnh hưởng trực tiếp lên tài sản công ty. Tác động tức thời của việc vay nợ này là làm tăng khoản nợ vay và làm giảm vốn chủ sở hữu. Câu hỏi được đặt ra là "Tác động cuối cùng của việc tái cấu trúc công ty bằng cách vay nợ này là gì ?". Bảng 2.2 phía dưới đây sẽ chỉ rõ sự dòng tiền phải chi trả so với trường hợp không vay nợ.

Bảng 2.2 So sánh giá trị công ty trường hợp không vay nợ (nợ vay + cổ tức).

		Nợ vay + cổ tức		
	Không vay nợ	**I**	**II**	**III**
Nợ	$0	$500	$500	$500
Vốn chủ sở hữu	$1000	$750	$500	$250
Giá trị công ty	$1000	$1250	$1000	$750

Nguồn: Ross và ctg (2002).

Giả định cho các kịch bản: i) Kịch bản I, giá trị công ty tăng lên $250 (giá trị công ty là $1250); ii) Kịch bản II, giá trị của công ty là không thay đổi ($1000); iii) Kịch bản III, giá trị công ty giảm đi $250 (giá trị công ty còn lại $750). Đến đây, chúng ta hoàn toàn chưa đề cập đến những tác động có thể gây ra sự thay đổi giá trị công ty. Chúng ta chỉ mới đề cập đến các kịch bản có thể xảy ra cho dòng tiền công ty phải chi trả.

Bảng 2.3 Các kịch bản trả nợ vay (Nợ + cổ tức).

	Nợ vay - cổ tức		
	I	**II**	**III**
Giá trị vốn CSH bị giảm	- $250	- $500	- $750
Cổ tức	$500	$500	$500
Giá trị thay đổi	+ $250	$0	- $250

Nguồn Ross và ctg (2002).

Vì mục tiêu cao nhất của công ty chính là tối đa hóa giá trị tài sản cổ đông nên dựa vào bảng 2.3 chúng ta sẽ xem xét các kịch bản có thể xảy ra cho dòng tiền ròng phải chi trả cho cổ đông (hay chủ nợ). Ở kịch bản II, giá trị công ty không thay đổi, các cổ đông có kinh nghiệm sẽ dễ nhận thấy rằng họ đã mất đi một phần vốn chính bằng cổ tức phụ trội ($5). Với kịch bản I, giá trị công ty được tăng lên thành $1250 và các cổ đông được thu nhập thêm $250, hay nói cách khác việc tái cấu trúc bằng cách vay nợ đã làm tăng giá trị ròng của công ty lên $250 (NPV = $250). Ngược lại, ở kịch bản III giá trị công ty giảm đi
$250 (NPV = -$250).

Vấn đề cốt lõi được đề cập ở đây chính là sự thay đổi của giá trị công ty bằng với giá trị được thêm hay mất đi của các cổ đông. Vì vậy, các nhà quản trị tài chính của công ty luôn cố tìm một cấu trúc vốn làm tối đa hóa giá trị công ty. Nói một cách khác đi, NPV chính là thước đo để làm cơ sở cho việc quyết định cấu trúc vốn. Thực vậy, công ty J.J Sprint nên vay mượn $500 nếu họ kỳ vọng vào kịch bản I. Câu hỏi đặt ra cho việc quyết định cơ cấu vốn là kịch bản nào sẽ dễ xảy ra nhất để có thể tối đa hóa giá trị công ty.

2.4 Các nghiên cứu trước.

Hatfield và ctg (1994) xem xét tác động của tỷ số nợ công ty và của ngành đến giá trị công ty với mẫu nghiên cứu là 183 công ty tại Mỹ có thông báo sử dụng nợ mới trong giai đoạn từ 1982 đến 1986. Kết luận rằng, các công ty trong một ngành có xu hướng có cấu trúc vốn tương tự nhau và về tổng quan thị trường không xem mối quan hệ giữa tỷ số đòn cân nợ của công ty và ngành là quan trọng. Kết quả này tương đồng với mệnh đề của

Modigliani và Miller (1958) khi cho rằng đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Rayan (2008) nghiên cứu 133 công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán Johannesburg, Nam Phi trong giai đoạn từ 1998 đến 2007. Kết luận cho rằng cấu trúc vốn tác động âm lên giá trị công ty. Theo tác giả, thì điều này đồng nhất với các phát hiện của Rajan và Zingales (1995); Myers (1984). Tuy nhiên, kết luận này lại khác biệt với các nghiên cứu trước về cấu trúc vốn của Ward và Price (2006), Sharma (2006), Firer và ctg (2004); khi cho rằng một sự gia tăng trong cấu trúc vốn có tác động tích cực đến giá trị công ty.

Anup và Suman (2010) tìm hiểu tác động của cấu trúc vốn lên giá trị của công ty tại Bangladesh. Để thấy mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty, nghiên cứu xem giá cổ phiếu đại diện cho giá trị công ty và các tỷ số khác nhau cho quyết định cấu trúc vốn. Kết quả cho rằng, tối đa hóa tài sản của các cổ đông yêu cầu một sự kết hợp hoàn hảo giữa nợ và cổ phiếu, ở đó chi phí vốn có mối tương quan âm với quyết định này và nó phải thấp nhất có thể. Một công ty có thể gia tăng giá trị trong thị trường bằng cách thay đổi các thành phần cấu trúc vốn, các nhà quản lý tài chính có thể tận dụng nợ để hình thành cấu trúc vốn tối ưu để tối đa hóa tài sản của các cổ đông.

Arsiphongphisit và Ariff (2004) khi nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị các công ty tại Úc, cho thấy rằng một sự thay đổi có ý nghĩa trong giá trị công ty khi cấu trúc vốn tương đối thay đổi từ 10% đến 40%. Cấu trúc vốn tương đối là sự thay đổi trong cấu trúc vốn của công ty liên quan đến tỷ số trung bình của ngành. Thị trường phản ứng tích cực khi các thông báo sự kiện tài chính dẫn đến cấu trúc vốn dịch chuyển gần hơn với tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu trung bình ngành. Các công ty thay đổi tỷ số nợ/vốn chủ sở hữu xa trung bình ngành (theo chiều hướng giảm) dẫn đến lợi nhuận bất thường ít dương hơn hoặc âm.

Cheng và Tzeng (2011) nghiên cứu tác động của đòn bẩy tài chính đến giá trị công ty sử dụng 645 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Đài Loan (TSE) từ năm 2000 đến 2009. Kết quả thực chứng chỉ ra như sau: giá trị của công ty có sử dụng nợ thì cao hơn

công ty không sử dụng nợ nếu không xem xét khả năng phá sản; nếu đồng thời xem xét lợi ích và chi phí của nợ, đòn bẩy nợ có mối quan hệ đồng biến với giá trị công ty trước khi chạm đến cấu trúc vốn tối ưu của công ty. Ảnh hưởng dương của đòn bẩy tài chính đến giá trị công ty có xu hướng mạnh hơn khi chất lượng tài chính công ty tốt hơn (Z- score cao hơn).

Muradoglu và Sivaprasad (2007) sử dụng mẫu là số liệu các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán London từ 1965 đến 2004, các công ty này được nhóm thành các loại rủi ro khác nhau theo ngành. Sau đó, tiến hành kiểm định xem cấu trúc vốn có liên quan đến giá trị cổ phiếu nhà đầu tư hay không? Kết quả chỉ ra rằng, đối với hấu hết các nhóm rủi ro, lợi nhuận bất thường giảm đối với đòn cân nợ công ty. Tuy nhiên, lợi nhuận bất thường tăng khi tỷ số nợ trung bình trong một nhóm rủi ro tăng. Đồng thời, tác giả cũng chỉ ra rằng, sự tách biệt giữa mức nợ trung bình trong ngành và của một công ty cụ thể là quan trọng. Điển hình là đối với các ngành tiện ích, thì lợi nhuận bất thường tăng đối với đòn cân nợ công ty, còn các ngành còn lại thì lợi nhuận giảm đối với đòn cân nợ công ty và tăng đối với đòn bẩy tài chính ngành.

Sudiyatno và ctg (2012) tiến hành kiểm định vai trò của hiệu quả hoạt động công ty trong việc xác định chiều tác động của mối quan hệ giữa chính sách công ty và giá trị công ty. Mục tiêu là xác định vai trò của hiệu quả hoạt động công ty như là một biến bị tác động bởi các chính sách công ty và ảnh hưởng lên giá trị công ty. Nghiên cứu được thực hiện sử dụng mẫu số liệu là các công ty sản xuất niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Indonesia (IDX) từ năm 2008 đến 2010. Kết quả cho thấy, đòn bẩy tài chính có tác động dương đến giá trị công ty với mức ý nghĩa 5%. Hiệu quả hoạt động của công ty có mối quan hệ cùng chiều với giá trị công ty ở mức ý nghĩa nhỏ hơn 1%. Tác giả cũng cho rằng kết quả này đồng nhất với các nghiên cứu của Carlson và Bathala (1997), Markaryawati (2002), Ulupui (2007), Sudiyatno (2010). Tuy nhiên, trái với kết quả nghiên cứu được thực hiện bởi Suranta và Pratana (2004), cho rằng ROA có tác động ngược chiều đến giá trị công ty.

Geng và Liu (2011) khi xem xét mối quan hệ giữa chính sách cổ tức tiền mặt và giá trị công ty dựa trên số liệu có được từ các cổ phiếu loại A của các công ty niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn 2005 đến 2009 đã đưa ra kết luận rằng: giá trị công ty có mối tương quan âm với sự tăng giảm của chia cổ tức bằng tiền mặt và có mối tương quan dương với chia cổ tức bằng tiền mặt ổn định.

Kostyuk (2006) nghiên cứu tác động của chính sách chi trả cổ tức của các công ty ở 03 nước Ukraina, Nga và Croatia thì cho rằng các công ty phân phối một phần thu nhập cho các cổ đông về trung bình sẽ làm tăng giá trị công ty. Với cách này giúp cho cổ phiếu của công ty trở nên thông dụng hơn và giá của nó cũng sẽ phản ứng theo.

Nguyễn Minh Hà và Ngô Thị Mỹ Loan (2010) nghiên cứu sự ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị của các công ty đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có chi trả cổ tức trong ba năm từ 2007 đến 2009 đã đưa ra kết luận: tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ đồng biến với sự gia tăng giá trị công ty. Các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức càng cao thì giá trị công ty càng gia tăng và ngược lại. Tuy nhiên, cách thức chi trả cổ tức không có ý nghĩa thống kê, nghĩa là các công ty dù chi trả cổ tức dưới hình thức tiền mặt hoặc bằng hình thức kết hợp tiền mặt và cổ phiếu, hoặc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng không làm thay đổi giá trị công ty.

Nghiên cứu tại Kenya của Murekefu và Ouma (2012) chỉ ra rằng, chính sách chi trả cổ tức có tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty và có mối quan hệ mạnh và dương, từ đó ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Tại Mỹ, Konijn và ctg (2009) khi xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến giá trị công ty dưới hình thức sự phân tán của các nhóm cổ đông. Tác giả đã kết luận rằng, có mối quan hệ nghịch biến giữa sự phân tán các nhóm cổ đông và Tobin’s Q (đại diện cho giá trị công ty).

Jirapon và Liu (2008) với nền tảng là lý thuyết người đại diện, đã tiến hành kiểm định xem có sự ảnh hưởng của ban quản trị được phân lớp (Staggered Board) đến sự lựa chọn cấu trúc vốn hay không? Nghiên cứu chỉ ra rằng: có bằng chứng hỗ trợ giả thuyết cho rằng công ty với ban quản trị được phân lớp sử dụng đòn cân nợ ít hơn một cách đáng kể

so với ban quản trị đồng nhất. Đồng thời, khi tìm hiểu xem giá trị công ty có bị ảnh hưởng bởi việc sử dụng đòn cân nợ bất thường do sự hiện diện của ban giám đốc được phân lớp hay không ? Kết quả cho thấy có sự tác động tiêu cực lên giá trị công ty do sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Harvey và ctg (2004) khi tìm hiểu mối quan hệ nội sinh tiềm ẩn giữa nợ, cơ cấu chủ sở hữu và giá trị công ty với dữ liệu tại 18 thị trường mới nổi. Tác giả cho rằng, nợ tạo giá trị cho các cổ đông đối với các công ty đối mặt với chi phí người đại diện tiềm ẩn cao và cũng đúng đối với các công ty gặp vấn đề đầu tư quá mức, kết quả từ mức cao của tài sản hiện tại hay các cơ hội tăng trưởng trong tương lai bị giới hạn.

Tại Indonesia, Harjito (2009) đã tìm hiểu ảnh hưởng của chủ sở hữu bên trong, chính sách nợ và chính sách cổ tức đến giá trị công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Indonesia từ năm 2003 đến 2008. Kết quả thực chứng chỉ ra rằng: chủ sở hữu bên trong không có ảnh hưởng đến giá trị công ty, chính sách nợ không ảnh hưởng đến giá trị công ty, chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị công ty.

Trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 tại Hàn Quốc, các công ty có sự tập trung các cổ đông là các nhà đầu tư nước ngoài cao hơn chịu sự sụt giảm ít hơn trong giá cổ phiếu, trong khi đó các công ty được điều khiển bởi các cổ đông gia đình trải qua một sự sụt giảm lớn hơn trong giá trị của vốn chủ sở hữu, trích trong Baek và ctg (2004).

Tại Ấn Độ, Pattanayak (2007) tiến hành kiểm định ảnh hưởng của chủ sở hữu đến giá trị công ty trong giai đoạn 2000 đến 2004, sử dụng mẫu là 1833 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán BomBay. Tác giả đã đưa ra bằng chứng rằng: mối quan hệ giữa cổ đông trong nước và giá trị công ty là phi tuyến, cổ đông nước ngoài có tác động dương đến giá trị công ty.

Setiabudi và Agustia (2012) nghiên cứu ảnh hưởng của đòn cân nợ đến giá trị công ty và ảnh hưởng của các yếu tố khác đến giá trị công ty thông qua đòn cân nợ của 44 công ty thỏa điều kiện tại Indonesia trong giai đoạn 2005 đến 2009. Kết quả chỉ rằng: kích cỡ công ty, tài sản hữu hình có ảnh hưởng dương đến đòn cân nợ. Tài sản cố định ảnh hưởng dương đến giá trị công ty và đòn cân nợ có tác động âm đến giá trị công ty.

Nghiên cứu tác động của kích cỡ và tuổi đời đến hiệu quả hoạt động của một mẫu 1020 công ty tại Ấn Độ, Majumdar (1997) nhận thấy rằng các tuổi đời công ty và lợi nhuận có quan hệ âm, trong khi đó kích cỡ và lợi nhuận có quan hệ dương.

Nội dung và kết quả cơ bản của các nghiên cứu trước được tóm tắt ở bảng sau:

Bảng 2.4 Tóm tắt nội dung và kết quả các nghiên cứu trước.

Stt	Tác giả	Nội dung nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
1	Hatfield và ctg (1994).	Tác động của tỷ số nợ công ty và của ngành đến giá trị công ty.	Đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến giá trị công ty.
2	Rayan (2008).	Tác động cấu trúc vốn đến giá trị công ty.	Cấu trúc vốn có tác động âm lên giá trị công ty.
3	Anup và Suman (2010).	Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty.	Có sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty.
4	Arsiphongphisit và Ariff (2004).	Tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty.	Có sự thay đổi trong giá trị công ty khi cấu trúc vốn tương đối thay đổi 10% đến 40%.
5	Cheng và Tzeng (2011).	Tác động của đòn bẩy tài chính đến giá trị công ty.	Có sự tác động của đòn bẩy tài chính đến giá trị công ty.
6	Muradoglu và Sivaprasad (2007).	Mối liên quan giữa cấu trúc vốn và giá trị cổ phiếu của nhà đầu tư, với các cổ phiếu được nhóm thành các loại rủi ro theo ngành.	Đối với hầu hết các nhóm rủi ro, lợi nhuận bất thường giảm đối với đòn cân nợ của công ty.
7	Sudiyatno và ctg (2012).	Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động công ty và giá trị công ty.	Đòn bẩy tài chính có tác động dương đến giá trị công ty với mức ý nghĩa 5%. Hiệu quả hoạt động của công

			ty có mối quan hệ cùng chiều với giá trị công ty với mức ý nghĩa 1%.
8	Geng và Liu (2011).	Mối quan hệ giữa chính sách cổ tức tiền mặt và giá trị công ty.	Giá trị công ty có mối quan hệ âm với sự tăng giảm của chia cổ tức tiền mặt và có mối quan hệ dương với chia cổ tức bằng tiền mặt ổn định.
9	Kostyuk (2006).	Tác động của chính sách chia cổ tức đến giá trị công ty.	Công ty phân phối một phần thu nhập cho các cổ đông, về trung bình sẽ làm tăng giá trị công ty.
10	Nguyễn Minh Hà và Ngô Thị Mỹ Loan (2010).	Ảnh hưởng của chính sách cổ tức đến giá trị công ty.	Tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ đồng biến với sự gia tăng giá trị công ty. Cách thức chi trả cổ tức không làm thay đổi giá trị công ty.
11	Murekefu và Ouma (2012).	Tác động của chính sách chi trả cổ tức đến hiệu quả hoạt động công ty và giá trị công ty.	Chính sách chi trả cổ tức có mối quan hệ mạnh và dương đến hiệu qủa hoạt động của công ty, từ đó ảnh hưởng đến giá trị công ty.
12	Konijn và ctg (2009).	Ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến giá trị công ty, dưới hình thức là sự phân tán của các nhóm cổ đông.	Có mối quan hệ nghịch biến giữa sự phân tán của nhóm cổ đông và Tobin's Q (đại diện cho giá trị công ty).
13	Liu và Jirapon (2008).	Ảnh hưởng của Ban quản trị được phân lớp (Staggered	Có mối quan hệ giữa Ban quản trị phân lớp và cấu trúc

		Board) đến sự lựa chọn cấu trúc vốn. Ảnh hưởng của đòn cân nợ bất thường đến giá trị công ty do sự hiện diện của Ban giám đốc được phân lớp.	vốn. Có sự tác động tiêu cực lên giá trị công ty do sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức nhưng không có ý nghĩa thống kê.
14	Harvey và ctg (2004).	Mối quan hệ nội sinh tiềm ẩn giữa nợ, cơ cấu chủ sở hữu và giá trị công ty.	Nợ tạo giá trị cho các cổ đông đối với các công ty đối mặt với chi phí người đại diện tiềm ẩn cao, tương tự đối với công ty gặp các vấn đề đầu tư quá mức.
15	Harjito (2009).	Ảnh hưởng của chủ sở hữu bên trong, chính sách nợ và chính sách cổ tức đến giá trị công ty.	Chủ sở hữu bên trong, chính sách nợ và chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị công ty.
16	Pattanayak (2007).	Mối quan hệ của chủ sở hữu bên trong và giá trị công ty.	Quan hệ giữa chủ sở hữu bên trong và giá trị công ty là phi tuyến. Cổ đông nước ngoài có tác động dương đến giá trị công ty.
17	Setiabudi và Agustia (2012).	Ảnh hưởng của đòn cân nợ đến giá trị công ty và ảnh hưởng của các yếu tố khác đến giá trị công ty thông qua đòn cân nợ.	Kích cỡ công ty, tài sản hữu hình có ảnh hưởng dương đến đòn cân nợ. Tài sản cố định ảnh hưởng dương đến giá trị công ty và đòn cân nợ có tác động âm đến giá trị công ty.

18	Majumdar (1997).	Tác động của kích cỡ và tuổi đời đến hiệu quả hoạt động của công ty.	Tuổi đời công ty và lợi nhuận có quan hệ âm, trong khi đó kích cỡ và lợi nhuận có quan hệ dương.

Như vậy, với các nghiên cứu trước đã được tìm hiểu ở trên cho thấy sự đa dạng trong mối quan hệ giữa cấu trúc vốn cũng như các yếu tố khác với giá trị công ty. Tuy nhiên, do mục tiêu nghiên cứu khác nhau nên các tác giả thường tập trung vào một hoặc một số các yếu tố riêng lẻ.

- **Điều kiện để các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.**

Theo nghị định 14/2007/NĐ-CP do Thủ tướng Chính phủ ký ngày 19/1/2007 quy định chi tiết về điều kiện niêm yết cổ phiếu, cụ thể như sau:

Điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Sở Giao dịch chứng khoán

a) Là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán;

b) Hoạt động kinh doanh hai năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi và không có lỗ luỹ kế tính đến năm đăng ký niêm yết;

c) Không có các khoản nợ quá hạn chưa được dự phòng theo quy định của pháp luật; công khai mọi khoản nợ đối với công ty của thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng Giám đốc, Kế toán trưởng, cổ đông lớn và những người có liên quan;

d) Tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ;

đ) Cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng Giám đốc và Kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ;

e) Có hồ sơ đăng ký niêm yết cổ phiếu hợp lệ theo quy định.

Điều kiện niêm yết cổ phiếu tại Trung tâm Giao dịch chứng khoán

a) Là công ty cổ phần có vốn điều lệ đã góp tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 10 tỷ đồng Việt Nam trở lên tính theo giá trị ghi trên sổ kế toán;

b) Hoạt động kinh doanh của năm liền trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi, không có các khoản nợ phải trả quá hạn trên một năm và hoàn thành các nghĩa vụ tài chính với Nhà nước;

c) Cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ;

d) Cổ đông là thành viên Hội đồng quản trị, Ban Kiểm soát, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc, Phó Giám đốc hoặc Phó Tổng giám đốc và Kế toán trưởng của công ty phải cam kết nắm giữ 100% số cổ phiếu do mình sở hữu trong thời gian 6 tháng kể từ ngày niêm yết và 50% số cổ phiếu này trong thời gian 6 tháng tiếp theo, không tính số cổ phiếu thuộc sở hữu Nhà nước do các cá nhân trên đại diện nắm giữ;

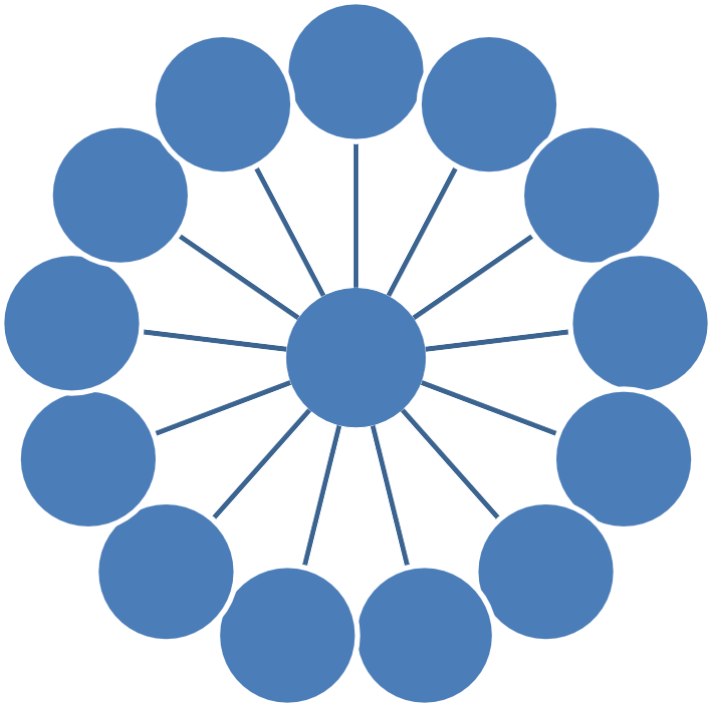
đ) Có hồ sơ đăng ký niêm yết cổ phiếu hợp lệ theo quy định;

e) Việc niêm yết cổ phiếu của các doanh nghiệp thành lập mới thuộc lĩnh vực cơ sở hạ tầng hoặc công nghệ cao, doanh nghiệp 100% vốn nhà nước chuyển đổi thành công ty cổ phần không phải đáp ứng điều kiện quy định tại điểm b.

2.5 Mô hình nghiên cứu đề xuất.

Ở nghiên cứu này, dựa trên sự chọn lọc phù hợp với điều kiện tại Việt Nam một số yếu tố đã được thực hiện trong các nghiên cứu trước cũng như các yếu tố được đề xuất về mặt lý thuyết, nghiên cứu sẽ tìm hiểu một cách khái quát hơn tác động của cấu trúc vốn và các yếu tố khác đến giá trị công ty. Các yếu tố chính được tập trung xem xét sẽ bao gồm: đòn bẩy tài chính, tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt, tỷ lệ chia cổ tức cổ phiếu, tỷ lệ sở hữu của cổ đông trong nước, tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài, quy mô công ty; tài sản cố định hữu hình, tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận trên tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Hình 2.3 Mô hình nghiên cứu.



Như vậy, với cơ sở lý thuyết được trình bày ở phần 2.1 bao gồm i) Các lý thuyết về cấu trúc vốn như: lý thuyết M&M, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn và lý thuyết chi phí đại diện; ii) Giá trị công ty; iii) Sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty. Bên cạnh đó, cơ sở để đưa ra mô hình nghiên cứu đề xuất là các nghiên cứu trước có liên quan đến sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty, tác động của chính sách cổ tức đến giá trị công ty, tác động của quy mô, tuổi đời công ty đến giá trị công ty. Chi tiết các nghiên cứu trước đây được trình bày chi tiết ở bảng 2.4. Mô hình nghiên cứu này sẽ được kiểm định ý nghĩa về mặt thống kê dựa trên dữ liệu thứ cấp được lấy từ báo cáo tài chính trong giai đoạn 2009 đến 2012.

CHƯƠNG 3

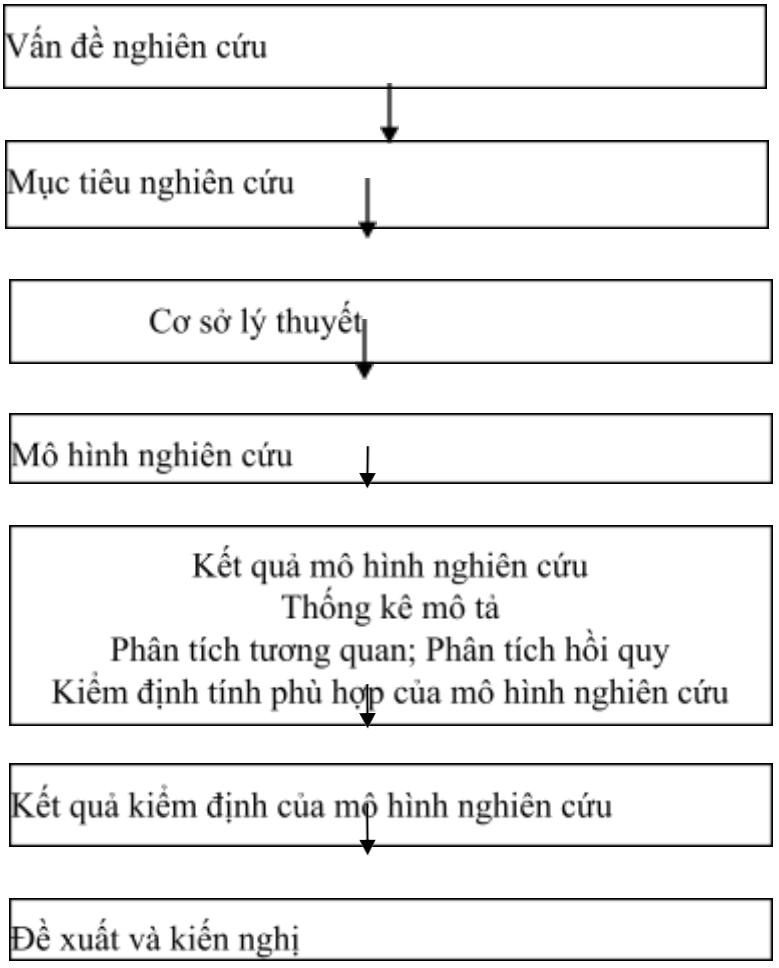
PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dựa vào lý thuyết và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước được trình bày trong chương 2, chương 3 sẽ trình bày mô hình nghiên cứu được đề xuất, mô tả các biến được sử dụng và các giả thuyết nghiên cứu, phương pháp ước lượng và kiểm định mô hình. Chương này cũng mô tả phương pháp thu thập dữ liệu đồng thời tóm tắt việc thu thập và tính toán các biến số nghiên cứu chính.

3.1 Quy trình nghiên cứu.

Quy trình nghiên cứu được trình bày trong hình 3.1.

Hình 3.1. Quy trình nghiên cứu



3.2 Mô hình nghiên cứu.

3.2.1 Xây dựng mô hình hồi quy.

Dựa trên mục tiêu chính của nghiên cứu là tìm hiểu tác động của cấu trúc vốn và các yếu tố khác đến giá trị công ty có xem xét đến yếu tố ngành, mô hình nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy bội được xây dựng như sau:

GTCT=f (Donbay, Quymo, TSCDHH, TTDthu, Tuoi, ROA, ROE, SHVN, SHNN, CTTM, CTCP, Nganh, Nam).

Trong đó:

- **Biến phụ thuộc:**

GTGT: biến phụ thuộc đại diện cho giá trị công ty.

- **Các biến độc lập:**

- **Biến độc lập chính.**

1. Donbay: đòn bẩy tài chính đại diện cho cấu trúc vốn của công ty.

- **Các biến độc lập khác.**

2. Quymo: quy mô của công ty.
3. TSCDHH: tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trong tổng tài sản.
4. TTDthu: tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty hàng năm.
5. Tuoi: thời gian hoạt động của công ty từ khi thành lập đến thời điểm lấy dữ liệu nghiên cứu.
6. ROA: lợi nhuận trên tổng tài sản.
7. ROE: lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.
8. SHVN: tỷ lệ sở hữu công ty của các cổ đông trong nước.
9. SHNN: tỷ lệ sở hữu công ty của các cổ đông nước ngoài.
10. CTTM: tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt.
11. CTCP: tỷ lệ chia cổ tức cổ phiếu.

- **Các biến giả:**

12. Nganh: biến giả theo ngành.
13. Nam: biến giả theo năm.

3.2.2 Mô tả các biến.

3.2.2.1 Biến phụ thuộc – Giá trị công ty (GTCT).

Như đã thảo luận ở mục 2.1.2, có nhiều cách đo lường các biến đại diện cho giá trị công ty. Ở nghiên cứu này, giống như nghiên cứu của Harjito (2009), Nguyễn Minh Hà & Ngô Thị Mỹ Loan (2010), tỷ số giá trị thị trường so với giá trị sổ sách (PBV) sẽ được sử dụng để đo lường giá trị công ty.

PBV = Thị giá/ Giá trị sổ sách của cổ phiếu.

Trong đó:

Thị giá: giá đóng cửa của cổ phiếu tại phiên cuối cùng của năm.

Giá trị sổ sách của cổ phiếu = (Tổng tài sản – Nợ - Tài sản cố định vô hình)/Số cổ phần phổ thông phát hành.

3.2.2.2 Biến độc lập.

a. Cấu trúc vốn.

- **Đòn bẩy tài chính (Donbay).**

Cấu trúc vốn là yếu tố độc lập chính được nghiên cứu của luận văn để kiểm định mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty, đòn bẩy tài chính sẽ được dùng để đại diện cho cấu trúc vốn. Đòn bẩy tài chính có thể được xác định bằng: nợ dài hạn, nợ ngắn hạn và nợ có thể chuyển đổi chia cho giá trị thị trường và giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (Tilman và Wessels, 1988); tổng nợ/tổng tài sản; tổng nợ dài hạn/tổng tài sản; tổng nợ dài hạn/tài sản ròng; tổng nợ/tổng nguồn vốn; lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)/chi phí lãi vay; lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA)/chi phí lãi vay (Rajan và Zingales, 1995 trích trong Song, 2005). Tương tự như Nguyễn Minh Hà (2010b), ở nghiên cứu này đòn bẩy tài chính sẽ được đo lường bằng nợ/tổng tài sản theo giá trị sổ sách.

Donbay = Nợ/Tổng tài sản.

Modigliani và Miller (1963) cho rằng với lợi ích của lá chắn thuế, giá trị của công ty sẽ tăng lên khi công ty gia tăng nợ. Tuy nhiên, một lập luận trái chiều khác thì cho rằng giá trị công ty sẽ không tăng mãi nếu tiếp tục gia tăng nợ vì khi công ty gia tăng nợ thì rủi

ro cũng sẽ tăng và phát sinh chi phi khốn khó tài chính. Đến một thời điểm nào đó, khi chi phí này vượt qua lợi ích của lá chắn thuế thì giá trị công ty sẽ giảm.

Kết quả nghiên cứu của nhiều tác giả như: Rayan (2008), Setiabudi và Agustia (2012),… cũng cho thấy giá trị công ty sẽ giảm khi nợ gia tăng.

Nguyễn Minh Kiều (2009) cũng cho rằng đòn bẩy trong tài chính là con dao hai lưỡi. Nếu hoạt động của công ty tốt đòn bẩy sẽ khuếch đại cái tốt lên gấp bội lần. Ngược lại, nếu hoạt động của công ty xấu thì đòn bẩy sẽ khuếch đại cái xấu lên bội lần.

Ở Việt Nam, trong giai đoạn 2009 đến 2012 thị trường chứng khoán suy thoái cùng với tình hình kinh tế gặp nhiều khó khăn, lãi suất cho vay thường xuyên ở mức cao. Chính vì điều kiện kinh doanh không tốt cộng với chi phí sử dụng vốn cao như vậy, nên giả thuyết được đặt ra là:

Giả thuyết H1: Đòn bẩy tài chính hay cấu trúc vốn có mối quan hệ nghịch chiều (-) với giá trị công ty, khi công ty gia tăng nợ thì giá trị công ty sẽ giảm.

b. Các biến độc lập khác.

- **Quy mô (Quymo).**

Có nhiều cách đo lường với biến quy mô của công ty, Majumdar (1997), Liao (2008), Martani và ctg (2009) đo lường bằng logarit của tổng tài sản - Ln(tổng tài sản). Một cách khác Yungchih (2010) dùng Ln(doanh thu ròng), Thanh (2012) thì sử dụng cả hai biến Ln(tổng tài sản) và Ln(tổng doanh thu) trong nghiên cứu của mình để xác định sự ảnh hưởng của quy mô đến hiệu quả hoạt động của công ty. Vì doanh thu đã được đưa vào mô hình để đo lường tốc độ tăng trưởng doanh thu, nên để tránh trường hợp đa cộng tuyến có thể xảy ra, nghiên cứu sẽ đo lường biến quy mô bằng cách lấy logarit của tổng tài sản tại năm nghiên cứu.

Penrose (1959) trích trong Majumdar (1997) cho rằng, đặc điểm của các công ty lớn là khả năng đa dạng hóa, khả năng khai thác lợi thế kinh tế về quy mô và chuẩn hóa các quy trình. Với những đặc tính này, bằng cách triển khai các hoạt động hữu hiệu hơn cho phép các công ty tạo được hiệu suất tương đối tốt hơn so với các công ty nhỏ hơn. Hay nói cách khác, quy mô có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty.

Giả thuyết H2: Ở nghiên cứu này, quy mô được giả thuyết là có mối quan hệ cùng chiều (+) với giá trị công ty.

- **Tài sản cố định hữu hình (TSCDHH).**

Biến này đo lường tác động của tài sản hữu hình đến giá trị công ty được xác định là tỷ lệ của tài sản cố định hữu hình trong tổng tài sản.

Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (The trade-off theory), tài sản hữu hình có ảnh hưởng tích cực trong việc thực hiện cơ cấu vốn tối ưu. Khi công ty có tỷ lệ tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn sẽ có cơ hội thế chấp các tài sản này để tiếp cận nguồn vốn bên ngoài. Ngoài ra, tài sản cố định hữu hình dễ dàng được kiểm soát và được thế chấp tốt cho nên nó được kỳ vọng là giảm chi phí trung gian.

Nghiên cứu của Setiabudi và Agustia (2012) cũng cho rằng tài sản cố định ảnh hưởng tích cực đến giá trị công ty, mang đến khả năng dự phòng cho phát triển trong nỗ lực tối ưu hóa giá trị công ty tốt hơn.

Giả thuyết nghiên cứu H3: tỷ lệ tài sản cố định hữu hình được giả định là sẽ có mối quan hệ tích cực (+) đến giá trị công ty.

- **Tăng trưởng doanh thu (TTDthu).**

Biến TTDthu được sử dụng để đo lường ảnh hưởng tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm đến giá trị công ty. Giá trị của biến được xác định như sau:

$$TTDthu = (DT_n - DT_{(n-1)}) / DT_{(n-1)}$$

Trong đó:

TTDthu: tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm của công ty. DT_n: doanh thu ròng năm đang xét n.

$DT_{(n-1)}$: doanh thu ròng năm trước đó n-1.

Tăng trưởng doanh thu là một trong những yếu tố được quan tâm hàng đầu của các nhà quản lý công ty, nó thể hiện mức độ phát triển về quy mô thị trường của công ty. Theo Kaaro và Hermeindito (2001) trích trong Setiabudi và Agustia (2012), tăng trưởng doanh thu phản ảnh năng suất hoạt động sẵn sàng của công ty, khả năng tiêu thụ của thị trường và năng lực cạnh tranh của công ty.

Nghiên cứu của Brush & ctg (2000) cho thấy tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty. Setiabudi và Agustia (2012) cũng cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tăng trưởng doanh thu và giá trị công ty.

Giả thuyết nghiên cứu H4: tốc độ tăng trưởng doanh thu được giả thuyết là sẽ có tác động tích cực (+) đến giá trị công ty.

- **Tuổi (Tuoi).**

Tuổi của công ty được xác định bằng số năm kể từ khi thành lập công ty đến năm thu thập dữ liệu nghiên cứu.

Nghiên cứu của Nguyễn Minh Hà (2010) chỉ ra rằng giá trị công ty chịu tác động bởi tuổi đời của công ty. Thực tế, cho thấy công ty có tuổi đời cao sẽ có ưu thế về kinh nghiệm, nguồn lực, uy tín, thị phần…nên cơ hội kinh doanh, phát triển tốt hơn so với các công ty còn non trẻ và các cổ phiếu thường được các nhà đầu tư đánh giá cao hơn. *Trong nghiên cứu này, giả thuyết H4 được đặt ra là tuổi của công ty có mối quan hệ tích cực hay dương (+) đối với giá trị của công ty.*

Tuy nhiên việc sử dụng biến tuổi trong nghiên cứu này có thể không đem lại một hệ số hồi quy tốt và có ý nghĩa thống kê, bởi lịch sử phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam nhìn chung chưa phải là lâu đời, đồng thời quá trình tham gia niêm yết của các công ty chỉ mới diễn ra trong thời gian gần đây dẫn đến sự sai khác giữa độ tuổi của các công ty tham gia niêm yết là không lớn.

- **Lợi nhuận ròng trên tổng tài sản (ROA).**

Tỷ số lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) đo lường khả năng sinh lời trên mỗi đồng tài sản của công ty. Theo Nguyễn Minh Kiều (2009), công thức xác định tỷ số này bằng cách lấy lợi nhuận ròng sau thuế chia cho tổng giá trị tài sản.

ROA = Lợi nhuận ròng dành cho cổ đông thường/Tổng tài sản.

Nhiều nghiên cứu đã sử dụng biến ROA đo lường hiệu quả hoạt động của công ty như Kyereboah-Coleman (2007), Onaolapo và ctg (2010), Abor (2007), Saeedi và Mahmoodi (2011), Sudiyatno và ctg (2012)…

Theo lý thuyết trật tự phân hạng thì các nhà quản lý thích tài trợ cho các dự án bằng nguồn vốn từ nội bộ hơn sau đó mới đến nguồn vốn từ bên ngoài. Ngoài ra, các công ty có nguồn dự trữ từ lợi nhuận giữ lại cao sẽ không thích phát hành thêm cổ phiếu mới để huy động vốn nhằm tránh việc pha loãng quyền sở hữu. Điều này có nghĩa là các công ty có mức lợi nhuận cao với việc sử dụng nguồn tài trợ bên trong, sẽ có chi phí sử dụng vốn thấp hơn vì vậy sẽ hoạt động hiệu quả hơn.

Kết quả nghiên cứu của Sudiyatno và ctg (2012) cũng cho thấy ROA có tác động tích cực đến giá trị công ty.

Giả thuyết của nghiên cứu H5 được đặt ra là: lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) có mối quan hệ dương (+) với giá trị công ty.

- **Lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE).**

Đứng trên góc độ cổ đông, tỷ số quan trọng nhất là tỷ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE). Tỷ số này đo lường khả năng sinh lời trên mỗi đồng vốn của cổ đông thường. Cũng theo Nguyễn Minh Kiều (2009), công thức xác định tỷ số này là bằng lợi nhuận ròng dành cho cổ đông thường chia cho vốn cổ phần thường.

ROE = Lợi nhuận ròng dành cho cổ đông thường/Vốn cổ phần thường.

Đây cũng là biến được nhiều nghiên cứu sử dụng cùng với ROA để đại diện cho hiệu quả hoạt động của công ty. Nghiên cứu của Ngô Thị Mỹ Loan (2010) chỉ ra rằng lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu có mối quan hệ đồng biến với giá trị công ty.

Giả thuyết H6: Trong nghiên cứu này, lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) cũng được giả thuyết là có mối quan hệ cùng chiều (+) với giá trị công ty.

- **Sở hữu trong nước (SHVN).**

Biến SHVN được xác định là tỷ lệ sở hữu của cổ đông trong nước, giá trị được thu thập thông qua công bố của công ty trong các thuyết minh báo cáo tài chính.

Khi xem xét quy định của nhà nước về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa trong cấu trúc sở hữu của công ty (Quyết định số 55/2009/QĐ-TTg ngày 15/04/2009) và thực tế các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.Hồ Chí Minh và Hà Nội chủ yếu là

các công ty với tỷ lệ cổ đông trong nước chiếm đa số. Về mặt nhận định có thể thấy rằng tỷ lệ chủ sở hữu trong nước trong mẫu nghiên cứu sẽ không có ý nghĩa thực chứng nhiều.

Tuy nhiên, biến này được đưa vào mô hình để làm chặt chẽ hơn giả thuyết về tác động của cổ đông nước ngoài đến giá trị công ty. Nếu tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài có mối quan hệ cùng chiều với giá trị công ty thì khi xem xét riêng lẻ ở khía cạnh cổ đông trong nước, tỷ lệ sở hữu trong nước sẽ có mối quan hệ nghịch chiều với giá trị công ty. *Công ty có tỷ lệ cổ đông trong nước cao hơn thì giá trị sẽ thấp hơn, đây cũng là giả thuyết của nghiên cứu cho biến này (giả thuyết H7).*

- **Sở hữu nước ngoài (SHNN).**

Tương tự như biến SHVN, SHNN là tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài trong công ty, số liệu cũng được thu thập từ thuyết minh báo cáo tài chính của công ty.

Ở các thị trường mới nổi như Việt Nam, với sự thiếu minh bạch về thông tin và trình độ của các nhà quản lý còn nhiều hạn chế. Các tác động tích cực của cổ đông nước ngoài có thể thể hiện ở hai khía cạnh. Thứ nhất, về mặt quản lý điều hành: việc có cổ đông nước ngoài trong ban điều hành, với kinh nghiệm và trình độ của mình có thể giúp công ty hoạt động hiệu quả hơn. Thứ hai, mang đến các thông tin tích cực: thực tế cho thấy khi các công ty công bố việc có các cổ đông chiến lược nước ngoài trong công ty thì giá cổ phiếu sẽ phản ứng tích cực. Ngoài ra, do thông tin bất cân xứng việc các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm vào một mã cổ phiếu nào đó sẽ tạo hiệu ứng "bầy đàn" đối với các nhà đầu tư trong nước kích thích giá cổ phiếu đi lên.

Oxelheim và Randoy (2003) khi nghiên cứu các công ty có trụ sở chính ở Na Uy hoặc Thụy Điện đã chỉ ra rằng, những công ty có thành viên ban quản trị người nước ngoài có giá trị công ty cao hơn. Pattanayak (2007), Khana và Palepu (1999) báo cáo một ảnh hưởng dương của các nhà đầu tư nước ngoài tại Ấn Độ. Baek và ctg (2004) nghiên cứu giá cổ phiếu của các công ty tại Hàn Quốc trong giai đoạn khủng hoảng chỉ ra rằng công ty với mức độ tập trung chủ sở hữu nước ngoài cao sẽ chịu sự sụt giảm nhỏ hơn.

Trong nghiên cứu này, tỷ lệ sở hữu nước ngoài được kỳ vọng sẽ có mối quan hệ cùng chiều (+) với giá trị công ty (giả thuyết nghiên cứu H8).

- **Tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt (CTTM).**

Theo Ngô Thị Mỹ Loan (2010), tỷ lệ cổ tức tiền mặt sẽ được xác định dưới hình thức cổ tức trên mệnh giá, hay nói cách khác đây là lượng tiền mặt trả cho các cổ đông dưới dạng phần trăm của mệnh giá.

Tỷ lệ cổ tức tiền mặt = Cổ tức/Mệnh giá (%).

Biến này cho biết phản ứng của các nhà đầu tư với giá cổ phiếu trước các mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt của công ty như thế nào. Nguyễn Minh Kiều (2009) cho rằng ở những nước thị trường chứng khoán mới phát triển như Việt Nam, do thông tin bất cân xứng nên nhà đầu tư thường dựa vào mức chi trả cổ tức như là "tín hiệu" cho thấy triển vọng của công ty trong tương lai. Công ty trả cổ tức cao thường được nhà đầu tư suy diễn đồng nghĩa với triển vọng tốt và ngược lại. Do vậy, ở những nước này chính sách cổ tức càng có tác động đến giá trị cổ phiếu.

Mối quan hệ đồng biến giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và giá trị công ty cũng đã được chỉ ra ở nhiều nghiên cứu của Murekefu và Ouma (2012), Kostyuk (2006), Nguyễn Minh Hà và Ngô Thị Mỹ Loan (2010), Trần Trí Dũng (2010).

Do đó, tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt được giả thuyết là có mối quan hệ tích cực hay dương (+) đối với giá trị công ty (giả thuyết nghiên cứu H9).

- **Tỷ lệ chia cổ tức cổ phiếu (CTCP).**

Giống như cổ tức bằng tiền mặt, chỉ khác là với chi trả cổ tức bằng cổ phiếu giá trị cổ đông nhận được là cổ phiếu của công ty.

Tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu là tỷ số giữa cổ phiếu mới dưới dạng cổ tức và cổ phiếu phổ thông đang lưu hành. Trần Trí Dũng (2010) cũng từng đề cập đến biến này trong nghiên cứu của mình. *Tương tự tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt, tỷ lệ chia cổ tức cổ phiếu cũng được giả định là có mối quan hệ tích cực hay dương (+) đối với giá trị công ty (giả thuyết nghiên cứu H10).*

- **Biến giả theo ngành.**

Theo Brigham & Houston (2003), có sự khác biệt đáng kể về việc sử dụng đòn cân nợ giữa các ngành. Điều này có nghĩa là, mức độ tác động của cấu trúc vốn đến giá trị công ty ở các nhóm ngành khác nhau cũng sẽ khác nhau.

Trong nghiên cứu này, biến giả ngành được đưa vào trong nghiên cứu nhằm xem xét yếu tố ngành ảnh hưởng như thế nào khi tìm hiểu mối quan hệ của cấu trúc vốn và các yếu tố khác với giá trị công ty. Biến giả này sẽ có giá trị là 1 nếu công ty thuộc nhóm ngành mà biến đó đại diện và có giá trị là 0 nếu công ty không thuộc nhóm ngành đó. Bảng phân chia nhóm ngành sẽ được trình bày tại bảng 3.1.

Giả thuyết H11 cho biến giả ngành như sau: "Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và các yếu tố khác đến giá trị công ty sẽ bị ảnh hưởng bởi yếu tố ngành".

- **Biến giả theo năm.**

Tương tự như biến ngành, biến năm cũng là biến giả, nhận giá trị là 1 nếu số liệu thuộc năm mà biến đó đại diện và nhận giá trị là 0 nếu số liệu không thuộc năm đó. Nguyễn Ngọc Sơn (2011) cũng sử dụng biến giả theo năm trong nghiên cứu của mình. Chi tiết về biến giả theo năm cũng được trình bày ở bảng 3.1. Biến giả theo năm cũng được sử dụng để pool dữ liệu, các dữ liệu dạng bảng cân xứng được sử dụng cho mô hình hồi quy Pool để xem các đơn vị quan sát chéo là như nhau về mặt không gian và thời gian. Bảng 3.1 sau đây sẽ mô tả tóm tắt ý nghĩa và cách đo lường của các biến được sử dụng trong mô hình.

Bảng 3.1 Tóm tắt ý nghĩa và đo lường các biến.

Tên biến	Ý nghĩa	Đo lường	Q/hệ	Nghiên cứu
Biến phụ thuộc				
GTCT	Giá trị công ty.	Thị giá/ Giá trị sổ sách.		Harjito (2009); Nguyễn Minh Hà và Ngô Thị Mỹ Loan (2010).
Biến độc lập				
Cấu trúc vốn				
Donbay	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính.	Nợ/ Tổng tài sản.	-	Nguyễn Minh Hà (2010b).
Các biến độc lập khác				
Quymo	Quy mô công ty.	Logarit của tổng tài sản (Ln(Tổng tài sản)).	+	Martani & ctg (2009); Thanh (2012).
TSCDHH	Tài sản cố định hữu hình.	Tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản.	+	Setiabudi và Agustia (2012).
TTDthu	Tăng trưởng doanh thu.	$(DT_n-DT_{(n-1)})/ DT_{(n-1)}$	+	Setiabudi và Agustia (2012).
Tuoi	Tính từ năm thành lập công ty.	Năm lấy số liệu – năm thành lập.	+	Nguyễn Minh Hà (2010).
ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản.	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản.	+	Nguyễn Minh Kiều (2009); Kyereboah-Coleman (2007); Onaolapo và ctg (2010); Abor

				(2007); Saeedi và Mahmoodi (2011); Sudiyatno và ctg (2012).
ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu.	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu.	+	Nguyễn Minh Kiều (2009); Ngô Thị Mỹ Loan (2010).
CTTM	Tỷ lệ cổ tức bằng tiền.	Lấy số liệu trong Báo cáo tài chính (thời điểm kết thúc năm tài chính 31/12).	+	Ngô Thị Mỹ Loan (2010); Trần Trí Dũng (2010).
CTCP	Tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu.	Lấy số liệu trong Báo cáo tài chính (thời điểm kết thúc năm tài chính 31/12).	+	Ngô Thị Mỹ Loan (2010); Trần Trí Dũng (2010).
SHVN	Tỷ lệ sở hữu trong nước.	Lấy số liệu trong Báo cáo tài chính (thời điểm kết thúc năm tài chính 31/12).	-	
SHNN	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài.	Lấy số liệu trong Báo cáo tài chính (thời điểm kết thúc năm tài chính 31/12).	+	Pattanayak (2007); Khana và Palepu (1999); Baek và ctg (2004).
Biến giả theo nghành và năm				
Biến giả theo ngành	Công nghiệp xây dựng, Nông lâm ngư nghiệp, Thương mại dịch vụ.	Biến CNXD = 1 đối với các công ty thuộc nghành công nghiệp xây dựng, nhận giá trị 0 đối với các công ty còn lại. Tương tự đối với nghành NLNN và		

		TMDV.		

Biến giả theo năm	Nam09, Nam10, Nam11, Nam12	Đây là biến giả được sử dụng để pool data.		

3.3 Mẫu nghiên cứu.

Mẫu nghiên cứu là 107 công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2012. Các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính (ngân hàng, tài chính, bảo hiểm, quỹ đầu tư…) sẽ được loại trừ trong mẫu nghiên cứu do những đặc thù tự nhiên là sử dụng đòn bẩy cao. Các công ty trong mẫu nghiên cứu thuộc 3 nhóm nghành nghề: công nghiệp xây dựng (CNXD), nông lâm ngư nghiệp (NLNN) và thương mại dịch vụ (TMDV). Sở dĩ, tác giả chọn 3 nhóm nghành nghề được nêu để nghiên cứu vì phần lớn các công ty được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoan TP.HCM và Hà Nội tập trung ở 3 nhóm nghành nghề này.

- **Dữ liệu nghiên cứu.**

Trích từ các số liệu báo cáo từ Sở giao dịch chứng khoán, công ty chứng khoán, các website về tài chính như www.cafef.vn, www.stockbiz.vn, www.cophieu68.com và website chính thức của các công ty niêm yết.

- **Kỳ nghiên cứu.**

Dựa trên tính toán đầy đủ và sẵn có của bộ dữ liệu thu thập được, nghiên cứu lấy các số liệu trên báo cáo tài chính từ năm 2009 đến 2012.

Với tiêu chí chọn mẫu nêu trên, số liệu báo cáo tài chính giai đoạn 2009 đến 2012 của 146 công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội (tính đến 31/12/2012) bước đầu được thu thập để phục vụ cho việc nghiên cứu. Mẫu 107 công ty là mẫu đã được tối ưu từ mẫu ban đầu là 146 công ty, sau khi thu thập số liệu đầu vào từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán tại thời điểm 31 tháng 12. Mẫu dữ liệu 146 công ty được loại bỏ bớt vì các nguyên nhân: thiếu các dữ liệu cần thiết do các công ty chậm công bố thông tin, số liệu chưa được kiểm toán và cuối cùng là loại bớt các dữ liệu có giá trị quá đặc biệt trong mẫu có thể dẫn đến sự sai lệch kết quả nghiên cứu.

Trong quá trình lọc dữ liệu, nghiên cứu bỏ đi những công ty có chỉ số tài chính bất thường thông qua phương pháp chạy Scatter. Như vậy, sau khi lọc lấy những công ty hợp lệ, loại trừ các công ty có số liệu mang dấu hiệu bất thường số lượng còn lại là 107 công ty thuộc 3 nhóm ngành nghề khác nhau công nghiệp xây dựng (CNXD), nông lâm ngư nghiệp (NLNN), thương mại dịch vụ (TMDV). Mỗi công ty được theo dõi qua 4 năm (4 quan sát) và các biến được theo dõi tương ứng theo từng quan sát, tổng cộng có 428 quan sát.

3.4 Phương pháp phân tích.

Dữ liệu được sử dụng cho nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp dạng bảng, là sự kết hợp của dữ liệu chéo theo không gian 107 công ty và dữ liệu chéo theo thời gian được tính toán qua 4 thời đoạn từ năm 2009 đến 2012. Theo Đinh Công Khải và Kim Chi (2011) thì việc sử dụng dữ liệu bảng có các ưu điểm sau đây:

- ✔ Thông qua sự kết hợp các chuỗi theo thời gian của các quan sát theo không gian, dữ liệu dạng bảng cung cấp những dữ liệu có nhiều thông tin hơn, đa dạng hơn, ít đa cộng tuyến giữa các biến hơn, nhiều bậc tự do hơn và hiệu quả hơn.
- ✔ Thông qua nghiên cứu các quan sát theo không gian lặp lại, dữ liệu dạng bảng phù hợp hơn để nghiên cứu tính động của thay đổi.
- ✔ Dữ liệu dạng bảng có thể phát hiện và đo lường tốt hơn những ảnh hưởng mà ta không thể quan sát trong chuỗi dữ liệu chuỗi thời gian hay dữ liệu chéo theo không gian thuần túy.
- ✔ Dữ liệu bảng giúp ta nghiên cứu những mô hình hành vi phức tạp hơn.
- ✔ Bằng cách thu thập những số liệu có sẵn cho vài nghìn đơn vị, dữ liệu bảng có thể tối thiểu hóa sự thiên lệch có thể xảy ra nếu ta tổng hợp các cá nhân hay các công ty thành số liệu tổng.

Tóm lại. dữ liệu bảng có thể làm phong phú các phân tích thực nghiệm theo cách thức mà không chắc có thể đạt được nếu ta chỉ sử dụng các dữ liệu theo chuỗi thời gian hay không gian thuần túy.

- **Các mô hình hồi quy phổ biến đối với dữ liệu bảng.**

Theo Đinh Công Khải và Kim Chi (2011), các mô hình hồi quy thông thường được sử dụng cho dữ liệu bảng gồm có: mô hình hồi quy Pool, mô hình hồi quy biến giả bình phương tối thiểu LSDV, mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định FEM, mô hình hồi quy các ảnh hưởng ngẫu nhiên REM.

3.4.1 Mô hình hồi quy Pool.

Với mô hình hồi quy Pool thì giả định về sự tự tương quan, hiện tượng phương sai thay đổi và sự khác biệt về không gian và thời gian của từng biến quan sát đều không tác động đến mô hình. Do đó, tung độ gốc và hệ số độ dốc được giả định là không thay đổi theo thời gian và theo từng biến đối với 107 công ty. Hay cách tiếp cận đơn giản nhất đối với mẫu nghiên cứu này là xếp chồng 4 quan sát qua các năm 2009, 2010, 2011, 2012 với 107 công ty, chúng ta có đượ 428 quan sát cho từng biến số của mô hình. Các quan sát này được bỏ qua yếu tố thời gian và không gian.

3.4.2 Mô hình hồi quy biến giả bình phương tối thiểu LSDV (Least Square Dummy Variable).

Ở mô hình này, biến giả về thời gian và không gian được đưa vào mô hình để xem xét tác động về sự khác biệt của thời gian và không gian của các đợn vị chéo ảnh hưởng đến biến phụ thuộc như thế nào. Trong mô hình này, tung độ gốc và độ dốc của mỗi đơn vị chéo vẫn được giả định không thay đổi. Mô hình LSDV được biểu diễn theo phương trình:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \ldots + \beta_k X_{kit} + \gamma_2 D_{2i} + \gamma_3 D_{3i} + \ldots + \gamma_n D_{ni} + u_{it}$$

(3.4-2) Trong đó: D_{2i} nhận giá trị 1 nếu i = 2; nhận giá trị 0 với $i \neq 2$. Tương tự với D_{ni}

Hạn chế của mô hình LSDV: việc có quá nhiều biến giả trong mô hình sẽ làm giảm bậc tự do và việc có quá nhiều biến trong mô hình có thể gây ra đa cộng tuyến.

3.4.3 Mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định FEM (Fixed Effects Model)

Tương tự với mô hình LSDV, mô hình FEM xét đến sự tác động về không gian và thời gian. Điểm khác nhau giữa LSDV và FEM là: i) Tung độ gốc của mỗi đơn vị chéo được giả định thay đổi trong khi độ dốc được giả định không thay đổi; ii) Mô hình FEM

không dùng biến giả để biểu thị cho sự ảnh hưởng của không gian và thời gian. Mô hình FEM được biểu diễn qua phương trình:

$$Y_{it} = \beta_{it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \ldots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

(3.4-3) Phương trình trên có thể được biểu diễn qua 2 phương trình:

$$Y_{it} = \beta_{1t} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \ldots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

(3.4-3*) $Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \ldots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$ (3.4-3**)

Sự cải tiến hơn của mô hình FEM đối với mô hình LSDV: do không sử dụng biến giả nên số biến trong mô hình FEM giảm hơn nhiều so với LSDV.

3.4.4 Mô hình hồi quy các ảnh hưởng ngẫu nhiên (Random Effects Model , REM).

Sự khác nhau giữa mô hình FEM và REM là: i) Ở mô hình FEM thì những yếu tố không quan sát được sẽ được xem như tham số ước lượng; ii) Ở mô hình REM thì những yếu tố không quan sát được sẽ được xem là kết quả của biến ngẫu nhiên.

Mô hình REM được biểu diễn qua phương trình:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \ldots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (3.4\text{-}4)$$

- ✔ Giả định 1 của mô hình REM: β_{1i} được giả định như biến ngẫu nhiên có giá trị β_1, và giá trị tung độ gốc của một đơn vị chéo riêng lẻ được biểu diễn theo công thức:

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$$

Với i = 1, 2, …, N và ε_i là sai số ngẫu nhiên.

- ✔ Giả định 2 của mô hình REM: các tác động không quan sát được không tương quan với các biến giải thích. Giả định này được kiểm tra bằng kiểm định Hausman.

Mô hình hồi quy đề xuất áp dụng cho nghiên cứu.

Dựa vào ưu và nhược điểm của 4 mô hình hồi quy đa biến như trên, nghiên cứu đề xuất sử dụng mô hình Pool theo phương pháp bình quân tối thiểu OLS. Lý do chọn mô hình này vì dữ liệu được sử dụng là dữ liệu dạng bảng, bảng dữ liệu này là cân đối vì mỗi đơn vị theo không gian (công ty) có cùng số lượng quan sát như nhau theo chuỗi thời gian (năm). Trong mô hình này, có sử dụng các biến giả theo nghành nghề và biến

giả theo thời gian để đưa dữ liệu về năm gốc.

Phần mềm hỗ trợ cho phân tích mô hình hồi quy đa biến Pool theo phương pháp OLS là phần mềm SPSS, trình tự phân tích như sau:

- ✔ Phân tích thống kê mô tả nhằm xác định, kiểm tra các biến trong mẫu.
- ✔ Phân tích tương quan: xác định mối liên hệ giữa các yếu tố tác động khi chúng được sử dụng đồng thời trong mô hình, chúng ta cần loại bỏ, khắc phục mối quan hệ mạnh giữa các yếu tố. Áp dụng phương pháp phân tích tương quan phát hiện mối liên hệ giữa các biến.
- ✔ Kiểm định các giả thuyết nghiên cứu: sau khi kiểm định, nếu mô hình phù hợp và có ý nghĩa thống kê sẽ được đưa vào ứng dụng thực tế.

Sau đây là chi tiết về một các kiểm định được thực hiện trong đề tài:

- **Phân tích tương quan hệ số Pearson.**

Thông thường, hệ số tương quan Pearson được sử dụng để lượng hóa mức độ chặt chẽ của mối liên hệ tuyến tính giữa hai biến định lượng. Nếu giữa hai biến có sự tương quan chặt thì phải lưu ý vấn đề đa cộng tuyến khi phân tích hồi quy. Trong phân tích tương quan Pearson, không có sự phân biệt giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc mà tất cả đều được xem xét như nhau.

- **Đánh giá và kiểm định độ phù hợp của mô hình.**

Để đánh giá độ phù hợp của mô hình, hệ số xác định R^2 (R Square) được dùng để đánh giá độ phù hợp của mô hình nghiên cứu. Hệ số xác định R^2 đã được chứng minh là hàm không giảm theo số biến độc lập được đưa vào mô hình, tuy nhiên điều này cũng được chứng minh rằng không phải phương trình càng nhiều biến sẽ càng phù hợp hơn với dữ liệu. Như vậy, R^2 có khuynh hướng là một ước lượng lạc quan của thước đo sự phù hợp của mô hình đối với dữ liệu có hơn 1 biến được giải thích trong mô hình. Mô hình thường không phù hợp với dữ liệu thực tế như giá trị R^2 thể hiện.

Kiểm định R^2 để thấy được mức độ ảnh hưởng của tổng các nhân tố (hay biến độc lập) trong mô hình hồi quy đối với biến phụ thuộc (giá trị công ty) như thế nào. Theo đó, nếu R^2 càng lớn thì hàm hồi quy càng phù hợp, ngược lại nếu R^2 nhỏ thì chứng tỏ hàm hồi quy không phù hợp, ta cần phải thay đổi, thêm hoặc bỏ các biến.

- **Kiểm định tự tương quan, thống kê Durbin Watson.**

Trong hồi quy bội, giả thiết rằng không có tự tương quan giữa các phần dư, tức thành phần sai số của một quan sát nào đó không ảnh hưởng đến sai số của các quan sát khác. Nếu có tự tương quan, tức các phần dư (sai số) của các quan sát phụ thuộc lẫn nhau thì phương pháp hồi quy bình phương bé nhất không còn ý nghĩa, chẳng hạn các ước lượng tuyến tính không chệch sẽ không còn là ước lượng hiệu quả, tính toán các giá trị phương sai và sai số chuẩn không hiệu quả. Do vậy, ta cần kiểm định xem mô hình hồi quy này có hiện tượng tự tương quan hay không.

Với $0 < D < 1$: mô hình có hiện tượng tự tương quan dương.

$1 < D < 3$: mô hình không có tự tương quan.

$3 < D < 4$: mô hình có hiện tượng tự tương quan âm.

- **Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến.**

Đa cộng tuyến là trạng thái trong đó các biến độc lập có tương quan chặt chẽ với nhau. Vấn đề của hiện tượng đa công tuyến là chúng cung cấp cho mô hình những thông tin rất giống nhau và rất khó tách rời ảnh hưởng của từng biến một đến biến phụ thuộc. Hiệu ứng khác của sự tương quan khá chặt giữa các biến độc lập là nó làm tăng độ lệch chuẩn của các hệ số hồi quy và làm giảm trị thống kê t của kiểm định ý nghĩa của chúng nên các hệ số có khuynh hướng kém ý nghĩa hơn khi không có đa cộng tuyến trong khi hệ số xác định R^2 vẫn khá cao.

Theo một số quan điểm, nếu VIF (nhân tố phóng đại phương sai) bằng hoặc vượt quá 10 (khi đó $R^2 > 0.9$) thì mức độ đa cộng tuyến được xem là cao.

CHƯƠNG 4
KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Chương 3 đã nêu rõ nội dung về phương pháp nghiên cứu bao gồm mô hình và dữ liệu nghiên cứu, chương 4 đề cập về kết quả nghiên cứu sau quá trình phân tích dữ liệu. Phương pháp phân tích chính được sử dụng trong nghiên cứu này là phân tích hồi quy đa biến, trong đó có 1 biến phụ thuộc, 11 biến độc lập, và 7 biến giả được đưa vào mô hình hồi quy. Ngoài ra, phân tích thống kê mô tả cũng được sử dụng để mô tả các đặc điểm của mẫu nghiên cứu được lấy từ báo cáo tài chính 4 năm (từ 2009 đến 2012) của 107 công ty thuộc 3 nhóm ngành nghề khác nhau công nghiệp xây dựng (CNXD), nông lâm ngư nghiệp (NLNN), thương mại dịch vụ (TMDV) được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội.

4.1 Phân tích thống kê mô tả.

Dựa vào nguồn dữ liệu được thu thập, đề tài này nghiên cứu với mẫu khảo sát trên 107 công ty được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội, kỳ nghiên cứu là 04 năm 2009, 2010, 2011 và 2012. Các chỉ tiêu được khảo sát được lấy và tính toán dựa trên số liệu của báo cáo tài chính của các công ty như sau: tỷ lệ cổ tức trả bằng tiền (CTTM), tỷ lệ cổ tức trả bằng cổ phiếu (CTCP), tuổi của công ty tính từ năm thành lập (Tuoi), tỷ lệ sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư trong nước (SHVN), tỷ lệ sở hữu cổ phần của các nhà đầu tư nước ngoài (SHNN), tỷ lệ đòn bẩy tài chính (Donbay), quy mô của các công ty được xem xét trên chỉ số tổng tài sản (Quymo), tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản (TSCDHH), tăng trưởng doanh thu hàng năm (TTDthu), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và giá trị công ty (GTCT). Như vậy, đối với mẫu nghiên cứu được khảo sát trên 428 quan sát và bảng 4.1 dưới đây diễn giải số liệu thống kê mô tả trên mẫu được nghiên cứu.

Bảng 4.1. Thống kê mô tả các biến số định lượng.

	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
GTCT	428	.06	5.94	1.04	.79
Donbay	428	.01	.90	.48	.22
Quymo	428	23.40	30.55	26.91	1.56
TSCDHH	428	.00	.98	.20	.18
TTDthu	428	-.99	2.67	.15	.43
ROA	428	-.17	.35	.07	.07
ROE	428	-.45	.86	.14	.12
Tuoi	428	2.00	58.00	19.29	12.41
CTTM	428	.00	.60	.12	.11
CTCP	428	.00	.50	.04	.11
SHVN	428	.51	1.00	.88	.15
SHNN	428	.00	.49	.12	.15

Nguồn trích xuất từ kết quả chạy phần mềm SPSS.

Dựa vào bảng trên, ta có thể nhận xét các công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội chưa đồng đều nhau, thể hiện qua sự chênh lệch giá trị giữa quan sát lớn nhất và quan sát nhỏ nhất. Chúng ta sẽ đi vào nghiên cứu từng biến cụ thể.

Quan sát kết quả thống kê mô tả trên bảng 4.1, ta thấy các biến TTDT, ROA, ROE có xuất hiện giá trị âm. Điều này hoàn toàn hợp lý và phản ảnh phần nào kết quả kinh doanh của các công ty được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội. Bộ 3 biến TTDT, ROA, ROE âm thể hiện tính logic trong tập dữ liệu nghiên cứu khi công ty có sự sụt giảm doanh thu (doanh thu năm sau thấp hơn doanh thu năm trước) nên dẫn đến tỷ lệ tăng trưởng doanh thu mang dấu âm (-); điều này kéo theo lợi nhuận giảm hoặc thậm chí là lỗ nên dẫn đến giá trị lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) là âm (-).

4.1.1 Biến phụ thuộc (GTCT – giá trị công ty).

- **GTCT.**

Với cách xác định giá trị công ty bằng cách lấy giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách thì từ dữ liệu thống kê có được, giá trị trung bình của mẫu nghiên cứu là 1,04 dao động từ giá trị nhỏ nhất là 0,06 (Công ty Cổ phần Đầu tư Alphanam - ALP) đến giá giá trị lớn nhất là 5,94 (Công ty Cổ phần Siêu Thanh - ST8). Trên thực tế, với cách xác định

GTCT = PV/BV có ưu điểm là có thể nhanh chóng xác định xác trị công ty, và PV được xác định dựa trên yếu tố cung cầu khi mã chứng khoán được giao dịch trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội. Tuy nhiên, vẫn không loại trừ khả năng chỉ số bị sai lệch do 1 vài mã chứng khoán bị làm giá theo một vài thủ thuật như tiết cung, tiết cầu hoặc "tay trái bán tay phải"...

4.1.2 Biến độc lập (Donbay – cấu trúc vốn).

- **Donbay.**

Được đo lường bằng cách lấy nợ chia cho tổng tài sản. Giá trị trung bình của biến Donbay là 48%, dao động từ giá trị thấp nhất là 1% (Công ty Cổ phần Tập đoàn Sara - SRB thuộc nhóm nghành TMDV) đến giá trị cao nhất là 90% (Công ty Cổ phần Xây dựng và Đầu tư - C92 thuộc nhóm nghành CNXD). Số liệu thống kê về tỷ lệ cấu trúc vốn trong mẫu nghiên cứu phản ảnh hoàn toàn phù hợp với thực trạng các công ty hiện nay. Khi mà nền kinh tế VN phải đối mặt với thực trạng nợ xấu mà phần lớn tập trung ở hàng tồn kho bất động sản.

4.1.3 Các biến độc lập khác.

- **Quymo.**

Được đo lường bằng Ln(tổng tài sản), quy mô của các công ty được khảo sát trong mẫu nghiên cứu có giá trị trung bình là 26,91; trong đó giá trị lớn nhất là 30,55 (Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí - PVD) và nhỏ nhất là 23,40 (Công ty Cổ phần Sách và Thiết bị giáo dục Nam Định - DST).

- **TSCDHH.**

Tài sản cố định hữu hình các công ty trong mẫu nghiên cứu có giá trị trung bình là 0,2 trải dài trong khoảng từ 0,00 đến 0,98.

- **TTDthu.**

Biến TTDthu phản ảnh sự tăng trưởng doanh thu, mở rộng thị trường của các công ty trong thời kỳ khảo sát từ năm 2009 đến năm 2012. Giá trị trung bình là 15%, trong đó tăng trưởng thấp nhất là -99% (Công ty Cổ phần Tập đoàn Sara - SRA thuộc nhóm

nghành TMDV, năm 2012) và cao nhất 267% (Công ty Cổ phần Dược phẩm Hà Tây – DHT, thuộc nhóm nghành TMDV, năm 2012).

- **Tuoi.**

Trong dữ liệu nghiên cứu có những công ty được thành lập từ rất lâu đời, cách đây 58 năm như công ty Cổ phần Thiết bị Bưu điện (POT) được thành lập trước năm 1954. Tiền thân của Công ty là Nhà máy thiết bị Bưu điện (đơn vị thành viên hạch toán độc lập thuộc Tổng Công ty Bưu chính - Viễn Thông Việt Nam) và công ty Cổ phần In Diên Hồng (DHI). Thành lập vào ngày 01/10/1954, tiền thân của DHI là nhà in Kiến Thiết được thành lập tại trụ sở 15 Hai Bà Trưng, Hà Nội. Năm 1958, nhà in sáp nhập với một số nhà in nhỏ khác và đổi tên thành Liên xưởng in 9. Năm 1963, Liên xưởng in 9 tiếp tục sáp nhập với Nhà in Công tư hợp doanh Á Châu và đổi tên thành Nhà in Diên Hồng công tư hợp doanh. Cho đến những công ty chỉ vừa thành lập 2 năm như EID và HEV. Tuổi đời trung bình của các công ty là 19.29.

- **ROA**.

Các công ty trong mẫu khảo sát có lợi nhuận trên tổng tài sản với giá trị cao lớn nhất là 35% và nhỏ nhất là -17%; giá trị trung bình là 7%. So sánh giá trị trung bình này với lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại thì ROA thấp. Điều này thể hiện, việc sử dụng tài sản chưa thật sự hiện quả của các công ty được nghiên cứu trong mẫu khảo sát.

- **ROE.**

Giá trị lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu lớn nhất là 86%, nhỏ nhất -45%, giá trị trung bình là 14%. So sánh giá trị trung bình này với lãi suất huy động trong kỳ khảo sát từ 2009 đến 2012 ta thấy lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là có thể chấp nhận được đối với mẫu khảo sát.

- **SHVN.**

Tỷ lệ sở công ty của cổ đông trong nước khá cao với giá trị trung bình là 88% trong đó tỷ lệ cao nhất là 100% và thấp nhất chiếm 51%. Điều này cho thấy phần lớn các công ty được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội được sở hữu đa phần bởi các cổ đông trong nước. Theo website http://www.baohaiquan.vn/pages/noi-ty-le-so-

huu-cua-nha-dau-tu-nuoc-ngoai-de-hut-von.aspx, thì UBCK đang lấy ý kiến các thành viên tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam về việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài. Trên thực tế, khi nới room cho các nhà đầu tư nước ngoài trong việc sở hữu các công ty Việt Nam thì ngoài chuyện thu hút vốn đầu tư nước ngoài còn đem lại những lợi ích khác như hấp thụ được kỹ năng quản trị hay công nghệ tiên tiến do các nhà đầu tư nước ngoài đem lại.

- **SHNN.**

Tỷ lệ sở hữu vốn của các nhà đầu tư nước ngoài có giá trị trung bình là 12%, dao động trong khoảng từ 0% đến 49%. Điều này hoàn toàn phù hợp với quyết định số 55/2009/QĐ-TTg được thủ tướng chính phủ Việt Nam ký ngày 15/04/2009 về việc quy định các nhà đầu tư nước ngoài không được sở hữu quá 49% cổ phần các công ty đại chúng.

4.2 Phân tích tương quan giữa các biến.

Bảng ma trận hệ số tương quan cho cái nhìn sơ bộ về mức độ tương quan tuyến tính giữa từng cặp biến định lượng. Hệ số tương quan có giá trị tuyệt đối nằm trong đoạn [0; 1], với giá trị càng lớn thể hiện mức độ tương quan tuyến tính càng chặt, dẫn đến việc hồi quy giữa các biến này càng khả thi.

Hình 4.2 Bảng ma trận hệ số tương quan.

Các biến	CTTM	CTCP	Tuoi	SHVN	SHNN	Donbay	Quymo	TSCDHH	TTDthu	ROA	ROE	CNXD	NLNN	TMDV	Nam09	Nam10	Nam11	Nam12	GTCT
CTTM	1																		
CTCP	.019	1																	
Tuoi	.061	-.062	1																
SHVN	-.104*	-.158**	-.012	1															
SHNN	.104*	.158**	.012	**-1.000****	1														
Donbay	-.100*	.110*	-.075	.095*	-.095*	1													
Quymo	.098*	.242**	-.102*	-.244**	.244**	.345**	1												
TSCDHH	-.099*	-.110*	.189**	-.030	.030	-.076	-.019	1											
TTDthu	.154**	-.013	-.078	-.030	.029	.111*	.087	.027	1										
ROA	.447**	.054	.032	-.115*	.115*	-.425**	.026	-.048	.144**	1									
ROE	.448**	.142**	.013	-.044	.044	-.023	.141**	-.102*	.220**	**.833****	1								
CNXD	-.086	.105*	-.194**	.031	-.031	.397**	.287**	.040	.057	-.142**	.013	1							
NLNN	.113*	-.049	-.083	.064	-.064	-.179**	.099*	.063	-.002	.193**	.085	-.383**	1						
TMDV	.000	-.067	.257**	-.079	.079	-.262**	-.363**	-.088	-.055	-.005	-.078	-.712**	-.376**	1					
Nam09	-.139**	.022	-.070	.066	-.066	.000	-.062	.038	-.063	.095*	.132**	.000	.000	.000	1				
Nam10	.006	.125**	-.023	-.239**	.239**	-.010	-.006	-.001	.132**	.020	.037	.000	.000	0.000	-.333**	1			
Nam11	.072	-.015	.023	.098*	-.098*	.019	.029	-.025	.039	-.005	-.007	.000	.000	.000	-.333**	-.333**	1		
Nam12	.061	-.132**	.070	.075	-.075	-.009	.039	-.012	-.108*	-.110*	-.162**	0.000	0.000	0.000	-.333**	-.333**	-.333**	1	
GTCT	.174**	.107*	.066	-.266**	.266**	-.121*	.056	.029	.156**	.369**	.355**	-.063	.006	.059	.274**	.120*	-.265**	-.129**	1

Nguồn trích xuất từ kết quả chạy phần mềm SPSS.

Theo Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), khi sẽ xảy ra hiện tượng tương quan tuyến tính rất mạnh giữa 2 biến. Quan sát số liệu trên bảng 4.2 ta dễ dàng nhận thấy xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các cặp biến SHVN, SHNN (r = -1) và cặp biến ROA, ROE (r = 0,833). Do đó từ mô hình (*) ta sẽ tiến hành chạy 4 mô hình không tồn tại đồng thời các cặp biến (SHVN, SHNN) và (ROA, ROE). Cụ thể như sau:

- **Mô hình 1:**

GTCT = f(Donbay, Quymo, TSCDHH, TTDthu, **ROA,** Tuoi, CTTM, CTCP, **SHVN**, CNXD, NLNN, TMDV, Nam09, Nam10, Nam11, Nam12) **(1)**

- **Mô hình 2:**

GTCT = f(Donbay, Quymo, TSCDHH, TTDthu, **ROE**, Tuoi, CTTM, CTCP, **SHVN**, CNXD, NLNN, TMDV, Nam09, Nam10, Nam11, Nam12) **(2)**

- **Mô hình 3:**

GTCT = f(Donbay, Quymo, TSCDHH, TTDthu, **ROA**, Tuoi, CTTM, CTCP, **SHNN**, CNXD, NLNN, TMDV, Nam09, Nam10, Nam11, Nam12) **(3)**

- **Mô hình 4:**

GTCT = f(Donbay, Quymo, TSCDHH, TTDthu, **ROE**, Tuoi, CTTM, CTCP, **SHNN**, CNXD, NLNN, TMDV, Nam09, Nam10, Nam11, Nam12) **(4)**

4.3 Phân tích kết quả hồi quy.

4.3.1 Đánh giá sự phù hợp của 4 mô hình hồi quy.

Từ đó, kết quả phân tích tương quan cho thấy việc dùng kỹ thuật hồi quy xây dựng hàm hồi quy tuyến tính bằng phương pháp OLS là rất khả thi cho tập dữ liệu. Phần tiếp theo dưới đây sẽ bàn chi tiết về kết quả phân tích hồi quy theo phương pháp này.

Trong chương 3, tác giả đã trình bày về dữ liệu được dùng để nghiên cứu là các dữ liệu thứ cấp được lấy từ báo cáo tài chính của các công ty qua 4 năm từ 2009 đến 2012. Sau đó tính ra giá trị các biến định lượng trong mô hình, dữ liệu được sử dụng để chạy mô hình là dữ liệu dạng bảng. Dữ liệu dạng bảng là sự mở rộng của dữ liệu chéo theo thời gian nên cung cấp nhiều thông tin hơn, ít xảy ra sự đa cộng tuyến giữa các biến số, bậc tự do cao hơn và hiệu quả hơn trong điều kiện thời gian bị quan sát hạn chế (4 năm đối với

đề tài nghiên cứu này), cho phép kiểm soát sự khác biệt không quan sát được giữa các đơn vị chéo.

Mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu dạng bảng cho phép nghiên cứu nhiều giả định với những biến không thể quan sát được. Phương pháp nghiên cứu hồi quy được sử dụng phổ biến nhất đối với dữ liệu dạng bảng là mô hình Pool. Đối với mô hình Pool, các giả định về sự tự tương quan, hiện tượng phương sai thay đổi, nhưng khác biệt về không gian và thời gian của từng biến quan sát đều không tác động đến. Vì vậy, tung độ góc và độ dốc của các hệ số được giả định không thay đổi theo thời gian và theo từng biến.

Sau khi lần lượt chạy các mô hình hồi quy 1,2,3 và 4 tác giả thu được kết quả thông qua bảng tổng kết kết quả các mô hình hồi quy.

Bảng 4.3 Bảng tổng kết kết quả các mô hình hồi quy.

Biến	B	SE	Sig	VIF	B	SE	Sig	VIF	B	SE	Sig	VIF	B	SE	Sig	VIF
	Mô hình 1				Mô hình 2				Mô hình 3				Mô hình 4			
(Constant)	1.311	.749	.081		1.484	.751	.049		.316	.654	.630		.417	.656	.525	
Donbay	.074	.196	.707	1.743	-.349	.175	**.047**	1.383	.074	.196	.706	1.743	-.349	.175	**.047**	1.383
Quymo	.007	.025	.783	1.520	.010	.025	.681	1.513	.007	.025	.783	1.520	.010	.025	.681	1.513
TSCDHH	.105	.185	.571	1.119	.109	.185	.555	1.121	.105	.185	.571	1.119	.109	.185	.555	1.121
TTDthu	.208	.078	**.008**	1.115	.203	.078	**.010**	1.121	.208	.078	**.008**	1.115	.203	.078	**.010**	1.121
Tuoi	.005	.003	**.097**	1.159	.005	.003	**.105**	1.160	.005	.003	**.097**	1.159	.005	.003	**.105**	1.160
ROA	3.147	.589	**.000**	1.738					3.147	.589	**.000**	1.738				
ROE					1.636	.315	**.000**	1.449					1.636	.315	**.000**	1.449
SHVN	-.996	.236	**.000**	1.243	-1.067	.237	**.000**	1.246								
SHNN									.996	.236	**.000**	1.243	1.067	.237	**.000**	1.246
CTTM	.395	.349	.258	1.370	.386	.352	.273	1.389	.395	.349	.259	1.370	.386	.352	.274	1.389
CTCP	.333	.314	.289	1.130	.259	.315	.411	1.139	.333	.314	.289	1.130	.260	.315	.411	1.139
NLNN	-.039	.098	.692	1.322	-.018	.098	.854	1.319	-.039	.098	.692	1.322	-.018	.098	.854	1.319
TMDV	.065	.081	.424	1.574	.054	.081	.508	1.569	.065	.081	.424	1.574	.054	.081	.508	1.569
Nam09	.311	.094	**.001**	1.622	.312	.094	**.001**	1.622	.311	.094	**.001**	1.622	.312	.094	**.001**	1.622
Nam11	-.412	.094	**.000**	1.607	-.398	.094	**.000**	1.610	-.412	.094	**.000**	1.607	-.398	.094	**.000**	1.610
Nam12	-.167	.096	**.082**	1.677	-.147	.096	.127	1.693	-.167	.096	**.082**	1.677	-.147	.096	.127	1.693
R	.561[a]				.559[a]				.561[a]				.559[a]			
R^2	.314				.312				.314				.312			
R2 đ/chỉnh	.291				.289				.291				.289			
SE	.661				.662				.661				.662			
DW	1.305				1.299				1.305				1.299			

Nguồn trích xuất từ kết quả chạy mô hình hồi quy bằng phần mềm SPSS.

- **Kiểm định về hiện tượng tự tương quan và đa cộng tuyến của 4 mô hình.**

Dựa vào bảng 4.3 chúng ta thấy hệ số Durbin Watson của các mô hình có giá trị lần lượt là D1=D3=1,305; D2=D4=1,299. Giá trị các hệ số nằm trong khoảng (1,3) nên có thể kết luận các mô hình hồi quy đề xuất sau khi loại bỏ các cặp biến đa cộng tuyến hoàn toàn không xảy ra hiện tượng tự tương quan.

Sau khi loại khỏi sự tồn tại đồng thời các cặp biến độc lập (ROA, ROE); (SHVN, SHNN) vì hiện tượng đa cộng tuyến, với 4 mô hình đề xuất và chạy hồi quy đa biến bằng phần mềm SPSS chúng ta nhận thấy không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến do cả 4 mô hình đều có giá trị VIF < 10 (giá trị của VIF nằm trong khoảng từ 1,115 đến 1,743).

Từ bảng tổng hợp hệ số hồi quy của 4 mô hình đề xuất, chúng ta có thể viết 4 phương trình hồi quy tương ứng như sau:

- **Kiểm định sự phù hợp của 4 mô hình.**

Hệ số R^2 trong bảng 4.3 cho biết các biến độc lập trong từng mô giải thích được bao nhiêu phần trăm sự biến thiên của biến phụ thuộc (GTCT), cụ thể là các biến độc lập trong mô hình 1, 4 lần lượt giải thích được 31,4%, mô hình 2,3 là 31,2% sự biến thiên của biến phụ thuộc. Hay nói cách khác 31.4%, 31.2%, sự khác biệt của giá trị công ty có thể được giải thích bởi sự khác biệt của các biến độc lập kể trên, còn lại là do các yếu tố khác và sai số đối với lần lượt mô hình 1, 4 và 2, 3.

Dựa vào bảng 4.3, chúng ta nhận thấy cả bốn mô hình hồi quy đều có ý nghĩa thống kê với độ tin cậy 99%, thể hiện qua kiểm định về sự phù hợp của mô hình đều cho giá trị Sig.= 0.000 < 0.01.

Bảng 4.4 Bảng kết quả kiểm định F về sự phù hợp của mô hình.

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	82.742	14	5.910	13.527	.000[b]
	Residual	180.450	413	.437		
	Total	263.191	427			
2	Regression	82.123	14	5.866	13.380	.000[b]
	Residual	181.068	413	.438		
	Total	263.191	427			
3	Regression	82.118	14	5.866	13.379	.000[b]
	Residual	181.073	413	.438		
	Total	263.191	427			
4	Regression	82.739	14	5.910	13.526	.000[b]
	Residual	180.453	413	.437		
	Total	263.191	427			

Nguồn trính xuất từ kết quả chạy hồi quy bằng phần mềm SPSS.

Bảng 4.5 Sơ đồ mức ý nghĩa của các biến đối độc lập đối với 4 mô hình

	Có ý nghĩa thống kê				Không có ý nghĩa thống kê			
Mô hình	**1**	**2**	**3**	**4**	**1**	**2**	**3**	**4**
Các biến								
Donbay		√		√	√		√	
Quymo					√	√	√	√
TSCDHH					√	√	√	√
TTDthu	√	√	√	√				
Tuoi	√	√	√	√				
ROA	√		√					
ROE		√		√				
SHVN	√	√						
SHNN			√	√				
CTTM					√	√	√	√
CTCP					√	√	√	√
CNXD					√	√	√	√
TMDV					√	√	√	√

Nguồn tổng hợp từ kết quả chạy mô hình hồi quy bằng phần mềm SPSS.

Bảng 4.3 cho biết kết quả kiểm định ý nghĩa của hệ số hồi quy trong mô hình, hay nói cách khác là cho biết từng biến độc lập có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc một cách có ý nghĩa thống kê hay không. Theo kết quả của mô hình nghiên cứu, các biến tác động đến giá trị công ty có ý nghĩa thống kê gồm:

- **Biến độc lập chính.**

Donbay: không có ý nghĩa thống kê ở mô hình 1 và 3 (Sig = 0,707 và 0,706), có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với mô hình 2 và 4 (Sig = 0,047).

- **Các biến độc lập khác.**

Quymo: không có ý nghĩa thống kê đối với cả 4 mô hình. Kết quả này hoàn toàn trái ngược với kết quả nghiên cứu của Majumdar (1997) khi cho rằng quy mô và lợi nhuận có mối quan hệ cùng chiều với giá trị công ty.

TSCDHH: không có ý nghĩa thống kê đối với cả 4 mô hình. Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn trái ngược với kết quả nghiên cứu của Setiabudi và Agustia (2012) khi cho rằng quy mô và tài sản cố định hữu hình có ảnh hưởng cùng chiều với giá trị công ty.

Theo kết quả của nghiên cứu thì 2 biến Quymo và TSCDHH không có ý nghĩa thống kê đối với giá trị công ty trong mẫu nghiên cứu. Có 2 trường hợp có thể xảy ra đối với kết luận này: i) Mẫu nghiên cứu không đủ lớn hoặc không thể đại diện cho tổng thể là các công ty được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội. ii) Nếu xét về công thức toán học để tính biến phụ thuộc là giá trị công ty, cụ thể:

$$\text{GTCT} = (\text{PV}/\text{BV}) = \frac{\text{Giá đóng cửa phiên giao dịch cuối năm thứ i } (*)}{\frac{\text{Tổng tài sản} - \text{Nợ} - \text{Tài sản cố định vô hình}}{\text{Số cổ phiếu phát hành}}}$$

Dễ dàng nhận thấy qua công thức (*), hai biến Quymo và TSCDHH tác động đến mẫu số và chúng được lấy từ báo cáo tài chính được kiểm toán của các năm nghiên cứu. Trên thực tế trong giai đoạn nghiên cứu (2009 đến 2012) các nhà đầu tư tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam thì phần lớn theo tâm lý bầy đàn, không có kiến thức chuyên môn nhất định như những nhà đầu tư chuyên nghiệp và phần lớn họ tuân thủ theo phân tích kỹ thuật chứ ít khi quan tâm đến phân tích giá trị công ty. Có nhiều nhà đầu tư còn không biết đọc cả báo cáo tài chính của công ty họ đầu tư. Có nhà đầu tư chỉ tham gia mua bán chứng khoán theo tin tức họ nhận được từ các môi giới và thể hiện tính bầy đàn trong quyết định đầu tư. Sở dĩ, tác giả nhận thấy rõ điều này vì đã thực tế tham gia vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu 2009 đến 2012. Do đó, kết quả nghiên cứu hoàn toàn phù hợp với những gì đã diễn ra trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội trong giai đoạn nghiên cứu.

TTDthu: không có ý nghĩa thống kê đối với mô hình 1,3; nhưng lại có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đối với mô hình 2, 4.

Tuoi: đối với mô hình 1, 3 thì biến này có ý nghĩa thống kê ở mức 10% (Sig = 0.097). Tuy nhiên, giá trị Sig = 0,105 ở mô hình 2, 4 nên ta có thể xem xét biên này cũng có ý nghĩa thống kê ở mức 10% do sai lệch là không quá lớn. Như vậy, biến Tuoi có thể xem xét có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đối với cả 4 mô hình.

ROA: có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (Sig = 0,000) đối với mô hình 1, 3 và không có ý nghĩa thống kê đối với mô hình 2, 4.

ROE: ngược lại với ROA thì biến ROE không có ý nghĩa thống kê đối với mô hình 1, 3; nhưng đối với mô hình 2, 4 thì lại có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (Sig = 0,000).

SHVN: biến tỷ lệ sở hữu đối với các cổ đông trong nước lại có ý nghĩa 1% (Sig = 0,000) đối với mô hình 1, 2 và không có ý nghĩa thống kê ở mô hình 2, 4.

SHNN: ngược lại với biến SHVN, biến tỷ lệ sở hữu đối với các nhà đầu tư nước ngoài có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với mô hình 3, 4 (Sig = 0,000) nhưng lại không có ý nghĩa thống kê ở mô hình 1, 2.

CTTM và CTCP: biến tỷ lệ cổ tức được trả cho cổ đông bằng tiền mặt và cổ phiếu. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với kết quả nghiên cứu của Harjito (2009) khi cho rằng chính sách cổ tức không ảnh hưởng đến giá trị công ty. Tuy nhiên, kết luận này lại hoàn toàn trái ngược với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Minh Hà và Ngô Thị Mỹ Loan (2010); khi cho rằng tỷ lệ chi trả cổ tức có quan hệ đồng biến với sự gia tăng giá trị công ty nhưng cách thức chi trả cổ tức không làm thay đổi giá trị công ty. Lý giải về điều này, trên thực tế giao dịch chứng khoán trên hai sàn có những công ty sau khi công bố thông tin về việc chia cổ tức, sau ngày giao dịch không hưởng quyền thì cổ phiếu được điều chỉnh giảm một lượng về giá trị tương ứng với tỷ lệ cổ tức được chia. Tuy nhiên, có những công ty sau điều chỉnh giảm thì thị giá vẫn tăng do sự kỳ vọng các nhà đầu tư vào cổ phiếu này trong tương lai vẫn lớn. Nhưng bên cạnh đó, vẫn có cổ phiếu thị giá vẫn giảm sau chia cổ tức. Do đó, các kết quả trái ngược nhau trong các nghiên cứu khác nhau hoàn toàn có thể lý giải được do tính ngẫu nhiên khi lựa chọn mẫu nghiên cứu.

- **Các biến giả theo nghành nghề.**

CNXD: biến giả theo nghành đại diện cho nhóm nghành Công nghiệp Xây dựng không có ý nghĩa thống kê đối với cả 4 mô hình.

TMDV: biến giả theo nghành đại diện cho nhóm nghành Thương mại Dịch vụ không có ý nghĩa thống kê đối với cả 4 mô hình.

Từ bảng hệ số hồi quy 4.4 chúng ta viết được mô hình hồi quy như sau:

- **Phương trình hồi quy 1:**

GTCT = 1,311 + 0,208*TTDthu + 0,005*Tuoi + 3,147*ROA – 0,996*SHVN (1).

- **Phương trình hồi quy 3:**

GTCT = 0,316 + 0,208*TTDthu + 0,005*Tuoi + 3,147*ROA + 0,996*SHNN (3).

- **Phương trình hồi quy 2:**

GTCT = 1,484 - 0,349*Donbay + 0,203*TTDthu + 0,005*Tuoi + 1,636*ROE – 1,067*SHVN (2).

- **Phương trình hồi quy 4:**

GTCT = 1,484 - 0,349*Donbay + 0,203*TTDthu + 0,005*Tuoi + 1,636*ROE + 1,067*SHNN (4).

4.3.2 Phân tích kết quả phân tích hồi quy của từng biến.

- **Biến độc lập chính.**

Biến độc lập Donbay đại diện cho cơ cấu vốn của công ty có ý nghĩa đối với mô hình hồi quy 2, 4 tại mức ý nghĩa 5% (Sig = 0,047), biến này có mối quan hệ ngược chiều với biến phụ thuộc GTCT, hệ số ước lượng của biến Donbay đối với GTCT là -0,349. Cụ thể, theo phương trình hồi quy (2) và (4) thì khi các yếu tố khác không đổi, nếu tỷ số nợ/tổng tài sản của công ty tăng thêm 1% sẽ làm giá trị công ty giảm 34,9%. Tuy nhiên, biến Donbay lại không có ý nghĩa thống kê đối với mô hình 1 và 3.

Dấu của hệ số đòn bẩy tài chính mang dấu (-), tức là quan hệ nghịch biến với giá trị công ty. Hệ số của đòn bẩy tài chính xuất hiện trong 2 mô hình hồi quy là âm và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến này mang dấu (-), nghĩa là tỷ lệ đòn bẩy tài chính là yếu tố tác động làm giảm giá trị công ty. Kết quả này cho thấy sự tác động tiêu cực của tỷ lệ đòn bẩy tài chính đến giá trị công ty.

Đã từng có nhiều kết luận khác nhau về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và giá trị công ty. Theo lý thuyết Trade-off, giá trị công ty lúc đầu có mối quan hệ dương với cấu trúc vốn, nhưng khi cấu trúc vốn tăng vượt một ngưỡng nào đó thì hiệu quả hoạt động có mối quan hệ âm với cấu trúc vốn. Sharma (2006) cho thấy có sự tương quan giữa đòn cân nợ và giá trị công ty. Rayan (2008) tìm thấy đòn bẩy tài chính của công ty có tác động âm

đến giá trị công ty. Tương tự, Nguyễn Minh Hà (2010b) đã tìm thấy đòn cân nợ có mối quan hệ nghịch chiều với tăng trưởng công ty. Miller và Modgiliani (1963) cho rằng việc sử dụng nợ cao sẽ gia tăng rủi ro và tăng chi phí sử dụng vốn. Do đó, tỷ lệ nợ cao sẽ không làm tăng giá trị công ty vì chi phí trả lãi vay sẽ là cơ sở để khấu trừ thuế thu nhập cho công ty.

- **Các biến độc lập khác.**

✔ **TTDthu.**

Biến tăng trưởng doanh thu (TTDthu) có ý nghĩa thống kê ở cả 4 mô hình, cụ thể ở mức ý nghĩa 1% đối với mô hình 1, 3 và mức 10% đối với mô hình 2, 4. Hệ số hồi quy của biến TTDthu trong cả 4 mô hình đều có dấu dương (+) tương ứng là 0,208 đối với mô hình 1, 3 và 0,203 đối với mô hình 2, 4. Cụ thể, theo phương trình hồi quy (1) và (3) thì khi các yếu tố khác không đổi, nếu tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm tăng 1% thì giá trị công ty tăng 1 lượng 20,8%. Tương tự, ở mô hình 2 và 4 thì khi TTDthu tăng 1%, GTCT sẽ tăng 20,3% . Dấu của hệ số tăng trưởng doanh thu mang dấu (+), tức là quan hệ đồng biến với giá trị công ty. Hệ số của biến TTDthu xuất hiện trong 4 mô hình hồi quy là dương và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến TTDthu mang dấu (+), nghĩa là tăng trưởng doanh thu là yếu tố tác động làm tăng giá trị công ty. Kết quả này cho thấy sự tác động tích cực của tăng trưởng doanh thu đến giá trị công ty. Nghiên cứu đã cho kết quả giống như kết quả tìm được trong nghiên cứu của Liao (2008), Brush & ctg (2000), và Nghi & Nam (2011). Thực tế cho thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty thể hiện được tiềm lực kinh tế, sự ổn định của công ty, vị thế và xu hướng phát triển của công ty. Do đó, với việc tăng trưởng cao, các công ty càng có nhiều lợi nhuận từ việc đầu tư.

✔ **Tuoi.**

Biến tuổi của công ty (Tuoi) có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đồng thời hệ số hồi quy của biến Tuoi trong mô hình mang dấu dương (+) tương ứng là 0.005 trong cả 4 mô hình. Theo 4 phương trình hồi quy 1,2,3 và 4 ta có thể nhận xét khi các yếu tố khác không đổi, nếu Tuoi tăng 1% thì GTCT sẽ tăng tương ứng 0,5%.

Dấu của hệ số tuổi mang dấu (+), thể hiện quan hệ đồng biến với giá trị công ty, thỏa kỳ vọng của mô hình nghiên cứu. Hệ số của sở hữu trong nước xuất hiện trong mô hình hồi quy là dương và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến tuổi mang dấu (+) nghĩa là số năm thành lập càng lớn thì càng làm tăng giá trị công ty.

Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Nguyễn Minh Hà (2010). Bởi lẽ các công ty có thời gian hoạt động càng lâu thì công ty sẽ có kinh nghiệm trong việc đánh giá về môi trường kinh doanh, cũng như có những kinh nghiệm để định hướng trong tương lai tốt hơn các công ty mới. Điều này sẽ tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty và làm tăng giá trị công ty.

✔**ROA.**

Biến lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) trong mô hình hồi quy (1) & (3) đều có sig = 0.00 < 0.01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên ngược lại, ROA không có ý nghĩa thống kê ở 2 mô hình (2) và (4).

Hệ số hồi quy của biến ROA trong cả 2 mô hình đều có dấu dương (+) tương ứng là 3,147. Theo phương trình hồi quy 1 và 3, ta thấy khi các yếu tố khác không đổi nếu ROA tăng 1% thì GTCT sẽ tăng 3,147 lần (hay tăng hơn 300%).

Dấu của hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản mang dấu (+), tức là quan hệ đồng biến với giá trị công ty. Hệ số của lợi nhuận trên tổng tài sản xuất hiện trong 2 mô hình hồi quy là dương và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến lợi nhuận trên tổng tài sản mang dấu (+), nghĩa là ROA là yếu tố tác động làm tăng giá trị công ty. Kết quả này cho thấy sự tác động tích cực của ROA đến giá trị công ty và cũng tương đồng với nghiên cứu của Kyereboah-Coleman, A. (2007).

Xét thực tế các công ty hoạt động tại Việt Nam, đa phần có tỷ lệ ROA cao đảm bảo có thể đủ để công ty hoạt động mà không cần vay thêm.

✔**ROE.**

Biến lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) trong mô hình hồi quy (2) & (4) đều có sig

= 0.000 < 0.01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên ROE lại không có ý nghĩa thống kê ở mô hình (1) và (3).

Hệ số hồi quy của biến ROE trong cả 2 mô hình đều có dấu dương (+) tương ứng là 1,636. Theo phương trình 2 và 4, khi các yếu tố khác không đổi nếu ROE tăng 1% thì GTCT sẽ tăng 1,636 lần (hay 163,6%).

Dấu của hệ số ROE mang dấu (+), tức là quan hệ đồng biến với giá trị công ty. Hệ số của ROE xuất hiện trong 2 mô hình hồi quy là dương và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến ROE mang dấu (+), nghĩa là lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là yếu tố tác động làm tăng giá trị công ty. Kết quả này cho thấy sự tác động tích cực của ROE đến giá trị công ty. Ngô Thị Mỹ Loan (2011) cũng từng đưa ra kết luận tương tự như vậy trong bài nghiên cứu.

Trên thực tế, các nhà đầu tư thường dựa vào hệ số này để so sánh với các cổ phiếu cùng ngành trên thị trường, để từ đó mới quyết định chọn mua cổ phiếu của công ty nào. Khi hệ số lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu càng cao thì các cổ phiếu càng hấp dẫn các nhà đầu tư hơn, từ đó nâng giá trị công ty lên.

✔ **Tỷ lệ sở hữu công ty của các nhà đầu tư trong nước (SHVN).**

Biến sở hữu trong nước (SHVN) trong mô hình hồi quy (1) & (2) đều có sig = 0.000 <

0.01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Hệ số hồi quy của biến SHVN trong cả 2 mô hình đều có dấu âm (-) tương ứng là -0.996 & -1.067. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi nếu SHVN tăng 1% thì GTCT sẽ giảm 99,6% đối với phương trình hồi quy 1 và giảm 106,7% đối với phương trình hồi quy 2.

Dấu của hệ số sở hữu trong nước mang dấu (-), tức là quan hệ nghịch biến với giá trị công ty. Hệ số của sở hữu trong nước xuất hiện trong 2 mô hình hồi quy là âm và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến sở hữu trong nước mang dấu (-) nghĩa là tỷ lệ sở hữu trong nước càng tăng thì lại càng làm giảm giá trị công ty. Kết quả này tuy ngược lại với dự đoán ban đầu của tác giả nhưng khá tương đồng với nghiên cứu của Hoàng Thị Hồng Lan (2008). Tình hình thực tế thị trường Việt Nam hiện nay cho thấy sau khi gia nhập thị trường thế giới và nền kinh tế gặp khủng hoảng, các công ty có vốn đầu tư Nhà

nước phải chịu sự cạnh tranh khá mạnh mẽ của các công ty tư nhân và nước ngoài. Chính vì vậy, công ty càng có tỷ lệ sở hữu trong nước cao thì giá trị công ty lại càng giảm đi.

✔ **Tỷ lệ sở hữu công ty của các nhà đầu tư trong nước (SHNN).**

Biến sở hữu nước ngoài (SHNN) trong mô hình hồi quy (3) & (4) đều có sig = 0.000 <

0.01 nên có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

Hệ số hồi quy của biến SHNN trong cả 2 mô hình đều có dấu dương (+) tương ứng là 0.996 & 1,067. Theo phương trình hồi quy 3 và 4, khi các yếu tố khác không đổi, nếu SHNN tăng 1% thì GTCT sẽ tăng 99,6% với mô hình 3 và tăng 106,7% đối với mô hình 4.

Dấu của hệ số sở hữu nước ngoài mang dấu (+), tức là quan hệ đồng biến với giá trị công ty. Hệ số của sở hữu nước ngoài xuất hiện trong 2 mô hình hồi quy là dương và có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty. Biến sở hữu nước ngoài mang dấu (+), nghĩa là tỷ lệ sở hữu nước ngoài là yếu tố tác động làm tăng giá trị công ty. Kết quả này cho thấy sự tác động tích cực của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến giá trị công ty. Không nhiều nghiên cứu đề cập đến mối quan hệ giữ tỷ lệ hữu nước ngoài và giá trị công ty. Tuy nhiên, có thể thấy rằng kết quả này đúng với tình hình thực tế của Việt Nam hiện nay. Các công ty thu hút càng thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài thì càng làm tăng tính thanh khoản của cổ phiếu và tăng khả năng huy động vốn cho công ty. Qua đó, giá trị công ty được nâng cao hơn trên TTCK.

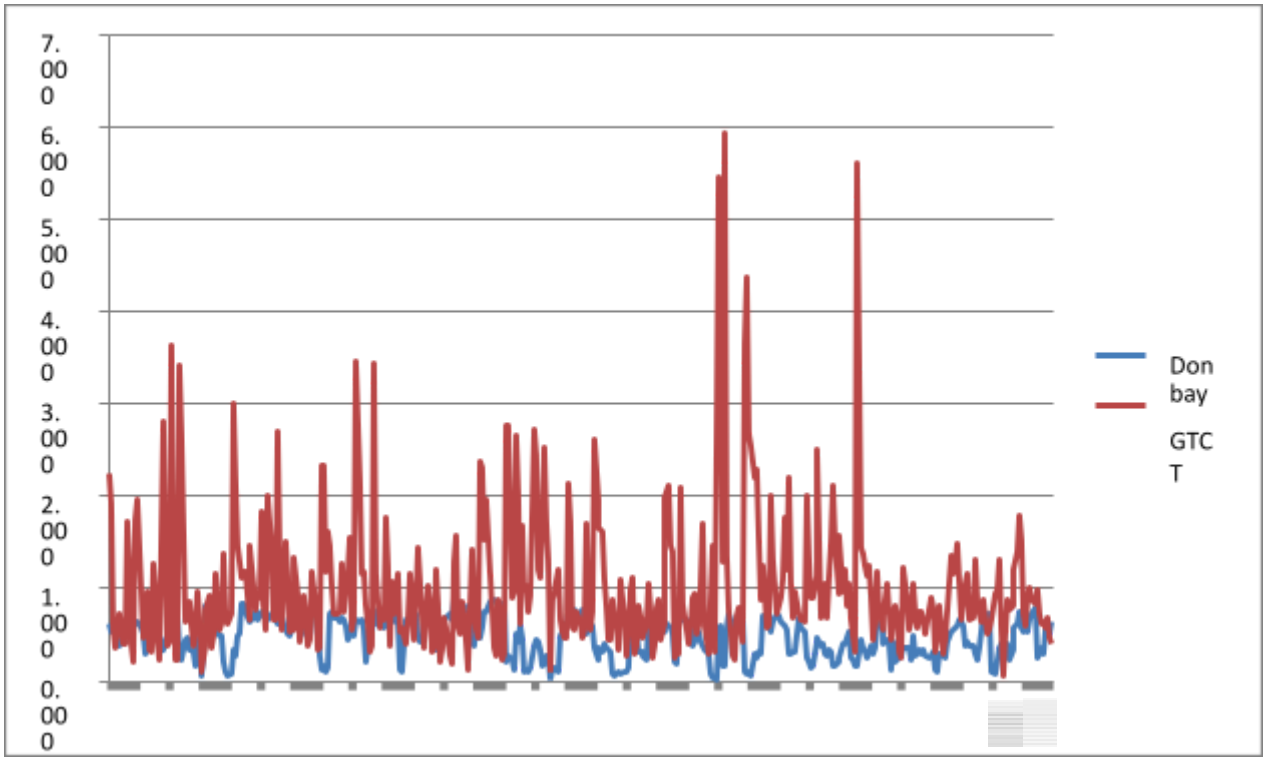
- **Các biến giả theo nghành nghề (CNXD, NLNN, TMDV).**

Đối với mô hình 1 và 3: giữa các ngành với nhau, so với GTCT của ngành CNXD thì GTCT của nhóm ngành NLNN thấp hơn 3,9% trong khi đó nhóm nghành TMDV cao hơn 6,5%.

Đối với mô hình 2 và 4: giữa các ngành với nhau, so với GTCT của ngành CNXD thì GTCT của nhóm ngành NLNN thấp hơn 1,8% trong khi đó nhóm nghành TMDV cao hơn 5,4%.

- **Thực trạng ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị công ty của mẫu nghiên cứu.**

Hình 4.1 Đồ thị mô tả sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến giá trị công ty.



Nguồn trích từ dữ liệu thống kê và vẽ đồ thị bằng phần mềm Excel.

Dựa vào đồ thị ta thấy, sự tác động của cấu trúc vốn (Donbay) đến giá trị công ty (107 công ty, giai đoạn 2009 – 2012) là có tồn tại nhưng không thực sự rõ nét. Trong khoảng mẫu dữ liệu từ 271 đến 364, sự gia tăng của GTCT là lớn hơn rất nhiều lần so với Donbay, điều này minh chứng cho kết quả nghiên cứu là ngoài yếu tố cấu trúc vốn thì còn có các yếu tố khác đến giá trị công ty.

CHƯƠNG 5
KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chương cuối cùng sẽ tóm tắt lại các kết quả nghiên cứu rút ra từ mô hình hồi quy và trả lời các câu hỏi nghiên cứu đã được đặt ra ở chương 1. Sau đó, chương này sẽ nêu lên những hạn chế trong quá trình thực hiện của nghiên cứu, đồng thời đề ra các hướng tiếp theo cho các nghiên cứu thực hiện sau này.

5.1 Kết luận.

Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy để xem xét mối quan hệ, ảnh hưởng của các yếu tố tỷ lệ cổ tức bằng tiền, tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu, tuổi công ty từ khi thành lập, tỷ lệ sở hữu trong nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài, đòn bẩy tài chính, quy mô công ty, tài sản cố định hữu hình, tăng trưởng doanh thu, ROA lợi nhuận trên tổng tài sản và ROE lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu lên giá trị của công ty. Dữ liệu thu thập từ 107 công ty thuộc 3 nhóm nghành nghề khác nhau công nghiệp xây dựng (CNXD), nông lâm ngư nghiệp (NLNN), thương mại dịch vụ (TMDV) được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội. Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn biểu hiện bởi đòn bẩy tài chính thực sự có ảnh hưởng đến giá trị công ty một cách có ý nghĩa thống kê. Ngoài yếu tố đòn bẩy tài chính, các yếu tố khác cũng có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến giá trị công ty là tuổi của công ty từ khi thành lập, tăng trưởng doanh thu, ROA (lợi nhuận trên tổng tài sản), ROE (lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu), tỷ lệ sở hữu trong nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài, với độ tin cậy 95%. Các yếu tố tỷ lệ cổ tức bằng tiền, tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu, quy mô công ty, tài sản cố định hữu hình không được chứng minh có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê.

Nghiên cứu đã đạt được các mục tiêu nghiên cứu đề ra, và trả lời được các câu hỏi nghiên cứu.

- **Đối với câu hỏi thứ nhất.**

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2012, cấu trúc vốn có tác động đến giá trị công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội hay không ? Dựa trên kết quả hồi quy của mô hình (2) và (4) trong bảng 4.10, ta thấy biến Donbay có hệ số hồi quy

mang dấu âm và giá trị thống kê có ý nghĩa với độ tin cậy lên đến 95%. Kết luận này của nghiên cứu đã trả lời được câu hỏi về mối quan hệ của đòn bẩy tài chính và giá trị công ty với xu hướng ảnh hưởng của nó, cụ thể ở đây thể hiện mối quan hệ ngược chiều giữa hai yếu tố này. Nghiên cứu này đã một lần nữa khẳng định về sự chi phối của đòn bẩy tài chính, đồng thời cũng mở ra những hướng nghiên cứu mới cho các nghiên cứu tiếp theo sau.

- **Đối với câu hỏi thứ hai.**

Trong giai đoạn từ năm 2009 đến 2012, các yếu tố khác ngoài cấu trúc vốn có tác động đến giá trị công ty niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội hay không ? Kết quả hồi quy của các mô hình trong bảng 4.10. cho thấy biến tuổi công ty từ khi thành lập, tăng trưởng doanh thu, ROA (lợi nhuận trên tổng tài sản), ROE (lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu), tỷ lệ sở hữu trong nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê lên giá trị công ty với độ tin cậy lên đến 95%. Trong số các yếu tố này, duy nhất biến tỷ lệ sở hữu trong nước có tác động nghịch chiều đến giá trị công ty, nghĩa là tỷ lệ sở hữu trong nước càng cao thì giá trị càng giảm và ngược lại. Các biến còn lại đều có mối quan hệ thuận chiều với giá trị công ty.

Ngoài ra, các yếu tố tỷ lệ cổ tức bằng tiền, tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu, quy mô công ty, tài sản cố định hữu hình không có ý nghĩa trong mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, điều này không thể đi đến kết luận là trên thực tế không tồn tại mối các quan hệ này. Nghiên cứu này đã cho các nhà đầu tư một cái nhìn khác về báo cáo tài chính của các công ty, từ đó sẽ có thêm những cân nhắc, lựa chọn và có những chiến lược đầu tư thích hợp.

Như vậy qua các chương đã đề cập trong nghiên cứu này, tác giả đã tìm được bằng chứng thống kê thông qua nghiên cứu định lượng và phân tích hồi quy để lý giải cho sự tác động của cấu trúc vốn (được đo lường thông qua tỷ lệ nợ/tổng tài sản) đối với giá trị công ty (được đo lường thông qua tỷ lệ giữa giá trị thị trường/giá trị sổ sách của công ty). Ngoài ra, nghiên cứu này còn xem xét đến sự tác động đến giá trị công ty của các yếu tố khác như tỷ lệ tài sản, tài sản cố định hữu hình, tăng trưởng doanh thu, tuổi công ty,...

5.2 Gợi ý một số giải pháp.

Từ 4 phương trình hồi quy, chúng ta có thể thấy các cặp phương trình (1 và 3); (2 và 4) có sự tương đồng với nhau. Cụ thể, với cặp phương trình (1 và 3) ta thấy các biến ROA, TTDthu, Tuoi có ý nghĩa thống kê và đồng biến với GTCT, biến SHVN tác động âm (-), SHNN tác động dương (+) với GTCT. Do đó, chúng ta có thể tác động làm tăng giá trị công ty bằng cách lần lượt tác động tăng đến các biến sau đây ROA, TTDthu, Tuoi, giảm tỷ lệ sở hữu các cổ đông trong nước và tăng tỷ lệ sở hữu của các cổ đông nước ngoài. Trên thực tế, biến Tuoi là biến mang tính lịch sử để lại nên chúng ta khó mà tác động vào biến này để làm tăng giá trị công ty. Các biến SHVN và SHNN chỉ là biến hệ quả khi các biến TTDthu và ROA được tác động theo chiều hướng tích cực. Hai biến ROA và TTDthu có thể tác động gia tăng do khả năng điều hành hoạt động kinh doanh của Ban giám đốc, HĐQT công ty. Xét sâu hơn về mặt công thức cấu thành nên biến ROA (ROA = Lợi nhuận / Tổng TS hay ROA = Lợi nhuận / (Nợ + Vốn Chủ sở hữu)) *. Từ công thức (*) ta thấy, để làm gia tăng ROA, có 2 hướng có thể tác động:

i) Một là tăng lợi nhuận khi tổng tài sản không đổi. Việc này chỉ có thể thực hiện một cách thuận lợi khi công ty gặp thuận lợi về việc phát triển thị trường hoặc nghành nghề đang hoạt động chưa bảo hòa, ít công ty cạnh tranh, lợi nhuận nghành còn hấp dẫn.

ii) Hai là giảm nợ khi vẫn giữ được lợi nhuận không đổi, điều này có nghĩa là công ty phải có lượng vốn chủ sở hữu đủ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hoặc vòng quay vốn chủ sở hữu tài trợ cho hoạt động kinh doanh chủ lớn để tạo ra mức lợi nhuận tương đương với mức lợi nhuận khi công ty vay nợ.

Nếu làm tốt trong việc tác động gia tăng hai biến ROA và TTDthu thì công ty có cơ sở để làm gia tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài khi cổ phiếu công ty đủ mức hấp dẫn để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài vốn có lợi thế về trình độ khoa học công nghệ, trình độ quản lý.

Đối với phương trình hồi quy (2 và 4), chúng ta có thể thấy rõ biến Donbay tác động ngược chiều (-) với giá trị công ty; biến ROE, TTDthu, Tuoi tác động cùng chiều (+).

Tương tự như cặp phương trình (1, 3) biến SHVN tác động ngược chiều (-) trong khi biến SHNN tác động dương (+) đối với biến GTCT. Với biến Donbay, chúng ta có thể làm gia tăng GTCT bằng cách giảm sử dụng đòn bẩy tài chính hay tác động làm giảm biến Donbay. Phân tích tương tự đối với biến TTDthu và Tuoi vì chúng có cùng hướng tác động đối với GTCT. Để phân tích sâu hơn trong việc tác động gia tăng GTCT bằng cách tác động gia tăng ROE. Xét công thức ROE = Lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu; để gia tăng ROE thì ta buộc phải gia tăng tỷ suất sinh lời từ đồng vốn chủ sở hữu thu được từ các hoạt động kinh doanh của công ty. Tương tự đối với SHVN và SHNN, việc tác động gia tăng biến SHNN và giảm SHVN sẽ đem lại lợi ích là gia tăng GTCT. Rõ ràng qua cả 4 phương trình hồi quy, một cách khách quan nhất từ số liệu nghiên cứu khảo sát cho thấy các cổ đông trong nước không được đánh giá cao bằng các cổ đông nước ngoài trong việc tham gia điều hành hoạt động công ty. Do đó, các công ty có thể kêu gọi đầu tư nước ngoài từ những quỹ đầu tư hoạt động chuyên nghiệp, kêu gọi các cổ đông nước ngoài có trình độ cao và nhiều kinh nghiệm trong hoạt động điều hành tham gia vào hội đồng quản trị hay ban giám đốc điều hành công ty. Tuy nhiên bên cạnh đó, công ty có thể đào tạo trình độ chuyên môn, điều hành quản lý cho các cán bộ quản lý, ban giám đốc điều hành người bản địa. Hoặc bố trí trong ban giám đốc điều hành, hội đồng quản trị vừa có người nước ngoài, vừa có người bản địa để bù trừ cho nhau về mặt chuyên môn, điều hành quản lý và sự am hiểu văn hóa địa phương nhằm đem lại kết quả tối ưu nhất trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

5.3 Hạn chế của luận văn và hướng nghiên cứu tiếp theo.

5.3.1 Hạn chế của luận văn.

Tuy nghiên cứu được thực hiện với cỡ mẫu lớn (n=428) và kết quả nghiên cứu được chứng minh là phù hợp với dữ liệu thị trường thông qua các bằng chứng thống kê, đề tài vẫn tồn tại hạn chế về nhóm ngành nghiên cứu, cụ thể là trong khuôn khổ luận văn chỉ tập trung vào 3 nhóm ngành chính là công nghiệp xây dựng (CNXD), nông lâm ngư nghiệp (NLNN), thương mại dịch vụ (TMDV) được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán

TP.HCM và Hà Nội. Vì vậy kết quả từ nghiên cứu này có thể không đại diện cho các ngành kinh tế khác.

Mặt khác, nghiên cứu không chỉ ra được cấu trúc vốn tối ưu có tồn tại trong mẫu nghiên cứu hay không, khi mà tại đó thì giá trị công ty là tối ưu hay đạt giá trị cực đại. Tuy nhiên trên thực tế, nếu có tìm được cấu trúc vốn tối ưu thì kết luận chỉ mang tính kiệm nghiệm đối với mẫu nghiên cứu chứ khó có thể đại diện được cho tổng thể vì với cách tính GTCT = PV/BV thì với các công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán VN việc xác định PV có thể bị chi phối bởi các thủ thuật của các "đội lái" khi mà chế tài xử phạt việc thao túng giá cổ phiếu chưa đủ sức răn đe các nhà đầu tư hoặc nhóm nhà đầu tư có khả năng chi phối thị trường. Bên cạnh đó, việc bất cân xứng về thông tin trong thị trường chứng khoán cũng là một kẻ hở để cho các nhà đầu tư có nhiều thông tin hơn làm giá cổ phiếu.

5.3.2 Đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo.

Với các hạn chế nêu trên của đề tài, thì việc phát triển thêm các hướng nghiên cứu mở rộng nhằm khắc phục những khiếm khuyết trong nghiên cứu. Thứ nhất, có thể mở rộng cỡ mẫu lớn hơn, nghiên cứu nhiều nghành nghề hơn để mẫu nghiên cứu có thể đại diện được cho tổng thể các công ty được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM và Hà Nội. Thứ hai, có thể xác định cấu trúc vốn tối ưu cho mẫu nghiên cứu từ đó đưa ra kết luận về tổng thể, chi tiết hơn có thể xác định cấu trúc vốn tối ưu đối với từng nghành nghề cụ thể để có thể giúp cho các nhà điều hành công ty có cơ sở khoa học để đưa ra các quyết định chính xác nhằm đạt được mục đích cao nhất theo sự kỳ vọng của đại hội đồng cổ đông. Thứ ba, việc xác định cỡ mẫu lớn tiệm cận với tổng thể các công ty niêm yết trên 2 sàn sẽ loại được phần nào yếu tố chủ quan, thao túng thị giá cổ phiếu nhằm làm cho giá trị công ty được xác định một cách khách quan và tuân theo quy luật cung cầu của thị trường hơn. Thứ tư, có thể mở rộng nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đối với giá trị công ty ở nghành nghề mang tính đặc thù trong lĩnh vực tài chính như chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm… Bên cạnh đó, mô hình hồi quy được sử dụng cho nghiên cứu này là mô hình Pool được chạy hồi quy theo phương pháp OLS cho kết quả R^2 là khá thấp (chỉ hơn

30%). Lý giải điều này, có thể vì với sự đơn giản trong các giả định đối với mô hình hồi quy Pool là xem các dữ liệu ngang hàng nhau, không xem xét đến yếu tố không gian và thời gian nên có thể xảy ra sai lệch trong việc ước lượng thống kê. Do đó, theo quan điểm của tác giả ở các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng các mô hình hồi quy khác như LSDV, FEM, REM và so sánh kết quả của các mô hình để đưa ra kết quả tối ưu nhất.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Abor, J. (2007), "Debt policy and performance of SMEs; evidence from Ghanaian and South Africa firms", Journal of Risk Finance, Vol.8, pp.364-379.

Ali Saeedi and Iman Mahmoodi (2011), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 70.

Anup, C., và Suman, P.C. (2010), ‘‘Impact of capital structure on firm’s value: Evidence from Bangladesh’’, Business and Economic Horizons, Volume3, Issue3, October 2010, pp. 111-122.

Arsiraphongphisit, O., và Ariff, M. (2004), “Optimal capital structure and firm value Australian evidence: 1991-2003”, Monash University http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/17-arsiraphongphisit_paper.pdf.

Baek, J.S., Kang, J.K và Park, K.S. (2004), “Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis”, Journal of Financial Economics 71 (2004) pp.265-313.

Bradley, M., Jarrell, G.S. & Kim, E.H. (1984), "On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence", Journal of Finance, Vol.39, pp.857-878.

Brigham, E.F., và Houston, J.F. (2003), “Fundamentals of Finance Management”, 10th Edition, South-Westen College.

Brush, T.h., Bromiley, P.&Hendrikc, M. (2000), "The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance", Strategic Management Journal, Vol.21, pp.455-472.

Cheng, M.C., và Tzeng, Z.C. (2010), “The Effect of Leverage on Firm Value and how the firm financial quality influence on this effect”, World Journal of Management, Vol. 3, No. 2, September 2011, pp.30-53.

Đặng Lê Thanh Bình (2012), Các yếu tố ảnh hưởng đến cớ cấu vốn của các công ty niêm yết tạo sở giao dịch chứng khoán TPHCM (HOSE), Luận Văn Thạc Sĩ, Trường ĐH Mở TPHCM.

Đoàn Thị Lệ Chi (2012), Nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền tự do lên hiệu quả hoạt động của các công ty Việt Nam, Luận văn Thạc Sĩ, Trường ĐH Mở TPHCM.

Geng, C., và Liu, C. (2011), "A Research about How the Dividend Policy Influences the Enterprise Value on the Condition of Consecutive Cash Payoff", World Academy of Science, Engineering and Technology 53 2011, pp. 270-273.

Gitman, L.J. (2006), ''Principles of Managerial Finance'', Eleventh Edition 2006.

Harjito et al (2009), " The Influence Of Insider Ownership, Deviden Policy And Debt Policy to The Firm Value at Companies Which are Enlisted in Indonesia Stock Exchange", Faculty of Economics Universitas Sarjana wiyata Tamansiswa Yogyakarta, trang http://fekon.unand.ac.id/icbe/images/paper .

Harvey, C.R., Lins, K.V., và Roper, A.H. (2004), ''The effect of capital structure when expected agency costs are extreme'', Journal of Financial Economics, Volume 74, Issue 1, October 2004, pp. 3-30.

Hatfield, G.B., Cheng, L.T.W., và Davidson, W.N. (1994), " The Determination of optimal capital structure: The effect of firm and industry debt ratios on market value", Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol7, Number 3 (1994), 1-14.

Hoàng Thị Hồng Lan (2008), Phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cơ cấu vốn công ty, Luận văn thạc sĩ kinh tế, Đại học Kinh Tế TPHCM.

Jensen, M., và Meckling, W. (1976) "Theory of the firm: managerial behaviour,agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, vol. 3, pp. 305–60.

Khanna, T., & Palepu, K. (1999), " Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance", NBER working paper series No.6955, trang http://www.nber.org/papers/w6955.pdf?new_window=1.

Konijin, S.J.J., Kraussl, R., và Lucas, A. (2009), ''Blockholder Dispersion and Firm Value'', Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2009-113/2.

Kostyuk, D. (2006), "Dividen Payout. Its Impact on Firm Value", National University "Kyvi-Mohyla Academy", trang http://kse.org.ua/uploads/file/library/2006/kostyuk.pdf

Kyereboah-Coleman, A. (2007), The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions, journal of Risk Finance, Vol.8, pp.56-71.

Liao, Y.-M. (2008), "Do free cash flow and salse growth affect firm performance in Taiwan? Application of panel threshold model", Thesis of Degree Master, Chaoyang University of Technology.

Liu, Y., và Jirapon, P. (2008), "Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value", Financial Analyst Journal, Vol.64, No1 (2008), pp.49-60.

Majumdar, S.K. (1997), "The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India", Review of Industrial Organization 12: pp.231-241.

Miller, M. and Modigliani, F. (1963), Corporation Income Yexes and the cost of Capital: A correction, The American Economic Review, Vol.53, No.3.

Modigliani, F., và Miller, H.M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.

Muradoglu, G., và Sivaprasad, S. (2007), ''An Empirical Analysis of Capital Structure and Abnormal Returns'', Cass Business School, London, trang http://www.researchgate.net/publication/228255186_An_Empirical_Analysis_of _Ca pital_Structure_and_Abnormal_Returns/file/9fcfd5086c2290ca79.pdf.

Murekefu, T.M., và Ouma, O.P. (2012), "The Relationship between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of Listed Companies in Kenya", European Scientific Journal, Vol. 8, No. 9, pp. 199-215.

Myers, C.S., và Majluf, S.N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", Journal of Financial Economics 13 (1984), pp. 187-221.

Nghi, N.Q. & Nam, M.V. (2011), Các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty nhỏ và vừa ở Thành phố Cần Thơ, tạp chí Khoa học, trang 125- 129.

Ngô Thị Mỹ Loan (2011), tác động chính sách cổ tức đến giá trị của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Luận văn Thạc Sĩ, Trường ĐH Tôn Đức Thắng.

Nguyễn Minh Hà (2010), Tác động của quy mô và tuổi đời công ty đến tăng trưởng của công ty ở Việt B27:B51 Nam, Tạp chí Khoa học Trường ĐH Mở TPHCM, số 2 (17)-2010.

Nguyễn Minh Hà và Ngô Thị Mỹ Loan (2010), "Tác động chính sách cổ tức đến giá trị của các công ty niêm yết tại Việt Nam".

Nguyễn Minh Kiều (2009), "Tài chính công ty", Nhà xuất bản thống kê.

Nguyễn Ngọc Sơn (2011), Cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính của các công ty vừa và nhỏ tại TPHCM, Luận Văn Thạc Sĩ, Trường ĐH Mở TPHCM.

Nguyễn Thị Ngọc Trang, Nguyễn Thị Liên Hoan (2007), Phân tích tài chính, NSB Lao Động - Xã Hội.

Onaolapo, Adekunle A & Kajola, Sunday O(2010), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, ISSN 1450-2275 Issue 25 (2010).

Oxelheim, L., & Randoy, T. (2001), " The Impact of Foreign Board Membership on firm value", Research Institute of Industrial Economics & Agder Research Foundation, trang http://www.ifn.se/Wfiles/wp/WP567.pdf.

Pattanayak, M. (2007), " Insider ownership and firm value: Evidence from Indian Corporate Sector", Jawaharial Nehru University, trang http://www.hss.iitb.ac.in/ties07/paper/ts1/psD/2.pdf.

Rayan, K. (2008), "Financial leverage and firm value", University of Pretoria, trang http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-03162010-143159/unrestricted/dissertation.pdf

Ross, S.A., Westerfield, R.W., và Jaffe, J.F. (2002), "Corporate Finance", 6th Edition, McGraw-Hill.

Setiabudi, A., và Agustia, D. (2012), "Fundamental Factors of Firm due to the Firm Value", Journal of Basic and Applied Scientific Research, 2(12) 12651-12659.

Sharma, A.K. (2006), Financial Leverage & Firm's Value: A study of capital Structure of Selected Manufacturing Sector Firms in India, The Business Review, Vol.6 No.2.

Song, H.S. (2005), "Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Swedish Companies", CESIS, Electronic Working Paper Series, Paper No. 25, trang http://www.infra.kth.se/cesis/documents/WP25.pdf.

Sudiyatno, B., Puspitasari, E., và Kartika, A. (2012), "The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange", American International Journal of Contemporary Research, Vol. 2, No. 12, December 2012, pp. 30-40.

Thanh, V.H. (2012), Quan hệ ngân hàng tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Luận Văn Thạc Sĩ, Trường ĐH Mở TPHCM.

Titman, S., và Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19.

Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Ngọc Trang, Nguyễn Thị Liên Hoa, Phan Thị Bích Nguyệt, Nguyễn Thị Uyên Uyên (2005), Tài chính công ty hiện đại, NXB Thống Kê.

Trần Ngọc Thơ, Vũ Việt Quảng (2007), Lập mô hình tài chính, NXB Lao Động - Xã Hội. Trần Trí Dũng (2010), Chỉ tiêu Phân tích Báo cáo tài chính công ty.

CÁC WEBSITE.

www.cafef.vn.

www.stockbiz.vn.

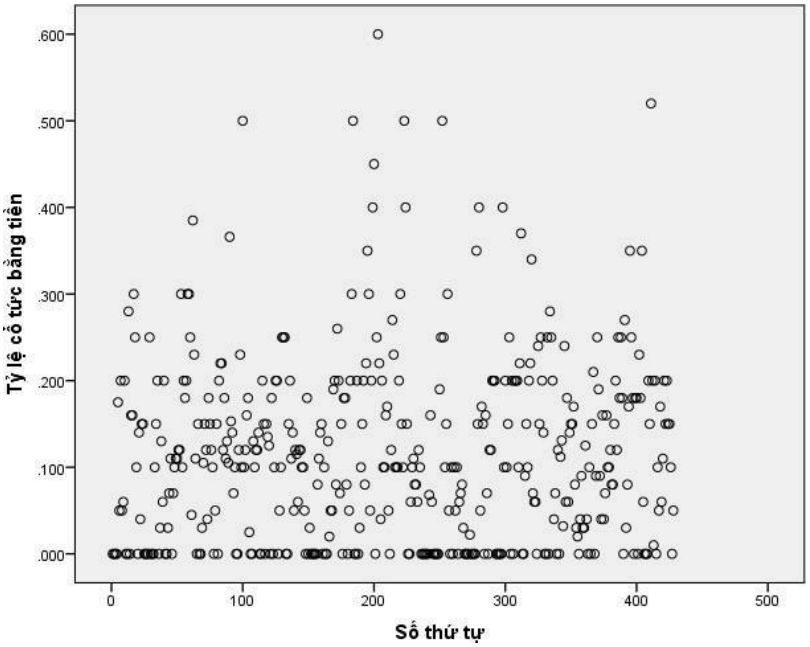
www.cophieu68.com.

www.baohaiquan.vn/pages/noi-ty-le-so-huu-cua-nha-dau-tu-nuoc-ngoai-de-hut-von.aspx. Các website chính thức của 107 công ty trong mẫu nghiên cứu.

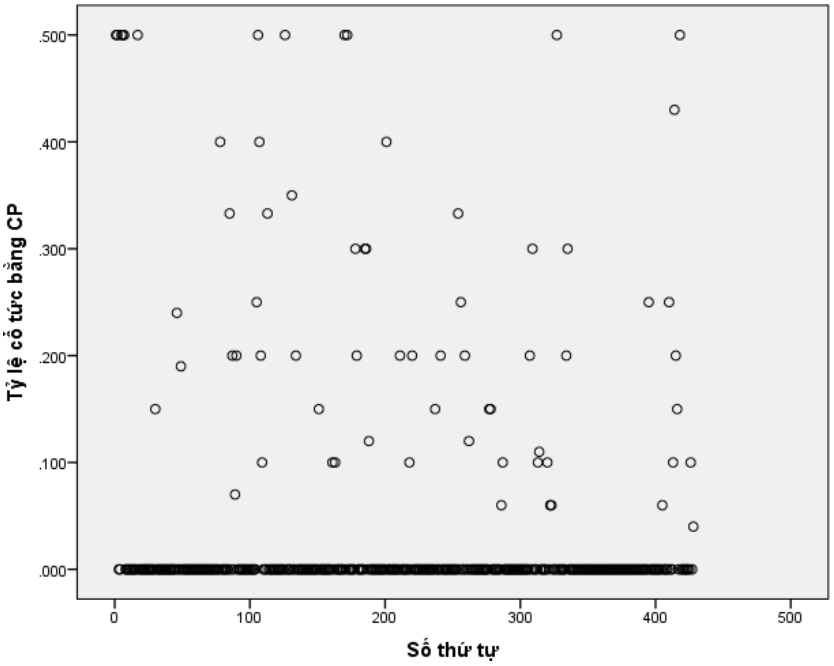
PHỤ LỤC 1: ĐỒ THỊ SCATTER CÁC BIẾN

Để kiểm tra mức độ phân tán của giá trị các biến và loại trừ các giá trị đột biến bất thường, chúng ta kiểm tra đồ thị scatter của các biến trước khi chạy mô hình hồi quy.

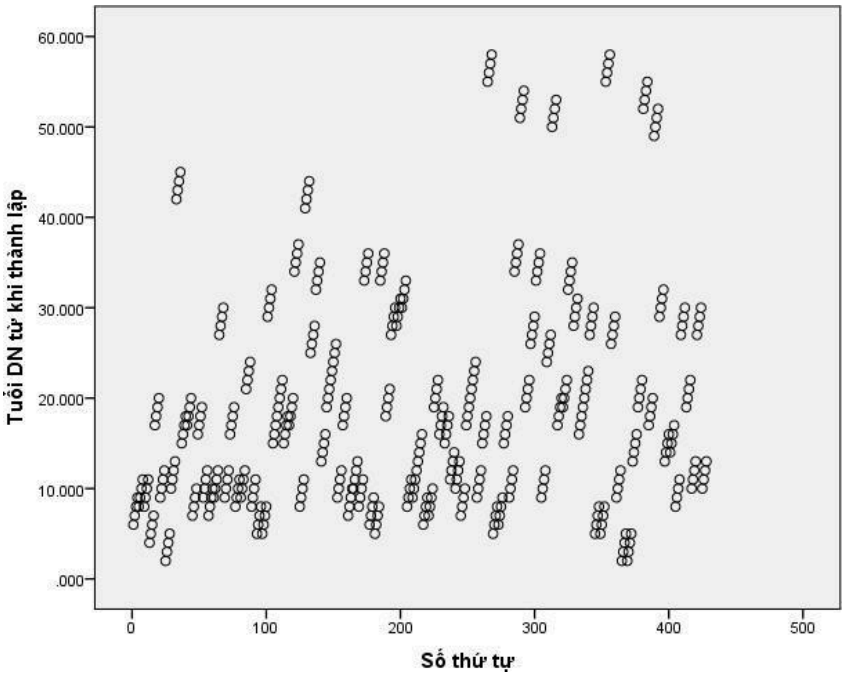
1. **Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt (CTTM).**



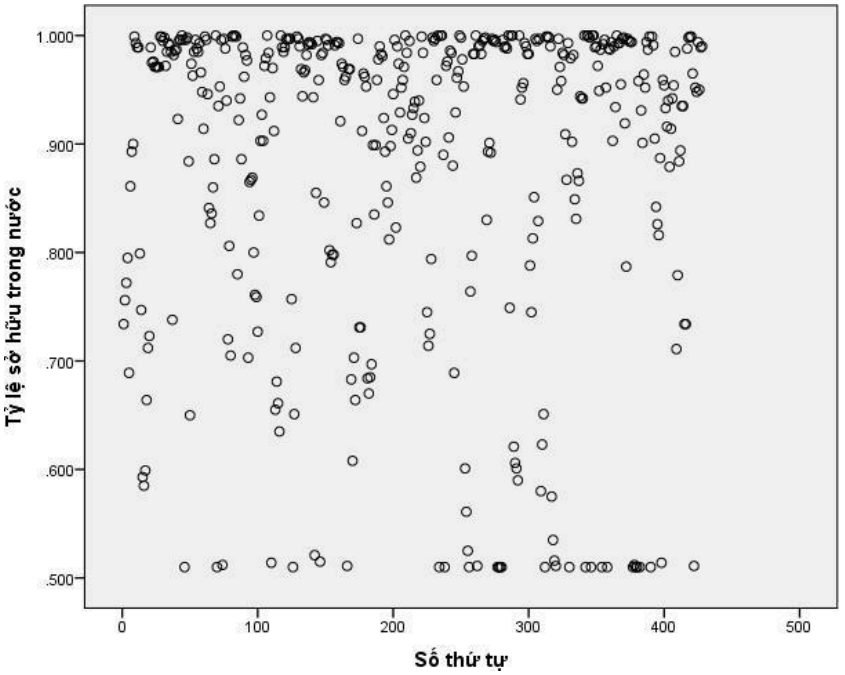
2. **Tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu (CTCP).**



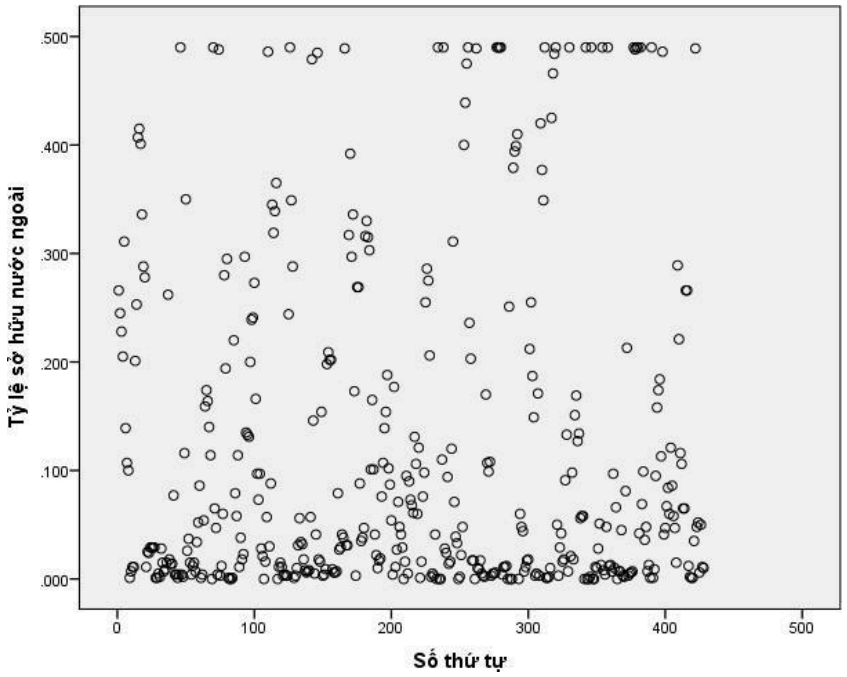
3. **Tuổi của công ty (Tuoi).**



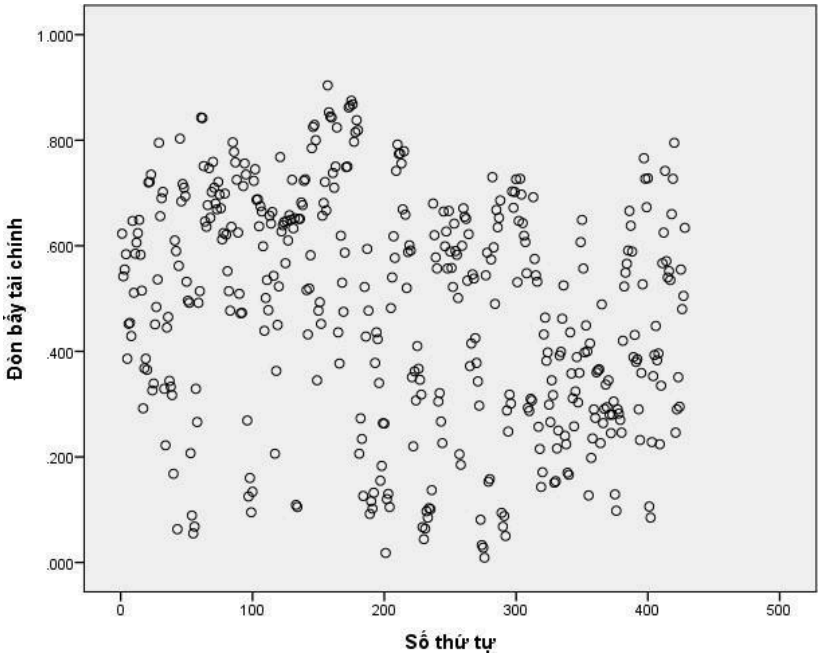
4. **Tỷ lệ sở hữu trong nước (SHVN)**



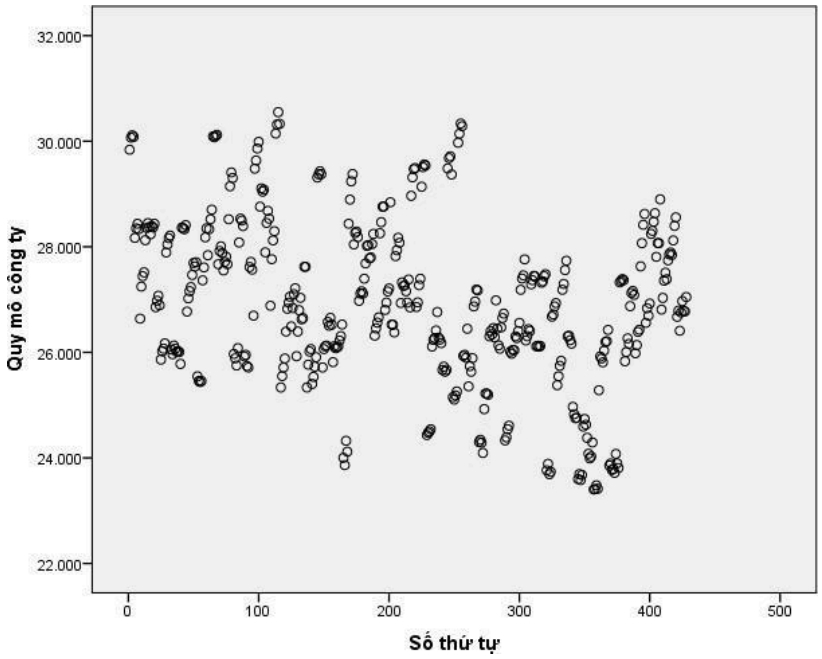
5. **Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (SHNN).**



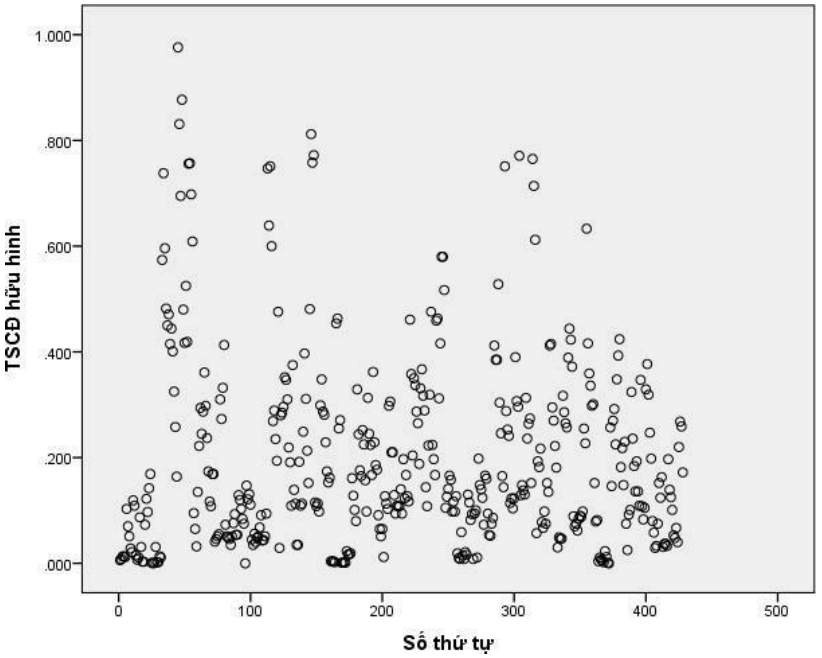
6. Đòn bẩy tài chính (Donbay).



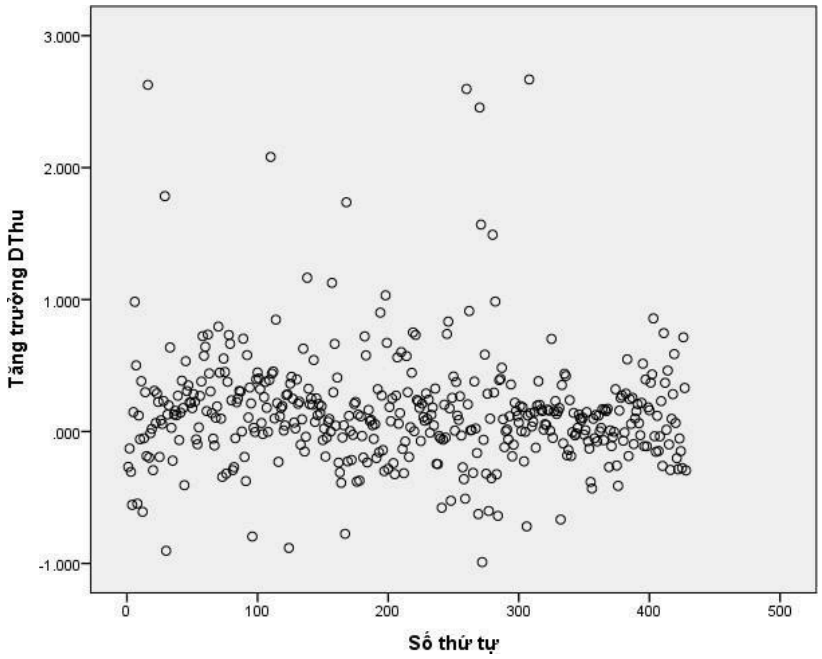
7. Quy mô công ty (Quymo).



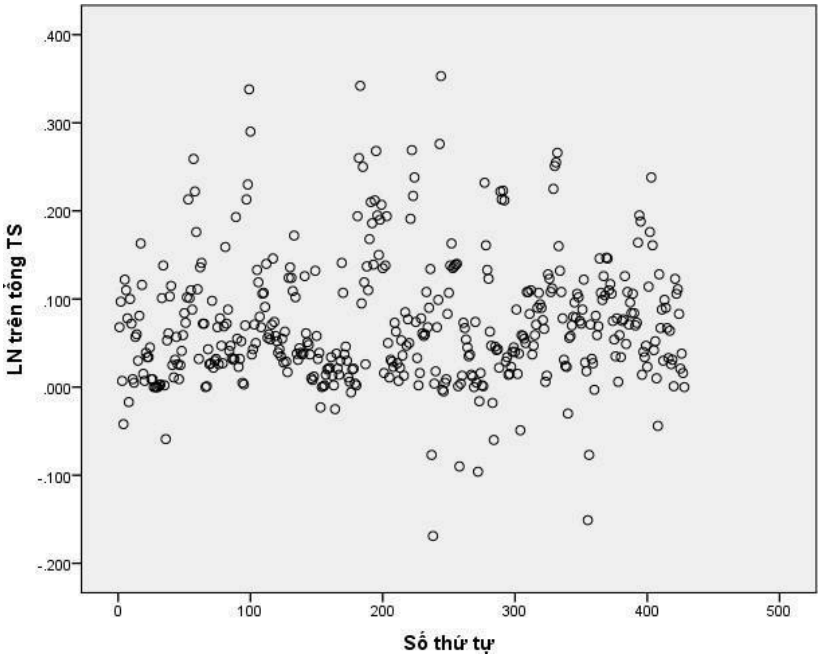
8. **Tài sản cố định hữu hình (TSCDHH).**



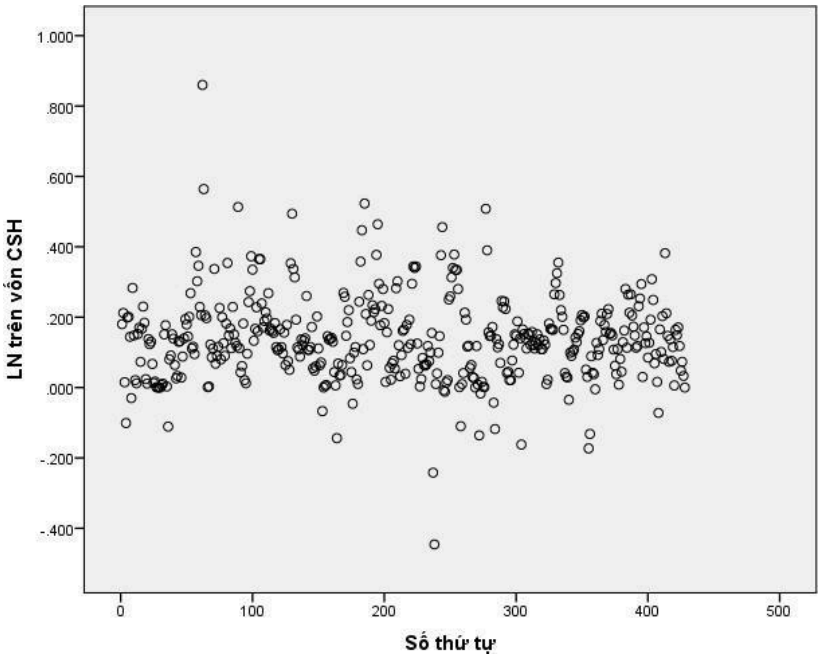
9. **Tăng trưởng doanh thu (TTDthu).**



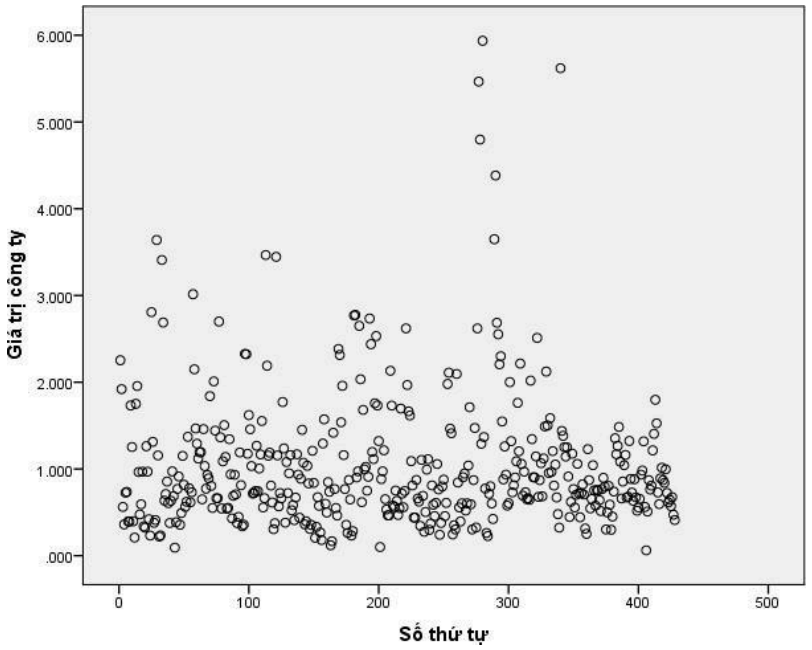
10. Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA).



11. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE).



12. Giá trị công ty (GTCT).



PHỤ LỤC 2: DANH SÁCH CÁC CÔNG TY TRONG MẪU NGHIÊN CỨU

Mẫu nghiên cứu được khảo sát trên 107 công ty được niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán TPHCM và Hà Nội, thuộc 3 nhóm nghành nghề Công nghiệp-Xây dựng, Nông-Lâm-Ngư nghiệp và Thương mại-Dịch vụ.

Ký hiệu ngành:

- CNXD: Nghành Công nghiệp-Xây dựng (45 công ty).
- NLNN: nghành Nông-Lâm-Ngư nghiệp (18 công ty).
- TMDV: nghành Thương mại-Dịch vụ (44 công ty).

Stt	Mã CK	Niêm yết	Nghành	Tên công ty
1	**KBC**	HOSE	CNXD	Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc
2	**LCG**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần LICOGI 16
3	**LGL**	HOSE	CNXD	Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Long Giang
4	**NBB**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Đầu tư Năm Bảy Bảy
5	**TDH**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Phát triển Nhà Thủ Đức
6	**UIC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị Idico
7	**VNI**	HOSE	CNXD	Công ty cổ phần Đầu tư Bất động sản Việt Nam
8	**VPH**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Vạn Phát Hưng
9	**KSH**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Tập đoàn Khoáng sản Hamico
10	**LBM**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Khoáng sản và Vật liệu xây dựng Lâm Đồng
11	**BTP**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Bà Rịa
12	**HJS**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Thủy điện Nậm Mu
13	**KHP**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Điện lực Khánh Hòa
14	**NLC**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Thủy điện Nà Lơi

15	**PGD**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam
16	**PGS**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam
17	**PPC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại

18	**PVG**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Bắc
19	**HMC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Kim khí Thành phố Hồ Chí Minh
20	**HSG**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen
21	**KKC**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Sản xuất và Kinh doanh Kim khí
22	**SMC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại SMC
23	**SSM**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Chế tạo Kết cấu Thép VNECO
24	**ASP**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Tập đoàn Dầu khí An Pha
25	**DPM**	HOSE	CNXD	Tổng Công ty cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí
26	**PET**	HOSE	CNXD	Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí
27	**PLC**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Hoá dầu Petrolimex
28	**PVC**	HNX	CNXD	Tổng Công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí
29	**PVD**	HOSE	CNXD	Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí
30	**BPC**	HNX	CNXD	Công ty cổ phần Vicem Bao bì Bỉm Sơn
31	**RDP**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Nhựa Rạng Đông
32	**SPP**	HNX	CNXD	Công ty cổ phần Bao bì Nhựa Sài Gòn
33	**SVI**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Bao bì Biên Hòa
34	**TPC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Nhựa Tân Đại Hưng
35	**TPP**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Nhựa Tân Phú
36	**BBS**	HNX	CNXD	Công ty cổ phần VICEM Bao bì Bút Sơn
37	**BBC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ Phần Bibica
38	**CCM**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Khoáng sản Xi măng Cần Thơ
39	**CYC**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Gạch men Chang Yih
40	**C92**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Xây dựng và Đầu tư 492

41	**CIC**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng COTEC
42	**CID**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Xây dựng và Phát triển Cơ sở Hạ tầng
43	**CII**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.Hồ Chí Minh
44	**CNT**	HOSE	CNXD	Công ty Cổ phần Xây dựng và Kinh doanh Vật tư

45	**CTN**	HNX	CNXD	Công ty Cổ phần Xây dựng Công trình ngầm
46	**TRC**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ Phần Cao Su Tây Ninh
47	**CSM**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam
48	**TNC**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ Phần Cao su Thống Nhất
49	**PHR**	HOSE	NLNN	Công ty cổ phần Cao Su Phước Hòa
50	**HRC**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Cao su Hòa Bình
51	**AAM**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Thủy sản Mekong
52	**AGF**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Thủy sản An Giang
53	**ATA**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần NTACO
54	**FMC**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta
55	**HVG**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Hùng Vương
56	**DVP**	HOSE	NLNN	Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ
57	**GMD**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Gemadept
58	**HCT**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Thương mại Dịch vụ Vận tải Xi măng Hải Phòng
59	**HTV**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Vận tải Hà Tiên
60	**MHC**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Hàng hải Hà Nội
61	**PJT**	HOSE	NLNN	Công ty Cổ phần Vận tải Xăng dầu Đường thủy Petrolimex
62	**PVT**	HOSE	NLNN	Tổng công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí
63	**QTC**	HNX	NLNN	Công ty Cổ phần Công trình Giao thông Vận tải Quảng Nam
64	**FPT**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần FPT
65	**LTC**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Điện nhẹ Viễn Thông
66	**ONE**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Truyền thông số 1
67	**POT**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Thiết bị Bưu điện

68	**SRA**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sara Việt Nam
69	**SRB**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Tập đoàn Sara
70	**ST8**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Siêu Thanh
71	**TST**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Viễn thông

72	**CTC**	HNX	TMDV	Công ty cổ phần Gia Lai CTC
73	**SGH**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Khách sạn Sài Gòn
74	**VNG**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Du lịch Golf Việt Nam
75	**DBT**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Dược phẩm Bến Tre
76	**DCL**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Dược phẩm Cửu Long
77	**DHT**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Dược phẩm Hà Tây
78	**DMC**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Y tế Domesco
79	**HVT**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Hóa chất Việt Trì
80	**IMP**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Dược phẩm IMEXPHARM
81	**MKV**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Dược Thú Y Cai Lậy
82	**OPC**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Dược phẩm OPC
83	**PMC**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Dược phẩm Dược Liệu Pharmedic
84	**VFG**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Khử trùng Việt Nam
85	**ALT**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Văn hóa Tân Bình
86	**BED**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sách và Thiết bị trường học Đà Nẵng
87	**BST**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sách - Thiết bị Bình Thuận
88	**DAE**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sách Giáo dục tại Tp. Đà Nẵng
89	**DHI**	HNX	TMDV	Công ty cổ phần In Diên Hồng
90	**DST**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sách và Thiết bị giáo dục Nam Định
91	**EBS**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sách Giáo dục tại Tp.Hà Nội
92	**EID**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển giáo dục Hà Nội
93	**HEV**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Sách Đại học - Dạy nghề
94	**HTP**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần In Sách giáo khoa Hoà Phát

95	**BBC**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ Phần Bibica
96	**CAN**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Đồ hộp Hạ Long
97	**CLC**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Cát Lợi
98	**HHC**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Bánh kẹo Hải Hà

99	**LSS**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn
100	**NST**	HNX	TMDV	Công ty Cổ phần Ngân Sơn
101	**SBT**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Bourbon Tây Ninh
102	**ALP**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Đầu tư Alphanam
103	**GIL**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Sản xuất Kinh doanh Xuất nhập khẩu Bình Thạnh
104	**HDC**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Phát triển nhà Bà Rịa-Vũng Tàu
105	**HLG**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoàng Long
106	**KHA**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội
107	**PIT**	HOSE	TMDV	Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Petrolimex

PHỤ LỤC 3: DỮ LIỆU CHẠY MÔ HÌNH HỒI QUY

Mẫu dữ liệu nghiên cứu được khảo sát trên 107 công ty, các số liệu được lấy từ báo cáo tài chính trong 4 năm từ 2009 đến 2012.

Stt	Mã CK	Năm	Nghành	CTTM	CTCP	Tuoi	SHVN	SHNN	Donbay	Quymo	TSCDHH	TTDthu	ROA	ROE	CNXD	NLNN	TMDV	Nam09	Nam10	Nam11	Nam12	GTCT
1	KBC	2009	CNXD	0.000	0.500	6	0.734	0.266	0.623	29.839	0.006	-0.268	0.068	0.180	1	0	0	1	0	0	0	2.253
2	KBC	2010	CNXD	0.000	0.500	7	0.756	0.245	0.542	30.068	0.008	-0.129	0.097	0.212	1	0	0	0	1	0	0	1.920
3	KBC	2011	CNXD	0.000	0.000	8	0.772	0.228	0.555	30.112	0.013	-0.306	0.007	0.015	1	0	0	0	0	1	0	0.562
4	KBC	2012	CNXD	0.000	0.000	9	0.795	0.205	0.584	30.083	0.013	-0.556	-0.042	-0.101	1	0	0	0	0	0	1	0.361
5	LCG	2009	CNXD	0.175	0.500	8	0.689	0.311	0.386	28.169	0.012	0.147	0.122	0.199	1	0	0	1	0	0	0	0.726
6	LCG	2010	CNXD	0.050	0.500	9	0.861	0.139	0.452	28.349	0.103	0.983	0.110	0.201	1	0	0	0	1	0	0	0.736
7	LCG	2011	CNXD	0.200	0.500	10	0.893	0.107	0.454	28.435	0.070	0.501	0.078	0.144	1	0	0	0	0	1	0	0.395
8	LCG	2012	CNXD	0.050	0.000	11	0.900	0.100	0.429	28.334	0.051	-0.546	-0.017	-0.030	1	0	0	0	0	0	1	0.393
9	LGL	2009	CNXD	0.060	0.000	8	0.999	0.001	0.647	26.638	0.028	0.121	0.100	0.283	1	0	0	1	0	0	0	1.732
10	LGL	2010	CNXD	0.200	0.000	9	0.993	0.007	0.511	27.245	0.021	-0.059	0.072	0.148	1	0	0	0	1	0	0	1.253
11	LGL	2011	CNXD	0.000	0.000	10	0.989	0.011	0.585	27.443	0.119	0.381	0.009	0.021	1	0	0	0	0	1	0	0.397
12	LGL	2012	CNXD	0.000	0.000	11	0.989	0.011	0.606	27.515	0.109	-0.609	0.005	0.012	1	0	0	0	0	0	1	0.209
13	NBB	2009	CNXD	0.280	0.000	4	0.799	0.201	0.624	28.126	0.015	-0.051	0.057	0.152	1	0	0	1	0	0	0	1.751
14	NBB	2010	CNXD	0.000	0.000	5	0.747	0.253	0.649	28.357	0.007	0.298	0.060	0.170	1	0	0	0	1	0	0	1.956
15	NBB	2011	CNXD	0.160	0.000	6	0.593	0.407	0.583	28.449	0.011	-0.186	0.030	0.073	1	0	0	0	0	1	0	0.965
16	NBB	2012	CNXD	0.160	0.000	7	0.585	0.415	0.515	28.372	0.087	2.627	0.081	0.167	1	0	0	0	0	0	1	0.476
17	TDH	2009	CNXD	0.300	0.500	17	0.599	0.401	0.292	28.237	0.031	-0.198	0.163	0.230	1	0	0	1	0	0	0	0.593
18	TDH	2010	CNXD	0.250	0.000	18	0.664	0.336	0.368	28.391	0.003	-0.013	0.116	0.184	1	0	0	0	1	0	0	0.969
19	TDH	2011	CNXD	0.100	0.000	19	0.712	0.288	0.386	28.366	0.003	0.020	0.015	0.024	1	0	0	0	0	1	0	0.338
20	TDH	2012	CNXD	0.000	0.000	20	0.723	0.278	0.365	28.435	0.073	-0.293	0.007	0.011	1	0	0	0	0	0	1	0.323
21	UIC	2009	CNXD	0.140	0.000	9	0.989	0.011	0.720	26.856	0.122	0.309	0.039	0.138	1	0	0	1	0	0	0	1.262
22	UIC	2010	CNXD	0.040	0.000	10	0.975	0.025	0.721	26.978	0.097	0.064	0.034	0.123	1	0	0	0	1	0	0	0.969
23	UIC	2011	CNXD	0.150	0.000	11	0.976	0.024	0.735	27.072	0.142	0.288	0.034	0.130	1	0	0	0	0	1	0	0.421
24	UIC	2012	CNXD	0.150	0.000	12	0.971	0.029	0.326	26.892	0.169	0.224	0.045	0.067	1	0	0	0	0	0	1	0.232
25	VNI	2009	CNXD	0.000	0.000	2	0.971	0.029	0.339	25.863	0.001	-0.193	0.009	0.013	1	0	0	1	0	0	0	2.808
26	VNI	2010	CNXD	0.000	0.000	3	0.971	0.029	0.451	26.018	0.000	0.085	0.009	0.017	1	0	0	0	1	0	0	1.313
27	VNI	2011	CNXD	0.000	0.000	4	0.971	0.029	0.484	26.070	0.001	0.057	0.000	0.001	1	0	0	0	0	1	0	0.380
28	VNI	2012	CNXD	0.000	0.000	5	0.999	0.001	0.536	26.171	0.031	0.231	0.000	0.000	1	0	0	0	0	0	1	0.411
29	VPH	2009	CNXD	0.250	0.000	10	0.999	0.001	0.795	27.891	0.002	1.784	0.000	0.000	1	0	0	1	0	0	0	3.639
30	VPH	2010	CNXD	0.000	0.150	11	0.995	0.005	0.656	28.044	0.002	-0.904	0.000	0.000	1	0	0	0	1	0	0	1.156

31	VPH	2011	CNXD	0.000	0.000	12	0.998	0.002	0.690	28.163	0.013	0.128	0.002	0.007	1	0	0	0	0	1	0	0.221

32	VPH	2012	CNXD	0.000	0.000	13	0.972	0.028	0.702	28.214	0.011	0.198	0.003	0.011	1	0	0	0	0	0	1	0.234
33	KSH	2009	CNXD	0.100	0.000	42	0.985	0.015	0.329	26.053	0.574	0.637	0.101	0.151	1	0	0	1	0	0	0	3.409
34	KSH	2010	CNXD	0.150	0.000	43	0.993	0.007	0.222	25.965	0.738	0.028	0.138	0.177	1	0	0	0	1	0	0	2.688
35	KSH	2011	CNXD	0.200	0.000	44	0.991	0.009	0.445	26.127	0.596	-0.221	0.002	0.003	1	0	0	0	0	1	0	0.635
36	KSH	2012	CNXD	0.000	0.000	45	0.985	0.015	0.465	26.067	0.482	0.130	-0.059	-0.111	1	0	0	0	0	0	1	0.710
37	LBM	2009	CNXD	0.030	0.000	15	0.738	0.262	0.344	26.011	0.450	0.158	0.053	0.080	1	0	0	1	0	0	0	0.855
38	LBM	2010	CNXD	0.130	0.000	16	0.982	0.018	0.333	26.020	0.471	0.123	0.061	0.091	1	0	0	0	1	0	0	0.607
39	LBM	2011	CNXD	0.060	0.000	17	0.986	0.014	0.317	26.006	0.415	0.271	0.103	0.151	1	0	0	0	0	1	0	0.377
40	LBM	2012	CNXD	0.200	0.000	18	0.987	0.014	0.168	25.780	0.444	-0.065	0.115	0.139	1	0	0	0	0	0	1	0.633
41	BTP	2009	CNXD	0.000	0.000	17	0.923	0.077	0.610	28.361	0.401	0.143	0.025	0.064	1	0	0	1	0	0	0	0.972
42	BTP	2010	CNXD	0.000	0.000	18	0.996	0.004	0.590	28.356	0.325	0.385	0.011	0.026	1	0	0	0	1	0	0	0.686
43	BTP	2011	CNXD	0.030	0.000	19	0.996	0.004	0.063	28.331	0.258	0.178	0.031	0.033	1	0	0	0	0	1	0	0.093
44	BTP	2012	CNXD	0.070	0.000	20	1.000	0.001	0.562	28.411	0.164	-0.407	0.057	0.130	1	0	0	0	0	0	1	0.387
45	HJS	2009	CNXD	0.110	0.000	7	0.996	0.004	0.803	26.772	0.976	0.533	0.026	0.132	1	0	0	1	0	0	0	0.770
46	HJS	2010	CNXD	0.000	0.240	8	0.510	0.490	0.684	27.023	0.831	0.307	0.009	0.028	1	0	0	0	1	0	0	0.914
47	HJS	2011	CNXD	0.070	0.000	9	0.996	0.004	0.717	27.158	0.695	0.350	0.025	0.088	1	0	0	0	0	1	0	0.357
48	HJS	2012	CNXD	0.100	0.000	10	0.998	0.002	0.710	27.235	0.877	0.220	0.041	0.140	1	0	0	0	0	0	1	0.492
49	KHP	2009	CNXD	0.110	0.190	16	0.884	0.116	0.694	27.467	0.480	0.218	0.059	0.194	1	0	0	1	0	0	0	1.150
50	KHP	2010	CNXD	0.110	0.000	17	0.650	0.350	0.532	27.693	0.417	0.177	0.084	0.179	1	0	0	0	1	0	0	0.817
51	KHP	2011	CNXD	0.120	0.000	18	0.974	0.026	0.496	27.626	0.525	0.284	0.073	0.145	1	0	0	0	0	1	0	0.563
52	KHP	2012	CNXD	0.120	0.000	19	0.963	0.037	0.492	27.707	0.419	0.225	0.102	0.201	1	0	0	0	0	0	1	0.622
53	NLC	2009	CNXD	0.300	0.000	9	0.985	0.015	0.207	25.545	0.756	-0.060	0.213	0.268	1	0	0	1	0	0	0	1.371
54	NLC	2010	CNXD	0.100	0.000	10	0.996	0.004	0.089	25.458	0.757	-0.097	0.101	0.111	1	0	0	0	1	0	0	0.777
55	NLC	2011	CNXD	0.200	0.000	11	0.988	0.012	0.055	25.438	0.698	0.031	0.110	0.116	1	0	0	0	0	1	0	0.616
56	NLC	2012	CNXD	0.180	0.000	12	0.985	0.015	0.068	25.456	0.609	0.270	0.088	0.095	1	0	0	0	0	0	1	0.732
57	PGD	2009	CNXD	0.200	0.000	7	0.993	0.007	0.329	27.363	0.095	0.379	0.259	0.385	1	0	0	1	0	0	0	3.015
58	PGD	2010	CNXD	0.300	0.000	8	0.966	0.034	0.266	27.608	0.065	0.723	0.222	0.302	1	0	0	0	1	0	0	2.149
59	PGD	2011	CNXD	0.300	0.000	9	0.948	0.052	0.492	28.178	0.032	0.574	0.176	0.346	1	0	0	0	0	1	0	1.467
60	PGD	2012	CNXD	0.250	0.000	10	0.914	0.086	0.514	28.349	0.135	0.642	0.111	0.229	1	0	0	0	0	0	1	1.292
61	PGS	2009	CNXD	0.045	0.000	9	0.999	0.001	0.843	27.839	0.222	0.155	0.032	0.206	1	0	0	1	0	0	0	1.120
62	PGS	2010	CNXD	0.385	0.000	10	0.996	0.004	0.842	28.535	0.294	0.734	0.136	0.860	1	0	0	0	1	0	0	1.193
63	PGS	2011	CNXD	0.230	0.000	11	0.946	0.054	0.751	28.522	0.245	0.440	0.141	0.564	1	0	0	0	0	1	0	1.193
64	PGS	2012	CNXD	0.110	0.000	12	0.841	0.159	0.646	28.703	0.287	0.304	0.072	0.205	1	0	0	0	0	0	1	0.650
65	PPC	2009	CNXD	0.000	0.000	27	0.827	0.174	0.636	30.092	0.361	0.139	0.072	0.197	1	0	0	1	0	0	0	1.459
66	PPC	2010	CNXD	0.150	0.000	28	0.836	0.164	0.677	30.077	0.298	-0.054	0.000	0.001	1	0	0	0	1	0	0	1.033
67	PPC	2011	CNXD	0.000	0.000	29	0.860	0.140	0.747	30.099	0.237	-0.106	0.001	0.003	1	0	0	0	0	1	0	0.773

68	PPC	2012	CNXD	0.000	0.000	30	0.886	0.114	0.653	30.122	0.174	0.105	0.043	0.122	1	0	0	0	0	0	1	0.931

69	PVG	2009	CNXD	0.030	0.000	9	1.000	0.000	0.702	27.670	0.117	0.190	0.026	0.086	1	0	0	1	0	0	0	0.893
70	PVG	2010	CNXD	0.105	0.000	10	0.510	0.490	0.759	27.921	0.108	0.795	0.027	0.111	1	0	0	0	1	0	0	1.840
71	PVG	2011	CNXD	0.150	0.000	11	0.935	0.065	0.710	28.008	0.169	0.446	0.098	0.337	1	0	0	0	0	1	0	0.805
72	PVG	2012	CNXD	0.120	0.000	12	0.953	0.047	0.680	27.880	0.169	0.098	0.022	0.068	1	0	0	0	0	0	1	0.551
73	HMC	2009	CNXD	0.040	0.000	16	0.996	0.004	0.669	27.552	0.041	-0.344	0.030	0.090	1	0	0	1	0	0	0	2.009
74	HMC	2010	CNXD	0.180	0.000	17	0.512	0.488	0.721	27.714	0.046	0.553	0.032	0.116	1	0	0	0	1	0	0	1.442
75	HMC	2011	CNXD	0.150	0.000	18	0.997	0.003	0.697	27.812	0.051	0.451	0.068	0.226	1	0	0	0	0	1	0	0.663
76	HMC	2012	CNXD	0.120	0.000	19	0.988	0.012	0.671	27.669	0.055	-0.319	0.026	0.080	1	0	0	0	0	0	1	0.662
77	HSG	2009	CNXD	0.100	0.000	8	0.940	0.060	0.612	28.523	0.310	0.377	0.078	0.200	1	0	0	1	0	0	0	2.700
78	HSG	2010	CNXD	0.000	0.400	9	0.720	0.280	0.624	29.146	0.273	0.732	0.047	0.126	1	0	0	0	1	0	0	1.365
79	HSG	2011	CNXD	0.050	0.000	10	0.806	0.194	0.699	29.409	0.332	0.665	0.027	0.090	1	0	0	0	0	1	0	0.544
80	HSG	2012	CNXD	0.150	0.000	11	0.705	0.295	0.621	29.303	0.413	0.236	0.069	0.182	1	0	0	0	0	0	1	1.088
81	KKC	2009	CNXD	0.000	0.000	9	0.999	0.001	0.552	25.969	0.073	-0.293	0.159	0.354	1	0	0	1	0	0	0	1.505
82	KKC	2010	CNXD	0.200	0.000	10	1.000	0.000	0.514	25.888	0.051	-0.270	0.072	0.148	1	0	0	0	1	0	0	1.139
83	KKC	2011	CNXD	0.220	0.000	11	1.000	0.000	0.477	25.751	0.049	-0.051	0.088	0.168	1	0	0	0	0	1	0	0.542
84	KKC	2012	CNXD	0.220	0.000	12	0.999	0.001	0.636	26.080	0.046	0.222	0.041	0.112	1	0	0	0	0	0	1	0.552
85	SMC	2009	CNXD	0.120	0.333	21	0.780	0.220	0.796	28.081	0.035	0.250	0.047	0.229	1	0	0	1	0	0	0	1.343
86	SMC	2010	CNXD	0.180	0.000	22	0.922	0.079	0.778	28.533	0.051	0.308	0.033	0.151	1	0	0	0	1	0	0	0.938
87	SMC	2011	CNXD	0.110	0.200	23	0.942	0.058	0.758	28.496	0.076	0.303	0.031	0.127	1	0	0	0	0	1	0	0.431
88	SMC	2012	CNXD	0.130	0.000	24	0.886	0.114	0.725	28.392	0.093	0.000	0.032	0.118	1	0	0	0	0	0	1	0.690
89	SSM	2009	CNXD	0.105	0.070	8	0.989	0.011	0.625	25.921	0.054	0.703	0.193	0.513	1	0	0	1	0	0	0	0.933
90	SSM	2010	CNXD	0.366	0.200	9	0.962	0.038	0.509	25.952	0.054	-0.193	0.055	0.112	1	0	0	0	1	0	0	0.707
91	SSM	2011	CNXD	0.153	0.000	10	0.982	0.018	0.472	25.740	0.129	-0.376	0.023	0.043	1	0	0	0	0	1	0	0.376
92	SSM	2012	CNXD	0.140	0.000	11	0.977	0.023	0.473	25.711	0.120	0.579	0.032	0.061	1	0	0	0	0	0	1	0.447
93	ASP	2009	CNXD	0.070	0.000	5	0.703	0.297	0.713	27.617	0.103	0.106	0.052	0.182	1	0	0	1	0	0	0	1.191
94	ASP	2010	CNXD	0.100	0.000	6	0.865	0.135	0.756	27.713	0.084	0.333	0.005	0.021	1	0	0	0	1	0	0	0.813
95	ASP	2011	CNXD	0.000	0.000	7	0.867	0.133	0.735	27.567	0.075	0.213	0.003	0.012	1	0	0	0	0	1	0	0.340
96	ASP	2012	CNXD	0.000	0.000	8	0.869	0.131	0.269	26.696	0.000	-0.796	0.070	0.096	1	0	0	0	0	0	1	0.358
97	DPM	2009	CNXD	0.120	0.000	5	0.800	0.200	0.125	29.480	0.147	0.028	0.213	0.243	1	0	0	1	0	0	0	2.327
98	DPM	2010	CNXD	0.230	0.000	6	0.761	0.239	0.160	29.635	0.121	-0.004	0.230	0.274	1	0	0	0	1	0	0	2.323
99	DPM	2011	CNXD	0.100	0.000	7	0.759	0.241	0.095	29.861	0.131	0.396	0.338	0.373	1	0	0	0	0	1	0	1.175
100	DPM	2012	CNXD	0.500	0.000	8	0.727	0.273	0.134	29.990	0.111	0.448	0.290	0.335	1	0	0	0	0	0	1	1.621
101	PET	2009	CNXD	0.100	0.000	29	0.834	0.166	0.723	28.760	0.045	0.402	0.037	0.133	1	0	0	1	0	0	0	1.458
102	PET	2010	CNXD	0.120	0.000	30	0.903	0.097	0.745	29.108	0.035	0.321	0.043	0.167	1	0	0	0	1	0	0	1.034
103	PET	2011	CNXD	0.160	0.000	31	0.927	0.073	0.687	29.045	0.056	0.065	0.071	0.228	1	0	0	0	0	1	0	0.718
104	PET	2012	CNXD	0.180	0.000	32	0.903	0.097	0.688	29.082	0.040	-0.019	0.050	0.160	1	0	0	0	0	0	1	0.721

105	PLC	2009	CNXD	0.025	0.250	15	0.972	0.028	0.637	27.896	0.048	0.260	0.133	0.365	1	0	0	1	0	0	0	0.745

106	PLC	2010	CNXD	0.000	0.500	16	0.979	0.021	0.675	28.451	0.051	0.376	0.119	0.365	1	0	0	0	1	0	0	1.267
107	PLC	2011	CNXD	0.000	0.400	17	1.000	0.000	0.665	28.681	0.068	0.180	0.080	0.239	1	0	0	0	0	1	0	0.744
108	PLC	2012	CNXD	0.130	0.200	18	0.984	0.016	0.599	28.533	0.091	-0.003	0.068	0.171	1	0	0	0	0	0	1	1.005
109	PVC	2009	CNXD	0.100	0.100	19	0.943	0.057	0.439	26.884	0.043	0.390	0.106	0.189	1	0	0	1	0	0	0	1.167
110	PVC	2010	CNXD	0.120	0.000	20	0.514	0.486	0.501	27.764	0.044	2.081	0.107	0.214	1	0	0	0	1	0	0	1.553
111	PVC	2011	CNXD	0.120	0.000	21	0.970	0.030	0.535	28.121	0.051	0.439	0.091	0.196	1	0	0	0	0	1	0	0.556
112	PVC	2012	CNXD	0.140	0.000	22	0.912	0.088	0.478	28.296	0.094	0.455	0.140	0.268	1	0	0	0	0	0	1	0.664
113	PVD	2009	CNXD	0.000	0.333	15	0.655	0.345	0.657	30.146	0.747	0.099	0.056	0.162	1	0	0	1	0	0	0	3.466
114	PVD	2010	CNXD	0.000	0.000	16	0.681	0.319	0.642	30.315	0.639	0.848	0.060	0.167	1	0	0	0	1	0	0	2.190
115	PVD	2011	CNXD	0.200	0.000	17	0.661	0.339	0.664	30.551	0.751	0.216	0.054	0.160	1	0	0	0	0	1	0	1.153
116	PVD	2012	CNXD	0.150	0.000	18	0.635	0.365	0.543	30.328	0.600	-0.230	0.071	0.155	1	0	0	0	0	0	1	1.189
117	BPC	2009	CNXD	0.000	0.000	17	1.000	0.000	0.206	25.335	0.269	0.115	0.146	0.183	1	0	0	1	0	0	0	0.808
118	BPC	2010	CNXD	0.150	0.000	18	0.989	0.011	0.363	25.549	0.289	0.178	0.074	0.115	1	0	0	0	1	0	0	0.613
119	BPC	2011	CNXD	0.135	0.000	19	0.985	0.015	0.450	25.712	0.235	0.193	0.058	0.106	1	0	0	0	0	1	0	0.306
120	BPC	2012	CNXD	0.125	0.000	20	0.989	0.011	0.523	25.883	0.194	0.008	0.052	0.109	1	0	0	0	0	0	1	0.375
121	RDP	2009	CNXD	0.000	0.000	34	0.997	0.003	0.768	26.394	0.476	0.046	0.039	0.166	1	0	0	1	0	0	0	3.446
122	RDP	2010	CNXD	0.180	0.000	35	0.996	0.004	0.627	26.825	0.029	0.276	0.043	0.115	1	0	0	0	1	0	0	1.156
123	RDP	2011	CNXD	0.000	0.000	36	0.997	0.003	0.639	26.941	0.280	0.282	0.035	0.097	1	0	0	0	0	1	0	0.569
124	RDP	2012	CNXD	0.100	0.000	37	0.997	0.003	0.645	27.054	0.285	-0.882	0.055	0.156	1	0	0	0	0	0	1	0.723
125	SPP	2009	CNXD	0.200	0.000	8	0.757	0.244	0.567	26.490	0.296	0.363	0.028	0.064	1	0	0	1	0	0	0	0.662
126	SPP	2010	CNXD	0.200	0.500	9	0.510	0.490	0.647	26.840	0.352	0.414	0.063	0.178	1	0	0	0	1	0	0	1.772
127	SPP	2011	CNXD	0.000	0.000	10	0.651	0.349	0.610	27.102	0.347	0.248	0.029	0.075	1	0	0	0	0	1	0	1.237
128	SPP	2012	CNXD	0.050	0.000	11	0.712	0.288	0.658	27.214	0.310	0.068	0.017	0.050	1	0	0	0	0	0	1	0.381
129	SVI	2009	CNXD	0.100	0.000	41	0.999	0.001	0.649	25.927	0.219	0.023	0.124	0.353	1	0	0	1	0	0	0	1.080
130	SVI	2010	CNXD	0.250	0.000	42	0.997	0.003	0.725	26.395	0.191	0.395	0.136	0.494	1	0	0	0	1	0	0	0.722
131	SVI	2011	CNXD	0.250	0.350	43	0.990	0.010	0.633	26.799	0.109	0.210	0.124	0.337	1	0	0	0	0	1	0	0.950
132	SVI	2012	CNXD	0.250	0.000	44	0.969	0.031	0.652	27.033	0.375	0.226	0.109	0.313	1	0	0	0	0	0	1	1.160
133	TPC	2009	CNXD	0.000	0.000	25	0.944	0.056	0.109	26.627	0.139	-0.100	0.172	0.193	1	0	0	1	0	0	0	0.523
134	TPC	2010	CNXD	0.000	0.200	26	0.966	0.034	0.105	26.649	0.113	0.092	0.102	0.114	1	0	0	0	1	0	0	0.583
135	TPC	2011	CNXD	0.150	0.000	27	0.968	0.032	0.651	27.622	0.035	0.628	0.038	0.108	1	0	0	0	0	1	0	0.409
136	TPC	2012	CNXD	0.200	0.000	28	0.982	0.018	0.651	27.622	0.035	-0.152	0.031	0.088	1	0	0	0	0	0	1	0.671
137	TPP	2009	CNXD	0.110	0.000	32	0.992	0.008	0.682	25.335	0.192	-0.040	0.044	0.137	1	0	0	1	0	0	0	1.169
138	TPP	2010	CNXD	0.140	0.000	33	0.994	0.006	0.677	25.766	0.109	1.165	0.039	0.120	1	0	0	0	1	0	0	0.934
139	TPP	2011	CNXD	0.050	0.000	34	0.993	0.007	0.723	26.016	0.113	0.324	0.037	0.133	1	0	0	0	0	1	0	0.438
140	TPP	2012	CNXD	0.120	0.000	35	0.992	0.008	0.726	26.061	0.249	0.206	0.038	0.140	1	0	0	0	0	0	1	0.888
141	BBS	2009	CNXD	0.115	0.000	13	0.943	0.057	0.516	25.402	0.397	0.250	0.126	0.260	1	0	0	1	0	0	0	1.451

142	BBS	2010	CNXD	0.060	0.000	14	0.521	0.479	0.432	25.535	0.311	0.202	0.061	0.107	1	0	0	0	1	0	0	1.072

143	BBS	2011	CNXD	0.120	0.000	15	0.855	0.146	0.519	25.730	0.213	0.542	0.051	0.107	1	0	0	0	0	1	0	0.362
144	BBS	2012	CNXD	0.120	0.000	16	0.995	0.005	0.582	25.908	0.152	0.072	0.048	0.115	1	0	0	0	0	0	1	0.397
145	BCC	2009	CNXD	0.100	0.000	19	0.959	0.041	0.785	29.312	0.481	0.251	0.037	0.172	1	0	0	1	0	0	0	1.037
146	BCC	2010	CNXD	0.100	0.000	20	0.515	0.485	0.825	29.373	0.812	0.123	0.010	0.055	1	0	0	0	1	0	0	0.833
147	BCC	2011	CNXD	0.050	0.000	21	0.982	0.018	0.829	29.432	0.758	0.208	0.008	0.048	1	0	0	0	0	1	0	0.309
148	BCC	2012	CNXD	0.000	0.000	22	0.984	0.016	0.800	29.376	0.772	0.140	0.012	0.060	1	0	0	0	0	0	1	0.355
149	CCM	2009	CNXD	0.180	0.000	23	0.846	0.154	0.345	25.714	0.115	0.192	0.132	0.202	1	0	0	1	0	0	0	1.210
150	CCM	2010	CNXD	0.000	0.000	24	0.997	0.003	0.477	26.063	0.108	-0.065	0.058	0.111	1	0	0	0	1	0	0	0.839
151	CCM	2011	CNXD	0.030	0.150	25	0.996	0.004	0.493	26.114	0.113	0.023	0.032	0.063	1	0	0	0	0	1	0	0.207
152	CCM	2012	CNXD	0.000	0.000	26	0.991	0.009	0.452	26.129	0.098	-0.190	0.039	0.071	1	0	0	0	0	0	1	0.332
153	CYC	2009	CNXD	0.000	0.000	9	0.802	0.198	0.657	26.576	0.299	-0.046	-0.023	-0.067	1	0	0	1	0	0	0	0.675
154	CYC	2010	CNXD	0.000	0.000	10	0.791	0.209	0.681	26.506	0.348	0.074	0.000	0.000	1	0	0	0	1	0	0	0.576
155	CYC	2011	CNXD	0.000	0.000	11	0.798	0.202	0.721	26.653	0.287	0.095	0.001	0.005	1	0	0	0	0	1	0	0.268
156	CYC	2012	CNXD	0.000	0.000	12	0.798	0.202	0.667	26.525	0.281	0.000	0.002	0.007	1	0	0	0	0	0	1	0.181
157	C92	2009	CNXD	0.080	0.000	17	0.991	0.009	0.904	25.813	0.229	1.126	0.014	0.146	1	0	0	1	0	0	0	1.293
158	C92	2010	CNXD	0.110	0.000	18	0.994	0.006	0.853	26.116	0.174	0.297	0.020	0.136	1	0	0	0	1	0	0	1.572
159	C92	2011	CNXD	0.140	0.000	19	0.994	0.006	0.845	26.077	0.153	0.664	0.021	0.138	1	0	0	0	0	1	0	0.599
160	C92	2012	CNXD	0.150	0.000	20	0.993	0.007	0.843	26.097	0.162	0.044	0.022	0.141	1	0	0	0	0	0	1	0.498
161	CIC	2009	CNXD	0.000	0.100	7	0.921	0.079	0.738	26.111	0.004	0.408	0.034	0.130	1	0	0	1	0	0	0	0.848
162	CIC	2010	CNXD	0.100	0.000	8	0.974	0.027	0.710	26.223	0.003	-0.236	0.013	0.044	1	0	0	0	1	0	0	0.737
163	CIC	2011	CNXD	0.000	0.100	9	0.971	0.029	0.750	26.305	0.004	-0.310	0.002	0.006	1	0	0	0	0	1	0	0.120
164	CIC	2012	CNXD	0.000	0.000	10	0.959	0.041	0.824	26.526	0.002	-0.389	-0.025	-0.144	1	0	0	0	0	0	1	0.167
165	CID	2009	CNXD	0.130	0.000	10	0.962	0.038	0.436	24.002	0.454	-0.046	0.038	0.068	1	0	0	1	0	0	0	1.417
166	CID	2010	CNXD	0.020	0.000	11	0.511	0.489	0.377	23.863	0.463	0.047	0.021	0.034	1	0	0	0	1	0	0	0.768
167	CID	2011	CNXD	0.050	0.000	12	0.969	0.031	0.619	24.324	0.255	-0.775	0.014	0.036	1	0	0	0	0	1	0	0.550
168	CID	2012	CNXD	0.050	0.000	13	0.969	0.031	0.530	24.118	0.271	1.737	0.030	0.064	1	0	0	0	0	0	1	0.463
169	CII	2009	CNXD	0.190	0.000	8	0.683	0.317	0.475	28.437	0.001	-0.227	0.141	0.269	1	0	0	1	0	0	0	2.384
170	CII	2010	CNXD	0.200	0.500	9	0.608	0.392	0.587	28.895	0.001	0.118	0.107	0.258	1	0	0	0	1	0	0	2.314
171	CII	2011	CNXD	0.080	0.000	10	0.703	0.297	0.749	29.240	0.002	0.004	0.037	0.147	1	0	0	0	0	1	0	1.538
172	CII	2012	CNXD	0.260	0.500	11	0.664	0.336	0.750	29.377	0.001	-0.215	0.046	0.186	1	0	0	0	0	0	1	1.959
173	CNT	2009	CNXD	0.200	0.000	33	0.827	0.173	0.862	28.045	0.023	-0.025	0.030	0.220	1	0	0	1	0	0	0	1.160
174	CNT	2010	CNXD	0.070	0.000	34	0.997	0.003	0.865	28.262	0.017	0.209	0.011	0.083	1	0	0	0	1	0	0	0.769
175	CNT	2011	CNXD	0.150	0.000	35	0.731	0.269	0.875	28.288	0.017	0.223	0.006	0.044	1	0	0	0	0	1	0	0.356
176	CNT	2012	CNXD	0.000	0.000	36	0.731	0.269	0.868	28.183	0.019	-0.380	-0.006	-0.046	1	0	0	0	0	0	1	0.263
177	CTN	2009	CNXD	0.180	0.000	6	0.912	0.088	0.797	26.976	0.161	0.128	0.020	0.099	1	0	0	1	0	0	0	0.873
178	CTN	2010	CNXD	0.180	0.300	7	0.965	0.035	0.815	27.114	0.128	-0.372	0.021	0.115	1	0	0	0	1	0	0	0.648

179	CTN	2011	CNXD	0.080	0.200	8	0.962	0.038	0.838	27.155	0.101	0.115	0.004	0.023	1	0	0	0	0	1	0	0.233

180	CTN	2012	CNXD	0.000	0.000	9	0.953	0.047	0.819	27.114	0.080	-0.034	0.002	0.010	1	0	0	0	0	0	1	0.284
181	TRC	2009	NLNN	0.050	0.000	5	0.684	0.316	0.206	27.396	0.329	-0.198	0.194	0.244	0	1	0	1	0	0	0	2.770
182	TRC	2010	NLNN	0.200	0.000	6	0.670	0.330	0.273	27.685	0.244	0.721	0.260	0.358	0	1	0	0	1	0	0	2.776
183	TRC	2011	NLNN	0.300	0.000	7	0.685	0.315	0.234	28.017	0.176	0.577	0.342	0.447	0	1	0	0	0	1	0	0.902
184	TRC	2012	NLNN	0.500	0.000	8	0.697	0.303	0.126	28.031	0.165	-0.234	0.095	0.109	0	1	0	0	0	0	1	0.973
185	CSM	2009	NLNN	0.000	0.300	33	0.899	0.101	0.522	27.781	0.252	0.164	0.250	0.523	0	1	0	1	0	0	0	2.650
186	CSM	2010	NLNN	0.000	0.300	34	0.835	0.165	0.428	27.798	0.225	0.079	0.119	0.209	0	1	0	0	1	0	0	2.034
187	CSM	2011	NLNN	0.200	0.000	35	0.899	0.101	0.594	28.052	0.157	0.088	0.026	0.063	0	1	0	0	0	1	0	0.617
188	CSM	2012	NLNN	0.000	0.120	36	0.959	0.041	0.477	28.244	0.098	0.047	0.137	0.263	0	1	0	0	0	0	1	1.681
189	TNC	2009	NLNN	0.030	0.000	18	0.978	0.022	0.092	26.316	0.313	-0.056	0.110	0.121	0	1	0	1	0	0	0	0.995
190	TNC	2010	NLNN	0.100	0.000	19	0.990	0.010	0.116	26.455	0.245	0.056	0.168	0.190	0	1	0	0	1	0	0	1.024
191	TNC	2011	NLNN	0.150	0.000	20	0.983	0.017	0.102	26.563	0.224	-0.201	0.210	0.234	0	1	0	0	0	1	0	0.749
192	TNC	2012	NLNN	0.200	0.000	21	0.981	0.019	0.132	26.663	0.167	0.321	0.186	0.214	0	1	0	0	0	0	1	0.910
193	PHR	2009	NLNN	0.080	0.000	27	0.924	0.076	0.378	28.256	0.362	-0.158	0.139	0.223	0	1	0	1	0	0	0	2.734
194	PHR	2010	NLNN	0.220	0.000	28	0.893	0.107	0.436	28.466	0.229	0.901	0.212	0.377	0	1	0	0	1	0	0	2.438
195	PHR	2011	NLNN	0.350	0.000	29	0.861	0.139	0.423	28.759	0.186	0.273	0.268	0.464	0	1	0	0	0	1	0	1.196
196	PHR	2012	NLNN	0.300	0.000	30	0.846	0.154	0.340	28.763	0.177	-0.141	0.195	0.295	0	1	0	0	0	0	1	1.115
197	HRC	2009	NLNN	0.050	0.000	28	0.812	0.188	0.155	26.803	0.091	-0.301	0.150	0.177	0	1	0	1	0	0	0	1.757
198	HRC	2010	NLNN	0.200	0.000	29	0.898	0.102	0.183	26.942	0.065	1.032	0.190	0.232	0	1	0	0	1	0	0	2.532
199	HRC	2011	NLNN	0.400	0.000	30	0.913	0.087	0.264	27.154	0.051	0.672	0.207	0.280	0	1	0	0	0	1	0	1.732
200	HRC	2012	NLNN	0.450	0.000	31	0.946	0.054	0.263	27.211	0.065	-0.282	0.135	0.183	0	1	0	0	0	0	1	1.322
201	AAM	2009	NLNN	0.000	0.400	30	0.996	0.004	0.018	28.844	0.012	0.186	0.016	0.016	0	1	0	1	0	0	0	0.100
202	AAM	2010	NLNN	0.250	0.000	31	0.823	0.177	0.120	26.526	0.127	0.078	0.138	0.157	0	1	0	0	1	0	0	0.884
203	AAM	2011	NLNN	0.600	0.000	32	0.990	0.011	0.130	26.522	0.113	0.250	0.194	0.223	0	1	0	0	0	1	0	0.973
204	AAM	2012	NLNN	0.220	0.000	33	0.974	0.027	0.105	26.377	0.103	-0.240	0.050	0.056	0	1	0	0	0	0	1	1.215
205	AGF	2009	NLNN	0.040	0.000	8	0.929	0.071	0.482	27.822	0.298	-0.323	0.011	0.022	0	1	0	1	0	0	0	0.652
206	AGF	2010	NLNN	0.200	0.000	9	0.952	0.048	0.540	27.935	0.306	0.272	0.031	0.068	0	1	0	0	1	0	0	0.533
207	AGF	2011	NLNN	0.100	0.000	10	0.959	0.041	0.618	28.172	0.210	0.561	0.029	0.076	0	1	0	0	0	1	0	0.466
208	AGF	2012	NLNN	0.100	0.000	11	0.971	0.029	0.577	28.077	0.210	0.059	0.023	0.054	0	1	0	0	0	0	1	0.466
209	AIA	2009	NLNN	0.160	0.000	9	1.000	0.000	0.742	26.933	0.129	0.139	0.073	0.282	0	1	0	1	0	0	0	2.132
210	AIA	2010	NLNN	0.170	0.000	10	0.984	0.016	0.792	27.326	0.094	0.602	0.063	0.302	0	1	0	0	1	0	0	1.731
211	AIA	2011	NLNN	0.050	0.200	11	0.905	0.095	0.774	27.258	0.109	-0.133	0.027	0.120	0	1	0	0	0	1	0	0.577
212	AIA	2012	NLNN	0.000	0.000	12	0.995	0.005	0.775	27.271	0.108	-0.316	0.007	0.032	0	1	0	0	0	0	1	0.563
213	FMC	2009	NLNN	0.120	0.000	13	0.910	0.090	0.756	27.158	0.108	-0.076	0.022	0.092	0	1	0	1	0	0	0	0.751
214	FMC	2010	NLNN	0.270	0.000	14	0.927	0.073	0.669	26.942	0.140	0.571	0.053	0.161	0	1	0	0	1	0	0	0.632
215	FMC	2011	NLNN	0.230	0.000	15	0.933	0.068	0.779	27.380	0.094	0.298	0.036	0.165	0	1	0	0	0	1	0	0.469

216	FMC	2012	NLNN	0.100	0.000	16	0.939	0.061	0.659	26.852	0.197	-0.193	0.013	0.039	0	1	0	0	0	0	1	0.549

217	HVG	2009	NLNN	0.100	0.000	6	0.869	0.131	0.520	28.966	0.123	0.033	0.085	0.178	0	1	0	1	0	0	0	1.697
218	HVG	2010	NLNN	0.100	0.100	7	0.894	0.106	0.588	29.315	0.167	0.445	0.047	0.113	0	1	0	0	1	0	0	0.716
219	HVG	2011	NLNN	0.200	0.000	8	0.940	0.060	0.601	29.471	0.127	0.751	0.077	0.193	0	1	0	0	0	1	0	0.559
220	HVG	2012	NLNN	0.300	0.200	9	0.879	0.121	0.591	29.493	0.117	0.002	0.050	0.123	0	1	0	0	0	0	1	0.746
221	DVP	2009	NLNN	0.150	0.000	7	0.999	0.001	0.351	26.857	0.461	0.732	0.191	0.295	0	1	0	1	0	0	0	2.621
222	DVP	2010	NLNN	0.100	0.000	8	0.984	0.016	0.220	26.946	0.358	0.239	0.269	0.344	0	1	0	0	1	0	0	1.967
223	DVP	2011	NLNN	0.500	0.000	9	0.924	0.076	0.362	27.273	0.204	0.229	0.217	0.340	0	1	0	0	0	1	0	1.664
224	DVP	2012	NLNN	0.400	0.000	10	0.902	0.098	0.307	27.394	0.350	0.180	0.238	0.344	0	1	0	0	0	0	1	1.616
225	GMD	2009	NLNN	0.150	0.000	19	0.745	0.255	0.410	29.138	0.337	-0.072	0.074	0.125	0	1	0	1	0	0	0	1.090
226	GMD	2010	NLNN	0.000	0.000	20	0.714	0.286	0.367	29.509	0.287	0.211	0.033	0.053	0	1	0	0	1	0	0	0.810
227	GMD	2011	NLNN	0.000	0.000	21	0.725	0.275	0.346	29.558	0.265	0.109	0.002	0.003	0	1	0	0	0	1	0	0.440
228	GMD	2012	NLNN	0.060	0.000	22	0.794	0.206	0.318	29.540	0.188	0.081	0.016	0.024	0	1	0	0	0	0	1	0.439
229	HCT	2009	NLNN	0.100	0.000	16	0.998	0.002	0.067	24.432	0.331	0.289	0.078	0.084	0	1	0	1	0	0	0	0.874
230	HCT	2010	NLNN	0.110	0.000	17	0.995	0.005	0.044	24.478	0.367	0.096	0.061	0.064	0	1	0	0	1	0	0	0.660
231	HCT	2011	NLNN	0.080	0.000	18	0.997	0.003	0.064	24.501	0.317	0.241	0.058	0.062	0	1	0	0	0	1	0	0.624
232	HCT	2012	NLNN	0.080	0.000	19	0.959	0.041	0.097	24.545	0.289	-0.009	0.060	0.066	0	1	0	0	0	0	1	0.344
233	HTV	2009	NLNN	0.060	0.000	15	1.000	0.000	0.085	26.110	0.144	0.127	0.108	0.118	0	1	0	1	0	0	0	1.104
234	HTV	2010	NLNN	0.120	0.000	16	0.510	0.490	0.103	26.234	0.108	0.182	0.068	0.075	0	1	0	0	1	0	0	0.690
235	HTV	2011	NLNN	0.100	0.000	17	1.000	0.000	0.101	26.269	0.223	0.046	0.090	0.100	0	1	0	0	0	1	0	0.276
236	HTV	2012	NLNN	0.000	0.000	18	1.000	0.000	0.137	26.416	0.319	0.325	0.134	0.155	0	1	0	0	0	0	1	0.504
237	MHC	2009	NLNN	0.000	0.150	11	0.890	0.110	0.680	26.764	0.476	-0.245	-0.077	-0.242	0	1	0	1	0	0	0	0.993
238	MHC	2010	NLNN	0.000	0.000	12	0.510	0.490	0.620	26.279	0.224	-0.247	-0.169	-0.446	0	1	0	0	1	0	0	1.112
239	MHC	2011	NLNN	0.000	0.000	13	0.972	0.028	0.578	26.241	0.197	-0.034	0.004	0.010	0	1	0	0	0	1	0	0.298
240	MHC	2012	NLNN	0.000	0.000	14	0.976	0.024	0.557	26.175	0.167	-0.051	0.018	0.040	0	1	0	0	0	0	1	0.370
241	PJT	2009	NLNN	0.000	0.200	10	0.906	0.094	0.305	25.666	0.459	-0.578	0.068	0.099	0	1	0	1	0	0	0	0.810
242	PJT	2010	NLNN	0.068	0.000	11	0.986	0.014	0.321	25.729	0.463	-0.062	0.099	0.146	0	1	0	0	1	0	0	0.588
243	PJT	2011	NLNN	0.160	0.000	12	0.984	0.016	0.267	25.634	0.312	0.203	0.276	0.376	0	1	0	0	0	1	0	0.456
244	PJT	2012	NLNN	0.060	0.000	13	0.880	0.120	0.226	25.669	0.416	-0.046	0.353	0.456	0	1	0	0	0	0	1	0.609
245	PVT	2009	NLNN	0.000	0.000	7	0.689	0.311	0.665	29.485	0.580	0.739	-0.003	-0.008	0	1	0	1	0	0	0	1.057
246	PVT	2010	NLNN	0.000	0.000	8	0.929	0.071	0.599	29.680	0.580	0.833	-0.005	-0.012	0	1	0	0	1	0	0	0.764
247	PVT	2011	NLNN	0.000	0.000	9	0.961	0.039	0.627	29.714	0.517	0.176	0.005	0.014	0	1	0	0	0	1	0	0.241
248	PVT	2012	NLNN	0.000	0.000	10	0.967	0.033	0.557	29.370	0.105	-0.525	0.009	0.021	0	1	0	0	0	0	1	0.378
249	QTC	2009	NLNN	0.000	0.000	17	1.000	0.000	0.666	25.151	0.126	0.256	0.083	0.250	0	1	0	1	0	0	0	0.798
250	QTC	2010	NLNN	0.190	0.000	18	0.998	0.002	0.589	25.104	0.141	0.417	0.107	0.259	0	1	0	0	1	0	0	0.877
251	QTC	2011	NLNN	0.250	0.000	19	0.978	0.022	0.558	25.183	0.166	0.007	0.138	0.313	0	1	0	0	0	1	0	0.456
252	QTC	2012	NLNN	0.500	0.000	20	0.953	0.048	0.522	25.259	0.158	0.375	0.163	0.340	0	1	0	0	0	0	1	0.609

253	FPT	2009	TMDV	0.250	0.000	21	0.601	0.400	0.642	29.972	0.098	0.121	0.135	0.378	0	0	1	1	0	0	0	1.980

254	FPT	2010	TMDV	0.100	0.333	22	0.561	0.439	0.590	30.141	0.117	0.088	0.137	0.335	0	0	1	0	1	0	0	2.110
255	FPT	2011	TMDV	0.150	0.000	23	0.525	0.475	0.583	30.335	0.098	0.267	0.139	0.334	0	0	1	0	0	1	0	1.465
256	FPT	2012	TMDV	0.300	0.250	24	0.510	0.490	0.501	30.285	0.127	-0.030	0.140	0.280	0	0	1	0	0	0	1	1.412
257	LTC	2009	TMDV	0.050	0.000	9	0.764	0.236	0.205	25.932	0.019	-0.271	0.001	0.001	0	0	1	1	0	0	0	0.246
258	LTC	2010	TMDV	0.000	0.000	10	0.797	0.203	0.185	25.953	0.010	-0.361	-0.090	-0.110	0	0	1	0	1	0	0	0.352
259	LTC	2011	TMDV	0.100	0.200	11	0.983	0.017	0.600	25.896	0.008	-0.509	0.004	0.010	0	0	1	0	0	1	0	0.303
260	LTC	2012	TMDV	0.000	0.000	12	0.983	0.017	0.671	26.447	0.059	2.596	0.013	0.041	0	0	1	0	0	0	1	2.095
261	ONE	2009	TMDV	0.100	0.000	15	1.000	0.000	0.655	25.355	0.015	0.206	0.073	0.213	0	0	1	1	0	0	0	0.844
262	ONE	2010	TMDV	0.050	0.120	16	0.511	0.489	0.651	25.737	0.008	0.913	0.067	0.193	0	0	1	0	1	0	0	0.557
263	ONE	2011	TMDV	0.100	0.000	17	0.990	0.010	0.534	25.633	0.021	0.009	0.054	0.116	0	0	1	0	0	1	0	0.395
264	ONE	2012	TMDV	0.000	0.000	18	0.991	0.009	0.622	25.890	0.016	0.011	0.045	0.119	0	0	1	0	0	0	1	0.603
265	POT	2009	TMDV	0.060	0.000	55	0.983	0.017	0.372	26.871	0.130	-0.313	0.035	0.056	0	0	1	1	0	0	0	0.905
266	POT	2010	TMDV	0.070	0.000	56	0.995	0.005	0.415	26.961	0.115	0.379	0.037	0.064	0	0	1	0	1	0	0	0.947
267	POT	2011	TMDV	0.080	0.000	57	0.997	0.003	0.546	27.192	0.082	0.023	0.014	0.030	0	0	1	0	0	1	0	0.521
268	POT	2012	TMDV	0.030	0.000	58	0.998	0.002	0.538	27.172	0.093	-0.163	0.012	0.027	0	0	1	0	0	0	1	0.603
269	SRA	2009	TMDV	0.000	0.000	5	0.830	0.170	0.425	24.301	0.008	-0.626	0.000	0.000	0	0	1	1	0	0	0	1.040
270	SRA	2010	TMDV	0.000	0.000	6	0.893	0.107	0.378	24.344	0.094	2.455	0.074	0.118	0	0	1	0	1	0	0	1.712
271	SRA	2011	TMDV	0.000	0.000	7	0.901	0.099	0.343	24.289	0.100	1.568	0.005	0.008	0	0	1	0	0	1	0	0.593
272	SRA	2012	TMDV	0.000	0.000	8	0.892	0.108	0.297	24.094	0.011	-0.990	-0.096	-0.136	0	0	1	0	0	0	1	0.303
273	SRB	2009	TMDV	0.022	0.000	6	0.997	0.003	0.081	24.924	0.198	-0.063	-0.016	-0.017	0	0	1	1	0	0	0	0.872
274	SRB	2010	TMDV	0.000	0.000	7	0.995	0.005	0.033	25.222	0.148	0.583	0.016	0.016	0	0	1	0	1	0	0	1.473
275	SRB	2011	TMDV	0.000	0.000	8	0.996	0.005	0.028	25.217	0.140	-0.320	0.002	0.002	0	0	1	0	0	1	0	0.325
276	SRB	2012	TMDV	0.000	0.000	9	0.994	0.006	0.009	25.196	0.124	0.286	0.001	0.001	0	0	1	0	0	0	1	2.620
277	ST8	2009	TMDV	0.000	0.150	15	0.510	0.490	0.544	26.303	0.073	-0.602	0.232	0.508	0	0	1	1	0	0	0	5.466
278	ST8	2010	TMDV	0.350	0.150	16	0.510	0.490	0.587	26.401	0.166	0.097	0.161	0.390	0	0	1	0	1	0	0	4.797
279	ST8	2011	TMDV	0.150	0.000	17	0.510	0.490	0.153	26.340	0.160	-0.354	0.133	0.157	0	0	1	0	0	1	0	1.290
280	ST8	2012	TMDV	0.400	0.000	18	0.510	0.490	0.158	26.460	0.094	1.491	0.123	0.146	0	0	1	0	0	0	1	5.936
281	TS1	2009	TMDV	0.050	0.000	9	0.996	0.004	0.574	26.283	0.054	0.295	0.063	0.147	0	0	1	1	0	0	0	1.368
282	TS1	2010	TMDV	0.170	0.000	10	0.989	0.011	0.730	26.984	0.052	0.985	0.047	0.172	0	0	1	0	1	0	0	0.774
283	TS1	2011	TMDV	0.150	0.000	11	0.990	0.011	0.597	26.451	0.075	-0.324	-0.018	-0.043	0	0	1	0	0	1	0	0.263
284	TS1	2012	TMDV	0.000	0.000	12	0.988	0.012	0.490	26.133	0.086	-0.639	-0.060	-0.118	0	0	1	0	0	0	1	0.227
285	CTC	2009	TMDV	0.160	0.000	34	1.000	0.000	0.668	26.069	0.412	0.389	0.046	0.138	0	0	1	1	0	0	0	0.714
286	CTC	2010	TMDV	0.070	0.060	35	0.749	0.251	0.635	26.472	0.385	0.399	0.042	0.114	0	0	1	0	1	0	0	0.800
287	CTC	2011	TMDV	0.000	0.100	36	1.000	0.000	0.653	26.651	0.385	0.483	0.043	0.123	0	0	1	0	0	1	0	0.602
288	CTC	2012	TMDV	0.120	0.000	37	1.000	0.000	0.686	26.733	0.528	0.093	0.022	0.070	0	0	1	0	0	0	1	0.424
289	SGH	2009	TMDV	0.120	0.000	51	0.621	0.379	0.094	24.331	0.304	-0.119	0.222	0.246	0	0	1	1	0	0	0	3.649

290	SGH	2010	TMDV	0.200	0.000	52	0.606	0.394	0.068	24.390	0.246	0.002	0.213	0.228	0	0	1	0	1	0	0	4.383

291	SGH	2011	TMDV	0.200	0.000	53	0.601	0.399	0.088	24.544	0.165	0.015	0.223	0.245	0	0	1	0	0	1	0	2.686
292	SGH	2012	TMDV	0.200	0.000	54	0.590	0.410	0.050	24.611	0.144	-0.060	0.212	0.223	0	0	1	0	0	0	1	2.553
293	VNG	2009	TMDV	0.000	0.000	19	1.000	0.000	0.288	26.014	0.751	0.116	0.029	0.041	0	0	1	1	0	0	0	2.206
294	VNG	2010	TMDV	0.000	0.000	20	0.941	0.060	0.248	25.973	0.288	0.356	0.034	0.045	0	0	1	0	1	0	0	2.300
295	VNG	2011	TMDV	0.000	0.000	21	0.952	0.048	0.318	26.047	0.253	-0.188	0.014	0.021	0	0	1	0	0	1	0	1.548
296	VNG	2012	TMDV	0.000	0.000	22	0.956	0.044	0.301	26.039	0.241	-0.100	0.015	0.021	0	0	1	0	0	0	1	0.880
297	DBT	2009	TMDV	0.000	0.000	26	0.993	0.007	0.703	26.303	0.114	0.218	0.023	0.077	0	0	1	1	0	0	0	1.260
298	DBT	2010	TMDV	0.400	0.000	27	0.990	0.011	0.672	26.270	0.123	0.157	0.040	0.122	0	0	1	0	1	0	0	0.935
299	DBT	2011	TMDV	0.100	0.000	28	0.983	0.017	0.702	26.402	0.104	0.118	0.045	0.151	0	0	1	0	0	1	0	0.577
300	DBT	2012	TMDV	0.200	0.000	29	0.983	0.018	0.726	26.559	0.123	0.067	0.040	0.147	0	0	1	0	0	0	1	0.605
301	DCL	2009	TMDV	0.100	0.000	33	0.788	0.212	0.531	27.186	0.390	0.193	0.088	0.188	0	0	1	1	0	0	0	2.001
302	DCL	2010	TMDV	0.150	0.000	34	0.745	0.255	0.647	27.398	0.307	0.003	0.015	0.042	0	0	1	0	1	0	0	1.321
303	DCL	2011	TMDV	0.250	0.000	35	0.813	0.187	0.727	27.459	0.296	0.184	0.038	0.140	0	0	1	0	0	1	0	0.730
304	DCL	2012	TMDV	0.000	0.000	36	0.851	0.149	0.697	27.761	0.771	-0.226	-0.049	-0.162	0	0	1	0	0	0	1	0.812
305	DHT	2009	TMDV	0.200	0.000	9	0.997	0.003	0.643	26.224	0.129	-0.003	0.059	0.165	0	0	1	1	0	0	0	0.902
306	DHT	2010	TMDV	0.000	0.000	10	0.995	0.005	0.619	26.306	0.148	-0.719	0.058	0.152	0	0	1	0	1	0	0	1.088
307	DHT	2011	TMDV	0.200	0.200	11	0.829	0.171	0.607	26.441	0.138	0.121	0.055	0.140	0	0	1	0	0	1	0	1.762
308	DHT	2012	TMDV	0.200	0.000	12	0.997	0.003	0.548	26.404	0.130	2.668	0.050	0.111	0	0	1	0	0	0	1	1.204
309	DMC	2009	TMDV	0.200	0.300	24	0.580	0.420	0.293	27.288	0.313	0.139	0.108	0.152	0	0	1	1	0	0	0	2.215
310	DMC	2010	TMDV	0.100	0.000	25	0.623	0.377	0.287	27.366	0.236	0.038	0.108	0.151	0	0	1	0	1	0	0	1.058
311	DMC	2011	TMDV	0.220	0.000	26	0.651	0.349	0.310	27.449	0.264	0.073	0.083	0.121	0	0	1	0	0	1	0	0.692
312	DMC	2012	TMDV	0.370	0.000	27	0.510	0.490	0.307	27.438	0.274	0.147	0.110	0.158	0	0	1	0	0	0	1	0.969
313	HVT	2009	TMDV	0.000	0.100	50	0.999	0.001	0.692	26.113	0.152	-0.123	0.037	0.120	0	0	1	1	0	0	0	0.731
314	HVT	2010	TMDV	0.000	0.110	51	0.999	0.001	0.575	26.124	0.765	0.197	0.047	0.111	0	0	1	0	1	0	0	0.653
315	HVT	2011	TMDV	0.090	0.000	52	0.998	0.002	0.544	26.106	0.714	0.381	0.059	0.129	0	0	1	0	0	1	0	0.664
316	HVT	2012	TMDV	0.150	0.000	53	0.990	0.010	0.532	26.121	0.612	0.202	0.071	0.151	0	0	1	0	0	0	1	0.645
317	IMP	2009	TMDV	0.100	0.000	17	0.575	0.425	0.257	27.318	0.057	0.166	0.090	0.121	0	0	1	1	0	0	0	2.018
318	IMP	2010	TMDV	0.200	0.000	18	0.535	0.466	0.215	27.345	0.193	0.155	0.107	0.137	0	0	1	0	1	0	0	1.344
319	IMP	2011	TMDV	0.220	0.000	19	0.516	0.484	0.143	27.442	0.182	0.014	0.094	0.109	0	0	1	0	0	1	0	0.904
320	IMP	2012	TMDV	0.340	0.100	20	0.511	0.490	0.171	27.482	0.217	0.055	0.090	0.109	0	0	1	0	0	0	1	0.903
321	MKV	2009	TMDV	0.070	0.000	19	0.950	0.050	0.432	25.764	0.078	0.049	0.076	0.134	0	0	1	1	0	0	0	1.145
322	MKV	2010	TMDV	0.060	0.060	20	0.997	0.003	0.464	23.887	0.067	0.166	0.066	0.122	0	0	1	0	1	0	0	2.511
323	MKV	2011	TMDV	0.060	0.060	21	0.971	0.029	0.382	23.692	0.098	0.158	0.006	0.010	0	0	1	0	0	1	0	0.679
324	MKV	2012	TMDV	0.000	0.000	22	0.958	0.042	0.398	23.736	0.075	0.006	0.013	0.022	0	0	1	0	0	0	1	0.871
325	OPC	2009	TMDV	0.240	0.000	32	0.984	0.016	0.299	26.677	0.152	0.702	0.128	0.182	0	0	1	1	0	0	0	1.066
326	OPC	2010	TMDV	0.150	0.000	33	0.982	0.018	0.266	26.717	0.135	-0.048	0.123	0.167	0	0	1	0	1	0	0	0.684

327	OPC	2011	TMDV	0.250	0.500	34	0.909	0.091	0.345	26.869	0.412	0.154	0.108	0.165	0	0	1	0	0	1	0	1.121

328	OPC	2012	TMDV	0.200	0.000	35	0.867	0.133	0.317	26.934	0.415	0.231	0.112	0.164	0	0	1	0	0	0	1	1.490
329	PMC	2009	TMDV	0.140	0.000	28	0.993	0.007	0.151	25.377	0.295	0.133	0.225	0.265	0	0	1	1	0	0	0	2.123
330	PMC	2010	TMDV	0.000	0.000	29	0.510	0.490	0.154	25.547	0.270	0.154	0.251	0.297	0	0	1	0	1	0	0	1.501
331	PMC	2011	TMDV	0.000	0.000	30	0.979	0.021	0.216	25.745	0.222	0.178	0.255	0.325	0	0	1	0	0	1	0	0.954
332	PMC	2012	TMDV	0.250	0.000	31	0.902	0.098	0.250	25.840	0.181	-0.667	0.266	0.355	0	0	1	0	0	0	1	1.586
333	VFG	2009	TMDV	0.000	0.000	16	0.982	0.018	0.392	27.185	0.030	0.352	0.160	0.263	0	0	1	1	0	0	0	0.966
334	VFG	2010	TMDV	0.280	0.200	17	0.849	0.151	0.399	27.296	0.049	-0.090	0.132	0.220	0	0	1	0	1	0	0	1.206
335	VFG	2011	TMDV	0.250	0.300	18	0.831	0.169	0.462	27.559	0.046	0.438	0.108	0.201	0	0	1	0	0	1	0	0.808
336	VFG	2012	TMDV	0.200	0.000	19	0.873	0.127	0.525	27.736	0.047	0.421	0.078	0.164	0	0	1	0	0	0	1	1.050
337	ALT	2009	TMDV	0.040	0.000	20	0.866	0.134	0.240	26.302	0.317	-0.181	0.031	0.041	0	0	1	1	0	0	0	0.672
338	ALT	2010	TMDV	0.070	0.000	21	0.944	0.056	0.224	26.316	0.286	-0.140	0.024	0.031	0	0	1	0	1	0	0	0.479
339	ALT	2011	TMDV	0.000	0.000	22	0.942	0.058	0.170	26.230	0.265	0.238	0.023	0.028	0	0	1	0	0	1	0	0.323
340	ALT	2012	TMDV	0.120	0.000	23	0.942	0.058	0.166	26.164	0.257	-0.186	-0.030	-0.035	0	0	1	0	0	0	1	5.620
341	BED	2009	TMDV	0.000	0.000	27	1.000	0.000	0.436	24.967	0.389	-0.006	0.056	0.099	0	0	1	1	0	0	0	1.439
342	BED	2010	TMDV	0.112	0.000	28	0.510	0.490	0.358	24.827	0.444	0.141	0.058	0.090	0	0	1	0	1	0	0	1.382
343	BED	2011	TMDV	0.131	0.000	29	1.000	0.000	0.311	24.753	0.423	-0.029	0.070	0.102	0	0	1	0	0	1	0	1.251
344	BED	2012	TMDV	0.032	0.000	30	1.000	0.000	0.258	24.761	0.372	-0.015	0.080	0.108	0	0	1	0	0	0	1	1.143
345	BST	2009	TMDV	0.240	0.000	5	0.998	0.002	0.324	23.598	0.089	0.028	0.096	0.142	0	0	1	1	0	0	0	1.249
346	BST	2010	TMDV	0.060	0.000	6	0.510	0.490	0.389	23.695	0.070	0.129	0.079	0.129	0	0	1	0	1	0	0	0.913
347	BST	2011	TMDV	0.180	0.000	7	1.000	0.000	0.303	23.580	0.075	0.099	0.106	0.152	0	0	1	0	0	1	0	0.446
348	BST	2012	TMDV	0.060	0.000	8	1.000	0.000	0.359	23.676	0.062	0.085	0.102	0.160	0	0	1	0	0	0	1	0.622
349	DAE	2009	TMDV	0.140	0.000	5	0.989	0.011	0.607	24.593	0.084	0.105	0.075	0.191	0	0	1	1	0	0	0	1.176
350	DAE	2010	TMDV	0.150	0.000	6	0.990	0.010	0.649	24.739	0.090	-0.024	0.072	0.206	0	0	1	0	1	0	0	0.768
351	DAE	2011	TMDV	0.150	0.000	7	0.972	0.028	0.557	24.629	0.088	0.010	0.088	0.199	0	0	1	0	0	1	0	0.556
352	DAE	2012	TMDV	0.170	0.000	8	0.949	0.051	0.398	24.380	0.098	0.147	0.122	0.202	0	0	1	0	0	0	1	0.701
353	DHI	2009	TMDV	0.080	0.000	55	0.987	0.013	0.449	24.080	0.255	-0.074	0.028	0.051	0	0	1	1	0	0	0	1.059
354	DHI	2010	TMDV	0.030	0.000	56	0.510	0.490	0.400	23.992	0.227	-0.130	0.018	0.030	0	0	1	0	1	0	0	0.719
355	DHI	2011	TMDV	0.020	0.000	57	0.992	0.008	0.127	24.026	0.633	-0.382	-0.151	-0.173	0	0	1	0	0	1	0	0.443
356	DHI	2012	TMDV	0.000	0.000	58	0.996	0.004	0.415	24.293	0.416	-0.432	-0.077	-0.132	0	0	1	0	0	0	1	0.721
357	DST	2009	TMDV	0.040	0.000	26	0.952	0.048	0.198	23.402	0.359	0.097	0.071	0.089	0	0	1	1	0	0	0	0.823
358	DST	2010	TMDV	0.090	0.000	27	0.510	0.490	0.235	23.409	0.336	-0.051	0.032	0.042	0	0	1	0	1	0	0	0.706
359	DST	2011	TMDV	0.030	0.000	28	0.988	0.012	0.290	23.482	0.298	0.125	0.027	0.038	0	0	1	0	0	1	0	0.313
360	DST	2012	TMDV	0.030	0.000	29	0.987	0.013	0.274	23.416	0.301	-0.075	-0.003	-0.005	0	0	1	0	0	0	1	0.252
361	EBS	2009	TMDV	0.125	0.000	9	0.994	0.007	0.360	25.283	0.152	0.121	0.081	0.127	0	0	1	1	0	0	0	1.228
362	EBS	2010	TMDV	0.040	0.000	10	0.903	0.097	0.364	25.920	0.079	0.001	0.059	0.092	0	0	1	0	1	0	0	0.872
363	EBS	2011	TMDV	0.000	0.000	11	0.990	0.010	0.366	25.884	0.082	0.027	0.069	0.109	0	0	1	0	0	1	0	0.546

364	EBS	2012	TMDV	0.100	0.000	12	0.934	0.066	0.226	25.811	0.004	0.169	0.146	0.189	0	0	1	0	0	0	1	0.653

365	EID	2009	TMDV	0.000	0.000	2	1.000	0.000	0.489	26.034	0.011	-0.066	0.107	0.210	0	0	1	1	0	0	0	1.044
366	EID	2010	TMDV	0.150	0.000	3	0.993	0.007	0.264	26.196	0.007	0.166	0.099	0.135	0	0	1	0	1	0	0	0.754
367	EID	2011	TMDV	0.210	0.000	4	0.993	0.007	0.291	26.212	0.005	0.154	0.126	0.178	0	0	1	0	0	1	0	0.577
368	EID	2012	TMDV	0.000	0.000	5	0.955	0.045	0.337	26.425	0.002	0.173	0.104	0.158	0	0	1	0	0	0	1	0.756
369	HEV	2009	TMDV	0.090	0.000	2	0.997	0.003	0.294	23.855	0.023	-0.270	0.147	0.209	0	0	1	1	0	0	0	0.754
370	HEV	2010	TMDV	0.250	0.000	3	0.998	0.002	0.345	23.895	0.012	0.008	0.146	0.223	0	0	1	0	1	0	0	0.640
371	HEV	2011	TMDV	0.190	0.000	4	0.919	0.081	0.280	23.770	0.001	-0.111	0.110	0.153	0	0	1	0	0	1	0	0.515
372	HEV	2012	TMDV	0.090	0.000	5	0.787	0.213	0.245	23.794	0.000	-0.041	0.117	0.155	0	0	1	0	0	0	1	0.768
373	HTP	2009	TMDV	0.040	0.000	13	0.997	0.003	0.280	23.717	0.257	-0.003	0.106	0.148	0	0	1	1	0	0	0	0.897
374	HTP	2010	TMDV	0.160	0.000	14	0.995	0.005	0.305	24.076	0.146	0.320	0.075	0.108	0	0	1	0	1	0	0	0.796
375	HTP	2011	TMDV	0.040	0.000	15	0.994	0.006	0.129	23.899	0.270	-0.258	0.054	0.062	0	0	1	0	0	1	0	0.303
376	HTP	2012	TMDV	0.070	0.000	16	0.994	0.007	0.098	23.809	0.292	-0.412	0.035	0.038	0	0	1	0	0	0	1	0.500
377	BBC	2009	TMDV	0.160	0.000	19	0.510	0.490	0.290	27.326	0.225	0.159	0.078	0.109	0	0	1	1	0	0	0	0.805
378	BBC	2010	TMDV	0.100	0.000	20	0.512	0.488	0.282	27.355	0.348	0.254	0.006	0.008	0	0	1	0	1	0	0	0.588
379	BBC	2011	TMDV	0.100	0.000	21	0.510	0.490	0.270	27.390	0.393	0.273	0.059	0.081	0	0	1	0	0	1	0	0.299
380	BBC	2012	TMDV	0.120	0.000	22	0.510	0.490	0.246	27.368	0.424	-0.070	0.034	0.045	0	0	1	0	0	0	1	0.451
381	CAN	2009	TMDV	0.080	0.000	52	0.958	0.042	0.420	25.831	0.182	-0.007	0.075	0.129	0	0	1	1	0	0	0	0.740
382	CAN	2010	TMDV	0.080	0.000	53	0.510	0.490	0.523	26.006	0.218	0.287	0.077	0.162	0	0	1	0	1	0	0	1.354
383	CAN	2011	TMDV	0.150	0.000	54	0.931	0.069	0.549	26.265	0.148	0.547	0.126	0.280	0	0	1	0	0	1	0	1.169
384	CAN	2012	TMDV	0.200	0.000	55	0.901	0.099	0.566	26.160	0.230	-0.186	0.049	0.113	0	0	1	0	0	0	1	1.266
385	CLC	2009	TMDV	0.120	0.000	17	0.964	0.036	0.591	26.875	0.075	0.245	0.108	0.264	0	0	1	1	0	0	0	1.484
386	CLC	2010	TMDV	0.250	0.000	18	0.952	0.048	0.666	27.125	0.025	0.057	0.071	0.213	0	0	1	0	1	0	0	1.084
387	CLC	2011	TMDV	0.180	0.000	19	0.994	0.007	0.638	27.163	0.092	0.256	0.096	0.265	0	0	1	0	0	1	0	0.659
388	CLC	2012	TMDV	0.250	0.000	20	0.987	0.013	0.589	27.086	0.101	-0.096	0.084	0.205	0	0	1	0	0	0	1	0.855
389	HHC	2009	TMDV	0.180	0.000	49	0.999	0.001	0.389	25.983	0.324	0.099	0.106	0.173	0	0	1	1	0	0	0	1.044
390	HHC	2010	TMDV	0.000	0.000	50	0.510	0.490	0.431	26.137	0.236	0.153	0.084	0.148	0	0	1	0	1	0	0	1.162
391	HHC	2011	TMDV	0.270	0.000	51	0.999	0.001	0.380	26.387	0.184	0.208	0.070	0.113	0	0	1	0	0	1	0	0.671
392	HHC	2012	TMDV	0.030	0.000	52	0.991	0.009	0.385	26.428	0.136	0.063	0.073	0.118	0	0	1	0	0	0	1	0.680
393	LSS	2009	TMDV	0.080	0.000	29	0.905	0.095	0.290	27.629	0.193	-0.028	0.164	0.231	0	0	1	1	0	0	0	1.323
394	LSS	2010	TMDV	0.170	0.000	30	0.842	0.158	0.232	28.069	0.136	0.217	0.195	0.253	0	0	1	0	1	0	0	0.885
395	LSS	2011	TMDV	0.350	0.250	31	0.826	0.174	0.359	28.416	0.109	0.514	0.188	0.294	0	0	1	0	0	1	0	0.728
396	LSS	2012	TMDV	0.250	0.000	32	0.816	0.184	0.527	28.622	0.347	-0.111	0.014	0.030	0	0	1	0	0	0	1	0.633
397	NST	2009	TMDV	0.180	0.000	13	0.887	0.113	0.766	26.558	0.108	0.394	0.040	0.171	0	0	1	1	0	0	0	0.882
398	NST	2010	TMDV	0.000	0.000	14	0.514	0.486	0.727	26.836	0.083	-0.112	0.034	0.126	0	0	1	0	1	0	0	0.673
399	NST	2011	TMDV	0.180	0.000	15	0.959	0.041	0.673	26.695	0.105	0.183	0.047	0.145	0	0	1	0	0	1	0	0.518
400	NST	2012	TMDV	0.180	0.000	16	0.954	0.047	0.728	26.924	0.329	0.161	0.023	0.085	0	0	1	0	0	0	1	0.557

401	SBT	2009	TMDV	0.000	0.000	14	0.933	0.067	0.106	28.244	0.377	0.370	0.114	0.127	0	0	1	1	0	0	0.655

402	SBT	2010	TMDV	0.230	0.000	15	0.916	0.084	0.085	28.302	0.319	0.433	0.176	0.193	0	0	1	0	1	0	0	0.935
403	SBT	2011	TMDV	0.180	0.000	16	0.940	0.060	0.228	28.474	0.247	0.857	0.238	0.308	0	0	1	0	0	1	0	0.981
404	SBT	2012	TMDV	0.350	0.000	17	0.879	0.121	0.353	28.635	0.198	-0.036	0.161	0.249	0	0	1	0	0	0	1	1.318
405	ALP	2009	TMDV	0.060	0.060	8	0.914	0.086	0.393	27.810	0.080	-0.154	0.042	0.069	0	0	1	1	0	0	0	0.561
406	ALP	2010	TMDV	0.000	0.000	9	0.942	0.058	0.448	28.070	0.058	0.119	0.052	0.095	0	0	1	0	1	0	0	0.062
407	ALP	2011	TMDV	0.000	0.000	10	0.954	0.047	0.383	28.068	0.029	-0.148	0.010	0.016	0	0	1	0	0	1	0	0.510
408	ALP	2012	TMDV	0.000	0.000	11	0.985	0.015	0.396	28.899	0.033	-0.037	-0.044	-0.072	0	0	1	0	0	0	1	0.871
409	GIL	2009	TMDV	0.200	0.000	27	0.711	0.289	0.224	26.810	0.075	0.230	0.128	0.165	0	0	1	1	0	0	0	0.763
410	GIL	2010	TMDV	0.150	0.250	28	0.779	0.221	0.335	27.031	0.152	-0.261	0.067	0.101	0	0	1	0	1	0	0	0.808
411	GIL	2011	TMDV	0.520	0.000	29	0.884	0.116	0.567	27.359	0.124	0.746	0.088	0.203	0	0	1	0	0	1	0	1.214
412	GIL	2012	TMDV	0.200	0.000	30	0.894	0.106	0.625	27.509	0.163	0.369	0.030	0.081	0	0	1	0	0	0	1	1.405
413	HDC	2009	TMDV	0.010	0.100	19	0.935	0.065	0.742	27.386	0.031	0.013	0.099	0.382	0	0	1	1	0	0	0	1.798
414	HDC	2010	TMDV	0.200	0.430	20	0.935	0.065	0.571	27.742	0.037	0.462	0.090	0.211	0	0	1	0	1	0	0	1.527
415	HDC	2011	TMDV	0.000	0.200	21	0.734	0.266	0.540	27.858	0.037	-0.098	0.067	0.147	0	0	1	0	0	1	0	0.729
416	HDC	2012	TMDV	0.100	0.150	22	0.734	0.266	0.552	27.892	0.033	-0.291	0.033	0.073	0	0	1	0	0	0	1	0.595
417	HLG	2009	TMDV	0.050	0.000	10	0.988	0.012	0.535	27.846	0.197	0.096	0.064	0.137	0	0	1	1	0	0	0	0.893
418	HLG	2010	TMDV	0.170	0.500	11	0.998	0.002	0.660	28.120	0.139	0.283	0.026	0.076	0	0	1	0	1	0	0	1.015
419	HLG	2011	TMDV	0.060	0.000	12	0.999	0.001	0.727	28.396	0.125	0.587	0.031	0.115	0	0	1	0	0	1	0	0.871
420	HLG	2012	TMDV	0.110	0.000	13	0.999	0.001	0.795	28.557	0.101	0.065	0.001	0.006	0	0	1	0	0	0	1	0.839
421	KHA	2009	TMDV	0.200	0.000	27	0.965	0.035	0.246	26.672	0.053	-0.202	0.123	0.164	0	0	1	1	0	0	0	0.996
422	KHA	2010	TMDV	0.150	0.000	28	0.511	0.489	0.290	26.790	0.048	-0.286	0.106	0.149	0	0	1	0	1	0	0	0.724
423	KHA	2011	TMDV	0.200	0.000	29	0.952	0.048	0.351	26.408	0.067	-0.053	0.111	0.171	0	0	1	0	0	1	0	0.614
424	KHA	2012	TMDV	0.150	0.000	30	0.948	0.052	0.295	26.756	0.040	-0.149	0.083	0.118	0	0	1	0	0	0	1	0.645
425	PIT	2009	TMDV	0.150	0.000	10	0.994	0.006	0.555	26.971	0.220	-0.277	0.021	0.048	0	0	1	1	0	0	0	0.572
426	PIT	2010	TMDV	0.100	0.100	11	0.950	0.050	0.480	26.783	0.268	0.714	0.038	0.073	0	0	1	0	1	0	0	0.675
427	PIT	2011	TMDV	0.000	0.000	12	0.989	0.011	0.505	26.775	0.259	0.330	0.016	0.033	0	0	1	0	0	1	0	0.472
428	PIT	2012	TMDV	0.050	0.040	13	0.990	0.010	0.634	27.048	0.172	-0.295	0.000	0.000	0	0	1	0	0	0	1	0.411

PHỤ LỤC 4: KẾT QUẢ CHẠY CÁC MÔ HÌNH HỒI QUY

Variables Entered/Removed[a]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Nam12, TMDV, CTTM, TSCDHH, SHVN, TTDthu, CTCP, Donbay, Tuoi, Nam09, NLNN, Quymo, Nam11, ROA.		Enter

a. Dependent Variable: GTCT
b. Tolerance = .000 limits reached.

Variables Entered/Removed[a]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
2	Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHVN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo y, Nam11		Enter

a. Dependent Variable: GTCT
b. Tolerance = .000 limits reached.

Variables Entered/Removed[a]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
3	Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , Quymo , Nam11 , ROA		Enter

a. Dependent Variable: GTCT
b. Tolerance = .000 limits reached.

Variables Entered/Removed[a]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method

4	Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11		Enter

a. Dependent Variable: GTCT

b. Tolerance = .000 limits reached.

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.561[a]	,314	,291	,661002	,314	13,527	14	413	,000	1,305

a. Predictors: (Constant), Nam12, TMDV, CTTM, TSCDHH, SHVN, TTDthu, CTCP, Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , Quymo , Nam11 , ROA.

b. Dependent Variable: GTCT

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
2	.559[a]	,312	,289	,662135	,312	13,380	14	413	,000	1,299

a. Predictors: (Constant), Nam12, TMDV , CTTM , TSCDHH , SHVN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11

b. Dependent Variable: GTCT

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
3	.561[a]	,314	,291	,661008	,314	13,526	14	413	,000	1,305

a. Predictors: (Constant), Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN ,

Quymo , Nam11 , ROA

b. Dependent Variable: GTCT

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
4	.559[a]	,312	,289	,662143	,312	13,379	14	413	,000	1,299

a. Predictors: (Constant), Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11

b. Dependent Variable: GTCT

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	82,742	14	5,910	13,527	.000[b]
	Residual	180,450	413	,437		
	Total	263,191	427			

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors: (Constant), Nam12, TMDV, CTTM, TSCDHH, SHVN, TTDthu, CTCP, Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , Quymo , Nam11 , ROA.

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2	Regression	82,123	14	5,866	13,380	.000[b]
	Residual	181,068	413	,438		
	Total	263,191	427			

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors: (Constant), Nam12, TMDV , CTTM , TSCDHH , SHVN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
3	Regression	82,739	14	5,910	13,526	.000[b]
	Residual	180,453	413	,437		
	Total	263,191	427			

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors: (Constant), Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , Quymo , Nam11 , ROA

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
4	Regression	82,118	14	5,866	13,379	.000[b]
	Residual	181,073	413	,438		
	Total	263,191	427			

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors: (Constant), Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11

Coefficien

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,311	,749		1,752	,081		
	Donbay	,074	,196	,020	,377	,707	,574	1,743
	Quymo	,007	,025	,014	,275	,783	,658	1,520
	TSCDHH	,105	,185	,024	,567	,571	,894	1,119
	TTDthu	**,208**	**,078**	**,115**	**2,670**	**,008**	**,897**	**1,115**
	Tuoi	**,005**	**,003**	**,073**	**1,661**	**,097**	**,863**	**1,159**
	ROA	**3,147**	**,589**	**,287**	**5,340**	**,000**	**,575**	**1,738**
	SHVN	**-,996**	**,236**	**-,192**	**-4,219**	**,000**	**,805**	**1,243**
	CTTM	,395	,349	,054	1,132	,258	,730	1,370
	CTCP	,333	,314	,046	1,062	,289	,885	1,130
	NLNN	-,039	,098	-,019	-,396	,692	,757	1,322
	TMDV	,065	,081	,041	,800	,424	,635	1,574
	Nam09	**,311**	**,094**	**,172**	**3,307**	**,001**	**,617**	**1,622**
	Nam11	**-,412**	**,094**	**-,227**	**-4,400**	**,000**	**,622**	**1,607**
	Nam12	**-,167**	**,096**	**-,092**	**-1,746**	**,082**	**,596**	**1,677**

a. Dependent Variable: GTCT

Coefficien

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
2	(Constant)	1,484	,751		1,977	,049		
	Donbay	**-,349**	**,175**	**-,096**	**-1,994**	**,047**	**,723**	**1,383**
	Quymo	,010	,025	,021	,411	,681	,661	1,513
	TSCDHH	,109	,185	,026	,591	,555	,892	1,121
	TTDthu	**,203**	**,078**	**,112**	**2,596**	**,010**	**,892**	**1,121**
	Tuoi	,005	,003	,071	1,625	,105	,862	1,160
	ROE	**1,636**	**,315**	**,255**	**5,197**	**,000**	**,690**	**1,449**
	SHVN	**-1,067**	**,237**	**-,205**	**-4,509**	**,000**	**,802**	**1,246**
	CTTM	,386	,352	,053	1,097	,273	,720	1,389
	CTCP	,259	,315	,036	,823	,411	,878	1,139
	NLNN	-,018	,098	-,009	-,184	,854	,758	1,319
	TMDV	,054	,081	,034	,662	,508	,638	1,569
	Nam09	**,312**	**,094**	**,172**	**3,318**	**,001**	**,616**	**1,622**
	Nam11	**-,398**	**,094**	**-,220**	**-4,243**	**,000**	**,621**	**1,610**
	Nam12	-,147	,096	-,081	-1,529	,127	,591	1,693

a. Dependent Variable: GTCT

Coefficien

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
3	(Constant)	,316	,654		,483	,630		
	Donbay	,074	,196	,020	,377	,706	,574	1,743
	Quymo	,007	,025	,014	,275	,783	,658	1,520
	TSCDHH	,105	,185	,024	,567	,571	,894	1,119
	TTDthu	**,208**	**,078**	**,115**	**2,671**	**,008**	**,897**	**1,115**
	Tuoi	**,005**	**,003**	**,073**	**1,661**	**,097**	**,863**	**1,159**
	ROA	**3,147**	**,589**	**,287**	**5,341**	**,000**	**,575**	**1,738**
	SHNN	**,996**	**,236**	**,192**	**4,218**	**,000**	**,805**	**1,243**
	CTTM	,395	,349	,054	1,131	,259	,730	1,370
	CTCP	,333	,314	,046	1,062	,289	,885	1,130
	NLNN	-,039	,098	-,019	-,396	,692	,757	1,322
	TMDV	,065	,081	,041	,800	,424	,635	1,574
	Nam09	**,311**	**,094**	**,172**	**3,307**	**,001**	**,617**	**1,622**
	Nam11	**-,412**	**,094**	**-,227**	**-4,400**	**,000**	**,622**	**1,607**
	Nam12	**-,167**	**,096**	**-,092**	**-1,746**	**,082**	**,596**	**1,677**

a. Dependent Variable: GTCT

Coefficien

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
4	(Constant)	,417	,656		,636	,525		
	Donbay	**-,349**	**,175**	**-,096**	**-1,994**	**,047**	**,723**	**1,383**
	Quymo	,010	,025	,021	,411	,681	,661	1,513
	TSCDHH	,109	,185	,026	,591	,555	,892	1,121
	TTDthu	**,203**	**,078**	**,112**	**2,596**	**,010**	**,892**	**1,121**
	Tuoi	,005	,003	,071	1,626	,105	,862	1,160
	ROE	**1,636**	**,315**	**,255**	**5,198**	**,000**	**,690**	**1,449**
	SHNN	**1,067**	**,237**	**,205**	**4,508**	**,000**	**,802**	**1,246**
	CTTM	,386	,352	,053	1,096	,274	,720	1,389
	CTCP	,260	,315	,036	,823	,411	,878	1,139
	NLNN	-,018	,098	-,009	-,184	,854	,758	1,319
	TMDV	,054	,081	,034	,662	,508	,638	1,569
	Nam09	**,312**	**,094**	**,172**	**3,318**	**,001**	**,616**	**1,622**
	Nam11	**-,398**	**,094**	**-,220**	**-4,243**	**,000**	**,621**	**1,610**
	Nam12	-,147	,096	-,081	-1,530	,127	,591	1,693

a. Dependent Variable: GTCT

Excluded Variables[a]

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
						Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
1	CNXD	b				0,000		0,000
	Nam10	b				0,000		0,000

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors: (Constant), Nam12, TMDV, CTTM, TSCDHH, SHVN, TTDthu, CTCP, Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , Quymo , Nam11 , ROA.

Excluded Variables[a]

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
						Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
2	CNXD	b				0,000		0,000
	Nam10	b				0,000		0,000

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors: (Constant), Nam12, TMDV , CTTM , TSCDHH , SHVN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11

Excluded Variables[a]

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
						Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
3	CNXD	b				0,000		0,000
	Nam10	b				0,000		0,000

a. Dependent Variable: GTCT

b. Predictors in the Model: (Constant), Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 ,

NLNN , Quymo , Nam11 , ROA

Excluded Variables[a]

Excluded Variables[a]

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
						Tolerance	VIF	Minimum Tolerance
4	CNXD	[b]				0,000		0,000
	Nam10	[b]				0,000		0,000

a. Dependent Variable: GTCT

b. redictors in the Model: (Constant), Nam12 , TMDV , CTTM , TSCDHH , SHNN , TTDthu , CTCP , Donbay , Tuoi , Nam09 , NLNN , ROE , Quymo , Nam11