

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI NGỮ - TIN HỌC TP. HỒ CHÍ MINH

NGÔ NGUYỄN THÙY TRINH

**CẤU TRÚC VỐN ẢNH HƯỞNG ĐẾN
KHẢ NĂNG SINH LỢI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
NGÀNH XÂY DỰNG - BẤT ĐỘNG SẢN
NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH

TP. HỒ CHÍ MINH - 10/2018

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC NGOẠI NGỮ - TIN HỌC TP. HỒ CHÍ MINH

NGÔ NGUYỄN THÙY TRINH

**CẤU TRÚC VỐN ẢNH HƯỞNG ĐẾN
KHẢ NĂNG SINH LỢI CỦA CÁC DOANH NGHIỆP
NGÀNH XÂY DỰNG - BẤT ĐỘNG SẢN
NIÊM YẾT TRÊN SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

NGÀNH: QUẢN TRỊ KINH DOANH

MÃ SỐ: 60340102

LUẬN VĂN THẠC SĨ QUẢN TRỊ KINH DOANH

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC: TS. NGUYỄN NGỌC HUY

TP. HỒ CHÍ MINH - 10/2018

LỜI CẢM ƠN

Cùng với sự nỗ lực và cố gắng của bản thân, thì chính sự hướng dẫn, giúp đỡ, động viên của Quý Thầy Cô, gia đình và bạn bè đã giúp tác giả có thể hoàn thiện được đề tài luận văn cao học này. Vì vậy, bằng cách này, tác giả xin chân thành bày tỏ sự biết ơn sâu sắc đến toàn thể Quý Thầy Cô, gia đình, bạn bè và những người đã giúp đỡ tác giả trong suốt quá trình học tập và nghiên cứu vừa qua.

Xin chân thành cảm ơn thầy Nguyễn Ngọc Huy, người đã hướng dẫn và tạo mọi điều kiện tốt nhất để tác giả hoàn thành luận văn này. Xin chân thành cảm ơn thầy Ngô Phú Thanh đã hết lòng giúp đỡ và chỉ dẫn tận tình trong quá trình nghiên cứu. Xin chân thành cảm ơn toàn thể Quý Thầy Cô đã giảng dạy và truyền đạt những kiến thức quý báu của mình cũng như Ban Sau đại học Trường Đại học Ngoại Ngữ - Tin Học Thành Phố Hồ Chí Minh đã tạo mọi điều kiện thuận lợi nhất cho tác giả trong việc hoàn thành chương trình cao học.

Cuối cùng, tác giả xin gửi một lời cảm ơn chân thành đến gia đình, bạn bè, các anh chị trong lớp MBA1501 đã hỗ trợ rất nhiều trong suốt quá trình học tập, nghiên cứu và hoàn thiện đề tài khoa học này.

TP. Hồ Chí Minh, tháng 10 năm 2018

Ngô Nguyễn Thùy Trinh

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan nghiên cứu này được thực hiện qua quá trình nghiên cứu, thu thập, phân tích và diễn giải bởi bản thân tôi. Các thông tin, số liệu, tài liệu tham khảo được sử dụng trong luận văn đều được trích dẫn đầy đủ.

Tôi xin hoàn toàn chịu trách nhiệm với cam đoan trên.

TP. Hồ Chí Minh, tháng 10 năm 2018

Ngô Nguyễn Thùy Trinh

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

BCTC	Báo cáo tài chính
CTV	Cấu trúc vốn
KNSL	Khả năng sinh lợi
GTDN	Giá trị doanh nghiệp
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (Return On Assets)
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (Return On Equity)
HOSE	Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM
SGDCK	Sở Giao dịch chứng khoán
Tp. HCM	Thành phố Hồ Chí Minh
XDBĐS	Xây dựng-Bất động sản
WACC	Chi phí vốn bình quân gia quyền

DANH MỤC CÁC BẢNG BIỂU

Bảng 2.1	Tóm tắt các nghiên cứu thực nghiệm trước -----	21
Bảng 3.1	Mô tả các biến -----	37
Bảng 4.1	Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016-----	44
Bảng 4.2	Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016 -----	45
Bảng 4.3	ROE trung bình của các doanh nghiệp nghiên cứu-----	51
Bảng 4.4	ROA trung bình của các doanh nghiệp nghiên cứu -----	51
Bảng 4.5	Kết quả thống kê các biến số trong mẫu nghiên cứu-----	56
Bảng 4.6	Hệ số tương quan giữa các biến-----	59
Bảng 4.7	Kết quả hồi quy -----	60

DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ

Hình 3.1	Quy trình nghiên cứu -----	32
Hình 4.1	Tỷ lệ tăng trưởng GDP và GDP bình quân/người từ 2012-2016 -----	39
Hình 4.2	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp nghiên cứu từ 2012-2016-----	40
Hình 4.3	Tỷ lệ tồn kho của các doanh nghiệp nghiên cứu từ 2012-2016-----	42
Hình 4.4	Tồn kho của các doanh nghiệp nghiên cứu theo nhóm tỷ lệ từ năm 2012-2016-----	43
Hình 4.5	Nhóm tỷ lệ các doanh nghiệp nghiên cứu dùng nợ ngắn hạn từ năm 2012-2016-----	46
Hình 4.6	Cơ cấu các loại nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp nghiên cứu năm 2015-----	47
Hình 4.7	Cơ cấu các loại nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp nghiên cứu năm 2016-----	48
Hình 4.8	Tỷ lệ vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016 -----	49
Hình 4.9	Nhóm tỷ lệ các doanh nghiệp nghiên cứu dùng nợ dài hạn từ 2012-2016-----	50
Hình 4.10	Tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016 -----	51
Hình 4.11	Nhóm tỷ lệ ROE của các doanh nghiệp nghiên cứu-----	52
Hình 4.12	Nhóm tỷ lệ ROA của các doanh nghiệp nghiên cứu -----	53
Hình 4.13	ROE, ROA và SDA các doanh nghiệp nghiên cứu-----	55
Hình 4.14	ROE, ROA và LDA các doanh nghiệp nghiên cứu -----	56

MỤC LỤC

CHƯƠNG 1 TỔNG QUAN VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU	1
1.1 Tính cấp thiết của đề tài	1
1.2 Mục tiêu nghiên cứu.....	3
1.2.1 Mục tiêu chung	3
1.2.2 Mục tiêu cụ thể	3
1.3 Đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu và đối tượng khảo sát	3
1.3.1 Đối tượng nghiên cứu	3
1.3.2 Phạm vi nghiên cứu	3
1.3.3 Đối tượng khảo sát.....	4
1.4 Câu hỏi nghiên cứu	4
1.5 Phương pháp nghiên cứu.....	4
1.6 Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài	4
1.6.1 Phương diện học thuật	4
1.6.2 Phương diện thực tiễn.....	5
1.7 Cấu trúc của luận văn.....	5
CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ THỰC NGHIỆM	7
2.1 Các khái niệm liên quan.....	7
2.1.1 Cấu trúc vốn.....	7
2.1.2 Khả năng sinh lợi.....	8
2.2 Cơ sở lý thuyết	9
2.2.1 Theo quan điểm truyền thống	9
2.2.2 Lý thuyết M&M 1958.....	10
2.2.3 Lý thuyết M&M 1963.....	11
2.2.4 Lý thuyết đánh đổi	12
2.2.5 Lý thuyết trật tự phân hạng.....	13
2.3 Các nghiên cứu thực nghiệm.....	14

2.3.1	Tác động tích cực của nợ đến khả năng sinh lợi.....	14
2.3.2	Tác động tiêu cực của nợ đến khả năng sinh lợi	17
2.4	Giả thuyết và mô hình nghiên cứu	27
2.4.1	Các giả thuyết nghiên cứu	27
2.4.2	Mô hình nghiên cứu.....	29
CHƯƠNG 3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....		31
3.1	Quy trình nghiên cứu.....	31
3.2	Phương pháp nghiên cứu.....	32
3.2.1	Nghiên cứu định tính	32
3.2.2	Nghiên cứu định lượng	32
3.2.2.1	Thống kê mô tả.....	33
3.2.2.2	Phân tích tương quan.....	33
3.2.2.3	Phương pháp xử lý dữ liệu	33
3.3	Dữ liệu nghiên cứu và cách thức thu thập dữ liệu.....	36
3.3.1	Xác định mẫu nghiên cứu	36
3.3.2	Cách thu thập dữ liệu nghiên cứu	36
CHƯƠNG 4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU		38
4.1	Phân tích thực trạng ngành Xây dựng- Bất động sản.....	38
4.1.1	Tình hình phát triển của ngành	38
4.1.1.1	Giai đoạn 2012-2016.....	38
4.1.1.2	Dự báo tăng trưởng của ngành Xây dựng-Bất động sản giai đoạn 2017-2020	43
4.1.2	Thực trạng sử dụng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp nghiên cứu.....	44
4.1.2.1	Nợ ngắn hạn	45
4.1.2.2	Nợ dài hạn	49
4.1.3	ROE và ROA của các doanh nghiệp nghiên cứu.....	51
4.1.4	Tác động của cấu trúc vốn lên KNSL của các doanh nghiệp nghiên cứu giai đoạn 2012-2016	54
4.2	Kết quả nghiên cứu	56

4.2.1	Thống kê mô tả	56
4.2.2	Phân tích tương quan giữa các biến số	58
4.2.3	Kết quả hồi quy tác động cấu trúc vốn lên khả năng sinh lợi.....	59
4.2.3.1	Khả năng sinh lợi đại diện bởi ROE	59
4.2.3.2	Khả năng sinh lợi đại diện bởi ROA.....	61
4.3	Thảo luận và so sánh	61
CHƯƠNG 5 KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ.....		64
5.1	Tóm tắt kết quả nghiên cứu.....	64
5.2	Kết luận	65
5.2.1	Các kết quả nghiên cứu đạt được từ phân tích định tính	65
5.2.2	Các kết quả nghiên cứu đạt được từ phân tích định lượng.....	65
5.3	Một số kiến nghị từ kết quả nghiên cứu.....	66
5.3.1	Kiến nghị chung.....	66
5.3.2	Đối với cấu trúc vốn	66
5.3.3	Đối với quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu.....	67
5.3.4	Đối với tài sản cố định và hệ số thanh khoản.....	68
5.4	Hạn chế.....	68
5.5	Hướng nghiên cứu tiếp theo	69

TÀI LIỆU THAM KHẢO

PHỤ LỤC

CHƯƠNG 1 TỔNG QUAN VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Chương 1 trình bày một số vấn đề liên quan đến tổng quan nghiên cứu; bao gồm các yếu tố như tính cấp thiết của đề tài, mục tiêu nghiên cứu, đối tượng khảo sát, phương pháp nghiên cứu, cũng như ý nghĩa khoa học và ý nghĩa thực tiễn của nghiên cứu.

1.1 Tính cấp thiết của đề tài

Cấu trúc vốn luôn là một trong những lĩnh vực nghiên cứu phổ biến liên quan tới quản trị tài chính. Quyết định về cấu trúc vốn là một quyết định quan trọng và cốt yếu cho bất kỳ doanh nghiệp nào bởi nó ảnh hưởng đến khả năng thương thảo, tính cạnh tranh của doanh nghiệp, sự thỏa mãn nhu cầu của các nhà đầu tư khi mà các cổ đông luôn hướng tới việc tối đa hóa giá trị và lợi nhuận trở lại cao nhất. Đối với thị trường đang trên đà phát triển mạnh như Việt Nam thì các doanh nghiệp có rất nhiều cơ hội và sự lựa chọn trong việc sử dụng các nguồn quỹ hoạt động. Việc quyết định sử dụng các nguồn ngân sách khác nhau sẽ tạo nên những cấu trúc về vốn khác nhau cho các doanh nghiệp. Vậy những cấu trúc vốn này sẽ tác động đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp này như thế nào? Có rất nhiều công trình - về cả lý thuyết lẫn thực nghiệm - nghiên cứu sự tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp từ trước đây; tuy nhiên vẫn không có một kết quả nào là chính xác tuyệt đối cho mọi trường hợp. Đặc thù từ những nền kinh tế khác nhau, những lĩnh vực khác nhau hay thậm chí những doanh nghiệp khác nhau sẽ có những tác động khác nhau từ cấu trúc vốn đến khả năng sinh lợi.

Ngành Xây dựng-Bất động sản là một ngành gắn liền với sự phát triển kinh tế xã hội, là đầu kéo cho nhiều ngành nghề khác cùng tiến lên và cũng đang là một ngành triển vọng với cơ hội đầu tư rất lớn ở thị trường Việt Nam. Đối với các nhà đầu tư thì hiện nay, thị trường Xây dựng-Bất động sản là một thị trường rất hấp dẫn. Khi mà lãi suất huy động ngân hàng khá thấp, từ 6.5% đến 8.2% một năm đối với các kỳ gửi dài hạn trong tháng 6/2017¹, thị trường vàng và ngoại hối tỏ ra kém hấp dẫn bởi

¹ Hải Yên (2017), Lãi suất tiền gửi ngân hàng nào đang cao nhất hiện nay?, <https://baotintuc.vn/hoi-nhap/lai-suat-tien-gui-ngan-hang-nao-dang-cao-nhat-hien-nay-20170714173705652.htm>, xem 12/09/2017

các chính sách kiểm soát của Chính phủ với thị trường tự do thì giới đầu cơ dễ bị thu hút bởi thị trường XDBĐS có lợi suất cao hơn cùng với khả năng bảo toàn giá trị trước lạm phát. Tín hiệu tăng trưởng của thị trường XDBĐS sáu tháng đầu năm 2017 rất khả quan, lượng giao dịch trung bình tăng khoảng 5% hàng tháng, sự biến động giá tăng trong năm khoảng 2% đến 7%, rủi ro thị trường cũng ở mức thấp không đáng kể, lượng tồn kho giảm khá nhiều, so với quý 1/2013 giảm 78%, so với tháng 12/ 2016 giảm 12%². Nguồn vốn FDI đổ vào thị trường XDBĐS tới tháng 6/2017 cũng tăng thêm 16% so với cùng kỳ năm ngoái, tổng vốn đăng ký đầu tư cấp mới, tăng thêm và góp vốn mua cổ phần là 701 triệu USD, đứng thứ 2 về hút vốn FDI sau công nghiệp chế biến chế tạo³. Những dấu hiệu này cho thấy được sự hấp dẫn của ngành đối với các nhà đầu tư trong thời gian tới và vị thế của ngành đối với sự phát triển kinh tế Việt Nam. Các doanh nghiệp trong ngành càng cần phải chú trọng phát triển hơn nữa, nâng cao hiệu quả hoạt động, sử dụng hiệu quả các nguồn tài chính để khả năng sinh lợi của doanh nghiệp càng cao hơn, thu hút nguồn vốn đầu tư vì với một ngành cần nguồn tài chính dồi dào như XDBĐS thì nguồn vốn không bao giờ là đủ.

Các doanh nghiệp trong ngành XDBĐS thường sử dụng nhiều nguồn vốn khác nhau nhưng đa phần là từ vốn chủ sở hữu, vốn vay ngân hàng, tín dụng và vốn từ khách hàng. Do đặc thù của ngành XDBĐS là cần nguồn vốn lớn, các doanh nghiệp trong ngành phần lớn đều có tỷ lệ vốn vay trên tổng tài sản khá cao. Chi phí lãi vay sẽ chi phối đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Thông tư 06/2016TT-NHNN bắt đầu có hiệu lực từ 01/07/2017 có quy định rõ về hệ số rủi ro áp dụng với các khoản vay kinh doanh bất động sản tăng từ 150% lên 200%. Tỷ lệ vốn vay trung dài hạn giảm cũng gia tăng áp lực về nguồn vốn vay cho các doanh nghiệp bất động sản sử dụng vốn vay nhiều. Các ưu đãi về lãi suất đã không còn nhiều, chính phủ cũng kêu

² Thủy Chung (2017), Thị trường bất động sản 6 tháng đầu năm 2017 có nhiều tín hiệu tích cực, <http://vinanet.vn/kinh-te-taichinh/thi-truong-bat-dong-san-6-thang-dau-nam-2017-co-nhieu-tin-hieu-tich-cuc-673606.html>, xem 12/09/2017

³ Xuân Thân (2017), Bất động sản: Hút mạnh vốn đầu tư, 76 doanh nghiệp mới ra đời mỗi ngày, <https://vov.vn/kinh-te/bat-dong-san-hut-manh-von-dau-tu-76-doanh-nghiep-moi-ra-doi-moi-ngay-640725.vov>, xem 12/09/2017

gọi các doanh nghiệp ngành XDBĐS nên thanh lọc, tái cấu trúc lại để có thể phát triển bền vững hơn. Nghiên cứu về sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn sẽ giúp tìm ra một hướng đi hợp lý cho các doanh nghiệp trong việc tái cấu trúc vốn. Dù đã có khá nhiều công trình nghiên cứu về sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, song lại chưa có một nghiên cứu cụ thể nào riêng cho các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong những năm gần đây.

Xuất phát từ những nhu cầu và sự cấp thiết trên, tác giả đã chọn nghiên cứu đề tài *“Cấu trúc vốn ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp ngành xây dựng - bất động sản niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh.”*

1.2 Mục tiêu nghiên cứu

1.2.1 Mục tiêu chung

Nghiên cứu cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

1.2.2 Mục tiêu cụ thể

Xác định sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

Phân tích và đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc vốn cụ thể là các loại nợ đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

Đề xuất một số kiến nghị dựa trên kết quả nghiên cứu để nâng cao KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

1.3 Đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu và đối tượng khảo sát

1.3.1 Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của đề tài này là cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

1.3.2 Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi không gian: các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

Phạm vi thời gian: Dữ liệu bảng được thu thập từ các báo cáo tài chính của doanh

ng nghiệp trong phạm vi năm năm, từ 2012 – 2016.

1.3.3 Đối tượng khảo sát

Các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

1.4 Câu hỏi nghiên cứu

Nghiên cứu nhằm trả lời những câu hỏi sau:

- Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE như thế nào?
- Cấu trúc vốn này có ảnh hưởng thế nào đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE?
- Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn có tác động khác nhau đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE hay không?
- Các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE nên sử dụng cấu trúc vốn thế nào để nâng cao KNSL?

1.5 Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này được thực hiện bằng cả hai phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng. Số liệu sử dụng trong nghiên cứu là số liệu thứ cấp được thu thập từ các BCTC hợp nhất đã kiểm toán của các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE trong năm năm từ 2012-2016. Sau đó, số liệu được xử lý để phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, cuối cùng là sử dụng các công cụ đo lường, kiểm định để phân tích tìm ra được kết quả nghiên cứu.

1.6 Ý nghĩa khoa học và thực tiễn của đề tài

Trong nghiên cứu này, tác giả đi vào nghiên cứu CTV ảnh hưởng đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE. Từ đó, tác giả sẽ trình bày hàm ý nghiên cứu cho các nhà quản trị và hướng nghiên cứu tiếp theo.

Dựa vào tình hình nghiên cứu đã đề cập sẽ có những đóng góp nhất định như sau:

1.6.1 Phương diện học thuật

Hệ thống hóa các vấn đề lý luận chung về cấu trúc vốn, cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL trên thế giới và tại Việt Nam. Do vậy kết quả nghiên cứu có những đóng góp nhất định vào việc hoàn thiện khung lý thuyết về cấu trúc vốn.

Xây dựng và kiểm định mô hình nghiên cứu cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL. Vì vậy, kết quả nghiên cứu phản ánh độ tin cậy cũng như bổ sung và phát triển về mặt phương pháp luận trong đánh giá về cấu trúc vốn và KNSL và đề xuất các giải pháp khả thi trong giai đoạn hiện nay.

1.6.2 Phương diện thực tiễn

Kết quả nghiên cứu giúp cho các nhà nghiên cứu, nhà lãnh đạo, quản lý doanh nghiệp hoặc tổ chức, cá nhân liên quan đến lĩnh vực tài chính có cái nhìn toàn diện và đầy đủ hơn về phương pháp tiếp cận và đo lường cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL. Đây sẽ là điều kiện để triển khai những nghiên cứu ứng dụng hoặc có những giải pháp phù hợp nhằm nâng cao KNSL từ cấu trúc vốn. Gợi ý một số khuyến nghị đối với công ty thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE hay những tổ chức có điểm tương đồng.

Nghiên cứu là một thể nghiệm vận dụng nhiều phương pháp nghiên cứu định lượng như phân tích kiểm định hồi quy gộp, FEM, REM, kiểm định Hausman... Mỗi phương pháp vận dụng tùy theo từng nội dung của nghiên cứu. Nghiên cứu này có thể là tài liệu tham khảo cho những ai quan tâm đến cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL về phương pháp luận và mô hình nghiên cứu về cấu trúc vốn ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp.

1.7 Cấu trúc của luận văn

Luận văn bao gồm các nội dung chính như sau:

Chương 1: Tổng quan về nghiên cứu. Chương này trình bày sự cần thiết của đề tài nghiên cứu, nêu rõ mục tiêu nghiên cứu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, ý nghĩa và bố cục của nghiên cứu.

Chương 2: Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu. Nội dung của chương gồm những khái niệm liên quan, cơ sở lý thuyết và các công trình nghiên cứu thực nghiệm từ đó tìm ra hướng nghiên cứu của đề tài này.

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu. Chương này trình bày khái quát về quy trình, xác định mẫu, các thông tin về mẫu, cách thức thu thập mẫu, các phương pháp sử dụng để phân tích dữ liệu. Sử dụng hệ số tương quan để xem xét sự phù hợp của các

biến nghiên cứu khi đưa vào mô hình hồi quy và cuối cùng thực hiện các hồi quy: Pooled OLS, REM, FEM cũng như thực hiện các kiểm định liên quan và cần thiết.

Chương 4: Kết quả nghiên cứu. Chương này trình bày chi tiết kết quả nghiên cứu chính thức, gồm các thống kê mô tả từ kết quả thu thập về thông tin mẫu, phân tích tương quan giữa các biến, kết quả các kiểm định đã thực hiện và kết quả hồi quy về sự tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lợi của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE.

Chương 5: Kết luận và một số kiến nghị. Chương này trình bày tóm tắt nghiên cứu và những kết quả mà nghiên cứu đạt được. Ngoài ra, nội dung chương còn bao gồm một số hàm ý về giải pháp giúp nhà quản trị tại các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS TP. HCM nâng cao được hiệu quả sử dụng cấu trúc vốn; những hạn chế của nghiên cứu và kiến nghị các hướng nghiên cứu tiếp theo.

CHƯƠNG 2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ THỰC NGHIỆM

Trong chương này, tác giả sẽ trình bày những khái niệm liên quan đến nghiên cứu này, các lý thuyết liên quan và lý thuyết nền của nghiên cứu mà tác giả lựa chọn phù hợp với đề tài này. Cuối cùng là tổng quan các công trình nghiên cứu thực nghiệm ở nước ngoài cũng như trong nước từ đó rút ra được ngành nghiên cứu cho đề tài.

2.1 Các khái niệm liên quan

2.1.1 Cấu trúc vốn

Theo Abor, (2005) thì “Cấu trúc vốn của một doanh nghiệp thực chất là hỗn hợp giữa nhiều loại vốn khác nhau”. Doanh nghiệp có thể chọn cho họ một cấu trúc vốn với nhiều sự thay thế, kết hợp khác nhau từ việc sử dụng nhiều hay ít nợ, thuê tài chính, chứng quyền, phát hành trái phiếu chuyển đổi, ký kết hợp đồng kỳ hạn, hoặc có thể phát hành các loại chứng khoán khác nhau. Nghĩa là doanh nghiệp có vô số các kết hợp với hàng chục loại chứng khoán phát hành riêng biệt để cố gắng tìm ra một kết hợp cụ thể có thể tối đa hóa giá trị thị trường tổng thể của nó.

Theo Ahmad et al., (2012) thì “Cấu trúc vốn là quan hệ tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh”. Cùng quan điểm với Ahmad, Pouraghajan & Malekian, (2012), Addae et al., (2013) cũng cho rằng cấu trúc vốn là nguồn tài chính hỗn hợp của doanh nghiệp cấu thành từ nợ và vốn chủ sở hữu tạo nên nguồn tài sản của doanh nghiệp. Nguyen Thanh Cuong, (2014) cũng nhận định cấu trúc vốn của một doanh nghiệp được xem xét như là một hỗn hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp dùng để điều hành.

Hasan et al., (2014) cho rằng: “Cấu trúc vốn của doanh nghiệp là sự kết hợp của nợ dài hạn, nợ ngắn hạn, vốn cổ phần thường, vốn cổ phần ưu đãi và các nguồn vốn khác được dùng để tài trợ cho hoạt động điều hành và phát triển”. Nói cách khác, cấu trúc vốn là sự kết hợp của nhiều loại nguồn vốn khác nhau mà doanh nghiệp dùng cho hoạt động kinh doanh.

Như vậy, phần lớn các chuyên gia đều cho rằng cấu trúc vốn là tỷ trọng của nợ và vốn chủ sở hữu so với nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

2.1.2 Khả năng sinh lợi

Siminica & Stefan, (2011) phát biểu rằng khả năng sinh lợi của một hoạt động thể hiện ở khả năng tạo ra thu nhập để trang trải những khoản của chính những hoạt động đó và dẫn đến việc đạt được thu nhập ròng, bất kể loại hình hay tính chất mà nó được phân loại trong các cấp kinh tế vi mô tùy theo mức lợi nhuận của nó. Theo Bauer (2004) trích bởi Chechet & Olayiwola, (2014) thì KNSL của một doanh nghiệp đo bằng chính lợi nhuận của doanh nghiệp trong những năm hoạt động. Từ quan điểm lý thuyết đại diện cho rằng các doanh nghiệp có lợi nhuận càng cao thì càng nên dùng nhiều đòn bẩy vì những lợi ích thu được từ lá chắn thuế hay nói cách khác quan điểm này cho rằng lợi nhuận càng nhiều càng nên dùng nhiều nợ.

Addae et al., (2013) cho rằng các thuật ngữ như giá trị doanh nghiệp, giá trị cổ đông, sự giàu có của cổ đông, hay khả năng sinh lợi đều có thể thay thế cho nhau trong nghiên cứu của họ vì các thuật ngữ này đều được cấu thành thước đo cho sự tạo ra tài sản cho cổ đông. Các nhà quản lý nên đưa ra các quyết định về cấu trúc vốn mà có thể mang lại lợi ích lớn nhất cho cổ đông. Những quyết định sai về cấu trúc vốn sẽ ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp từ đó làm giảm đi giá trị của cổ đông.

Gill et al., (2011) phát biểu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp là không thể bỏ qua bởi vì cải thiện KNSL của doanh nghiệp là cần thiết cho sự sống còn về lâu dài của doanh nghiệp. Nói cách khác KNSL là mục tiêu chính của một doanh nghiệp nếu muốn hoạt động và phát triển lâu dài. Bất kỳ doanh nghiệp nào cũng không thể tồn tại nếu không có được lợi nhuận trong một thời gian dài. Vì vậy, việc xác định KNSL hiện tại của một doanh nghiệp và dự báo khả năng này trong tương lai là rất cần thiết.

Tỷ lệ lợi nhuận trở lại được xem là chỉ số rất quan trọng trong công tác quản lý doanh nghiệp. Các nhà quản lý hiện nay luôn quan tâm đến hiệu quả sử dụng tài sản với mục đích cải thiện KNSL của doanh nghiệp, bởi vì áp lực đến từ các cổ đông

buộc các doanh nghiệp phải tìm ra cách để tăng hiệu quả của tài sản, từ đó có thể giúp cho doanh nghiệp duy trì khả năng cạnh tranh. Có nhiều hình thức biểu hiện của tỷ lệ lợi nhuận như lợi nhuận trên tài sản, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, lợi tức bán hàng được thể hiện trong các chỉ số tài chính công bố bởi hầu hết các doanh nghiệp. Hamid et al., (2015) khẳng định KNSL còn được gọi là hiệu suất tài chính và nó có liên quan chặt chẽ đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Mặc dù ROA không phải là một biện pháp hoàn hảo, nhưng đây là biện pháp tài chính hiệu quả và sẵn có nhất để đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty. Nó đánh giá cơ bản hiệu quả kinh doanh một cách hoàn hảo, cho thấy cả hiệu suất báo cáo thu nhập và các tài sản cần thiết để điều hành một doanh nghiệp. Theo David Lindo trích bởi Siminica & Stefan, (2011) thì "Lợi nhuận trên tài sản (ROA) là chỉ số tài chính có mục đích chung được sử dụng để đo lường mối quan hệ của lợi nhuận thu được với tài sản đầu tư cần thiết để kiếm được lợi nhuận đó [...] Chỉ số phần trăm ROA là cơ sở có thể dùng để đo lường mức đóng góp lợi nhuận đòi hỏi từ các khoản đầu tư mới.". Nghiên cứu của Tailab, (2014) cũng tin rằng ROA là một đại diện tốt cho lợi nhuận vì nó liên quan đến lợi nhuận của doanh nghiệp đối với tài sản cơ bản. Phan Thanh Hiệp, (2016) cũng ủng hộ việc KNSL của doanh nghiệp được đo bằng ROA.

Ngoài ra, nghiên cứu mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và KNSL, để đo lường lợi nhuận Tailab, (2014), Phan Thanh Hiệp (2016) còn sử dụng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) làm đại diện. ROE cũng được Abor, (2005) sử dụng trong nghiên cứu về KNSL của các doanh nghiệp Ghana, Gill et al., (2011) và Addae et al., (2013) chọn làm đại diện cho khả năng sinh lợi của doanh nghiệp trong các nghiên cứu về sự tác động của CTV lên KNSL của doanh nghiệp.

2.2 Cơ sở lý thuyết

2.2.1 Theo quan điểm truyền thống

Nếu như hoạt động của doanh nghiệp được ví như việc sử dụng toàn bộ tài sản đưa vào sản xuất kinh doanh nhằm tạo ra giá trị cho doanh nghiệp thì cấu trúc vốn được xem là sự kết hợp của các nguồn tài chính được sử dụng để tạo nên các tài sản đó,

bao gồm các nguồn tài chính đến từ bên ngoài hoặc từ nguồn nội bộ bên trong doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp chỉ sử dụng nguồn vốn của mình thì toàn bộ lợi nhuận được phân phối cho các cổ đông và tích lũy (qua hình thức trả cổ tức và lợi nhuận giữ lại). Nếu doanh nghiệp sử dụng một phần nợ, doanh nghiệp phải dành một phần lợi nhuận để trả nợ sau này.

Quan điểm truyền thống trích bởi Võ Minh Long, (2017) cho rằng đến bây giờ sự tranh luận về tầm quan trọng của việc lựa chọn cấu trúc vốn của doanh nghiệp vẫn đang tiếp tục mặc dù nó đã diễn ra trong nhiều thập kỷ và xét về mặt bản chất, đó chính là quá trình tranh luận tác động của cấu trúc vốn đến giá trị của doanh nghiệp. “Các chuyên gia tài chính theo quan điểm cổ điển cho rằng tăng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, ví dụ như tăng tỷ trọng nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp lên đến một điểm nào đó sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp nhưng ngoài điểm đó mà nếu tiếp tục tăng đòn bẩy sẽ làm tăng chi phí vốn của doanh nghiệp và kết quả sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp.” Nói cách khác, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp vì khi doanh nghiệp bắt đầu vay mượn, chi phí nợ thấp kết hợp với thuận lợi về thuế sẽ khiến cho WACC giảm, KNSL tăng lên. Tuy nhiên, khi các khoản nợ tăng cao, WACC sẽ tăng vì chi phí vốn chủ sở hữu tăng lên cộng với chi phí nợ cũng tăng lên do rủi ro phá sản tăng, KNSL giảm, giá trị doanh nghiệp sẽ giảm xuống. Vấn đề của quan điểm truyền thống là chưa có một cơ sở lý thuyết nào thể hiện được chi phí vốn chủ sở hữu nên là bao nhiêu và chi phí nợ nên ở mức bao nhiêu để WACC là tối ưu.

2.2.2 Lý thuyết M&M 1958

Trái với quan điểm truyền thống, Modigliani & Miller, (1958) đã tìm hiểu xem chi phí vốn tăng hay giảm khi một doanh nghiệp tăng hay giảm vay mượn. Để chứng minh một lý thuyết khả thi, Modigliani và Miller (M&M) đã đưa ra một số những giả định đơn giản hoá rất phổ biến trong lý thuyết về tài chính: họ giả định là thị trường vốn là hoàn hảo, vì vậy sẽ không có các chi phí giao dịch và tỷ lệ vay giống như tỷ lệ cho vay và bằng với tỷ lệ vay miễn phí; việc đánh thuế được bỏ qua và nguy cơ được tính hoàn toàn bằng tính không ổn định của các luồng tiền.

Nếu thị trường vốn là hoàn hảo, M&M tranh luận rằng thế thì các doanh nghiệp có cơ hội kinh doanh giống nhau và tiền lãi mong đợi hàng năm giống nhau phải có tổng giá trị giống nhau bất chấp cấu trúc vốn bởi vì giá trị của một doanh nghiệp phải phụ thuộc vào giá trị hiện tại của các hoạt động của nó, không phải dựa trên cách thức cấp vốn. Từ đây, có thể rút ra rằng nếu tất cả những công ty như vậy có tiền lời mong đợi giống nhau và giá trị giống nhau cũng phải có WACC giống nhau ở mọi mức độ tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu.

Mặc dù những giả định về thị trường vốn hoàn hảo là không có thực, tuy nhiên, có một giả thiết cần được nhấn mạnh và chúng có tác động đáng kể đến kết quả chính là giả định về việc không có đánh thuế: đây là vấn đề quan trọng và một trong những thuận lợi then chốt của nợ là việc giảm nhẹ thuế cho những chi tiêu tiền lãi.

Nguyên cơ trong lý thuyết của M&M được tính toán hoàn toàn bởi tính biến đổi của các luồng tiền. Họ bỏ qua khả năng các luồng tiền có thể dừng vì vỡ nợ. Đây là một vấn đề đáng kể khác với lý thuyết này nếu nợ cao.

Đưa ra các giả định này có nghĩa chỉ có một thuận lợi của việc vay tiền là nợ rẻ hơn và ít rủi ro cho nhà đầu tư và một bất lợi chi phí vốn chủ sở hữu tăng cùng với nợ vì tỷ lệ vốn vay so với tổng vốn.

Modigliani và Miler chỉ ra là những tác động này cân bằng một cách chính xác. Việc sử dụng nợ mang đến cho chủ sở hữu tỷ suất lợi tức cao hơn, nhưng lợi tức cao hơn này chính xác là những gì họ bù đắp cho nguy cơ tăng lên từ tỷ lệ vốn vay so với tổng vốn. Với các giả thuyết trên, dẫn đến phương trình cho lý thuyết của MM là:

$$Vg = Vu$$

Tổng giá trị của doanh nghiệp sử dụng nợ (Vg) bằng tổng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ (Vu).

2.2.3 Lý thuyết M&M 1963

Modigliani & Miller, (1963) đưa ra một nghiên cứu tiếp theo với việc loại bỏ giả thiết về thuế thu nhập doanh nghiệp. Theo M&M, với thuế thu nhập doanh nghiệp, việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Vì chi phí lãi vay là chi phí

hợp lý được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp, do đó mà một phần thu nhập của doanh nghiệp có sử dụng nợ được chuyển được chuyển cho các nhà đầu tư theo phương trình:

$$\mathbf{Vg} = \mathbf{Vu} + \mathbf{T.D}$$

Giá trị của doanh nghiệp sử dụng nợ bằng giá trị của doanh nghiệp không sử dụng nợ cộng với khoản lợi từ việc sử dụng nợ.

Trong đó, D là tổng số nợ sử dụng, T là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, T.D là khoản lợi từ việc sử dụng nợ.

Như vậy, theo mô hình thuế M&M (1963) cấu trúc vốn có liên quan đến giá trị của doanh nghiệp. Sử dụng nợ càng cao thì khoản lợi từ việc dùng nợ càng nhiều, giá trị doanh nghiệp càng tăng và gia tăng đến tối đa khi doanh nghiệp được tài trợ 100% nợ.

Kể từ khi Modigliani và cộng sự công bố điều này, nhiều sự tranh luận tập trung vào tính thực tế của các “giả định”, trong đó bao gồm sự vắng mặt của các loại thuế, chi phí phá sản, và một số thiếu sót so với thế giới thực. Do đó, sự phản bác cho rằng vì sự không hoàn hảo của thị trường, sự lựa chọn cấu trúc vốn của một doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến GTDN; và từ đó xuất hiện thêm các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm bổ sung cho lập luận này.

2.2.4 Lý thuyết đánh đổi

Một trong những lý thuyết cho rằng cấu trúc vốn có thể ảnh hưởng đến GTDN là lý thuyết đánh đổi. Đây cũng là một lý thuyết trong lĩnh vực kinh tế tài chính doanh nghiệp. Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn được phát triển bởi Kraus & Litzenberger, (1973) thì cho rằng có tồn tại một cấu trúc vốn “tối ưu” mà tại đó là sự cân bằng lợi ích từ lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp từ đó có thể làm tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Lý thuyết này giải thích lý do tại sao các doanh nghiệp sử dụng vốn từ cả nợ vay và vốn chủ sở hữu. Việc sử dụng nợ vay có tác động tích cực lên KNSL song các doanh nghiệp không thể hoàn toàn sử dụng nợ vay bởi vì sử dụng nợ vay sẽ gia tăng áp lực do chi phí sử dụng nợ sẽ tăng cao. Dù việc dùng nợ mang lại lợi ích từ lá chắn thuế nhưng cũng mang đến nhiều chi phí

phát sinh, điển hình là chi phí kiệt quệ tài chính, bao gồm cả chi phí trực tiếp lẫn gián tiếp của việc phá sản có nguyên nhân từ nợ. Việc tăng tỷ lệ sử dụng nợ mang đến những lợi ích hiện hữu từ lá chắn thuế cũng gia tăng, cùng lúc đó, chi phí kiệt quệ tài chính cũng gia tăng. Cho đến một giới hạn nhất định, thì việc gia tăng nợ sẽ không làm tăng thêm những lợi ích từ lá chắn thuế nữa nhưng chi phí của việc sử dụng nợ sẽ càng tăng cao. Hay nói cách khác, giá trị lợi ích từ lá chắn thuế sẽ thấp hơn chi phí cho việc sử dụng nợ và đẩy doanh nghiệp đến tình trạng rủi ro tăng cao do việc gia tăng áp lực chi phí kiệt quệ từ nợ. Lúc này, việc tăng tỷ lệ sử dụng nợ không còn có thể gia tăng lợi ích cho doanh nghiệp. Vì thế, các công ty luôn tìm cách để xác định được một cấu trúc vốn tối ưu mà tại đó, tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu sẽ mang lại lợi ích lớn nhất cho doanh nghiệp dựa trên nguyên tắc cân bằng giữa lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính. Điểm xác định cấu trúc vốn tối ưu là tại đó, với mỗi lượng nợ tăng thêm thì giá trị lá chắn thuế bằng chi phí kiệt quệ tài chính.

2.2.5 Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết trật tự phân hạng được đề xuất bởi Myers và Majluf (1984) theo phát hiện của Donaldson (1961) trích bởi Abeywardhana D.K.Y, (2017) cho rằng sự bất cân xứng thông tin giữa các nhà quản lý và nhà đầu tư tạo ra một sự ưu tiên trong chính sách tài chính của doanh nghiệp, thường bắt đầu với quỹ nội bộ, tiếp theo là nợ và sau đó là vốn chủ sở hữu gắn liền với chi phí sử dụng vốn tăng dần. Với giả thuyết rằng Ban Quản trị biết rõ hơn các nhà đầu tư bên ngoài về các hoạt động cũng như các quyết định tài chính và lượng tiền mặt trong tương lai của doanh nghiệp. Như vậy, khi Ban Quản trị cho rằng, cổ phiếu của họ được đánh giá cao hơn, họ có thể phát hành chứng khoán để huy động vốn từ bên ngoài. Hoạt động này đòi hỏi cổ phiếu của doanh nghiệp phải được đánh giá cao hơn là đánh giá thấp, như vậy sẽ chuyển tải thông tin không thuận lợi cho các nhà đầu tư bên ngoài. Ngược lại, khi Ban Quản trị cho rằng, cổ phiếu của họ được đánh giá thấp hơn là đánh giá cao, họ sẽ phát sinh nợ nhiều hơn thay vì huy động vốn từ thị trường vốn bên ngoài và phát sinh vốn cổ phần.

Như vậy, sự huy động vốn từ vốn cổ phần sẽ mang lại nhiều thông tin không thuận lợi hơn là việc huy động vốn từ nợ vay. Điều này làm cho các nhà quản trị quan tâm đến tiền vay nhiều hơn là vốn cổ phần từ việc bán cổ phiếu. Và vì thế, những quyết định về kết cấu vốn không dựa trên tỷ lệ nợ trên tỷ lệ tài sản mà được các nhà quản trị quyết định dựa trên mức độ ưu tiên từ việc phân hạng thị trường. Các nguồn tài chính nội bộ sẽ được lựa chọn trước, sau đó đến nợ vay và cuối cùng là vốn cổ phần. Tiêu điểm của thuyết này không tập trung vào kết cấu vốn tối ưu vì Myers và Majluf cho rằng sẽ không có một cấu trúc vốn tối ưu với các doanh nghiệp mà tập trung vào sự quyết định tài chính sắp tới của doanh nghiệp.

Tỷ lệ Nợ/Tài sản = f {hoạt động kinh doanh, nhu cầu đầu tư}

Có rất nhiều các lý thuyết liên quan đến tài chính doanh nghiệp, tuy nhiên trong nghiên cứu này, tác giả ưu tiên dùng lý thuyết cấu trúc vốn cổ điển và lý thuyết đánh đổi làm lý thuyết nền cho nghiên cứu. Việc sử dụng nợ có thể làm tăng giá trị của doanh nghiệp, tuy nhiên, chỉ tới một giới hạn nào đó thì giá trị này sẽ không tăng lên nữa mà sẽ giảm xuống - hay nói cách khác, có một cấu trúc tối ưu cho doanh nghiệp.

2.3 Các nghiên cứu thực nghiệm

Có rất nhiều các nghiên cứu từ trước đến nay về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và KNSL, hơn nữa đây cũng là vấn đề gây tranh cãi trong giới khoa học tài chính trên cả phương diện lý thuyết lẫn thực nghiệm. Kết quả nghiên cứu từ trước tới nay đã hình thành nhiều quan điểm khác nhau về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và KNSL chứ không theo một quan điểm thống nhất nào. Trong nghiên cứu này, tác giả chia thành hai nhóm quan điểm khác nhau về lý thuyết cấu trúc vốn và KNSL: nhóm cấu trúc vốn tác động tích cực và nhóm cấu trúc vốn tác động tiêu cực đến KNSL của doanh nghiệp.

2.3.1 Tác động tích cực của nợ đến khả năng sinh lợi

El-Maude et al., (2016) nghiên cứu sự tác động của cấu trúc vốn đến các hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành công nghiệp Xi măng ở Nigeria chỉ ra kết quả có sự tác động tích cực và có ý nghĩa giữa việc sử dụng nợ với hiệu quả hoạt động của

doanh nghiệp. Nghiên cứu chỉ ra rằng hiệu suất của các công ty trong ngành công nghiệp xi măng không được tối ưu hóa bởi vì các doanh nghiệp không có khả năng sử dụng các khoản nợ trong cơ cấu vốn của họ. Cuối cùng, nghiên cứu đưa ra sự khuyến khích với các công ty trong ngành Xi măng trong việc nên sử dụng nợ dài hạn trong cơ cấu vốn vì nó có tác động tích cực đến hoạt động tài chính.

Zeb & Rashid, (2016) tìm thấy sự tác động tích cực của cấu trúc vốn lên GTDN. Theo đó, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu càng cao thì GTDN sẽ tăng lên. Các doanh nghiệp nên dùng nợ nhiều hơn vốn chủ sở hữu vì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu cao hơn chi phí sử dụng nợ. Việc tăng nợ sẽ ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu của Chisti et al., (2013) cho thấy rằng CTV có sự tác động đáng kể về mặt thống kê lên KNSL của doanh nghiệp. Theo đó, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có tương quan thuận với KNSL của doanh nghiệp.

Sudiyatno et al., (2012) chỉ rõ biến đòn bẫy tài chính có tác động tích cực đến GTDN với biến đại diện là Tobin'Q. Nhưng khác với Zeb và Rashid, (2016), nghiên cứu này cho rằng việc sử dụng nợ sẽ làm tăng giá trị của cổ đông, tuy nhiên, việc sử dụng nợ phải nằm trong một tỷ lệ hợp lý thì mới có thể tăng thị giá của doanh nghiệp, ngược lại, nếu sử dụng quá nhiều nợ sẽ làm đưa đến những kết quả không mong đợi cho chủ sở hữu cũng như làm giảm cơ hội cho nhà quản lý. Tuy nhiên, nghiên cứu này cũng phát hiện ra việc sử dụng nợ tăng thêm sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng ROA. Việc ROA giảm khi sử dụng thêm nợ được giải thích là bởi vì lợi suất của vốn tăng thêm khi dùng nợ thì thấp hơn chi phí sử dụng nợ. Vì thế, lợi nhuận có được từ việc sử dụng nợ không thể đảm bảo được cho chi phí vốn. Một nghiên cứu của Amarjit Gill và các cộng sự (2011) cũng cho kết quả tương tự khi kết luận rằng cấu trúc vốn có tác động tích cực đến KNSL của các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp dịch vụ và sản xuất ở Mỹ. Các chỉ tiêu nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ trên tổng tài sản đều tác động tích cực đến lợi nhuận của công ty bởi vì nợ như một lá chắn thuế. Tuy nhiên, mặc dù lợi nhuận của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nợ như một lựa chọn tài chính chính nhưng

cũng có nhiều rủi ro xung quanh việc sử dụng nợ và nguy cơ phá sản nên doanh nghiệp cần xem xét sử dụng nợ ở một mức độ hợp lý hay là việc sử dụng cấu trúc vốn tối ưu, sử dụng nợ nhưng không ở mức độ 100%. Một tỷ lệ nợ hợp lý thì chi phí vốn sẽ nhỏ nhất, chi phí tài chính thấp và giảm nguy cơ phá sản cho doanh nghiệp. (Gill et al., 2011)

Chowdhury & Chowdhury, (2010) nghiên cứu GTDN với biến đại diện là giá cổ phiếu thì cho rằng cấu trúc vốn có tác động tích cực đến GTDN. Tuy nhiên, nghiên cứu của Chowdhury chỉ đo lường cấu trúc vốn với biến đại diện là nợ dài hạn. Nghiên cứu này cho thấy, việc sử dụng nợ dài hạn có thể làm tăng GTDN. Ngoài ra, GTDN còn bị tác động bởi nhiều yếu tố khác như EPS, quy mô, lợi nhuận, tăng trưởng, cổ tức, vốn chủ sở hữu, khả năng thanh khoản và vòng quay tài sản cố định. Nhưng mức độ tác động của cấu trúc vốn là cao nhất. Nghiên cứu của Maxwell & Kehinde, (2012) cũng cho rằng doanh nghiệp nên sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn là vốn chủ sở hữu vì những tác động tích cực của nợ dài hạn lên GTDN nhiều hơn là vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu này được các tác giả thực hiện với 124 doanh nghiệp Nigeria. Kết quả cho thấy, vốn chủ sở hữu không có những ảnh hưởng tích cực đến GTDN hay nói cách khác là không làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Antwi et al., (2012) nghiên cứu sự tác động của CTV tới GTDN với hai biến đại diện là vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn cũng tìm thấy sự tác động tích cực có ý nghĩa của nợ dài hạn tới GTDN. Kết quả nghiên cứu này được các tác giả giải thích là phù hợp với các lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đánh đổi và lý thuyết cổ điển. Nợ dài hạn được đánh giá là một yếu tố quyết định chính của GTDN bởi vì tồn tại thị trường không hoàn hảo trong thế giới thật mà tại đó các chi phí phá sản, chi phí đại diện, lá chắn thuế và thông tin bất đối xứng đều tồn tại. Vì thế, các tác giả cũng đưa ra lời khuyên cho các công ty trong việc nên so sánh lợi nhuận cận biên của việc dùng nợ dài hạn với chi phí cận biên của nợ dài hạn trước khi sử dụng bởi vì nợ dài hạn thực sự mang lại lợi ích cho GTDN.

Ở trong nước cũng có nhiều nghiên cứu liên quan đến đề tài này, Nguyen Thanh Cuong & Nguyen Thi Canh, (2012) đã nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến

GTDN sản xuất thủy sản Việt Nam với biến đại diện là ROE. Nghiên cứu này chỉ ra sự tác động của CTV đến GTDN theo ngưỡng mà tại đó, nếu vượt qua ngưỡng này thì tác động này cũng thay đổi. Theo nghiên cứu này thì tỷ lệ nợ có tác động tích cực đến GTDN khi ở mức dưới 59.27%. Nếu tỷ lệ nợ cao hơn ngưỡng này thì sẽ tác động tiêu cực đến giá trị của doanh nghiệp và nếu nợ vượt mức trên 94.60% thì sẽ đẩy GTDN vào nguy cơ rủi ro rất lớn. Nghiên cứu này cũng dùng các biến kiểm soát là quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng nhưng kết quả nghiên cứu lại cho thấy không đủ bằng chứng về mối quan hệ giữa hai biến này với GTDN. Một nghiên cứu khác của Nguyen Thanh Cuong, (2014) cũng tìm ra ngưỡng ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến GTDN. GTDN với biến đại diện là giá trị sổ sách thì có ba ngưỡng ảnh hưởng, còn biến đại diện là ROE thì chỉ có hai ngưỡng tác động. Từ kết quả này, tác giả nghiên cứu cho rằng mối quan hệ giữa cấu trúc vốn là quan hệ phi tuyến có hình parabol và đề nghị các doanh nghiệp nên dùng nợ ở mức không quá 57.39% thì giá trị của doanh nghiệp sẽ tăng lên.

Nghiên cứu của Võ Minh Long, (2017) với các công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh bằng dữ liệu thứ cấp thu thập từ 2008-2015, thì GTDN được đo lường bằng chỉ số Tobin'Q cho thấy khi doanh nghiệp sử dụng nợ sẽ có được lợi ích từ lá chắn thuế nhưng ngược lại cũng sẽ chịu rủi ro vì chi phí kiệt quệ tài chính có thể là nguyên nhân dẫn đến sự phá sản của doanh nghiệp. Theo kết quả của nghiên cứu này thì cả SDA và LDA đều làm tăng GTDN và lợi ích từ việc sử dụng nợ để tận dụng lá chắn thuế vẫn cao hơn chi phí kiệt quệ tài chính.

2.3.2 Tác động tiêu cực của nợ đến khả năng sinh lợi

Pouraghajan & Malekian, (2012) tìm thấy bằng chứng chứng minh rằng cấu trúc vốn có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng ROA và ROE ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Theo đó, việc doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ nợ càng cao thì hiệu quả hoạt động và GTDN càng bị ảnh hưởng theo hướng tiêu cực. Nghiên cứu này đề xuất việc giảm nợ để làm tăng lợi nhuận và từ đó cải thiện ROA, ROE của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cũng đo lường tác động

của vòng quay tài sản, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ tài sản hữu hình, tăng trưởng, tuổi của doanh nghiệp tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; theo kết quả đo được thì các biến này đều có ý nghĩa thống kê ngoại trừ biến tuổi là không có ý nghĩa thống kê. Nghiên cứu của Chechet & Olayiwola, (2014) kiểm chứng lý thuyết đại diện đã tìm thấy kết quả phủ định lại lý thuyết này khi xác định được sự tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê của tỷ lệ nợ tới KNSL của các doanh nghiệp Nigeria. Kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động tiêu cực của cấu trúc vốn đến KNSL và rằng sự tồn tại của việc sử dụng nợ sẽ tác động xấu đến KNSL của doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là các công ty trong nghiên cứu này sẽ không nhận được lợi ích từ việc dùng nợ. Tương đồng với kết quả của nghiên cứu trên là nghiên cứu của Movalia, (2015) cũng tìm thấy sự tác động có ý nghĩa của CTV đến KNSL của các công ty thuộc ngành công nghiệp lốp xe ở Ấn Độ. Nghiên cứu này không đo lường CTV bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản mà đo lường bằng tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu lý tưởng sẽ giúp tăng KNSL của doanh nghiệp. Tới năm 2017, Ukhriyawati và cộng sự đã công bố kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ cấu tài sản, cơ cấu vốn, quản lý rủi ro và quản trị doanh nghiệp tốt về hiệu suất tài chính với giá trị của công ty thông qua thu nhập và dòng tiền tự do đối với các ngân hàng niêm yết trên SGDCK Indonesia. Theo đó, nghiên cứu này chỉ ra có sự tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê giữa cơ cấu vốn tới thu nhập và dòng tiền tự do nhưng lại có ảnh hưởng tích cực nhưng không ý nghĩa đến GTDN. Tuy nhiên, do đặc thù của các ngành tài chính thường khác với các ngành phi tài chính, có nhiều nghiên cứu khác đều chỉ ra tác động có ý nghĩa của cơ cấu vốn tới GTDN.

Nghiên cứu của Kausar et al., (2014) ở Pakistan làm rõ hơn sự tác động của từng loại nợ với các biến đại diện cho cấu trúc vốn là nợ dài hạn, nợ ngắn hạn, và tổng nợ trên tổng tài sản cũng chỉ ra sự tác động ngược chiều của việc sử dụng nợ lên GTDN được đo bằng Tobin'Q. Theo nghiên cứu này thì các biến tổng nợ trên tổng tài sản và nợ dài hạn trên tổng tài sản đều có ảnh hưởng tiêu cực và đáng kể đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo bằng Tobin'Q và chỉ số P/E. Tuy

nhiên, biến nợ ngắn hạn trên tổng tài sản dù có tác động tiêu cực đến GTDN nhưng lại không có ý nghĩa. Ngoài ra, các yếu tố như quy mô tài sản, tuổi doanh nghiệp cũng có tác động đến hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu này cũng tiết lộ một sự thật rằng hầu hết các doanh nghiệp được niêm yết trên SGDCK Karachi, Pakistan đều sử dụng một cấu trúc tài chính được tài trợ bằng vốn cổ phần hoặc một hỗn hợp vốn giữa vốn cổ phần và nợ ngắn hạn.

Nghiên cứu của Zeitun & Tian, (2014) tìm thấy bằng chứng cho thấy có sự tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê giữa CTV và hoạt động của doanh nghiệp. Theo đó tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, nợ dài hạn, nợ ngắn hạn và tổng nợ trên tổng vốn chủ sở hữu đều có tác động tiêu cực đến hoạt động doanh nghiệp với biến đại diện là ROA. Tuy nhiên, khi đo lường bằng Tobin's Q thì trong khi các chỉ số khác của cấu trúc vốn vẫn cho ra kết quả trái chiều với hoạt động doanh nghiệp thì tỷ lệ nợ ngắn hạn lại có tác động dương. Nợ ngắn hạn trên tổng tài sản càng cao thì Tobin's Q càng cao. Điều này được tác giả giải thích là do nợ ngắn hạn cao thì tăng trưởng của doanh nghiệp cao nên Tobin's Q có giá trị cao. Khác với kết quả nghiên cứu trên, nghiên cứu của Tifow & Sayilir, (2015) đã tìm ra được tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ ngắn hạn lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Theo đó, nợ ngắn hạn có mối quan hệ tiêu cực với các biến ROA, EPS, và Tobin'Q. Việc sử dụng nợ sẽ làm thấp đi hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ dài hạn cũng tác động ngược chiều đến ROE, EPS và Tobin'Q nhưng lại có tác động tích cực đến ROA.

Ngược lại, một nghiên cứu của Ahmad et al., (2012) cho rằng: nợ ngắn hạn và tổng nợ tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động với mức ý nghĩa 5%, trong khi đó nợ dài hạn lại có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động với biến đại diện là ROE và có ý nghĩa thống kê. Cũng quan điểm trên, Addae et al., (2013) cho rằng có sự tác động tiêu cực của nợ ngắn hạn và tổng nợ lên KNSL, trong khi đó nợ dài hạn lại tác động tích cực đến KNSL của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Addae cũng chỉ rõ có sự tác động khác nhau của cấu trúc vốn lên KNSL đối với từng ngành. Kết quả nghiên cứu của Tailab, (2014) cũng kết luận rằng nợ ngắn hạn có tác động tích

cực lên KNSL mà cụ thể là ROE của các doanh nghiệp nghiên cứu, trong khi biến tổng nợ là tác động ngược chiều có ý nghĩa đến cả ROA lẫn ROE. Bên cạnh đó, biến quy mô doanh nghiệp cũng tác động tiêu cực đến ROE và nợ dài hạn cũng có tác động tiêu cực đến KNSL nhưng lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Nghiên cứu của Xu, (2012) phủ nhận lý thuyết đánh đổi khi cho rằng, trái với lý thuyết đánh đổi là cấu trúc vốn làm tăng lợi nhuận mong đợi của doanh nghiệp và điều này sẽ dẫn đến giá trị sổ sách cũng như giá trị thị trường của doanh nghiệp sẽ tăng lên; nghiên cứu này lại chỉ ra rằng có một mối quan hệ tiêu cực giữa lợi nhuận và đòn bẩy tài chính, các doanh nghiệp sẽ phải tăng thêm vốn chủ sở hữu hay bán bớt tài sản để trả nợ nhằm mục đích giảm tỷ lệ đòn bẩy của họ.

Phan Thanh Hiệp, (2016) nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sản xuất công nghiệp ở Việt Nam kết luận rằng sự tác động ngược chiều của CTV lên kết quả kinh doanh hay KNSL của doanh nghiệp là rất chắc chắn và có ý nghĩa thống kê cao. Nghiên cứu sử dụng cặp biến ROA, ROE đại diện đo lường cho KNSL của doanh nghiệp. Trước đó, nghiên cứu của Đoàn Ngọc Phúc, (2014) lại chỉ ra được sự tác động tích cực của nợ dài hạn tới ROA, ROE trong khi tổng nợ và nợ ngắn hạn lại tác động tiêu cực có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đo bằng ROA và ROE. Võ Minh Long, (2016) nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến giá trị các công ty phi tài chính ở Việt Nam với biến quan sát là ROA và EPS lại cho ra kết quả là tỷ số nợ của doanh nghiệp tác động tiêu cực đến GTDN, tỷ số nợ ngắn hạn cũng tác động tiêu cực đến GTDN, trong khi đó tỷ số nợ dài hạn lại có tác động tích cực đến GTDN.

Một bằng chứng khác cho thấy có sự tác động của cấu trúc vốn và GTDN là nghiên cứu của Nguyễn Hữu Huân & Lê Nguyễn Quỳnh Hương, (2014). Nghiên cứu này được thực hiện với 517 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán Tp. HCM và Hà Nội vào giai đoạn 2010-2012. Nghiên cứu của nhóm tác giả về sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến GTDN dưới góc độ tiếp cận là ROE, giá trị sổ sách và giá trị thị trường của doanh nghiệp đều cho ra kết quả rằng có bằng chứng chứng minh sự tác động âm, tức ảnh hưởng trái chiều của cấu trúc vốn

với GTDN. Hơn nữa, nghiên cứu này cũng kết luận rằng kết quả nghiên cứu không cho thấy có sự tồn tại của các ngưỡng nợ khác nhau tác động đến GTDN hay nói cách khác nợ vay đều có tác động tiêu cực đến GTDN ở bất kỳ mức độ nào.

Các nghiên cứu này là bằng chứng cho thấy cấu trúc vốn có tác động đến KNSL. Tuy nhiên có chỉ tiêu thì tích cực nhưng có chỉ tiêu lại tiêu cực và nó căn cứ vào từng biến độc lập và biến phụ thuộc cụ thể cũng như các môi trường nghiên cứu khác nhau. Tại Việt Nam, tuy cũng có nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến KNSL, song các nghiên cứu này hầu hết được thực hiện chung cho nhiều ngành doanh nghiệp mà không nghiên cứu ở một ngành cụ thể. Bên cạnh đó, KNSL được đo lường bởi nhiều chỉ tiêu khác nhau, hầu hết được tính bằng các chỉ số ROA, ROE hay biên lợi nhuận gộp. Vì vậy, từ các nghiên cứu lý thuyết cũng như thực nghiệm thì tác giả đã đưa ra hướng nghiên cứu là cấu trúc vốn ảnh hưởng đến KNSL của các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE, giai đoạn 2012-2016 với biến đại diện cho KNSL là ROE, ROA để kiểm định xem CTV có ảnh hưởng đến KNSL thuộc ngành này hay không cũng như nó tác động như thế nào đến KNSL từ đó tìm ra được rằng các doanh nghiệp này có nên sử dụng nợ hay không?

Bảng 2.1 Tóm tắt các nghiên cứu thực nghiệm trước

Tác giả nghiên cứu	Phạm vi nghiên cứu	Kết quả nghiên cứu
Abor J. (2005)	22 doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK Ghana trong giai đoạn 1998-2002	Nợ ngắn hạn và tổng nợ có tác động tích cực đến KNSL trong khi nợ dài hạn lại tác động tiêu cực đến lợi nhuận. Các biến kiểm soát quy mô và tăng trưởng cũng có tác động cùng chiều đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Chowdhury A., Chowdhury S. (2010)	77 doanh nghiệp trên thị trường vốn Bangladesh từ năm 1994-2003	Cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Thêm vào đó, việc thay đổi các yếu tố tỷ lệ thanh toán hiện hành, đòn bẩy hoạt động, EPS, tỷ lệ chi trả cổ tức và vốn cổ phần đều có thể tăng GTDN.
Gill A., Biger N., Mathur N. (2011)	272 doanh nghiệp thuộc 2 ngành công nghiệp sản xuất và dịch vụ trên SGDCK New York, Mỹ từ năm 2005-2007	Có mối quan hệ tích cực giữa nợ ngắn hạn, tổng nợ với lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành dịch vụ và mối quan hệ tích cực của cả nợ ngắn hạn, dài hạn, tổng nợ với lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành sản xuất.
Ahmad Z., Abdullah N., Roslan S. (2012)	58 doanh nghiệp niêm yết ở Malaysia từ năm 2005-2010	Nợ ngắn hạn, tổng nợ có tác động tiêu cực và có ý nghĩa đến cả ROA, ROE. Nợ dài hạn có tác động tích cực và có ý nghĩa đến ROE.
Maxwell O.O., Kehinde E.F. (2012)	124 doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK Nigeria năm 2007	Nợ dài hạn được tìm thấy như là một yếu tố chính tác động đến GTDN trong khi vốn chủ sở hữu lại không có tác động có ý nghĩa đến GTDN.
Nguyen Thanh Cuong, Nguyen Thi Canh (2012)	92 doanh nghiệp ngành thủy sản Việt Nam từ 2005-2010	Mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ và GTDN có hình dạng đường parabol, phi tuyến. Nếu tỷ lệ nợ dưới 59.27%, việc dùng nợ có tác động tích cực đến GTDN. Nếu trên mức này, nợ sẽ tác động xấu đến GTDN.

Pouraghajan A., Malekian E. (2012)	80 doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK Tehran từ năm 2006-2010	Tỷ lệ nợ tác động tiêu cực có ý nghĩa thống kê đến ROA, ROE của doanh nghiệp nghiên cứu. Ngoài ra, các biến về vòng quay tài sản, quy mô, tăng trưởng, tài sản hữu hình đều có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
Sudiyatno B., Puspitasari E., Kartika A. (2012)	110 doanh nghiệp sản xuất niêm yết ở Indonesia từ năm 2008-2010	Đòn bẩy tài chính tác động âm với mức ý nghĩa 1% với hiệu quả hoạt động (ROA) và tác động dương với mức ý nghĩa 5% với GTDN (Tobin's Q). ROA tác động dương với mức ý nghĩa 1% với GTDN đo bằng Tobin's Q.
Addae A., Nyarko-Baasi M., Hughes D. (2013)	34 doanh nghiệp niêm yết ở Ghana từ năm 2005-2009 (170 mẫu)	Nợ ngắn hạn tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với lợi nhuận (ROE) trong khi đó nợ dài hạn và tổng nợ lại có tác động ngược chiều với lợi nhuận.
Hasan M.B., Ahsan A.F.M.M., Rahaman M.A., Alam M.N. (2014)	36 doanh nghiệp ở Banglades từ năm 2007-2012	EPS có mối quan hệ có ý nghĩa, tích cực với nợ ngắn hạn và tiêu cực với nợ dài hạn. Giữa cấu trúc vốn và ROA chỉ có tác động tiêu cực đáng tin cậy còn với ROE và Tobin's Q lại không có ý nghĩa thống kê.

Kausar A., Nazir M.S., Butt H.A. (2014)	197 doanh nghiệp niêm yết trên SGDCK Karachi, Pakistan từ năm 2004-2011	Cấu trúc vốn tác động tiêu cực có ý nghĩa đến hiệu quả doanh nghiệp đo bằng chỉ số giá P/E. Đối với đo lường bằng Tobin'Q, cấu trúc vốn cũng có tác động tiêu cực có ý nghĩa ngoại trừ nợ ngắn hạn là không có ý nghĩa thống kê. Quy mô tài sản, tuổi của doanh nghiệp cũng tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động, ngược lại, khối lượng vốn chủ sở hữu lại có tác động tích cực đáng tin đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng chỉ số P/E và Tobin'Q.
Nguyễn Hữu Huân, Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014)	517 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên 2 sàn giao dịch chứng khoán Tp. HCM và Hà Nội giai đoạn 2010-2012	Tồn tại mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và GTDN dưới góc độ ROE, giá trị sổ sách, giá trị thị trường nhưng không tìm thấy bằng chứng về các ngưỡng nợ khác nhau tác động đến GTDN.
Nguyen Thanh Cuong (2014)	90 doanh nghiệp ngành thủy sản vùng Nam Trung bộ Việt Nam từ năm 2005- 2011	Có ba ngưỡng tác động giữa tỷ số nợ và GTDN với biến đại diện là giá trị sổ sách, hai ngưỡng tác động với GTDN đo lường bởi ROE. Các doanh nghiệp không nên dùng nợ trên tài sản quá mức 57.39%.
Tailab M. M. K., (2014)	30 doanh nghiệp ngành năng lượng của Mỹ trong 9 năm từ 2005-2013	Tổng nợ có tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê đến cả 2 đại diện cho KNSL là ROA và ROE. Nợ ngắn hạn có tác động tích cực có ý nghĩa đến ROE trong khi đó tác động của nợ dài hạn lại không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Tifow A., Sayilir O. (2015)	130 doanh nghiệp niêm yết ở Thổ Nhĩ Kỳ từ năm 2008-2013	Nợ ngắn hạn có ảnh hưởng tiêu cực có ý nghĩa đến ROA, EPS, Tobin's Q. Nợ dài hạn tác động tiêu cực có ý nghĩa đến ROE, EPS, Tobin's Q nhưng lại tác động tích cực đến ROA.
Phan Thanh Hiệp (2016)	95 công ty sản xuất công nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2007 đến 2013	Tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa cho thấy có sự tác động ngược chiều của CTV lên KNSL với hai đại diện ROA, ROE của các doanh nghiệp nghiên cứu. Điều này có nghĩa là việc gia tăng vay nợ sẽ làm giảm kết quả hoạt động của doanh nghiệp.
Doan Vinh Thang (2016)	2888 công ty cổ phần có vốn nhà nước tại Việt Nam năm 2009	Cấu trúc vốn và hiệu quả kinh doanh, đại diện bởi tỉ số ROA và ROE, có mối quan hệ hình chữ U ngược, tác động của cấu trúc vốn sẽ càng yếu hơn nếu các doanh nghiệp này bị chi phối bởi nhà nước.
El-Maude, J.G., Ahmad, A.R., Ahmad M.M. (2016)	20 doanh nghiệp ngành xi măng trên thị trường chứng khoán Nigerian từ năm 2010-2014	Cả nợ ngắn hạn và dài hạn đều có tác động dương đến hiệu quả hoạt động (ROA, ROE) của doanh nghiệp nhưng tác động của nợ ngắn hạn ko có ý nghĩa thống kê khi đo lường bằng ROA.
Keddi A., Hammada A. (2016)	19 doanh nghiệp phi tài chính trên SGDCK Kuwait từ năm 2010-2014	Nghiên cứu tìm ra được mối quan hệ tiêu cực đáng tin cậy giữa cấu trúc vốn và GTDN. Các biến lợi nhuận, quy mô tác động tích cực đáng kể đến GTDN.
Lê Trường Niệm (2016)	113 công ty niêm yết trên HOSE thời kỳ 2008-2014	Sự ảnh hưởng ngược chiều của cấu trúc vốn đến hiệu quả doanh nghiệp đại diện bởi ROA và ROE.

Võ Minh Long (2016)	272 doanh nghiệp phi tài chính ở Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2008-2014	Cấu trúc vốn, tài sản cố định hữu hình, khả năng thanh toán có tác động ngược chiều với GTDN. Quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều và thuế thu nhập doanh nghiệp có tác động cùng chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê.
Zeb S., Rashid A. (2016)	10 doanh nghiệp từ năm 2006-2014	ROA và cấu trúc vốn đều có tác động tích cực đáng tin cậy đến GTDN trong khi rủi ro khả năng thanh toán lại ảnh hưởng nhưng không có ý nghĩa thống kê giống với tài sản vô hình.
Hadi A.R.A., Lazim N.F.N.M., Iqbal T. (2017)	14 doanh nghiệp ngành xây dựng niêm yết ở Bursa, Malaysia từ năm 2010-2015	Không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa GTDN và lãi trên mỗi cổ phần, cổ tức mỗi cổ phần, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu còn tìm ra sự vắng mặt của lý thuyết M&M và lý thuyết đánh đổi ở các doanh nghiệp nghiên cứu.
Ukhriyawati C.F., Ratnawati T., Riyadi S. (2017)	10 ngân hàng niêm yết trên SGDCK Indonesia từ năm 2012-2015	Cấu trúc vốn có tác động tiêu cực đáng kể đến thu nhập đo bằng ROA, ROE nhưng lại tác động tích cực không đáng kể đến dòng tiền và GTDN đại diện bằng chỉ số giá P/E, P/B.
Võ Minh Long (2017)	123 công ty niêm yết trên SGDCK Tp. HCM giai đoạn 2008-2015	Cấu trúc vốn, quy mô, tuổi, ROA, vòng quay tài sản tác động tích cực lên GTDN đo bằng Tobin's Q. Tăng trưởng doanh thu tác động âm và chưa có bằng chứng có sự tác động của chỉ số thanh toán ngắn hạn, tỷ trọng tài sản cố định tới GTDN.

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

2.4 Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Từ các lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm liên quan đến CTV và KNSL đã cho thấy đa phần đều đã cung cấp cơ sở khoa học đáng tin cậy có sự tác động của CTV đến KNSL. Trên cơ sở kế thừa một số ý tưởng từ các nghiên cứu trước, đồng thời sẽ bổ sung cũng như có sự điều chỉnh để phù hợp hơn thì bài viết đưa ra các giả thuyết cũng như mô hình nghiên cứu nhằm làm rõ mục tiêu nghiên cứu.

2.4.1 Các giả thuyết nghiên cứu

- Cấu trúc vốn với biến đại diện là tỷ số nợ ngắn hạn (SDA): do tỷ số nợ ngắn hạn cũng từ một phần của tỷ số nợ nên cũng với lý thuyết M&M và lý thuyết trật tự phân hạng kết hợp với các nghiên cứu thực nghiệm như: Ahmad và các cộng sự (2012), Addea A. A. và các cộng sự (2013), Tailab, (2014), Võ Minh Long (2016), Đoàn Ngọc Phúc, (2014). Kết quả các nghiên cứu này cho thấy có sự tác động của tỷ số nợ ngắn hạn đến KNSL theo chiều hướng tiêu cực nhiều hơn tích cực. Điều này cũng phù hợp với nhận định của tác giả vì đặc trưng của ngành Xây dựng – bất động sản trong việc thu hồi vốn là khá lâu, số tài sản dài hạn nhiều. Nợ ngắn hạn nhiều sẽ gia tăng rủi ro và áp lực lên thanh khoản của doanh nghiệp, làm chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn tăng, khả năng mất cân đối tài chính. Giả thuyết H1 như sau:

H1: Tỷ số nợ ngắn hạn (SDA) sẽ tác động tiêu cực (-) đến KNSL.

- Cấu trúc vốn với biến đại diện là tỷ số nợ dài hạn (LDA): với đặc điểm tỷ số nợ dài hạn cũng từ một phần của tỷ số nợ nhưng khi sử dụng thì nợ dài hạn có tính ổn định cao hơn rất nhiều so với nợ ngắn hạn nên cũng với nghiên cứu của Durand, (1952) và lý thuyết đánh đổi, đồng thời kết hợp với các nghiên cứu của các tác giả như: Chowdhury và cộng sự (2010), Gill et al., (2011), Ahmad và các cộng sự (2012), Antwi và cộng sự (2012), Tailab, (2014), El-Maude, J.G., Ahmad, A.R. Ahmad, (2016), Võ Minh Long (2017) thì kết quả đều cho thấy LDA có mối quan hệ cùng chiều với KNSL. Với các nghiên cứu thực nghiệm khác cho thấy mặc dù kết quả nghiên cứu có thể khác nhau về LDA tác động đến KNSL nhưng phần lớn là theo hướng tích cực. Giả thuyết H2 như sau:

H2: Tỷ số nợ dài hạn (LDA) sẽ tác động tích cực (+) đến KNSL.

- Quy mô doanh nghiệp: Quy mô doanh nghiệp lớn dễ thu hút được sự quan tâm và đầu tư lớn của nhiều đối tác trong và ngoài nước từ đó doanh nghiệp có thể nâng cao được quy mô tài sản, tài chính và công nghệ nhờ khả năng tiếp cận nguồn vốn cao hơn do có điều kiện thuận lợi về uy tín, thương hiệu, thậm chí thị phần và sức mạnh tài chính. Đây là một thuận lợi để cải thiện hiệu quả hoạt động và tác động tích cực đến KNSL. Nghiên cứu của Pouraghajan và các cộng sự (2012), Sudiyatno et al., (2012), Kausar et al., (2014), Tailab, (2014), Phan Thanh Hiệp, (2016), Võ Minh Long, (2016, 2017) đều cho kết quả nghiên cứu là quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến KNSL. Kết quả nghiên cứu của Aggarwal & Padhan, (2017) cũng chứng minh được sự tương quan dương có ý nghĩa giữa quy mô doanh nghiệp và KNSL. Theo đó, các doanh nghiệp lớn có nhiều lợi ích và che chắn thay đổi để có thể chống lại các biến động của dòng tiền xấu hỗ trợ cho việc dùng nhiều hơn đòn bẩy tài chính. Quy mô doanh nghiệp là một yếu tố đại diện nghịch đảo với xác suất phá sản và làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính cũng phù hợp với lý thuyết đánh đổi. Vì thế, tác giả đưa ra giả thuyết 3 là:

H3: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động tích cực (+) đến KNSL.

- Tài sản cố định hữu hình: Với các DN phi tài chính thì vai trò của tài sản cố định hữu hình chiếm vị trí rất quan trọng trong việc tạo nên giá trị của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Chowdhury và các cộng sự (2010), vòng quay tài sản cố định hữu hình càng lớn thì GTDN càng giảm. Mà một đặc thù của ngành bất động sản là vòng quay tài sản cố định hữu hình thường rất lớn. Ngoài ra, khi đầu tư nhiều tài sản cố định hữu hình thì đòi hỏi doanh nghiệp phải quản lý và sử dụng hiệu quả, tuy nhiên trong giai đoạn nghiên cứu khi mà thị trường vẫn còn đang chuyển mình, việc đầu tư quá nhiều tài sản sẽ gia tăng áp lực và rủi ro cho doanh nghiệp. Điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của Sudiyatno và các cộng sự (2012), Võ Minh Long (2016), Phan Thanh Hiệp, (2016) khi cho rằng tài sản cố định hữu hình tác động ngược chiều đến KNSL. Theo đó, bài viết đưa ra giả thuyết 4 là:

H4: Tài sản cố định hữu hình (TANG) sẽ tác động tiêu cực (-) đến KNSL.

- Tăng trưởng doanh thu: Việc tăng trưởng doanh thu là một tín hiệu tốt cho thấy doanh nghiệp đang hoạt động hiệu quả, dễ dàng thu hút thêm được nguồn vốn. Tăng trưởng doanh thu phần nhiều cũng có liên quan đến sự mở rộng thị phần, độ phủ của doanh nghiệp trên thị trường. Bên cạnh đó, tăng trưởng doanh thu đa phần đều kéo theo lợi nhuận tăng và khả năng mở rộng quy mô của doanh nghiệp. Lý thuyết trật tự phân hạng cũng dự đoán có mối quan hệ tích cực giữa tăng trưởng và CTV. Nghiên cứu của Zeitun & Tian, (2014) đã nhận định về tốc độ tăng trưởng sẽ ảnh hưởng tích cực lên hoạt động của doanh nghiệp, phù hợp với kết quả nghiên cứu của Pouraghajan & Malekian, (2012), Phan Thanh Hiệp, (2016). Nghiên cứu của Aggarwal & Padhan, (2017) cho rằng có mối quan hệ có ý nghĩa giữa tăng trưởng và giá trị doanh nghiệp vì tăng trưởng có liên quan đến CTV, và điều này đã được chứng minh trong kết quả nghiên cứu của họ. Tác giả đưa ra giả thuyết 5 là:

H5: Tăng trưởng doanh thu (GROWTH) sẽ tác động tích cực (+) đến KNSL.

- Khả năng thanh toán ngắn hạn: Với các doanh nghiệp thì vai trò của khả năng thanh toán ngắn hạn rất quan trọng trong việc đánh giá sức khỏe của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp tiếp tục nâng cao khả năng thanh toán ngắn hạn, thì có thể doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn quá nhiều, điều này có thể cho thấy doanh nghiệp không sử dụng hiệu quả tài sản. Và nó có thể không thể cải thiện lợi nhuận; hay thậm chí lợi nhuận sụt giảm sẽ làm giảm KNSL và điều này được thể hiện qua nghiên cứu của Asiri (2014), Kausar et al., (2014), Võ Minh Long (2016). Như vậy, giả thuyết 6 trong giai đoạn nghiên cứu này là:

H6: Khả năng thanh toán ngắn hạn (CR) sẽ tác động tiêu cực (-) đến KNSL.

2.4.2 Mô hình nghiên cứu

Dựa vào các nghiên cứu thực nghiệm trước, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu cho đề tài cấu trúc vốn tác động đến KNSL trên cơ sở mô hình gốc nghiên cứu của Tifow & Sayilir, (2015) . Sau khi nghiên cứu sơ bộ và thảo luận với các chuyên gia, tác giả nhận thấy cần điều chỉnh tăng thêm một số biến phù hợp với đặc trưng của đề tài. Sau đó đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\mathbf{PROF}_{1it} = \beta_0 + \beta_1 * \mathbf{LEV}_{it} + \beta_2 * \mathbf{SIZE}_{it} + \beta_3 * \mathbf{TANG}_{it} + \beta_4 * \mathbf{GROWTH}_{it} + \beta_5 * \mathbf{CR}_{it} + \mathbf{u}_{it}$$

Trong đó, biến độc lập cấu trúc vốn (LEV) được thể hiện là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Trong nghiên cứu này, tác giả muốn nghiên cứu cụ thể từng tác động của các loại nợ đến KNSL, vì thế biến LEV được đại diện bởi SDA (nợ ngắn hạn/tổng tài sản) và LDA (nợ dài hạn/tổng tài sản). Biến phụ thuộc KNSL (PROF) được đo lường với 2 đại diện là ROA, ROE. Như vậy, cụ thể mô hình nghiên cứu được thể hiện như sau:

$$\mathbf{ROA}_{1it} = \beta_0 + \beta_1 * \mathbf{SDA}_{it} + \beta_2 * \mathbf{LDA}_{it} + \beta_3 * \mathbf{SIZE}_{IT} + \beta_4 * \mathbf{TANG}_{it} + \beta_5 * \mathbf{GROWTH}_{it} + \beta_6 * \mathbf{CR}_{it} + \mathbf{u}_{it}$$

$$\mathbf{ROE}_{2it} = \beta_0 + \beta_1 * \mathbf{SDA}_{it} + \beta_2 * \mathbf{LDA}_{it} + \beta_3 * \mathbf{SIZE}_{it} + \beta_4 * \mathbf{TANG}_{it} + \beta_5 * \mathbf{GROWTH}_{it} + \beta_6 * \mathbf{CR}_{it} + \mathbf{u}_{it}$$

Trong đó:

- SDA: là tỷ số nợ ngắn hạn
- LDA: là tỷ số nợ dài hạn
- SIZE: là quy mô doanh nghiệp
- TANG: là tài sản cố định hữu hình
- GROWTH: là tăng trưởng doanh thu
- CR: là khả năng thanh toán ngắn hạn.

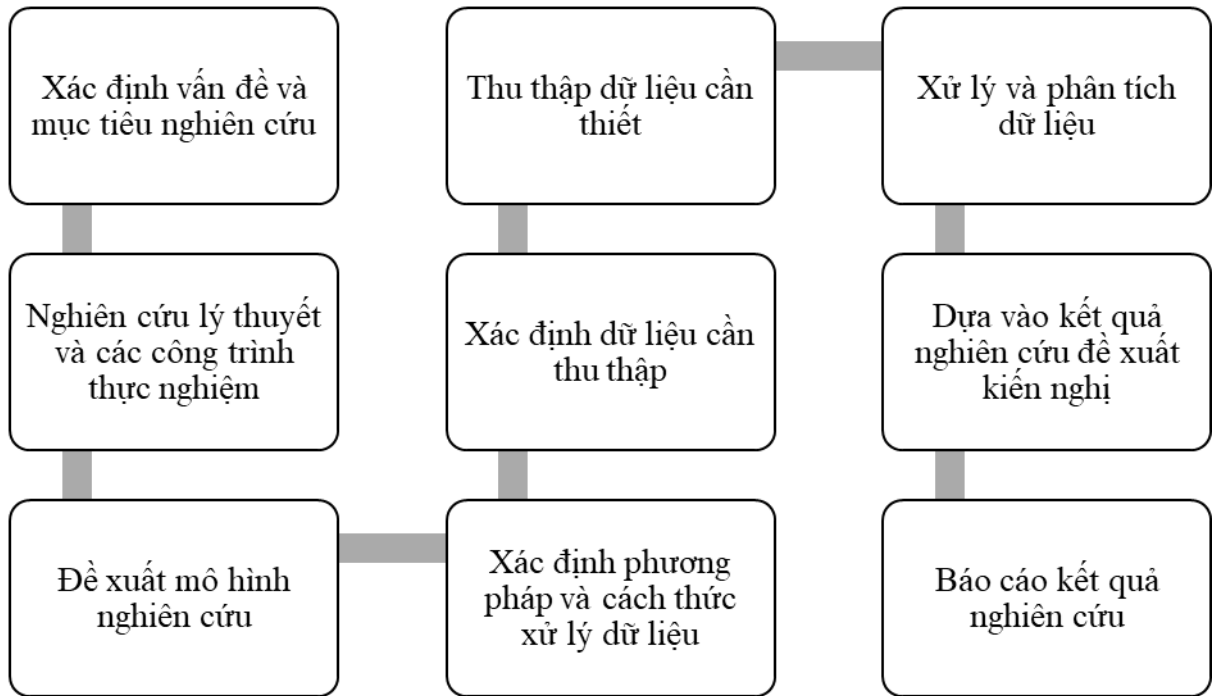
CHƯƠNG 3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Trong chương này, tác giả sẽ trình bày các nội dung: quy trình nghiên cứu; phương pháp nghiên cứu; các giả thuyết và mô hình nghiên cứu; dữ liệu nghiên cứu và cách thức thu thập dữ liệu. Tác giả trình bày ý tưởng nghiên cứu và đường lập luận để thực hiện đề tài thông qua quy trình nghiên cứu. Quy trình này được trình bày bằng ngôn ngữ của quy trình dưới dạng lưu đồ. Sau đó, tác giả trình bày phương pháp nghiên cứu được sử dụng. Trên nền tảng các lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm đã trình bày ở chương 02, xây dựng mô hình nghiên cứu và cách thức tính toán cho từng biến số. Cuối cùng, tác giả xác định các dữ liệu cần thu thập, cách thức thu thập và tính toán dữ liệu.

3.1 Quy trình nghiên cứu

Quy trình này mở đầu bằng việc xác định vấn đề và mục tiêu nghiên cứu từ đó tìm ra hướng để tiến hành nghiên cứu. Sau đó sẽ tiến hành tìm hiểu về các lý thuyết cũng như các công trình nghiên cứu thực nghiệm trước trên thế giới cũng như trong nước. Từ bước này sẽ đề xuất ra được mô hình nghiên cứu tiến tới việc xác định được cách thức và phương pháp xử lý dữ liệu. Sau khi xác định các dữ liệu cần thu thập sẽ tiến hành thu thập dữ liệu. Khi đã thu thập được dữ liệu cần thiết, tác giả sẽ tiến hành bước tiếp theo là xử lý và phân tích dữ liệu, từ đó tìm được kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, khi đã có kết quả nghiên cứu sẽ đề xuất các kiến nghị dựa trên kết quả này. Bước tiếp theo là báo cáo, trình bày kết quả nghiên cứu cuối cùng chính là luận văn. Quy trình được tác giả cụ thể hóa bằng lưu đồ được thể hiện trong hình 3.1.

Hình 3.1 Quy trình nghiên cứu



(Nguồn: Tác giả)

3.2 Phương pháp nghiên cứu

Để xem xét mối quan hệ giữa CTV và KNSL, tác giả sử dụng kết hợp cả hai phương pháp phân tích định tính và nghiên cứu định lượng.

3.2.1 Nghiên cứu định tính

Nghiên cứu định tính đã thực hiện là nghiên cứu tổng quan về các nghiên cứu trước liên quan đến đề tài. Từ tổng quan nghiên cứu, tác giả đã rút kết ra lược sử nghiên cứu theo nhóm các chủ đề nhỏ sau đó là trình tự thời gian và trên nhiều thị trường khác nhau; từ đó xem xét và tiếp cận được mối quan hệ giữa CTV và KNSL trên nhiều khía cạnh và đề xuất ra được mô hình nghiên cứu. Các phân tích định tính còn được thực hiện thông qua các phương pháp phân tích, mô tả, so sánh, đánh giá các công ty ngành XDBDS niêm yết trên HOSE dưới góc tiếp cận là CTV để xem xét sự ảnh hưởng của nó lên KNSL.

3.2.2 Nghiên cứu định lượng

Nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy đa biến (Multiple Regression Model) để

phân tích. Trình tự xử lý dữ liệu được thực hiện với các công việc phân tích đơn biến bao gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và phân tích đa biến bao gồm lựa chọn mô hình xử lý dữ liệu, đánh giá độ phù hợp của phương trình hồi quy. Cụ thể các bước được tiến hành như sau:

3.2.2.1 Thống kê mô tả

Các số liệu sau khi được thu thập, tác giả sẽ tổng hợp, trình bày số liệu và tính toán các đặc trưng của đối tượng nghiên cứu nhằm phục vụ cho quá trình phân tích. Số liệu được trình bày dưới dạng bảng thống kê, mỗi biến gồm các nội dung: tên biến, số quan sát, trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị cực tiểu và giá trị cực đại, độ lệch chuẩn và độ nhọn. Dựa trên số liệu thống kê của các biến quan sát, tác giả sẽ có sự diễn giải và phân tích ý nghĩa của các số liệu trên.

3.2.2.2 Phân tích tương quan

Được thực hiện bằng cách thiết lập ma trận hệ số tương quan và xem xét hệ số tương quan cặp giữa các biến. Hệ số tương quan là một chỉ số thống kê đo lường mối liên hệ tương quan giữa hai biến số có giá trị từ -1 đến 1. Hệ số tương quan bằng 0 hay gần 0 có nghĩa là hai biến số không có liên hệ gì với nhau; ngược lại nếu hệ số bằng -1 hay 1 có nghĩa là hai biến số có một mối liên hệ tuyệt đối. Phân tích tương quan cũng giúp tìm ra những cặp biến có hệ số tương quan cao. Hệ số tương quan cặp giữa các biến quá cao có thể xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Nếu hệ số tương quan vượt quá 0.8, phương trình hồi quy sẽ gặp vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng, do đó, nếu tương quan giữa 2 biến lớn hơn hoặc bằng 0.8, sẽ loại bỏ một biến ít quan trọng hơn ra khỏi mô hình.

3.2.2.3 Phương pháp xử lý dữ liệu

Phương pháp nghiên cứu ước lượng hồi quy theo phương pháp gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model, FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model, REM) là ba phương pháp được lựa chọn để xử lý dữ liệu nghiên cứu dạng bảng.

Phương pháp gộp (Pooled OLS): là cách tiếp cận đơn giản nhất không kể đến bình diện không gian và thời gian của dữ liệu kết hợp với giả định tất cả các hệ số đều

không đổi theo thời gian và không gian và chỉ ước lượng hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường OLS. Phương pháp này được thực hiện đồng nghĩa với việc xếp chồng lên nhau các quan sát của từng đơn vị chéo. Do đó, mô hình được hồi quy theo phương pháp này dù đơn giản nhất nhưng có thể bóp méo mối quan hệ giữa biến phụ thuộc và các biến giải thích.

Mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model, FEM): Mô hình FEM giúp nhà nghiên cứu giải quyết hạn chế của phương pháp gộp. Ước lượng FEM cho rằng mỗi cá nhân có thể có những đặc điểm riêng, vì vậy tung độ góc trong mô hình hồi quy được phép khác nhau giữa các cá nhân. Thuật ngữ tác động cố định được sử dụng bởi vì thực tế là mặc dù tung độ góc có thể khác nhau giữa các cá nhân nhưng mỗi tung độ góc của cá nhân không thay đổi theo thời gian, nghĩa là nó bất biến theo thời gian. Để xem xét các tung độ góc khác nhau, ta có thể sử dụng các biến giả. Mô hình FEM sử dụng biến giả được gọi là mô hình biến giả bình phương tối thiểu (Least Square Dummy Variable, LSDV). Mô hình FEM phù hợp trong những tình huống mà tung độ góc của mỗi công ty tương quan với một hay nhiều biến độc lập. Nhược điểm của LSDV là làm mất nhiều bậc tự do khi số đơn vị n rất lớn (n là số lượng đơn vị chéo), vì phải đưa vào $(n-1)$ biến giả (nhưng không chế số hạng tung độ góc chung). Với mô hình có quá nhiều biến thì khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến là rất lớn, có thể gây khó khăn cho việc ước lượng chính xác một hoặc nhiều hơn một thông số. Ngoài ra, phương pháp LSDV còn có thể không có khả năng xác định được tác động của các biến số không thay đổi theo thời gian. Tuy nhiên, những vấn đề khó khăn của mô hình FEM có thể sẽ được giảm nhẹ khi sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên.

Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model, REM): Mặc dù ước lượng FEM có lợi thế hơn Pooled OLS do không yêu cầu các giả định khắt khe nhưng lại làm mô hình mất đi nhiều bậc tự do, nhất là đối với dữ liệu có n lớn. Một phương án khác thay cho mô hình FEM là mô hình REM hay mô hình các thành phần sai số (Error Components Model, ECM). Mô hình ECM giả định tung độ góc của một đơn vị riêng lẻ được rút ngẫu nhiên từ một tập hợp lớn hơn nhiều với một trị trung bình

không đổi. Tung độ gốc công ty khi đó được biểu thị như sự sai lệch so với trị trung bình không đổi này. Giữa FEM và ECM có sự khác biệt cần lưu ý. Trong FEM, mỗi đơn vị chéo có giá trị tung độ gốc cố định riêng của nó, n giá trị cho n đơn vị chéo. Trái lại, trong ECM, tung độ gốc β_1 là giá trị trung bình của tất cả tung độ gốc chéo và thành phần sai số ε_i biểu hiện độ lệch ngẫu nhiên của từng tung độ gốc khỏi giá trị trung bình này. Thành phần sai số ε_i không thể quan sát được một cách trực tiếp; nó là biến được gọi là biến không thể quan sát hay tiềm ẩn. Mô hình ECM thích hợp trong những tình huống mà tung độ gốc ngẫu nhiên của từng đơn vị không tương quan với các biến giải thích.

Mỗi mô hình đều có đặc điểm riêng. Vậy nghiên cứu nên sử dụng mô hình nào là phù hợp nhất phụ thuộc vào giả định được đưa ra về tương quan có thể có giữa thành phần sai số chuyên biệt chéo hay cá nhân ε_i và các biến hồi quy độc lập X . Nếu giả định rằng ε_i và các biến X không tương quan, thì ECM có thể thích hợp, trong khi nếu ε_i và các biến X có tương quan, thì FEM có thể thích hợp. Hoặc có một nhận định khác rằng nếu t (số dữ liệu chuỗi thời gian) lớn và n (số đơn vị chéo) nhỏ, thì có thể sẽ không có khác biệt trong các giá trị của các thông số được ước lượng bởi FEM và REM. Nếu n lớn và t nhỏ, các ước lượng thu nhận được bởi hai phương pháp này có thể khác nhau đáng kể. Nếu thành phần sai số cá nhân ε_i và một hay nhiều hơn một biến hồi quy độc lập tương quan với nhau, thì các phép toán ước lượng REM bị chệch, trong khi đó các phép toán ước lượng thu được từ FEM thì không chệch. Nếu n lớn và t nhỏ, và nếu các giả định cơ bản cho REM được giữ đúng, thì các phép toán ước lượng REM hiệu quả lớn hơn các phép toán ước lượng FEM. Có một kiểm định chính thức sẽ giải quyết được vấn đề lựa chọn giữa hai mô hình FEM và REM là kiểm định do Hausman xây dựng năm 1978.

Kiểm định Hausman: được sử dụng để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp giữa hai phương pháp ước lượng tác động cố định và tác động ngẫu nhiên. Giả thuyết H_0 cho rằng không có sự tương quan giữa sai số đặc trưng ε_i giữa các đối tượng với các biến giải thích X_{it} trong mô hình. Trong trường hợp giả thuyết H_0 bị bác bỏ thì FEM là phù hợp hơn so với REM và sẽ được lựa chọn. Ngược lại, chưa

có đủ bằng chứng để bác bỏ Ho nghĩa là không bác bỏ được sự tương quan giữa sai số và các biến giải thích thì FEM không còn phù hợp và REM sẽ ưu tiên được sử dụng.

Và như vậy, sau khi sử dụng các phương pháp hồi quy, cần thực hiện các kiểm định cần thiết (kiểm định Hausman) để lựa chọn mô hình hồi quy xử lý dữ liệu phù hợp nhất với dữ liệu bảng để xử lý dữ liệu và giải thích kết quả nghiên cứu.

3.3 Dữ liệu nghiên cứu và cách thức thu thập dữ liệu

3.3.1 Xác định mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng một bộ chỉ số toàn diện để đánh giá KNSL của các công ty thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE, với giai đoạn nghiên cứu được chọn từ năm 2012 đến năm 2016.

Quá trình chọn mẫu bắt đầu với việc lọc các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE theo chuẩn phân ngành ICB (Industry Classification Benchmark) trên trang điện tử Stockbiz⁴. Sau đó các doanh nghiệp này phải là các doanh nghiệp có niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu 2012-2016 và có công bố dữ liệu tài chính công khai, không yêu cầu phải đầy đủ số liệu trong năm năm tài chính của giai đoạn nghiên cứu. Như vậy, dữ liệu nghiên cứu của đề tài là dữ liệu bảng không cân bằng với 431 mẫu nghiên cứu từ 95 doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE trong giai đoạn 5 năm 2012 – 2016.

3.3.2 Cách thu thập dữ liệu nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu của đề tài gồm một biến phụ thuộc với 2 đại diện là tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản ROA, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ROE, một biến giải thích đại diện bởi tỷ lệ nợ ngắn hạn SDA, tỷ lệ nợ dài hạn LDA và bốn biến kiểm soát quy mô doanh nghiệp (SIZE), tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (TANG), tăng trưởng doanh thu (GROWTH) và chỉ số thanh toán hiện hành (CR). Mỗi biến khác nhau sử dụng các dữ liệu khác nhau để tính toán. Dữ liệu và cách thức tính toán các dữ liệu này (tương ứng với từng biến số) được thể hiện như bảng 3.1.

⁴ Ngành nghề, <https://www.stockbiz.vn/Industries.aspx> 22/10/2017

Bảng 3.1 Mô tả các biến

Tên biến	Định nghĩa	Cách đo lường
Biến phụ thuộc		
ROA	Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu
Biến độc lập		
SDA	Tỷ số nợ ngắn hạn	Nợ ngắn hạn/tổng tài sản
LDA	Tỷ số nợ dài hạn	Nợ dài hạn/tổng tài sản
Biến kiểm soát		
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
TANG	Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình	Tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản
GROWTH	Tốc độ tăng trưởng doanh thu	(Tổng doanh thu năm (t)-Tổng doanh thu năm (t-1))/Tổng doanh thu năm (t-1)
CR	Khả năng thanh toán ngắn hạn	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn

(Nguồn: Tác giả)

Các số liệu cần phải thu thập bao gồm: lợi nhuận sau thuế, tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, tài sản cố định hữu hình, tổng doanh thu, tài sản ngắn hạn được lọc từ BCTC hợp nhất đã kiểm toán của các doanh nghiệp nghiên cứu công bố công khai trên trang điện tử về tài chính Cafef⁵. Sau đó, các dữ liệu sẽ được nhập và tính toán bằng phần mềm excel theo cách đo lường từ bảng 3.1 để tạo ra dữ liệu hoàn chỉnh cuối cùng phục vụ cho nghiên cứu.

⁵ <http://cafef.vn> 22/10/2017

CHƯƠNG 4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Chương 4 trình bày về kết quả phân tích định tính thực trạng ngành Xây dựng-Bất động sản từ năm 2012 đến nay và kết quả nghiên cứu thực nghiệm về sự tác động của cấu trúc vốn đến giá trị doanh nghiệp ngành xây dựng-bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Tp. HCM cũng như thảo luận kết quả nghiên cứu.

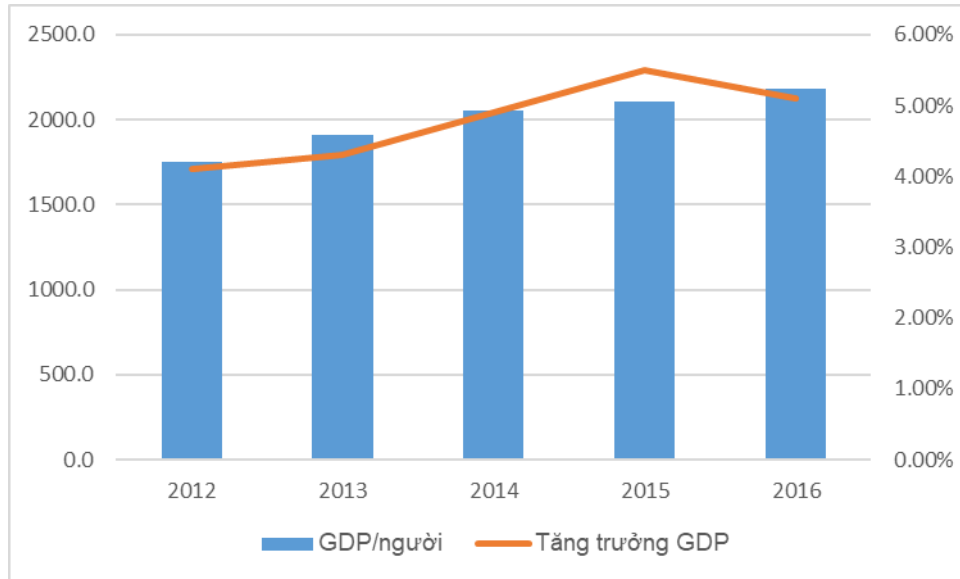
4.1 Phân tích thực trạng ngành Xây dựng- Bất động sản

4.1.1 Tình hình phát triển của ngành

4.1.1.1 Giai đoạn 2012-2016

Sự phát triển kinh tế của một quốc gia là nền tảng cho sự phát triển của ngành XDBĐS. Trong những năm vừa qua, các chính sách nhằm thay đổi cấu trúc nền kinh tế theo hướng công nghiệp hóa-hiện đại hóa là sự thúc đẩy rất lớn cho ngành XDBĐS phát triển bởi nhu cầu tăng cao của việc xây dựng hệ thống cơ sở hạ tầng hiện đại cùng với quá trình đô thị hóa diễn ra nhanh chóng đòi hỏi sự đầu tư cho lĩnh vực này rất cao. Có thể thấy rằng, sự phát triển của nền kinh tế sẽ là tiền đề cho sự phát triển của ngành XDBĐS và sự phát triển của ngành này gắn liền với sự phát triển của nền kinh tế. Trong giai đoạn từ 2010-2016, nền kinh tế Việt Nam có mức tăng trưởng khá ổn định. Từ hình 4.1 có thể thấy mức tăng trưởng GDP năm 2012 đạt 4.1%, năm 2013 đạt 4.3% cao nhất trong giai đoạn này là năm 2015 đạt mức 5.5%. GDP bình quân đầu người ở mức khoảng 1,755 USD/người/năm năm 2012 và tăng lên mức 2,186 USD/người/năm trong năm 2016. Những con số này sẽ có tác động đáng kể đến sự phát triển của ngành nghiên cứu.

Hình 4.1 Tỷ lệ tăng trưởng GDP và GDP bình quân/người từ 2012-2016

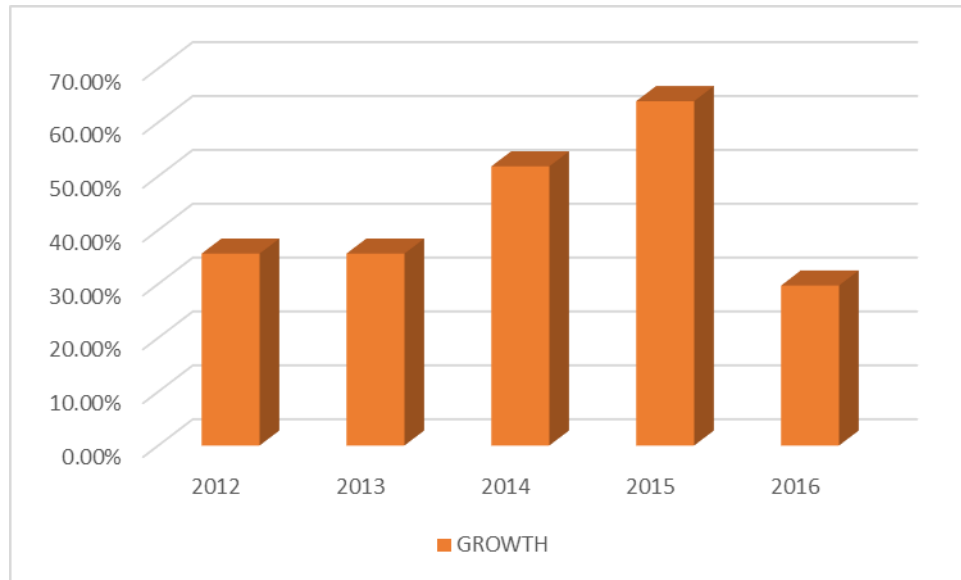


(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ World Bank⁶)

Sự phát triển của ngành XDBĐS mang tính chu kỳ. Có những giai đoạn cao trào với sự tăng trưởng doanh số cực kỳ cao nhưng cũng có lúc rơi vào giai đoạn suy thoái mà thị trường gần như bị đóng băng. Bên cạnh đó là sự bất ổn định về giá bởi các yếu tố ảnh hưởng đến thị trường Bất Động Sản như: lãi suất, giá nguyên liệu đầu vào, nguồn cung cầu rất khó nắm bắt cùng những yếu tố đầu vào của một dự án Bất Động Sản là: quỹ đất, cơ sở hạ tầng và các công trình xây dựng trên đất, tiền thuê sử dụng đất, tiền giải phóng mặt bằng cũng tác động rất nhiều đến sự tăng trưởng của ngành.

⁶ <https://data.worldbank.org/indicator/10/10/2017>

Hình 4.2 Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp nghiên cứu từ 2012-2016



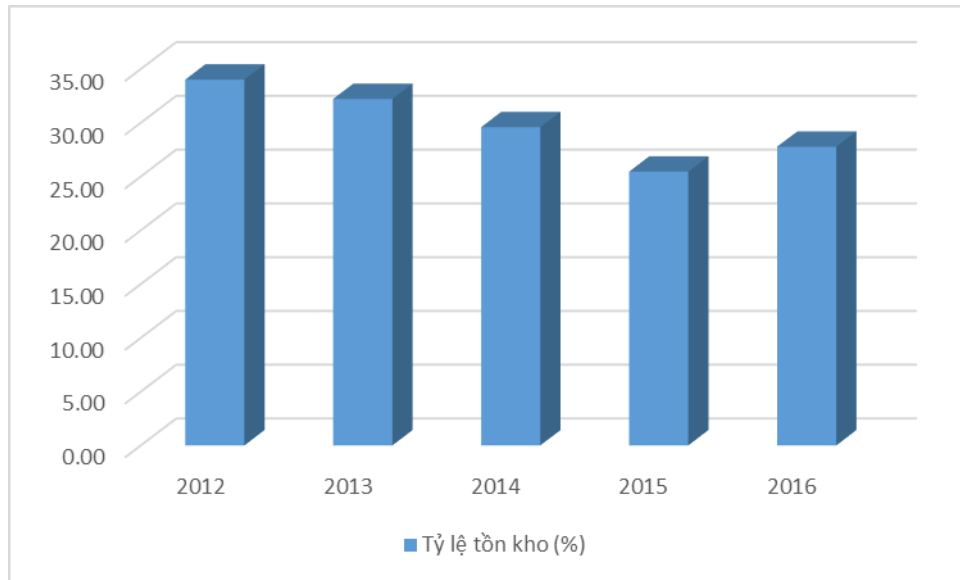
(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới từ năm 2009 vẫn kéo dài đến tận năm 2012 có tác động rất lớn đến tăng trưởng của ngành. Dù không rơi vào tình trạng đóng băng xuống tận đáy như năm 2009 song giai đoạn 2012-2013 cũng là một giai đoạn bình lặng chững lại của ngành. Đây được xem như một bước chuyển tiếp để ngành thoát khỏi ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế và tiến vào giai đoạn cao trào tiếp theo. Giai đoạn 2014-2015, khi nền kinh tế được phục hồi, tăng trưởng GDP cũng cao lên, bên cạnh đó là những thuận lợi từ các chính sách hỗ trợ của nhà nước về các quỹ tín dụng và lãi suất ưu đãi đã đưa ngành xây dựng tiến vào giai đoạn cao trào mới. Tuy nhiên, theo các chuyên gia, lần tăng trưởng này lành mạnh hơn nhiều so với chu kỳ tăng trưởng rất mạnh ở thời kỳ trước 2010 như là một cái bong bóng trước khi bị vỡ bởi các nhà đầu tư, quản lý đã có một bài học kinh nghiệm nhất định từ giai đoạn đó cộng với việc giữ vai trò quan trọng của ngành trong sự phát triển của nền kinh tế. Năm 2016 tuy rằng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu không cao như hai năm trước đó, song nó vẫn là một năm phát triển đầy khả quan của ngành mà không bị rơi vào giai đoạn thoái trào sau cao trào năm 2015. Sau khi ngành XDBĐS phục hồi và ấm lên, các quỹ hỗ trợ và chính sách ưu đãi lãi

suất của chính phủ không còn, ngân hàng Nhà nước thắt chặt dòng tiền đổ vào đầu tư XDBĐS cũng là một nguyên nhân làm cho ngành chững lại. Tuy nhiên, dù không được hưởng ưu đãi trực tiếp từ ngân hàng Nhà nước song bởi vì tăng trưởng GDP và gói kích cầu ưu đãi từ lãi suất thấp hỗ trợ cho những người mua nhà, tăng trưởng của ngành vẫn rất khả quan. Bởi vì nguyên tắc ghi nhận kế toán của ngành nên doanh thu năm 2016 trên sổ sách kế toán không cao. Nhưng đến năm 2017 và đầu năm 2018 khi mà các dự án đầu tư được bàn giao, doanh thu từ năm 2016 được ghi nhận trên sổ sách sẽ cho thấy được sự phát triển của ngành trong những năm gần đây.

Một tín hiệu tốt nữa từ thị trường là tồn kho bất động sản đang giảm dần qua các năm. Nếu năm 2012, tồn kho trung bình của các doanh nghiệp nghiên cứu ở mức gần 87 ngàn tỷ chiếm khoảng hơn 34% giá trị tổng tài sản thì tới năm 2015, con số này giảm xuống còn hơn 25% so với tổng tài sản. Năm 2016, mức tồn kho là 27.77% tương đương với khoảng hơn 150 ngàn tỷ đồng. Qua sáu tháng đầu năm 2017, tỷ lệ tồn kho trong ngành XDBĐS đã giảm hơn 5,300 tỷ đồng so với tháng 12 năm 2016. Tuy nhiên, tốc độ giảm tồn kho đang chậm lại vì nhiều dự án đang được triển khai lại sẽ bổ sung vào lượng bất động sản đang còn tồn đọng. Tồn kho trong ngành giảm rất nhiều so với thời kỳ ứ đọng 2012-2013 một phần nhờ vào sự dịch chuyển cơ cấu phân phối phân khúc bất động sản đồng đều hơn từ phân khúc cao cấp tới bình dân. Tính thanh khoản tốt và giao dịch sôi động hơn ở mọi phân khúc, đặc biệt là phân khúc căn hộ chung cư cao cấp và bình dân. Từ năm 2016 đến đầu năm 2017, mặt bằng giá cũng được thiết lập lại và được duy trì ổn định, ít xảy ra bong bóng hơn những năm trước đó. Giá bán trở nên hợp lý hơn nên các giao dịch trong phân khúc bình dân giá rẻ, tầm trung cũng nhộn nhịp hơn hẳn. Lượng giao dịch bất động sản tăng mạnh trong thời gian qua đã làm tồn kho giảm mạnh mẽ. Tồn kho chủ yếu là tại các dự án đất nền xa trung tâm, cơ sở hạ tầng còn chưa đầy đủ trong khi phân khúc cao cấp nằm trong trung tâm với các điều kiện thuận lợi vẫn đang chiếm giữ một lượng giao dịch rất tốt.

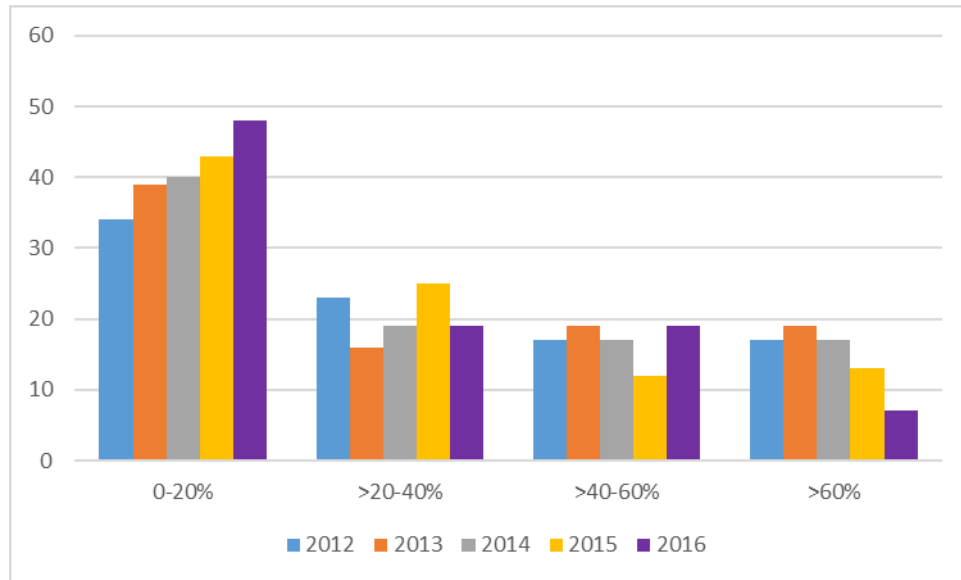
Hình 4.3: Tỷ lệ tồn kho của các doanh nghiệp nghiên cứu từ 2012-2016



(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

Giá trị tồn kho của các doanh nghiệp ngành XDBDS trên HOSE đa số rơi vào nhóm từ 0 đến 20% so với tổng tài sản. Năm 2012 có 34 doanh nghiệp có tồn kho thấp hơn 20%, đến năm 2016 số lượng doanh nghiệp trong nhóm này tăng lên 48. Hình 4.4 thể hiện rõ số lượng các doanh nghiệp thuộc nhóm này vẫn nhiều lên qua các năm. Bù vào đó, số lượng các doanh nghiệp có giá trị tồn kho trên 60% đang có xu hướng ít dần. Năm 2013, có tới 17 doanh nghiệp nằm trong nhóm này nhưng đến năm 2016 chỉ còn 7 doanh nghiệp. Tỷ lệ tồn kho cao nhất năm 2012 là hơn 95%, năm 2013 là hơn 91%, năm 2015 giảm xuống còn hơn 80%, đến cuối năm 2016 là hơn 81%. Như vậy, không chỉ số lượng các doanh nghiệp tồn kho nhiều giảm xuống mà tỷ lệ tồn kho cũng giảm khá nhiều. Trong khoảng >20-40% và >40-60% không có nhiều biến động nhưng các doanh nghiệp vẫn có xu hướng giảm xuống mức tồn kho thấp hơn. Điều này chứng tỏ các doanh nghiệp đã ít bị giam vốn hơn trong các bất động sản tồn đọng.

Hình 4.4 Tôn kho của các doanh nghiệp nghiên cứu theo nhóm tỷ lệ từ năm 2012-2016



(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

4.1.1.2 Dự báo tăng trưởng của ngành Xây dựng-Bất động sản giai đoạn 2017-2020

Sự tăng trưởng của ngành XDBĐS mang tính chu kỳ. Theo dự báo của Hiệp hội Bất động sản TP.HCM (HoREA) thì giai đoạn từ 2017-2020, ngành này sẽ tiếp tục phục hồi phát triển và tăng trưởng theo chiều hướng khả quan. Nhờ những thuận lợi từ sự khởi sắc của nền kinh tế thế giới và cả ở Việt Nam. Theo các chuyên gia nhận định thì “từ năm 2010 đến nay chưa có năm nào mà sự cải thiện tăng trưởng từ quý 1 đến quý 3 mạnh như năm 2017”. Với những con số cụ thể như, quý 1 tăng 5.15%, quý 2 tăng 6.28% và ước tính quý 3 tăng 7.46%⁷. Cùng với sự tăng trưởng của nền kinh tế là sự tăng trưởng tín dụng và bên cạnh đó là sự ổn định, hợp lý của lãi suất, thanh khoản. Chính những thuận lợi này sẽ đẩy nhu cầu về bất động sản lên cao. Bên cạnh đó, những thuận lợi về nguồn vốn đầu tư nước ngoài, kiều hối, quỹ đất dùng cho xây dựng, tỷ lệ dân số vàng, sự phát triển của khoa học công nghệ, hệ thống cơ sở hạ tầng mới đều sẽ tạo điều kiện để thúc đẩy cho sự phát triển của ngành. Giai đoạn 2017-2020, thị trường sẽ có sự điều chỉnh nguồn cung trở nên cân bằng và hợp lý hơn, không còn phát triển lệch về hướng thị trường bất động sản cao cấp và phân

⁷ <https://cafeland.vn/tin-tuc/bat-dong-san-cuoi-2017-nhieu-gam-mau-sang-69465.html>

khúc nghỉ dưỡng như giai đoạn 2015-2016. Xu thế hợp tác của các doanh nghiệp sẽ là tất yếu, giai đoạn này sẽ là thời kì của mua bán, sáp nhập, chuyển nhượng.⁸ Những bài học từ giai đoạn trước sẽ khiến các nhà quản lý thận trọng hơn trong việc dùng nợ, đầu tư dàn trải. Thị trường sẽ phát triển theo hướng vững chắc chứ không còn là sự bùng nổ bong bóng như giai đoạn trước.

4.1.2 Thực trạng sử dụng cấu trúc vốn của các doanh nghiệp nghiên cứu

Ngành XDBĐS đòi hỏi vốn đầu tư lớn, vay nợ cao, giá cả hàng hóa đầu vào như sắt, thép liên tục biến động, nên rủi ro của ngành là rất lớn vì do biến động cùng chiều nên khi nền kinh tế khủng hoảng thì sẽ làm cho các chủ đầu tư cũng như toàn bộ thị trường đóng băng, ảnh hưởng nặng nề.

Bảng 4.1 Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016

Năm	2012	2013	2014	2015	2016
Tỷ lệ tổng nợ/Tổng tài sản	56.77%	55.49%	53.41%	52.88%	52.58%

(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Bởi vì nhu cầu về vốn đầu tư rất lớn, các doanh nghiệp trong ngành thường có nhu cầu sử dụng nhiều nợ, mức nợ qua các năm từ 2012 đến 2016 đều được duy trì trên mức 50% so với tổng tài sản thậm chí có những doanh nghiệp sử dụng nợ trên mức 80%. Đây là một hiện tượng bình thường với đặc điểm của ngành. Tuy nhiên, việc sử dụng nhiều nợ cũng gia tăng áp lực lên các doanh nghiệp khi lãi suất không còn ưu đãi, nợ phải trả quá lớn so với khả năng thanh toán sẽ dễ dẫn đến vỡ nợ. Đối với các doanh nghiệp mà nợ phải trả gấp hai, ba lần vốn chủ sở hữu thì khả năng vỡ nợ lại càng hiện hữu. Chi phí lãi vay mà các doanh nghiệp phải trả rất lớn, đặc biệt là khi ngân hàng và các quỹ tín dụng đang siết các khoản nợ vay. Dù thị trường đang tốt nhưng giá bán cạnh tranh cũng làm giảm biên độ lợi nhuận của các doanh nghiệp nên chi phí vốn vay gần như chiếm phần lớn lợi nhuận của các nhà đầu tư.

⁸ <https://laodong.vn/bat-dong-san/diem-danh-10-du-bao-ve-thi-truong-bat-dong-san-trong-nam-2017-624405.blđ>

4.1.2.1 Nợ ngắn hạn

Các doanh nghiệp trong ngành XDBĐS thường sử dụng rất nhiều nợ ngắn hạn, thường xuyên chiếm tới 2/3 tổng nợ. Đặc biệt ở các doanh nghiệp lớn, các nguồn nợ có phát sinh chi phí lãi vay là rất nhiều thậm chí bằng hoặc hơn nguồn vốn sở hữu. Đối với các doanh nghiệp nghiên cứu, thì mức trung bình nợ ngắn hạn cũng chiếm hơn 1/3 tổng tài sản của doanh nghiệp như bảng 4.2.

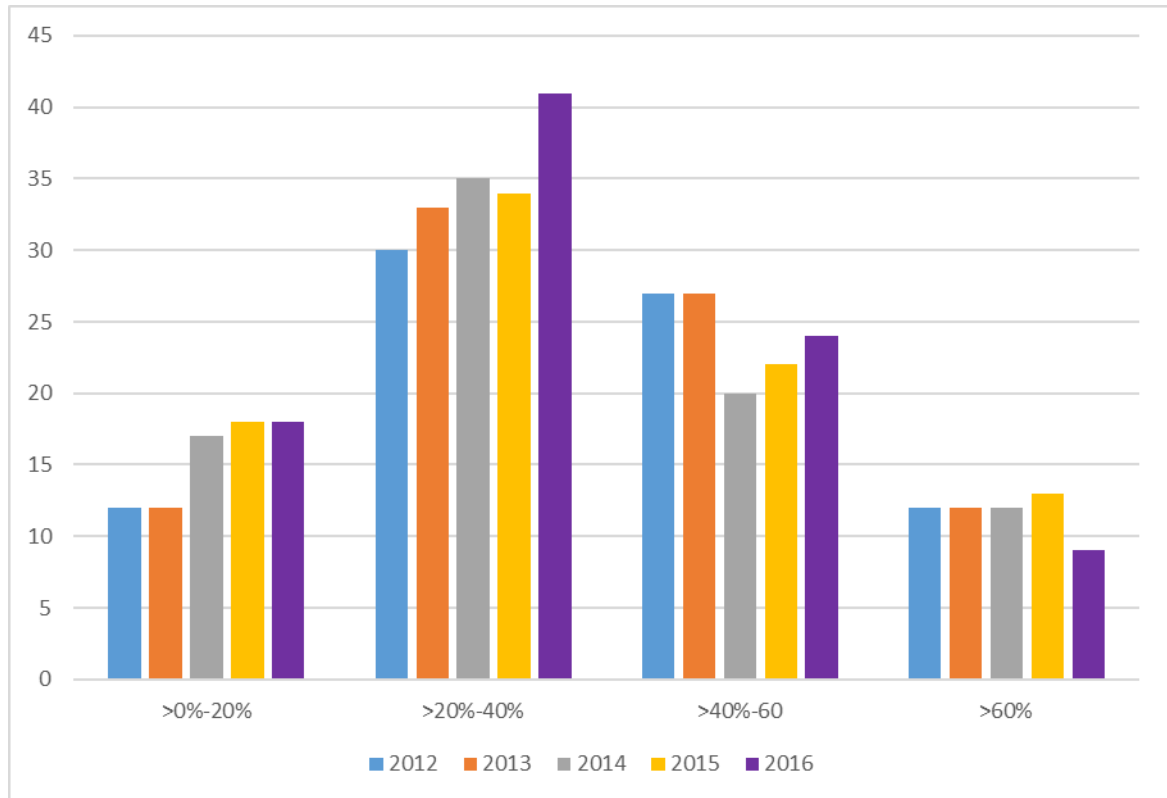
Bảng 4.2 Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016

Năm	2012	2013	2014	2015	2016
Tỷ lệ nợ ngắn hạn/ Tổng tài sản	39.23%	39.49%	36.27%	35.30%	35.73%

(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Các khoản nợ ngắn hạn có thời gian thanh toán ngắn, việc duy trì mức nợ cao sẽ ảnh hưởng tới khả năng thanh khoản của doanh nghiệp; đặc biệt khi lượng tồn kho còn nhiều, vòng quay tồn kho chậm sẽ càng làm tăng hệ số rủi ro cho doanh nghiệp. Hình 4.5 cho thấy phần lớn các doanh nghiệp trong nghiên cứu có mức sử dụng nợ ngắn hạn ở tỷ lệ từ trên 20% tới 40%. Số lượng các doanh nghiệp dùng nợ ở tỷ lệ này có xu hướng thay đổi tăng lên cùng với nhóm các doanh nghiệp dùng nợ ngắn hạn dưới 20%, mặc dù chiếm tỷ lệ không quá nhiều, nhưng nhóm này khá ổn định và có xu hướng tăng lên trong những năm về sau. Điều này cho thấy các doanh nghiệp đang có xu hướng giảm bớt nợ trong cơ cấu vốn của mình. Nhóm các doanh nghiệp dùng nợ ngắn hạn trong mức trên 40% đến 60% chiếm tỷ trọng khá lớn, tuy nhiên, nhóm này giảm khá nhiều vào năm 2014.

Hình 4.5 Nhóm tỷ lệ các doanh nghiệp nghiên cứu dùng nợ ngắn hạn từ năm 2012-2016



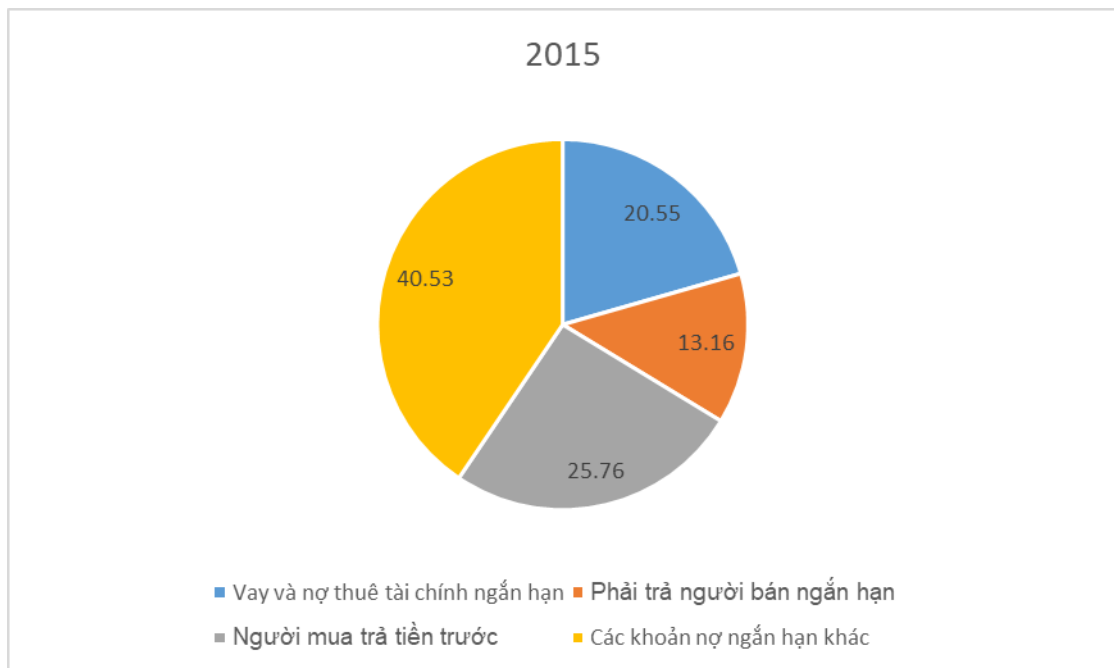
(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

Một trong những nguyên nhân dẫn đến sự hạn chế dùng nợ của các doanh nghiệp trong nghiên cứu này là các chính sách điều chỉnh lãi suất từ ngân hàng Nhà nước cũng như những kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng kinh tế trước đó tác động mạnh lên thị trường ngành XDBDS. Bên cạnh đó, việc thông tư 36 được ngân hàng Nhà nước điều chỉnh theo hướng giảm trần sử dụng vốn ngắn hạn và tăng rủi ro các khoản phải đòi từ mức 150% lên 200% cũng buộc các doanh nghiệp phải điều chỉnh lại cơ cấu nợ của mình.⁹ Ở mức tỷ lệ nợ trên 60%, hầu như số lượng các doanh nghiệp dùng nhiều nợ vậy là rất ít và có tính ổn định. Việc dùng nợ nhiều sẽ mang đến nhiều rủi ro cho doanh nghiệp nên đa phần các doanh nghiệp đều thận trọng và cân nhắc khi dùng nợ ở mức độ này.

⁹ <http://cafefbiz.vn/thi-truong-bat-dong-san-va-noi-lo-muon-thuo-khat-von-20160417192523814.chn>

Trong nợ ngắn hạn, việc phân bổ các loại nợ cũng khác nhau và được điều chỉnh, thay đổi qua các năm. Năm 2015, các khoản vay và thuê tài chính ngắn hạn chiếm hơn 20% nợ ngắn hạn, chiếm dụng người bán hơn 13% và nhiều nhất là khoản người mua trả trước gần 26%. Như vậy, các khoản nợ ngắn hạn có phát sinh chi phí lãi cũng không quá lớn.

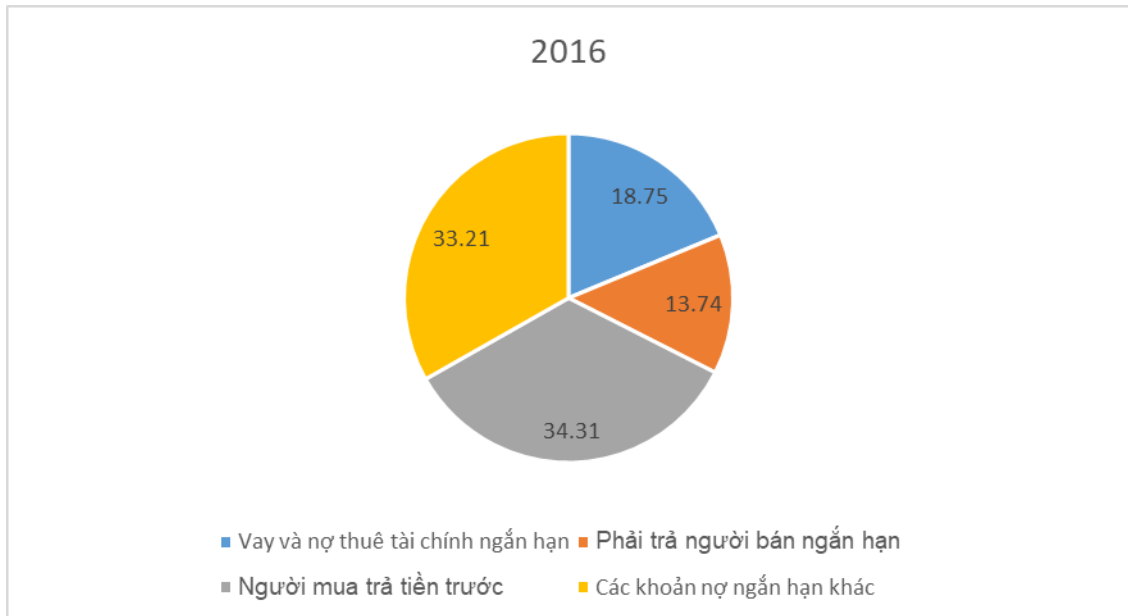
Hình 4.6 Cơ cấu các loại nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp nghiên cứu năm 2015



(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

Cơ cấu phân bổ các loại nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp cũng có sự thay đổi trong những năm gần đây. Các khoản vay và nợ thuê tài chính đang được các doanh nghiệp điều chỉnh giảm xuống gần 2% so với năm trước đó. Các nguồn vốn chiếm dụng tăng thêm khá nhiều, đặc biệt là khoản người mua trả tiền trước. Năm 2016, khoản chiếm dụng của người mua tăng lên mức hơn 34% so với tổng nợ ngắn hạn. Việc người mua trả tiền trước cũng là một dấu hiệu cho thấy sự khả quan của thị trường và việc đặt niềm tin vào doanh nghiệp của khách hàng cũng tăng lên nhiều. Khoản chiếm dụng vốn này sẽ giúp doanh nghiệp tăng thêm vốn xoay vòng, hoạt động mà không gây nên quá nhiều áp lực về chi phí và rủi ro.

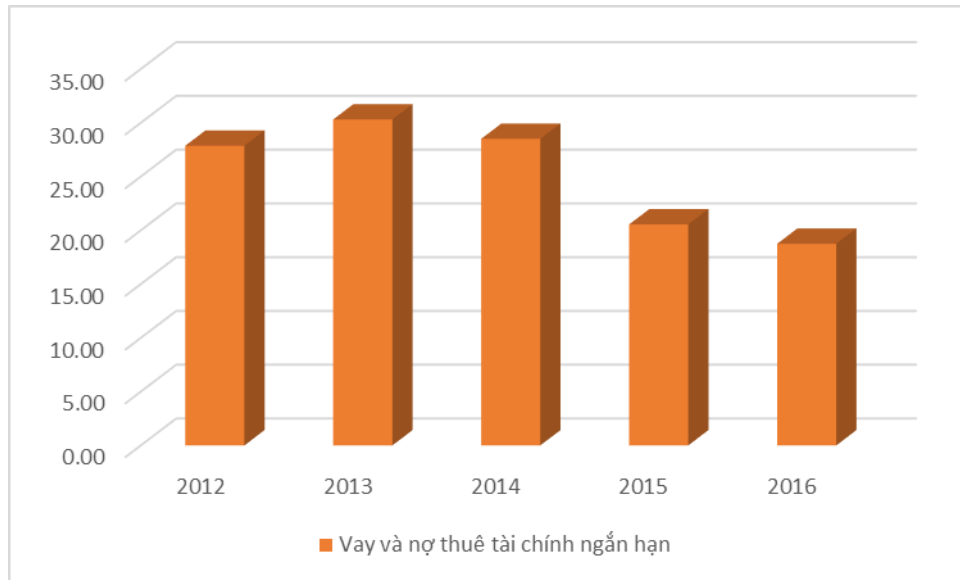
Hình 4.7 Cơ cấu các loại nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp nghiên cứu năm 2016



(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

Các khoản vay và thuê tài chính ngắn hạn của các doanh nghiệp trong ngành XDBDS vẫn đang giảm dần xuống qua các năm. Hình 4.8 là một biểu đồ cho thấy xu hướng giảm trong những năm về sau của khoản nợ này. Năm 2013, khoản nợ này chiếm tỷ lệ hơn 30% tổng nợ ngắn hạn nhưng đến năm 2016 con số này đã giảm hơn 10% xuống mức dưới 20% trong tổng nợ ngắn hạn. Việc giảm khoản nợ này một phần đến từ sự điều chỉnh chính sách tín dụng. Sự ổn định của thị trường làm tăng khoản nợ người mua trả trước kéo theo tổng nợ ngắn hạn tăng lên. Sử dụng ít nợ vay và thuê tín dụng ngắn hạn cũng làm giảm bớt chi phí lãi vay và khả năng thanh khoản trong ngắn hạn cho các doanh nghiệp. So sánh sự tăng giảm của tỷ lệ nợ vay và thuê tài chính ngắn hạn cũng có sự tương quan với ROA, ROE. Theo đó, khi khoản nợ này tăng lên thì ROE, ROA giảm, khi khoản nợ này giảm xuống thì ROE, ROA tăng.

Hình 4.8 Tỷ lệ vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016

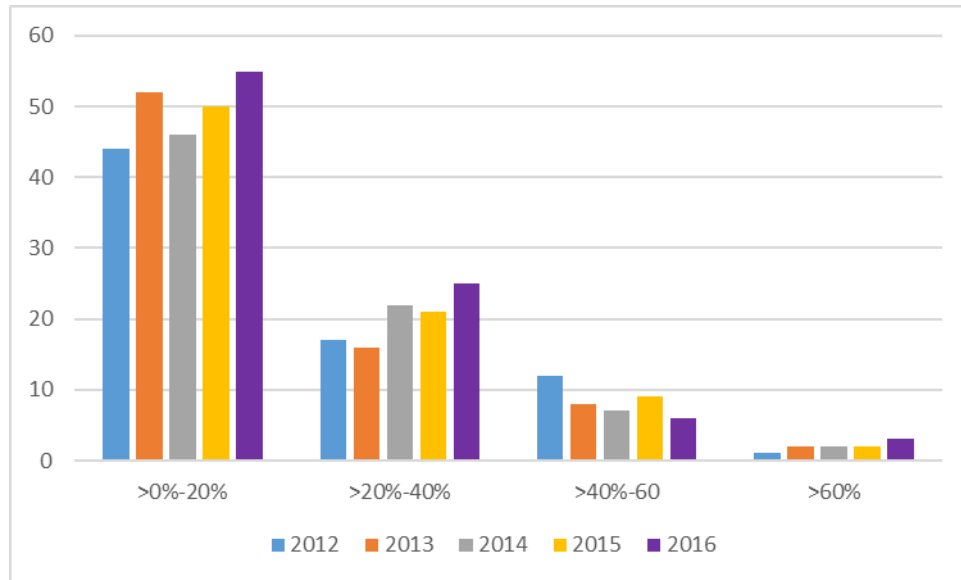


(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

4.1.2.2 Nợ dài hạn

Nợ dài hạn là một trong các nguồn vốn quan trọng của doanh nghiệp trong ngành. Bởi vì sản phẩm của các doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS đa số đều có thời gian thu hồi vốn dài, vòng đời sản phẩm dài. Nên các khoản nợ có thời hạn thanh toán lâu là rất cần cho các doanh nghiệp hoạt động. Tuy nhiên, nguồn vốn từ nợ dài hạn thường rất khó huy động, lãi suất cao và rủi ro lớn. Hình 4.9 cho thấy tỷ lệ dùng nợ dài hạn của các doanh nghiệp trong ngành đều khá ổn định ở các nhóm. Đa số các doanh nghiệp chỉ dùng nợ dài hạn dưới mức 20%. Một số ít doanh nghiệp dùng nợ dài hạn ở mức từ 20% đến 40%. Và rất ít các doanh nghiệp dùng nợ trên 40%. Trong đó, các khoản vay và thuê tài chính dài hạn chiếm đến khoảng 80% tổng nợ dài hạn. Dù tỷ lệ này đang được các doanh nghiệp kéo giảm xuống song mức độ các khoản vay phát sinh lãi vẫn là rất lớn. Đa phần các khoản vay dài hạn này đều được dùng tài sản để bảo đảm. Ngoại trừ khoản lãi suất không hề nhỏ các doanh nghiệp phải trả thì việc trả nợ khi đến kỳ hạn cũng là một gánh nặng cho doanh nghiệp nếu doanh nghiệp không đạt được lại đủ doanh thu theo kế hoạch hay còn tồn đọng hàng tồn kho quá nhiều.

Hình 4.9 Nhóm tỷ lệ các doanh nghiệp nghiên cứu dùng nợ dài hạn từ 2012-2016



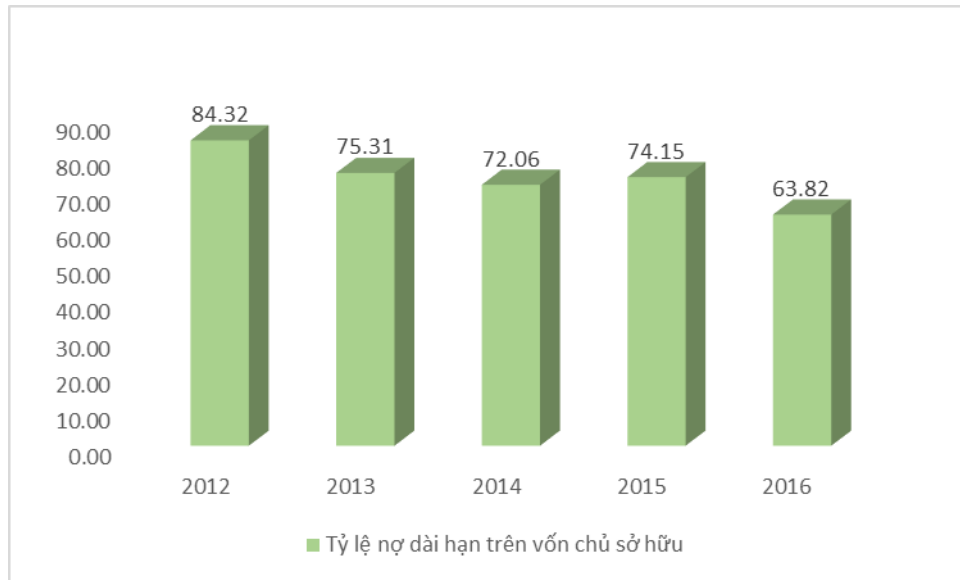
(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Cafef)

Nợ dài hạn mang đến nhiều rủi ro hơn cho doanh nghiệp cũng như gia tăng các áp lực về lãi suất cùng với các chính sách tín dụng thắt chặt, khó giải ngân vốn ngân hàng, tỷ lệ nguồn vốn trung, dài hạn còn thiếu cũng làm cho các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động vốn dài hạn¹⁰.

Các khoản nợ dài hạn của các doanh nghiệp dù chiếm khoảng trên 20% tổng nợ nhưng nếu so với vốn chủ sở hữu thì lại có một tỷ lệ rất lớn. Một vài doanh nghiệp có khoản nợ dài hạn lớn hơn gấp hai, ba lần thậm chí gấp bốn lần so với vốn chủ sở hữu ví dụ như HTI, C47, TDC, PDR, CTI, CIG.... Xét về trung bình trong ngành, các khoản nợ dài hạn này so với vốn chủ sở hữu khoảng bằng hơn 80% năm 2012 và giảm dần trong những năm gần đây. Đến năm 2016 khoản này giảm còn ở mức bằng 63,82% vốn chủ sở hữu. Một phần đến từ việc các khoản nợ dài hạn đã giảm xuống ngoài ra còn bởi vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp trong ngành cũng tăng thêm.

¹⁰ <https://thanhnien.vn/kinh-doanh/vay-dau-tu-bat-dong-san-kho-hon-793036.html>

Hình 4.10 Tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp nghiên cứu từ năm 2012-2016



(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu từ Cafef)

4.1.3 ROE và ROA của các doanh nghiệp nghiên cứu

Bảng 4.3 ROE trung bình của các doanh nghiệp nghiên cứu

Năm	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	6.75	5.84	(2.41)	10.05	9.85

(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Bảng 4.4 ROA trung bình của các doanh nghiệp nghiên cứu

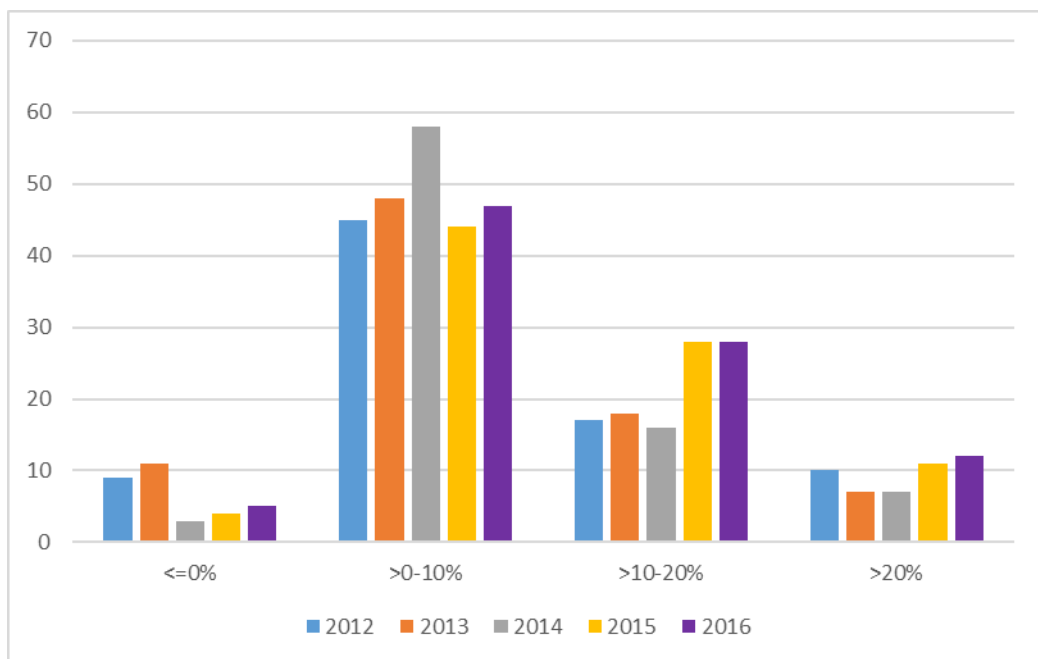
Năm	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	3.00	2.77	3.51	4.72	4.67

(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của các doanh nghiệp nghiên cứu cũng rất khả quan. Tuy nhiên ROE qua các năm có sự biến động rất lớn, đặc biệt là năm 2014. ROE trung bình ngành ở mức -2.41. Sở dĩ ROE của ngành năm 2014 ở mức thấp như vậy là bởi vì Công ty Cổ phần Xây Lắp Đường Ống Bể Chứa Dầu Khí (PXT) có mức lợi nhuận sau thuế âm đến gần 160 tỷ khiến cho ROE của công ty này xuống mức âm 783.64 kéo theo sự sụt giảm ROE của toàn ngành. Trên thực tế, trong năm này, trong số 84 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE chỉ có 6 doanh

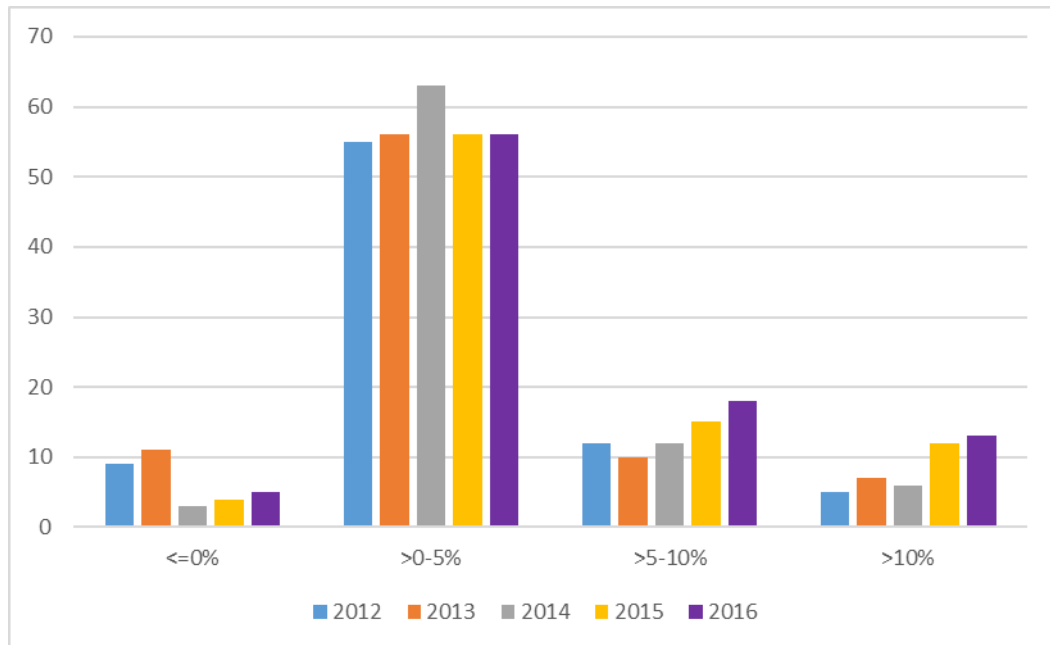
ng nghiệp có ROE âm, những doanh nghiệp còn lại đều có ROE dương trong đó có đến 46 doanh nghiệp có mức ROE trên 5, và có 6 doanh nghiệp thậm chí ROE trên 20. Năm 2015, số doanh nghiệp có ROE trên 20 là 10 doanh nghiệp và năm 2016 là 11. Điều này cũng tương tự với ROA, cho thấy rằng khả năng quản lý và sử dụng tài sản, vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp ngày càng hiệu quả hơn. Chính vì vậy, tác giả đã có sự điều chỉnh bằng cách loại bỏ điểm dị biệt và kết quả khi nhóm các doanh nghiệp nghiên cứu theo ROE và ROA như hình 4.11 và hình 4.12 bên dưới.

Hình 4.11 Nhóm tỷ lệ ROE của các doanh nghiệp nghiên cứu



(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Hình 4.12 Nhóm tỷ lệ ROA của các doanh nghiệp nghiên cứu



(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Hình 4.11 thể hiện tỷ lệ ROE của các doanh nghiệp nghiên cứu nằm nhiều nhất trong khoảng dương dưới 10%. Nhóm này chiếm tỷ lệ khoảng 60% số doanh nghiệp nghiên cứu và có sự ổn định qua các năm. Một số ít doanh nghiệp có ROE âm và số này có xu hướng giảm xuống khá nhiều kể từ năm 2014; thay vào đó số lượng các doanh nghiệp có ROE dương dưới 10% lại tăng lên. Điều này cho thấy các doanh nghiệp đã dần thoát ra được ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế và hoạt động có hiệu quả, thận trọng hơn. Số lượng các doanh nghiệp có ROE từ trên 10% đến 20% cũng ngày càng nhiều. Con số này tăng 1.5 lần kể từ năm 2012 đến 2016. Nhóm cuối cùng là các doanh nghiệp có ROE trên 20% cũng có xu hướng tăng trong những năm gần đây. So với năm 2012, năm 2016 số lượng các doanh nghiệp trong nhóm này tăng gấp hơn 2.5 lần. Đa phần các doanh nghiệp nằm trong nhóm này đều có ROE rất cao và ổn định qua các năm như NNC, PTB, BMP, C32, LM8,... Riêng trường hợp PXT có sự biến động rất lớn khi mà ROE năm 2014 là một con số âm rất lớn thì đến năm 2015 ROE lại đạt mức ấn tượng hơn 68%, lớn nhất trong tất cả các doanh nghiệp nghiên cứu năm 2015 do doanh nghiệp đã có sự

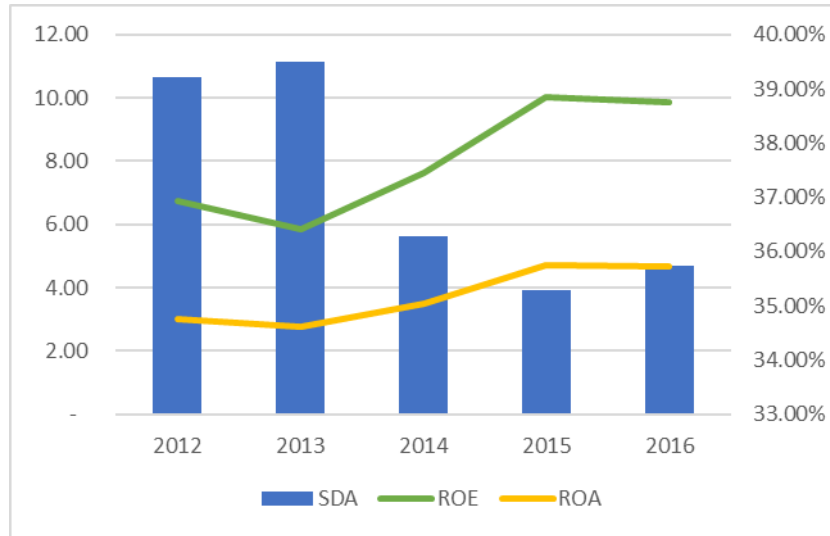
cân bằng hợp lý hơn giữa doanh thu và chi phí cùng với việc chi phí lãi vay giảm rất nhiều so với năm trước đó.

Tương tự với ROE, hình 4.12 thể hiện tỷ lệ nhóm ROA các doanh nghiệp trong nghiên cứu. Tỷ lệ này gần như ổn định qua các năm và đa phần ROA của doanh nghiệp nằm trong khoảng từ trên 0-5%. Đây cũng là nhóm ổn định nhất, số lượng các doanh nghiệp gần như không biến động qua các năm ngoại trừ năm 2014 có tăng thêm một số doanh nghiệp chuyển từ nhóm ROA âm sang nhóm ROA dương dưới 5%. Số lượng các doanh nghiệp có ROA từ năm 2014 trở về sau ít hơn nhiều so với 2 năm 2012, 2013. Số lượng các doanh nghiệp có ROA từ trên 5% tới 10% cũng có xu hướng tăng lên qua các năm. Năm 2016 có 18 doanh nghiệp nằm trong nhóm này, tăng 1.5 lần so với năm 2012. Số các doanh nghiệp có ROA trên 10% cũng tăng rất nhiều trong những năm gần đây. Cụ thể, năm 2016 có 13 doanh nghiệp nằm trong nhóm này so với năm 2012 chỉ có 5 doanh nghiệp và nhóm này đa số cũng là nhóm có ROE cao và ổn định.

4.1.4 Tác động của cấu trúc vốn lên KNSL của các doanh nghiệp nghiên cứu giai đoạn 2012-2016

Dựa vào hình 4.13 có thể thấy ROE có sự biến động theo các mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Việc dùng nợ càng nhiều thì tương ứng giá trị ROE sẽ càng thấp. Cụ thể năm 2012 khi các doanh nghiệp dùng nợ ngắn hạn trung bình ở mức 39.23% so với tổng tài sản thì ROE trung bình đạt được là 6.75%. Qua năm 2013 khi mức dùng nợ trung bình tăng lên 39.49% thì ROE giảm chỉ còn 5.84%. Năm 2016 khi mức độ dùng nợ giảm còn 35.73% thì ROE lại tăng lên 9.85%. Từ những thông tin này, có thể nghi ngờ có một mối quan hệ nghịch giữa ROE và nợ ngắn hạn.

Hình 4.13 ROE, ROA và SDA các doanh nghiệp nghiên cứu

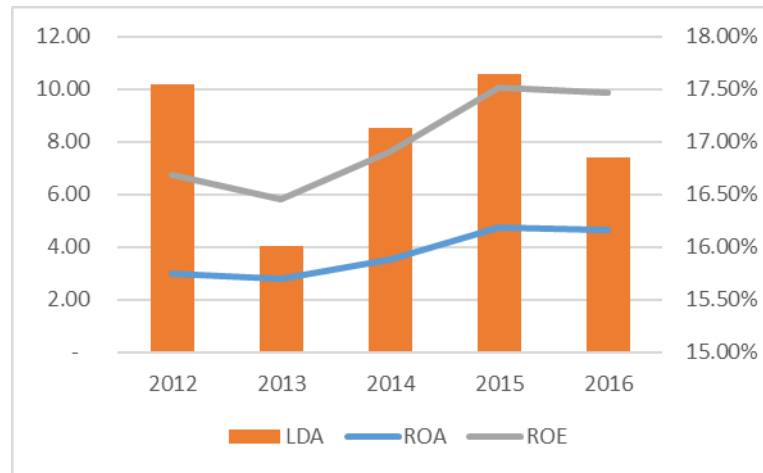


(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

Tương tự với kết quả ROE, mối quan hệ giữa ROA và SDA được thể hiện qua hình 4-7 cho thấy có mối quan hệ nghịch giữa ROA và SDA. Năm 2012, ROA trung bình ngành ở mức 3.00%, đến năm 2013 khi nợ ngắn hạn được dùng nhiều hơn thì ROA giảm xuống còn 2.77%. Qua năm 2014 khi các doanh nghiệp hạn chế dùng nợ hơn thì ROA lại tăng lên mức 3.51% trung bình ngành. Năm 2016, ROA là 4.67% với tỷ lệ dùng nợ ngắn hạn trên tổng tài sản trung bình là 35.73%.

Trái với nợ ngắn hạn, kết quả quan sát việc dùng nợ dài hạn từ hình 4.14 bên dưới lại cho thấy có mối tương quan thuận chiều giữa việc sử dụng nợ và giá trị ROE, ROA. Cụ thể trong năm 2012, khi các doanh nghiệp dùng nợ trung bình ở mức 17.54% trên tổng tài sản thì ROE đạt trung bình 6.75, ROA ở mức 3.00 nhưng đến năm 2013 khi các doanh nghiệp sử dụng ít nợ dài hạn hơn, chiếm 16.01% giá trị tổng tài sản thì ROE chỉ còn 5.84 và ROA giảm xuống còn 2.77. Năm 2014, ROE và ROA đều tăng lên lần lượt là 7.62 và 3.51 khi giá trị nợ dài hạn trung bình tăng lên 17.14%. Cũng như vậy, đến năm 2015 khi LDA tăng lên 17.65% thì ROE tăng lên 10.05 và ROA tăng lên 4.72 nhưng đến năm 2016 lại giảm xuống 9.85 và 4.67 khi nợ giảm xuống còn 16.85%.

Hình 4.14 ROE, ROA và LDA các doanh nghiệp nghiên cứu



(Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu Cafef)

4.2 Kết quả nghiên cứu

4.2.1 Thống kê mô tả

Nghiên cứu này được tác giả thực hiện với 95 doanh nghiệp thuộc ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE giai đoạn từ năm 2012-2016 với mẫu nghiên cứu gồm 431 quan sát được tóm tắt trong bảng 4.5.

Bảng 4.5 Kết quả thống kê các biến số trong mẫu nghiên cứu

Variable	Mean	Sd	Min	Max	Skewness	Kurtosis
ROE	5.436893	41.08039	-783.6373	68.72711	-16.72183	318.3446
ROA	3.527406	6.784311	-54.36149	37.39172	-.1345839	19.15423
SDA	.3758527	.1936578	.0141365	.9293714	.3311647	2.40027
LDA	.1675167	.1676253	0	.6731665	1.025782	3.245629
SIZE	28.02766	1.247358	25.58137	32.82648	.6621132	3.652355
TANG	.1585136	.1948191	0	.915833	1.9144	6.392302
GROWTH	40.90664	138.4312	-95.21206	1093.407	4.674641	29.71655
CR	2.365289	2.262135	.2267725	19.66348	3.790021	22.46241

(Nguồn: Tác giả tính toán trên nguồn số liệu Cafef)

Theo đó, có nhiều biến có độ lệch chuẩn khá lớn. Với từng biến cụ thể như sau:

ROE có giá trị trung bình là 5.437 với độ lệch chuẩn cao cho thấy khoảng biến thiên của biến này rất lớn. Chênh lệch giữa giá trị nhỏ nhất và lớn nhất cũng rất lớn. Tuy

nhiên, giá trị nhỏ nhất của biến này có thể là một điểm dị biệt khác xa các quan sát khác. Giá trị ROE trung bình không quá cao do trong giai đoạn nghiên cứu vẫn còn những năm ảnh hưởng từ khủng hoảng nên đa phần các doanh nghiệp hoạt động còn nhiều khó khăn. Đặc biệt, dù chỉ một vài doanh nghiệp có ROE âm, nhưng lại quá thấp cũng có thể kéo trung bình chung của biến này giảm xuống. Giá trị này cũng có độ lệch và độ nhọn khá đáng kể. Cụ thể, hệ số Skewness cho biết ROE bị lệch trái và Kurtosis của ROE cho thấy về độ nhọn thì cực kỳ gầy.

ROA có giá trị trung bình là 3.527; độ biến thiên của giá trị này ít hơn rất nhiều so với biến ROE do độ lệch chuẩn thấp hơn nhưng vẫn còn khá cao là 6.784. ROA cũng lệch trái và rất gầy. Giá trị lớn nhất là -54.361, giá trị nhỏ nhất 37.391. Chênh lệch giữa hai giá trị này cũng rất lớn do vẫn có các điểm dị biệt làm rộng khoảng cách giữa hai giá trị này. ROA trung bình cũng không cao so với các ngành khác và so với trung bình ngành năm 2016 do giá trị này bị kéo xuống khi có một vài năm trong giai đoạn nghiên cứu, ROA của ngành thấp.

Giá trị trung bình của SDA là 0.3758 tức tỷ lệ nợ ngắn hạn trung bình là 37.58% trên tổng tài sản. Khoảng biến thiên cũng khá rộng với độ lệch chuẩn 0.1937, giá trị nhỏ nhất là 0.0141 và giá trị lớn nhất là 0.9293 cho thấy có những doanh nghiệp dùng rất ít nợ nhưng cũng có những doanh nghiệp dùng rất nhiều nợ. Tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm trên 92% giá trị tài sản. Hệ số Skewness của biến SDA cho thấy biến này có phân phối khá chuẩn. Còn Kurtosis lại nói lên rằng SDA có độ nhọn hơi rộng.

Trung bình các doanh nghiệp nghiên cứu dùng LDA ở mức độ 16.75%/tổng tài sản. Các doanh nghiệp có xu hướng thận trọng hơn trong việc sử dụng nợ dài hạn trong cơ cấu vốn của mình. Độ lệch chuẩn của LDA là 0.1676 cũng là một khoản biến thiên rộng với giá trị trung bình biến LDA là 0.1675. Giá trị nhỏ nhất là 0 và giá trị lớn nhất là 0.6732. LDA có xu hướng phân phối lệch phải nhưng độ nhọn thì vẫn rất gần chuẩn.

Quy mô doanh nghiệp SIZE có giá trị trung bình là 28.03, độ lệch chuẩn 1.247 là biến có phân phối khá chuẩn nhất trong mô hình. Chênh lệch giữa giá trị lớn nhất và nhỏ nhất cũng không quá lớn. Giá trị nhỏ nhất của SIZE là 25.58 và 32.83 là giá trị

lớn nhất của biến này. Độ lệch và độ nhọn của biến này hơi chệch phải và hơi nhọn nhưng cũng gần đạt mức độ lệch và độ nhọn chuẩn.

Biến TANG thể hiện tỷ lệ tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp có giá trị trung bình 0.1585 với độ lệch chuẩn 0.1948 cũng là một biến có khoảng biến thiên rộng. Biến số này có phân phối lệch phải và rất nhọn. Có những doanh nghiệp không có tài sản cố định hữu hình nhận giá trị nhỏ nhất là 0 nhưng cũng có những doanh nghiệp đầu tư cho tài sản cố định hữu hình lên tới 91.58% tổng tài sản.

Tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp nghiên cứu có giá trị trung bình hơn 40%. Đây là một con số tăng trưởng khá ấn tượng. Biến GROWTH có độ lệch chuẩn rất lớn lên tới 138.43 cho thấy độ biến thiên của biến này rất rộng. Giá trị nhỏ nhất và lớn nhất của biến này là một khoảng rất rộng. Từ -95.21 tới 1093.41 cho thấy trong giai đoạn nghiên cứu có nhiều doanh nghiệp tăng trưởng âm nhưng cũng có những doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu cực kì ấn tượng - doanh thu năm sau có thể hơn gấp 10 lần so với doanh thu năm trước đó.

CR có giá trị trung bình là 2.37, độ lệch chuẩn 2.26, giá trị nhỏ nhất 0.23, giá trị lớn nhất 19.66. Giá trị trung bình của khả năng thanh toán ngắn hạn cho thấy doanh nghiệp đã chú trọng hơn trong việc thanh toán ngắn hạn có thể do những bài học đến từ nguy cơ trong việc mất khả năng thanh khoản dẫn đến giảm giá trị của doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế.

4.2.2 Phân tích tương quan giữa các biến số

Bảng 4.6 thể hiện mối quan hệ tương quan giữa các biến số. Ngoài ROA và ROE có tương quan cao là điều tất yếu thì hệ số tương quan cao nhất là giữa CR và SDA (0.5727) do việc đo lường CR được tính toán trên SDA. Tuy nhiên hệ số này cũng không lớn hơn 0.8 nên khi sử dụng mô hình hồi quy sẽ ít gặp hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến.

Bảng 4.6 Hệ số tương quan giữa các biến

	ROE	ROA	SDA	LDA	SIZE	TANG	GROWTH
ROE	1.0000						
ROA	0.6294	1.0000					
SDA	-0.1439	-0.2363	1.0000				
LDA	0.0071	-0.1918	-0.4280	1.0000			
SIZE	0.0681	-0.0995	-0.0523	0.3969	1.0000		
TANG	0.0063	0.0086	-0.1843	0.2914	-0.0273	1.0000	
GROWTH	0.0476	0.0378	-0.0780	0.0414	0.1046	-0.0853	1.0000
CR	0.0441	0.1537	-0.5727	0.1629	-0.0374	-0.1375	0.0175

(Nguồn: Tác giả tính toán trên nguồn số liệu Cafef)

4.2.3 Kết quả hồi quy tác động cấu trúc vốn lên khả năng sinh lợi

4.2.3.1 Khả năng sinh lợi đại diện bởi ROE

Như đã trình bày ở chương 3, tác giả sử dụng hai mô hình tác động cố định FEM (Fixed Effect Model) và tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model) để phân tích hồi quy, có nhiều ưu điểm hơn so với phương pháp hồi quy theo phương pháp bình phương nhỏ nhất OLS truyền thống khi phân tích bảng dữ liệu có hai chiều không gian và thời gian. Sau đó sẽ sử dụng kiểm định Hausman (Hausman Test) nhằm xác định mô hình FEM hay REM là phù hợp cho nghiên cứu với giả thuyết:

H₀: Không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (chọn mô hình REM)

H₁: Có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên (chọn mô hình FEM)

Kết quả kiểm định Hausman cho thấy $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0567$ lớn hơn 0.05 (Phụ lục 1). Như vậy, chấp nhận giả thiết H₀, nên chúng ta kết luận rằng không có sự khác biệt giữa FEM và REM một cách có ý nghĩa thống kê. Mô hình REM là mô hình hiệu quả nhất khi xem xét tác động của cấu trúc vốn lên giá trị doanh nghiệp đại diện bởi ROE. Sau đó tác giả tiếp tục kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan (Phụ lục 2), các kết quả kiểm định đều cho thấy

rằng không có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan trong mô hình. Kết quả hồi quy ở bảng 4.7 cho thấy có ba biến là SDA, LDA và SIZE có ý nghĩa thống kê. Các biến còn lại là TANG, GROWTH, CR không có ý nghĩa thống kê. Từ kết quả hồi quy dựa trên mô hình ước lượng REM với biến đại diện ROE cho thấy biến SDA có ý nghĩa thống kê cao nhất ở mức 1%. Và có tác động âm tới ROE với hệ số xấp xỉ 47.33. Điều này cho thấy khi doanh nghiệp dùng thêm nợ ngắn hạn thì GTDN đại diện bởi ROE sẽ bị giảm xuống. Biến LDA cũng có tác động âm tới ROE ở mức ý nghĩa 10% với hệ số xấp xỉ 28.63. Hệ số này không lớn bằng SDA nhưng cũng cho thấy sự tác động mạnh của LDA tới ROE khi việc tăng thêm nợ dài hạn cũng sẽ làm cho ROE giảm đi. Biến SIZE có tương quan dương với KNSL ROE ở mức ý nghĩa 10%, với hệ số ước lượng gần 3.22 cho thấy rằng khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, KNSL sẽ tăng lên. Quy mô doanh nghiệp càng tăng thì KNSL cũng càng tăng. Các biến TANG và CR có tác động ngược chiều tới KNSL nhưng lại không có đủ tin cậy cùng với biến GROWTH có tác động thuận chiều cũng không có nghĩa thống kê.

Bảng 4.7 Kết quả hồi quy

	ROE	ROA
SDA	-47.33*** (-3.38)	-18.92*** (-3.30)
LDA	-28.63* (-1.93)	-17.85*** (-4.92)
SIZE	3.218* (1.83)	3.423*** (4.06)
TANG	-0.950 (-0.08)	-6.171** (-2.27)
GROWTH	0.00757 (0.53)	0.00320** (2.08)
CR	-1.126 (-1.01)	-0.380** (-2.29)
t statistics in parentheses * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01		

(Nguồn: Tác giả tính toán dựa trên nguồn số liệu Cafef)

4.2.3.2 Khả năng sinh lợi đại diện bởi ROA

Đối với mô hình hồi quy tác động giữa cấu trúc vốn và KNSL đại diện bởi ROA cũng tương tự như với biến ROE. Tác giả cũng sử dụng mô hình ước lượng FEM và REM. Kết quả cho thấy, mô hình ước lượng FEM là phù hợp trong trường hợp này. Tác giả tiếp tục kiểm định phương sai thay đổi và tự tương quan thì kết quả cho thấy, có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình nhưng không bị tự tương quan. Do vậy, tác giả sử dụng tham số robust đối với sai số chuẩn (standard error) để khắc phục cả hai lỗi kể trên trong mô hình.

Bảng 4.7 là kết quả hồi quy với cột biến đại diện KNSL là ROA cho thấy tất cả các biến trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê. SDA, LDA và SIZE có ý nghĩa cao nhất ở mức 1%. Các biến còn lại đều có ý nghĩa ở mức 5%.

SDA có tác động ngược chiều tới ROA với hệ số gần 18.92. Như vậy, với việc tăng mức sử dụng nợ ngắn hạn sẽ làm giảm đi giá trị ROA của doanh nghiệp. Tương tự với SDA, LDA cũng có mức tác động âm với hệ số gần 17.85 lên KNSL khi sử dụng thêm nợ dài hạn.

Quy mô doanh nghiệp SIZE có mối tương quan dương với ROA khi có hệ số là 3.42 cho thấy khi doanh nghiệp tăng quy mô thì KNSL sẽ được tăng lên. Hệ số tác động là 3.42. Cùng có tác động dương đến KNSL là biến GROWTH khi có hệ số tác động là 0.003. Như vậy, doanh nghiệp muốn tăng giá trị thì có thể tăng trưởng trong doanh thu và quy mô doanh nghiệp.

Ngược lại với quy mô và tăng trưởng, 2 biến TANG và CR đều có tác động âm tới ROA lần lượt với các hệ số là 6.17 và 0.38. Việc tăng tài sản cố định hữu hình sẽ làm giảm đi KNSL đo bằng ROA. Và CR tăng thêm cũng sẽ làm giá trị ROA giảm xuống.

4.3 Thảo luận và so sánh

Những kết quả đạt được từ nghiên cứu này cho thấy rằng việc sử dụng nợ ngắn hạn sẽ có tác động tiêu cực lên KNSL. Điều này có thể được giải thích rằng việc gia tăng dùng nợ sẽ làm cho doanh nghiệp gặp nhiều rủi ro hơn. Những rủi ro này sẽ tác động đến các nhà đầu tư khi cân nhắc đến việc đầu tư cho một doanh nghiệp. Bên

cạnh đó, nợ ngắn hạn thường có thời gian tới hạn ngắn, đòi hỏi khả năng thanh khoản của các doanh nghiệp phải cao và việc này sẽ khiến cho một vài khoản tài sản của doanh nghiệp bị giữ chân. Phần lớn các doanh nghiệp XDBĐS đều có các nguồn tài sản dài hạn là chủ yếu. Các khoản nợ ngắn hạn có thể khiến các doanh nghiệp này lúng túng nếu lượng tài sản ngắn hạn không nhiều. Kết quả này không tương đồng với lý thuyết của Modigliani & Miller, (1963) về việc sử dụng nợ sẽ đem lại những lợi ích từ lá chắn thuế nhưng phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng và tương đồng với các nghiên cứu của Ahmad et al., (2012), Hasan et al., (2014), Kausar et al., (2014), Tifow & Sayilir, (2015), Đoàn Vinh Thăng, (2016),...

Biến LDA có tác động ngược chiều lên KNSL khác với dự đoán của tác giả. Việc sử dụng càng nhiều nợ dài hạn sẽ làm cho KNSL càng thấp hơn. Điều này có thể giải thích được là mặc dù có thời gian thanh toán lâu hơn nhưng các doanh nghiệp nghiên cứu có xu hướng dùng ít nợ dài hạn hơn nợ ngắn hạn vì chi phí sử dụng nợ dài hạn cao hơn và rủi ro cũng khá lớn. Các khoản chi phí lãi vay dài hạn sẽ gia tăng áp lực rất lớn lên hoạt động của doanh nghiệp. Thời gian đi vay càng dài thì tiềm ẩn rủi ro càng cao, gánh nặng về lãi suất càng nhiều. Ở thị trường hiện tại dù kết quả kinh doanh khá khả quan song giá bán làm biên lợi nhuận không lớn. Các khoản vay chiếm quá nhiều phần trong lợi nhuận. Ngoài ra, các khoản vay dài hạn khi tới hạn sẽ là một gánh nặng cho doanh nghiệp nếu doanh nghiệp còn tồn kho nhiều, nguồn vốn không hoạt động được lớn, các nguồn tài sản bị thế chấp mà điều này lại thường thấy trong thị trường XDBĐS. Kết quả này cũng được giải thích với lý thuyết trật tự phân hạng và khớp với các nghiên cứu của Addae et al., (2013), Hasan et al., (2014), Kausar et al., (2014), Tifow & Sayilir, (2015), Lê Trương Niệm, (2016),...

Quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến KNSL. Việc mở rộng quy mô doanh nghiệp sẽ khiến cho KNSL được cải thiện. Điều này là nhờ những lợi ích đến từ lợi thế quy mô. Những ưu đãi về vị thế, và các nguồn lực mà doanh nghiệp lớn có thể sử dụng, huy động nhiều hơn các doanh nghiệp nhỏ đồng thời cũng dễ dàng đạt được niềm tin từ các khách hàng và nhà đầu tư hơn. Những nghiên cứu của Ahmad

et al., (2012), Pouraghajan & Malekian, (2012), El-Maude, J.G., Ahmad, A.R. Ahmad, (2016), Phan Thanh Hiệp, (2016), Võ Minh Long, (2016, 2017),... cũng có kết quả tương tự.

Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp càng nhiều thì KNSL càng thấp. Việc doanh nghiệp đầu tư quá nhiều tài sản cố định hữu hình sẽ làm cho vòng quay tài sản rất chậm. Tài sản hữu hình quá nhiều khiến cho doanh nghiệp còn lại ít tài sản hơn cho việc hoạt động. Với một ngành đòi hỏi nhiều vốn như XDBĐS, thì việc tài sản bị đặt nhiều vào những nơi cố định lâu dài sẽ khiến cho nguồn vốn lưu động, cần thiết để xoay vòng giảm đi rất nhiều gây nên khó khăn cho các hoạt động của doanh nghiệp. Kết quả này cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Kausar et al., (2014) và Võ Minh Long, (2016).

Tốc độ tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến KNSL như nghiên cứu của Pouraghajan & Malekian, (2012) Kausar et al., (2014), Tifow & Sayilir, (2015), Phan Thanh Hiệp, (2016). Tốc độ tăng trưởng doanh thu cho thấy khả năng phát triển của doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có mức tăng trưởng khả quan có khả năng sẽ mang đến lợi nhuận cao hơn cho các nhà đầu tư nhờ việc tăng lợi nhuận dành cho việc chia cổ tức. Doanh nghiệp có doanh thu tăng trưởng cũng có thể chứng tỏ được đó là một doanh nghiệp đang hoạt động tốt từ đó kéo theo nhiều thuận lợi hơn trong quá trình huy động vốn.

Cũng giống như tỷ lệ tài sản cố định hữu hình, khả năng thanh toán ngắn hạn có tương quan ngược chiều đến KNSL. Doanh nghiệp có chỉ số CR càng cao thì KNSL càng giảm. CR cao chứng tỏ doanh nghiệp để quá nhiều tài sản cho việc đảm bảo tính thanh khoản trong nợ ngắn hạn mà không làm cho những tài sản này sinh lợi. Chỉ số thanh toán ngắn hạn cao phần nào phản ánh được việc các doanh nghiệp chưa sử dụng hiệu quả nguồn tài sản của mình. Chính vì thế, KNSL sẽ bị giảm xuống. Kết quả này cũng giống với nghiên cứu của Kausar et al., (2014), Keddi & Hammada, (2016), Võ Minh Long, (2016)

CHƯƠNG 5 KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Chương 5 trình bày tóm tắt về kết quả nghiên cứu, kết luận và đưa ra một số kiến nghị, hàm ý quản trị. Cuối cùng tác giả sẽ rút ra hạn chế của nghiên cứu từ đó đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo.

5.1 Tóm tắt kết quả nghiên cứu

Mục đích chính của nghiên cứu là xác định sự tác động của cấu trúc vốn đến KNSL. Vận dụng các cơ sở lý thuyết về cấu trúc vốn và các nghiên cứu trước, tác giả đề xuất một mô hình nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến KNSL với một biến phụ thuộc có hai đại diện là ROA, ROE, một biến độc lập với 2 đại diện là SDA và LDA và bốn biến kiểm soát. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ 95 doanh nghiệp ngành XDBDS niêm yết trên HOSE giai đoạn từ 2012-2016 với 431 quan sát sau đó kết quả được xử lý với phần mềm Stata 13.

Kết quả sau khi phân tích dữ liệu cho thấy không có sự tương quan giữa các biến và hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Mô hình hồi quy với biến đại diện cho KNSL là ROE được lựa chọn là REM sau khi chạy các kiểm định cần thiết cho thấy không có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan cho ra kết quả rằng có sự tác động ngược chiều giữa cấu trúc vốn đại diện bởi cả SDA, LDA; và KNSL đại diện bởi ROE. Bên cạnh đó, biến kiểm soát SIZE lại cho thấy có sự tác động tích cực đến ROE. Đây cũng là 3 biến có ý nghĩa thống kê trong mô hình này.

Mô hình nghiên cứu với biến đại diện cho KNSL là ROA cũng được xử lý tương tự với mô hình đại diện bởi ROE. Kết quả hồi quy ước lượng FEM được lựa chọn cho trường hợp này và có hiện tượng phương sai thay đổi nhưng không có hiện tượng tự tương quan. Sau khi mô hình hồi quy được xử lý tốt cho ra kết quả rằng tất cả các biến trong mô hình này đều có ý nghĩa thống kê ở các mức 1% và 5%. Cấu trúc vốn với đại diện SDA, LDA đều có tác động âm đến KNSL đại diện bởi ROA. Hai biến kiểm soát SIZE và GROWTH có tương quan dương tới KNSL đại diện bởi ROA trong khi hai biến kiểm soát còn lại là TANG và CR có tương quan âm tới KNSL đại diện bởi ROA.

5.2 Kết luận

5.2.1 Các kết quả nghiên cứu đạt được từ phân tích định tính

Từ những kết quả phân tích định tính ở chương 4, tác giả nhận thấy rằng:

- Thị trường XDBĐS trong những năm sắp tới có tiềm năng phát triển rất khả quan và ổn định.
- Các doanh nghiệp trong ngành sử dụng khá nhiều nợ, tỷ lệ dùng nợ ngắn hạn nhiều hơn rất nhiều so với nợ dài hạn tuy nhiên tỷ lệ này đang giảm hơn nhiều so với những năm trước đó.
- Có dấu hiệu cho thấy nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều với ROE và ROA.
- Phân tích nợ dài hạn lại cho thấy có dấu hiệu có sự tác động cùng chiều với ROE và ROA.

5.2.2 Các kết quả nghiên cứu đạt được từ phân tích định lượng

Kết quả hồi quy cũng đạt được những kết quả khá tương đồng với phân tích định tính, Theo đó, cấu trúc vốn có mức ý nghĩa rất cao cho tác động tới KNSL. Kết quả này cũng hoàn toàn phù hợp với mục tiêu nghiên cứu, cho thấy được sự tác động rất lớn của cấu trúc vốn đến KNSL thể hiện qua việc biến này có hệ số tác động cao nhất trong tất cả các biến. Có thể kết luận như sau:

Nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều lên KNSL đại diện bởi ROE.

Nợ dài hạn cũng có tác động ngược chiều lên KNSL đo bằng ROE khác với phân tích định tính.

Quy mô doanh nghiệp có tương quan dương đến KNSL đại diện bởi ROE.

Nợ ngắn hạn có tác động âm tới KNSL với đại diện ROA.

Cũng khác với nghiên cứu định tính, bằng chứng từ mô hình hồi quy cho thấy có sự tác động trái dấu giữa nợ dài hạn và KNSL đo bằng ROA.

Quy mô doanh nghiệp càng lớn thì KNSL đại diện bởi ROA sẽ càng cao.

Doanh nghiệp càng đầu tư nhiều vào tài sản cố định hữu hình thì ROA sẽ càng giảm.

Tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến ROA của doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán ngắn hạn càng cao sẽ có ảnh hưởng càng tiêu cực đến KNSL đại diện bởi ROA.

5.3 Một số kiến nghị từ kết quả nghiên cứu

5.3.1 Kiến nghị chung

Trong qua trình thu thập dữ liệu, có một số các dữ liệu không được công bố hoặc thiếu hụt gây khó khăn cho việc thu thập. Tác giả kiến nghị các doanh nghiệp nên công bố một cách rõ ràng, minh bạch các BCTC; tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư trong việc cân nhắc đầu tư vào bất kỳ một doanh nghiệp nào.

5.3.2 Đối với cấu trúc vốn

Việc sử dụng càng nhiều nợ sẽ càng có ảnh hưởng xấu đến KNSL. Vì vậy, các doanh nghiệp muốn tăng khả năng kiếm được lợi nhuận cần hạn chế việc sử dụng nợ. Trong điều kiện thị trường tài chính không còn nhiều ưu đãi về lãi suất tín dụng, việc giảm nợ sẽ là một yêu cầu tất yếu cho các doanh nghiệp nếu không muốn đẩy mình vào tình thế nguy hiểm. Tuy nhiên, với một ngành đòi hỏi nhiều vốn đầu tư như ngành XDBĐS thì đây lại là một khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành. Bởi vì tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, nợ dài hạn trên tổng tài sản đều có tác động ngược chiều đến KNSL, nên các doanh nghiệp trong ngành XDBĐS muốn tăng KNSL thì phải tìm cách giảm bớt nợ ngắn hạn, nợ dài hạn hoặc tăng tổng tài sản lên bằng cách tăng thêm vốn chủ sở hữu.

Đối với nợ ngắn hạn, các doanh nghiệp nên giảm tỷ lệ nợ vay và thuê tài chính ngắn hạn. Đây là khoản vay có phát sinh chi phí lãi, việc giảm tỷ lệ này sẽ giúp doanh nghiệp giảm bớt một phần chi phí. Các khoản chiếm dụng vốn của người bán tuy ít phát sinh chi phí nhưng gia tăng lên áp lực thanh khoản. Doanh nghiệp có thể giảm bớt rủi ro bằng các hợp đồng ràng buộc và quy định rõ ràng. Các chính sách huy động vốn trả trước từ khách hàng cũng là cách thức khả quan để giảm thiểu bớt vốn vay nợ nhưng điều này cũng sẽ gia tăng áp lực cho doanh nghiệp, và doanh nghiệp cũng phải có các chính sách phù hợp về marketing, quản lý chất lượng và ưu đãi, nâng cáo giá trị vô hình của doanh nghiệp như uy tín, nhân viên, mạng lưới khách hàng, ... để có thể huy động được nguồn vốn ứng trước từ khách hàng. Các nhà

quản trị nên lưu tâm đến vấn đề quản trị nợ, chi phí lãi vay, rủi ro lãi suất, rủi ro thanh khoản để không làm cho việc dùng nợ ảnh hưởng quá lớn đến KNSL.

Đối với nợ dài hạn, việc giảm các khoản vay và nợ thuê tài chính là mấu chốt để giảm được khoản nợ này. Tuy nhiên, muốn giảm được khoản vay này các doanh nghiệp cần có nguồn vốn thay thế khác để không làm ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp. Trong tình hình tăng trưởng, phát triển và tiềm năng thị trường khả quan như hiện nay cùng với những hoạt động ổn định, các doanh nghiệp này có thể xem xét đến việc huy động thêm vốn cổ phần để thay thế bớt vốn nợ và giảm bớt các áp lực từ lãi suất. Doanh nghiệp cũng có thể dùng nguồn vốn bên trong từ lợi nhuận giữ lại để tái cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp mình.

Ngoài huy động thêm vốn cổ phần, vốn đầu tư nước ngoài, doanh nghiệp cũng có thể lựa chọn hợp tác với nhau để tăng thêm vốn, kinh phí hoặc chia sẻ các hạng mục hợp tác để không gia tăng thêm áp lực về tài chính cho doanh nghiệp dẫn đến việc vay mượn nợ quá nhiều. Các công trình, sản phẩm của doanh nghiệp nên được tính toán và dự trù hợp lý chi phí, hạn chế tối đa việc đội vốn hoặc phát sinh chi phí ngoài dự toán quá nhiều là nguyên nhân của sự thâm hụt vốn.

Cần có sự điều chỉnh và lựa chọn phù hợp các công ty cùng loại để so sánh, phân tích, đánh giá hiệu quả của nhóm thông qua sử dụng kết quả phân tích BCTC như phương pháp trong nghiên cứu này để điều chỉnh chiến lược cấu trúc vốn, tìm ra CTV tối ưu để nâng KNSL mình trong từng giai đoạn, thời kỳ đặc thù. Tùy tình hình của từng doanh nghiệp mà cân nhắc, phân tích, điều chỉnh kế hoạch, chiến lược vốn theo từng thời kỳ, giai đoạn cụ thể phù hợp với đặc điểm và nguồn lực của doanh nghiệp.

5.3.3 Đối với quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu

Quy mô doanh nghiệp và Tăng trưởng doanh thu là hai biến có tác động tích cực đến KNSL. Doanh nghiệp xem xét đến việc gia tăng KNSL có thể lưu ý đến việc gia tăng hai yếu tố này. Theo đó, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì KNSL sẽ càng tăng lên. Các nhà quản trị có thể xem xét đến việc mở rộng quy mô để nâng KNSL. Quy mô doanh nghiệp lớn cũng có lợi cho hoạt động kinh doanh, bán hàng trong

ngành XDBĐS nhờ tâm lý tiêu dùng của người Việt. Việc mở rộng quy mô cũng là một xu hướng cho những năm sắp tới, được đánh giá là năm của các hoạt động chuyển nhượng, mua bán và sáp nhập. Và như vậy, quy mô của doanh nghiệp có thể được mở rộng từ việc nâng vốn tự có, vốn đầu tư thêm, hợp tác, sáp nhập với nhau. Việc tăng trưởng doanh thu cũng đòi hỏi doanh nghiệp phải đầu tư rất nhiều. Trước hết, phải đảm bảo được nguồn hàng ổn định, chất lượng, đón đầu nhu cầu của thị trường, đáp ứng đúng nhu cầu của khách hàng. Sau đó, phải xây dựng được chính sách bán hàng hợp lý, đặt lợi ích của khách hàng lên trên hết, các chính sách hỗ trợ bán hàng, công tác hậu mãi chăm sóc khách hàng, quảng bá hình ảnh, và đặc biệt là phải nâng cao uy tín của doanh nghiệp, xây dựng được niềm tin cho khách hàng vì đặc thù của ngành này đòi hỏi rất nhiều về uy tín doanh nghiệp.

5.3.4 Đối với tài sản cố định và hệ số thanh khoản

Tỷ lệ tài sản cố định hữu hình và hệ số thanh toán ngắn hạn lại có tác động ngược chiều đến KNSL. Đầu tư vào tài sản cố định ở một tỷ lệ hợp lý, không quá nhiều vì sẽ làm giảm nguồn vốn hoạt động của doanh nghiệp. Khả năng thanh khoản cũng nên được duy trì ở mức độ vừa phải. Hệ số này nếu quá cao sẽ làm giảm KNSL do việc doanh nghiệp để quá nhiều tài sản ngắn hạn, tiền nhàn rỗi chứng tỏ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không cao. Nhưng nếu hệ số này quá thấp sẽ có thể dẫn đến rủi ro trong việc thanh khoản của doanh nghiệp.

5.4 Hạn chế

Đề tài chỉ được nghiên cứu đối với các doanh nghiệp ngành XDBĐS niêm yết trên HOSE từ năm 2012-2016 nên chưa đại diện được cho tổng thể toàn ngành ở Việt Nam và giai đoạn nghiên cứu còn ngắn không phản ánh được tình hình thực tế của sự thay đổi trong nền kinh tế Việt Nam.

Các dữ liệu thu thập được vẫn còn chứa những thông tin chưa được rõ ràng, minh bạch. Và nếu các doanh nghiệp cung cấp BCTC và báo cáo thường niên bị sai lệch thông tin thì dữ liệu sẽ thiếu chính xác. Tuy nhiên đây là một hạn chế khách quan nằm ngoài tầm kiểm soát.

Nghiên cứu này chủ yếu tập trung đến các vấn đề cấu trúc vốn. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ mới đề cập đến một số đặc điểm của vốn nợ, chưa nghiên cứu đến một số đặc điểm khác như tỷ suất sinh lời, tỷ lệ vốn chủ sở hữu, điều kiện của thị trường chứng khoán, điều kiện thị trường nợ, các nguồn vốn khác từ lợi nhuận giữ lại, vốn ưu đãi...

Nghiên cứu chỉ sử dụng chỉ số ROA, ROE để đo lường KNSL, tuy nhiên vẫn còn nhiều các chỉ số khác được sử dụng để đo lường KNSL khả năng sinh lợi của vốn, của tài sản, chỉ số lợi nhuận thuần, lợi nhuận trong một khoản thời gian, biên lợi nhuận gộp... có thể phản ánh được KNSL theo một góc tiếp cận khác.

Nhìn chung, những hạn chế trên xuất phát từ cả hai khía cạnh khách quan lẫn chủ quan. Vì thế tác giả có vài đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo.

5.5 Hướng nghiên cứu tiếp theo

Từ những hạn chế trong nghiên cứu này, tác giả đề xuất đưa ra những kiến nghị, gợi ý cho hướng nghiên cứu tiếp theo luận văn này như sau:

Tăng thêm thời gian nghiên cứu, tăng thêm mẫu để thấy được nhiều biến động của ngành hơn qua thời gian từ đó sẽ nhận được kết quả càng đặc thù và sai số nhỏ hơn. Mở rộng phạm vi nghiên cứu trên thị trường chứng khoán Việt Nam, qua đó nâng cao được tính đại diện tổng thể.

Nghiên cứu tiếp theo cần xem xét đến một số đặc điểm khác của cấu trúc vốn ngoài SDA và LDA.

Dùng các chỉ số đo lường KNSL khác.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

- [1] Phan Thanh Hiệp (2016), “Ảnh Hưởng Của Cấu Trúc Vốn Lên Kết Quả Kinh Doanh Của Doanh Nghiệp Sản Xuất Công Nghiệp”, *Tạp chí Tài Chính*, no. 2.
- [2] Nguyễn Hữu Huân, Lê Nguyễn Quỳnh Hương (2014), “Cấu Trúc Vốn Và Giá Trị Doanh Nghiệp Tại Việt Nam”, *Tạp chí Công Nghệ Ngân Hàng*, vol. (101), pp. 50–60.
- [3] Võ Minh Long (2016), “Tác Động Cấu Trúc Vốn Đến Giá Trị Các Công Ty Phi Tài Chính”, *Tạp chí Tài chính*, no. 1, pp. 45–57.
- [4] Võ Minh Long (2017), “Mối Quan Hệ Giữa Cấu Trúc Vốn Và Giá Trị Doanh Nghiệp: Trường Hợp Công Ty Niêm Yết Trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HSX)”, *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở TP.HCM*, vol. (53), no. 2, pp. 45–57.
- [5] Lê Trương Niệm (2016), “Ảnh Hưởng Của Cấu Trúc Vốn Đến Hiệu Quả Hoạt Động Của Doanh Nghiệp Việt Nam”, *Tạp chí Khoa Học Trường Đại Học An Giang*, vol. (10), no. 2, pp. 80–88.
- [6] Đoàn Ngọc Phúc (2014), “Ảnh Hưởng Của Cấu Trúc Vốn Đến Kết Quả Hoạt Động Kinh Doanh Của DN Sau Cổ Phần Hóa Ở Việt Nam”, *Tạp chí Những Vấn Đề Kinh Tế Và Chính Trị Thế Giới*, vol. (7 (219)).
- [7] Đoàn Vinh Thăng (2016), “Mối Quan Hệ Giữa Cấu Trúc Vốn Và Hiệu Quả Kinh Doanh: Vai Trò Tương Tác Của Sở Hữu Nhà Nước”, *Tạp chí Khoa Học Trường Đại Học An Giang*, vol. (10), no. 2, pp. 20–31.

Tiếng Anh

- [8] Abeywardhana D.K.Y (2017), “Capital Structure Theory: An Overview”, *Accounting and Finance Research*, vol. (6), no. 1, pp. 133–138.
- [9] Abor J. (2005), “The Effect Of Capital Structure On Profitability: An Empirical Analysis Of Listed Firms In Ghana”, *The Journal of Risk Finance*, vol. (6), no. 5, pp. 438–445.
- [10] Addae A., Nyarko-Baasi M., Hughes D. (2013), “The Effects Of Capital

- Structure On Profitability Of Listed Firms In Ghana”, *European Journal of Business and Management*, vol. (5), no. 31, pp. 215–229.
- [11] Aggarwal D., Padhan P.C. (2017), “Impact of Capital Structure on Firm Value : Evidence from Indian Hospitality Industry”, *Theoretical Economics Letters*, vol. (7), pp. 982–1000.
- [12] Ahmad Z., Abdullah N., Roslan S. (2012), “Capital Structure Effect On Firms Performance: Focusing On Consumers And Industrials Sectors On Malaysian Firms”, *International Review of Business Research Papers*, vol. (8), no. 5, pp. 137–155.
- [13] Antwi S., Mills E.F.E.A.M., Zhao X. (2012), “Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana”, *International Journal of Business and Social Science*, vol. (3), no. 22, pp. 103–111.
- [14] Chechet I.L., Olayiwola A.B. (2014), “Capital Structure and Profitability of Nigerian Quoted Firms : The Agency Cost Theory Perspective”, *American International Journal of Social Science*, vol. (3), no. 1, pp. 139–158.
- [15] Chisti K., Ali K., Sangmi M. (2013), “Impact Of Capital Structure On Profitability Of Listed Companies (Evidence From India)”, *The USV Annals of Economics and Public Administration*, vol. (17), no. 1, pp. 183–191.
- [16] Chowdhury A., Chowdhury S. (2010), “Impact Of Capital Structure On Firm’s Value: Evidence From Bangladesh.”, *Business & Economic Horizons*, vol. (3), no. 3, pp. 111–122.
- [17] Nguyen Thanh Cuong (2014), “Threshold Effect Of Capital Structure On Firm Value: Evidence From Seafood Processing Enterprises In The South Central Region Of Vietnam”, *International Journal of Finance & Banking Studies*, vol. (3), no. 3, pp. 13–29.
- [18] Nguyen Thanh Cuong, Nguyen Thi Canh (2012), “The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam’s”, *International Research Journal of Finance and Economics*, no. 89, pp. 221–233.
- [19] Durand D. (1952), “Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and

- Problems of Measurement”, *National Bureau of Economic Research*, pp. 215–262.
- [20] El-Maude, J.G., Ahmad, A.R., Ahmad M.M. (2016), “Capital Structure and Firm Performance in the Nigerian Cement Industry”, *Archives of Business Research*, vol. (4), no. 6, pp. 30–44.
- [21] Gill A., Biger N., Mathur N. (2011), “The Effect Of Capital Structure On Profitability: Evidence From The United States”, *International Journal of Management*, vol. (28), no. 4,.
- [22] Hamid M.A., Abdullah A., Kamaruzzaman N.A. (2015), “Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms : Malaysian evidence”, *Procedia Economics and Finance*, vol. (31), no. 15, pp. 44–55.
- [23] Hasan M.B., Ahsan A.F.M.M., Rahaman M.A., Alam M.N. (2014), “Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh”, *International Journal of Business and Management*, vol. (9), no. 5, pp. 184–194.
- [24] Kausar A., Nazir M.S., Butt H.A. (2014), “Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan”, *Asian Journal of Research in Economics and Finance*, vol. (1), no. 1, pp. 11–22.
- [25] Keddi A., Hammada A. (2016), “Effect Of Financial Structure On Value Of The Company An Empirical Study On The Non-Financial Companies Listed In Kuwait Stock Exchange 2010-2014”, *DIRASSAT*, vol. (26A).
- [26] Kraus A., Litzenberger R.H. (1973), “A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage”, *The Journal of Finance*, pp. 911–922.
- [27] Maxwell O.O., Kehinde E.F. (2012), “Capital Structure and Firm Value : Empirical Evidence from Nigeria”, *International Journal of Business and Social Science*, vol. (3), no. 19, pp. 252–261.
- [28] Modigliani F., Miller M. (1958), “The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment”, *The American Economic Review*, vol. (48), no. 3, pp. 261–297.

- [28] Modigliani F., Miller M. (1963), “Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, vol. (53), no. 3, pp. 433–443.
- [29] Movalia N.P. (2015), “A Study on Capital Structure Analysis and Profitability of Indian Tyres Industry”, *Pacific Business Review International*, vol. (8), no. 3, pp. 78–82.
- [30] Pouraghajan A., Malekian E. (2012), “The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Business and Commerce*, vol. (1), no. 9, pp. 166–181.
- [31] Siminica M., Stefan I.O. (2011), “Study On The Evolution Of Profitability Of Romanian Companies Listed On Bucharest Stock Exchange During The Economic And Financial Crisis”, *Annals Of The University Of Craiova Economic Sciences*, vol. (39), pp. 180–192.
- [32] Sudiyatno B., Puspitasari E., 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, pp. 30–40.
- [33] Tailab M.M.K. (2014), “The Effect of Capital Structure on Profitability of Energy American Firms”, *International Journal of Business and Management Invention*, vol. (3), no. 12, pp. 54–61.
- [34] Tifow A., Sayilir O. (2015), “Capital structure and firm performance: An analysis of manufacturing firms in Turkey”, *Eurasian Journal of Business and Managerment*, vol. (3), no. 4, pp. 13–22.
- [35] Ukhriyawati C.F., Ratnawati T., Riyadi S. (2017), “The Influence of Asset Structure, Capital Structure, Risk Management and Good Corporate Governance on Financial Performance and Value of The Firm through Earnings and Free Cash Flow As An Intervening Variable in Banking Companies Listed in Indonesia Stock”, *International Journal of Business and*

Management, vol. (12), no. 8, pp. 249–260.

- [36] Xu J. (2012), “Profitability and capital structure: Evidence from import penetration”, *Journal of Financial Economics*, vol. (106), pp. 427–446, 2012.
- [37] Zeb S., Rashid A. (2016), “Impact of Financial Health and Capital Structure on Firm’s Value, with Moderating Role of Intangible Assets”, *Global Management Journal for Academic & Corporate Studies*, vol. (6), no. 1, pp. 37–46.
- [38] Zeitun R., Tian G. (2014), “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan”, *Australasian Accounting Business & Finance Journal*.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1

Ticker	Year	ROE	ROA	SDA	LDA	Size	Tang	Growth	CR
ACC	2016	20.54	14.12	0.31	0.01	26.50	0.15	14.79	2.52
ACC	2015	17.49	11.79	0.32	0.01	26.56	0.15	1.71	2.43
ACC	2014	19.65	11.70	0.33	0.00	26.54	0.17	(4.67)	2.25
ACC	2013	17.33	13.85	0.20	0	26.23	0.17	(4.31)	3.88
ACC	2012	29.65	22.17	0.25	0	26.35	0.15	12.20	3.05
AMD	2016	5.93	3.32	0.38	0.06	27.90	0.01	40.25	1.70
AMD	2015	6.97	4.95	0.28	0.01	26.95	0.01	115.72	1.63
AMD	2014	5.56	3.87	0.26	0.02	26.86	0.09	760.28	1.82
BCE	2016	4.34	1.22	0.64	0.08	27.87	0.01	68.68	1.51
BCE	2015	7.15	1.40	0.56	0.24	28.22	0.01	(16.66)	1.71
BCE	2014	6.11	2.25	0.63	0	27.58	0.02	(19.60)	1.39
BCE	2013	12.65	6.13	0.52	0	27.37	0.03	5.89	1.78
BCE	2012	13.79	7.01	0.49	0	27.32	0.04	18.90	1.91
BCI	2016	1.55	1.00	0.11	0.24	28.75	0.01	131.44	6.95
BCI	2015	14.46	8.71	0.12	0.27	28.84	0.01	92.22	5.99
BCI	2014	5.50	3.01	0.16	0.29	28.81	0.14	(31.18)	4.70
BCI	2013	5.41	2.76	0.22	0.25	28.87	0.15	75.40	3.54
BCI	2012	9.58	4.82	0.15	0.33	28.90	0.15	(8.02)	5.35
BMP	2016	27.31	21.70	0.21	0.00	28.69	0.21	23.84	3.68
BMP	2015	25.75	21.28	0.17	0.00	28.52	0.12	18.78	4.46
BMP	2014	21.93	19.54	0.11	0	28.29	0.11	17.30	7.07
BMP	2013	24.84	22.00	0.11	0	28.15	0.13	10.79	6.37
BMP	2012	28.30	25.34	0.10	0	27.98	0.20	3.86	7.08
C32	2016	24.54	16.88	0.29	0.02	27.04	0.18	(6.66)	2.35
C32	2015	31.10	22.74	0.27	0	26.82	0.20	22.84	2.89
C32	2014	27.59	19.23	0.30	0	26.65	0.23	6.13	2.49
C32	2013	30.28	20.18	0.33	0	26.52	0.28	28.33	2.16
C32	2012	23.51	14.73	0.28	0.10	26.40	0.33	(10.74)	2.38
C47	2016	1.07	0.14	0.58	0.29	28.45	0.38	(2.17)	1.01
C47	2015	10.28	1.17	0.60	0.28	28.46	0.31	50.85	1.08

C47	2014	16.33	1.42	0.60	0.30	28.41	0.29	(29.19)	1.16
C47	2013	13.53	1.15	0.57	0.34	28.27	0.26	43.26	1.26
C47	2012	13.88	1.35	0.67	0.23	28.10	0.27	(23.14)	1.04
CCI	2016	10.05	4.00	0.03	0.57	27.22	0.04	(21.05)	11.76
CCI	2015	10.63	3.79	0.04	0.61	27.13	0.05	(26.56)	9.58
CCI	2014	7.32	2.54	0.02	0.63	27.11	0.08	14.08	17.50
CCI	2013	7.72	2.78	0.03	0.61	27.06	0.14	13.20	9.18
CCI	2012	12.40	4.26	0.05	0.60	27.04	0.10	14.05	5.17
CCL	2016	1.21	0.83	0.18	0.13	27.03	0.02	68.77	1.72
CCL	2015	0.74	0.37	0.19	0.31	27.05	0.02	20.25	1.71
CCL	2014	0.79	0.40	0.23	0.27	27.04	0.02	(18.54)	1.61
CCL	2013	0.77	0.40	0.25	0.23	27.00	0.03	(24.52)	3.34
CCL	2012	3.04	1.58	0.30	0.18	26.99	0.03	(27.70)	2.82
CDC	2016	5.68	2.20	0.52	0.09	27.32	0.02	(19.39)	1.74
CDC	2015	6.53	2.13	0.48	0.19	27.42	0.01	40.82	1.90
CDC	2014	3.14	0.98	0.49	0.20	27.42	0.02	32.11	1.84
CDC	2013	0.82	0.27	0.58	0.09	27.37	0.02	(8.95)	1.53
CDC	2012	0.39	0.13	0.59	0.08	27.34	0.02	(22.70)	1.53
CDO	2016	6.71	4.77	0.29	0	26.91	0.00	(13.84)	1.91
CDO	2015	15.52	13.33	0.14	0	26.36	0	125.20	3.36
CIG	2016	0.71	0.24	0.50	0.16	27.13	0.04	(50.10)	1.84
CIG	2015	(173.25)	(9.00)	0.73	0.22	26.78	0.02	(47.60)	1.24
CIG	2014	(113.23)	(14.52)	0.53	0.35	26.78	0.02	22.99	1.66
CIG	2013	1.40	0.34	0.36	0.39	26.94	0.03	237.74	2.57
CIG	2012	(8.78)	(2.19)	0.30	0.45	27.02	0.04	(45.02)	3.08
CII	2016	23.24	9.85	0.19	0.39	29.95	0.06	(30.51)	1.56
CII	2015	17.06	5.25	0.11	0.58	30.34	0.15	(32.42)	2.80
CII	2014	20.30	6.02	0.26	0.38	29.83	0.28	265.50	1.26
CII	2013	7.28	1.48	0.30	0.45	29.71	0.50	202.97	0.74
CII	2012	33.08	7.36	0.27	0.49	29.52	0.53	19.27	0.79
CLG	2016	5.03	1.11	0.58	0.20	27.85	0.01	78.43	1.07
CLG	2015	0.31	0.06	0.50	0.31	27.75	0.09	41.73	1.17
CLG	2014	5.02	0.80	0.51	0.24	28.10	0.22	(33.29)	0.79
CLG	2013	12.71	2.66	0.51	0.24	27.75	0.30	159.36	1.20

CLG	2012	5.13	1.04	0.31	0.44	27.68	0.31	(44.56)	1.94
CTD	2016	22.81	12.11	0.47	0.00	30.09	0.05	52.04	1.81
CTD	2015	22.60	9.38	0.58	0.00	29.69	0.06	79.06	1.42
CTD	2014	14.14	7.35	0.44	0.00	29.21	0.05	23.33	1.70
CTD	2013	12.16	6.15	0.44	0.02	29.15	0.05	38.25	2.00
CTD	2012	10.52	6.05	0.42	0.00	28.92	0.06	(0.72)	2.00
CTI	2016	12.73	2.93	0.16	0.61	28.98	0.67	24.64	0.77
CTI	2015	12.10	2.24	0.23	0.58	28.82	0.44	111.90	0.53
CTI	2014	4.66	0.66	0.30	0.50	28.55	0.72	8.57	0.76
CTI	2013	1.38	0.14	0.38	0.49	28.19	0.63	19.98	0.79
CTI	2012	0.70	0.10	0.41	0.40	27.79	0.58	(18.33)	0.94
D2D	2016	14.15	4.12	0.32	0.39	27.95	0.01	48.09	2.30
D2D	2015	14.11	4.89	0.21	0.44	27.73	0.01	(5.92)	3.11
D2D	2014	15.72	5.08	0.26	0.39	27.74	0.09	23.58	2.63
D2D	2013	13.61	4.07	0.38	0.30	27.74	0.06	(19.12)	2.06
D2D	2012	12.73	4.92	0.31	0.29	27.45	0.01	17.17	2.43
DHA	2016	14.85	13.55	0.08	0.01	26.62	0.27	(3.02)	6.41
DHA	2015	13.80	12.12	0.12	0.01	26.64	0.34	17.77	3.53
DHA	2014	4.86	4.57	0.06	0	26.53	0.48	15.51	5.00
DHA	2013	2.76	2.48	0.10	0	26.55	0.50	(31.42)	2.68
DHA	2012	5.03	4.29	0.15	0	26.63	0.49	(1.58)	2.07
DIC	2016	4.30	1.02	0.70	0.06	27.84	0.16	(37.66)	1.05
DIC	2015	6.49	1.54	0.72	0.05	27.86	0.15	6.16	1.05
DIC	2014	5.59	1.02	0.74	0.08	27.83	0.16	9.39	1.02
DIC	2013	6.96	1.81	0.70	0.02	27.39	0.05	115.62	1.18
DIC	2012	3.21	1.00	0.66	0.03	27.20	0.07	16.14	1.16
DIG	2016	2.35	1.12	0.22	0.30	29.40	0.04	89.97	3.22
DIG	2015	0.52	0.27	0.20	0.28	29.26	0.05	(1.07)	3.22
DIG	2014	1.97	0.95	0.21	0.30	29.25	0.06	(32.25)	3.34
DIG	2013	1.77	0.91	0.33	0.15	29.16	0.06	33.38	2.07
DIG	2012	0.26	0.13	0.25	0.25	29.26	0.11	0.24	2.69
DRH	2016	11.09	8.28	0.25	0.00	27.45	0.00	(42.50)	0.93
DRH	2015	6.52	4.39	0.33	0.00	26.51	0.00	(7.14)	0.40
DRH	2014	5.55	3.75	0.32	0.00	26.43	0.30	15.28	0.79

DRH	2013	1.24	0.75	0.39	0.00	26.40	0.30	(21.91)	0.49
DRH	2012	(13.42)	(8.18)	0.39	0.00	26.39	0.34	128.79	0.51
DTA	2016	0.13	0.07	0.22	0.26	26.39	0.04	(22.47)	0.88
DTA	2015	0.07	0.03	0.34	0.22	26.17	0.05	0.03	0.52
DTA	2014	0.59	0.27	0.37	0.18	26.15	0.05	51.87	0.23
DTA	2013	(5.85)	(2.66)	0.27	0.27	26.13	0.05	(44.52)	2.39
DTA	2012	0.71	0.36	0.33	0.17	26.12	0.06	(39.10)	2.00
DXG	2016	18.78	11.94	0.27	0.09	29.35	0.01	79.92	3.03
DXG	2015	25.16	12.47	0.42	0.08	28.90	0.01	167.27	1.97
DXG	2014	19.87	9.86	0.41	0.09	28.40	0.00	52.52	1.97
DXG	2013	14.17	7.08	0.42	0.06	27.87	0.01	(15.96)	1.76
DXG	2012	10.63	7.24	0.29	0.00	27.43	0.02	41.29	2.49
DXV	2016	4.79	3.09	0.35	0.00	25.92	0.14	(11.14)	2.41
DXV	2015	3.57	2.47	0.31	0.00	25.80	0.18	(22.40)	2.69
DXV	2014	4.75	2.66	0.44	0.00	25.98	0.17	11.02	1.90
DXV	2013	4.40	2.07	0.53	0.00	26.11	0.17	(2.94)	1.57
DXV	2012	4.60	0.65	0.41	0.45	27.28	0.77	10.30	0.56
FCM	2015	4.20	2.53	0.33	0.06	27.57	0.38	8.65	1.71
FCM	2014	6.11	2.80	0.40	0.07	27.59	0.32	14.33	1.68
FCM	2013	11.70	6.24	0.31	0.16	27.08	0.38	60.32	1.90
FCN	2016	14.23	5.16	0.38	0.24	28.86	0.22	26.93	1.80
FCN	2015	15.53	5.24	0.44	0.22	28.71	0.22	22.64	1.51
FCN	2014	18.43	6.15	0.47	0.17	28.42	0.19	12.39	1.37
FCN	2013	18.95	7.33	0.53	0.03	28.10	0.17	19.52	1.38
FCN	2012	27.48	8.11	0.47	0.14	27.84	0.39	10.21	1.24
FDC	2016	(4.15)	(2.69)	0.25	0.10	27.49	0.24	76.42	2.36
FDC	2015	1.58	0.99	0.24	0.13	27.50	0.15	938.76	2.77
FDC	2014	2.92	1.91	0.23	0.12	27.45	0.02	(93.48)	3.33
FDC	2013	33.35	23.32	0.21	0.09	27.67	0.02	57.98	4.03
FDC	2012	7.43	4.45	0.18	0.21	27.23	0.06	(73.06)	2.59
FLC	2016	12.25	5.75	0.35	0.19	30.52	0.22	15.49	1.48
FLC	2015	14.47	9.19	0.24	0.12	29.91	0.26	158.07	1.94
FLC	2014	9.09	6.59	0.11	0.17	29.32	0.11	18.34	6.09
FLC	2013	7.88	4.72	0.34	0.06	28.37	0.13	11.67	1.39

FLC	2012	3.03	1.71	0.34	0.09	28.38	0.14	1,046.77	1.75
GTN	2016	0.58	0.51	0.09	0.03	28.80	0.07	(13.60)	8.42
GTN	2015	5.75	2.73	0.41	0.11	28.37	0.16	231.79	1.54
GTN	2014	11.32	8.32	0.20	0	27.71	0.21	416.83	2.99
HAG	2016	(9.03)	(2.85)	0.24	0.44	31.60	0.19	3.02	0.74
HAG	2015	3.75	1.23	0.27	0.40	31.52	0.15	104.63	1.00
HAG	2014	10.93	4.28	0.25	0.32	31.22	0.49	10.19	1.09
HAG	2013	7.56	3.26	0.17	0.38	31.03	0.47	(36.97)	1.96
HAG	2012	3.74	1.17	0.21	0.44	31.07	0.42	39.57	2.13
HAR	2016	1.75	1.47	0.02	0.14	27.82	0.20	39.54	19.66
HAR	2015	1.24	1.16	0.03	0.04	27.70	0.29	(44.08)	13.88
HAR	2014	4.77	4.37	0.03	0.02	27.19	0.58	132.70	8.98
HAR	2013	3.25	2.93	0.01	0.09	26.76	0.71	33.71	12.16
HAS	2016	10.56	5.23	0.50	0.00	26.32	0.02	19.48	1.76
HAS	2015	5.45	1.74	0.68	0.00	26.66	0.01	89.06	1.33
HAS	2014	3.97	1.80	0.54	0.00	26.25	0.01	101.95	1.58
HAS	2013	2.26	1.48	0.34	0.00	26.19	0.01	(35.09)	2.54
HAS	2012	3.27	2.40	0.26	0.00	26.05	0.02	121.49	3.23
HBC	2016	31.04	4.96	0.78	0.06	30.07	0.09	110.17	1.11
HBC	2015	7.71	1.14	0.80	0.06	29.62	0.09	43.86	1.06
HBC	2014	6.90	1.19	0.77	0.05	29.39	0.06	2.71	1.10
HBC	2013	2.49	0.50	0.78	0.02	29.18	0.09	(14.90)	1.08
HBC	2012	16.97	2.86	0.78	0.05	29.15	0.11	33.57	1.06
HDC	2016	8.88	4.17	0.30	0.23	27.98	0.03	11.91	3.09
HDC	2015	7.66	4.06	0.33	0.14	27.81	0.04	8.08	2.77
HDC	2014	3.96	1.94	0.36	0.14	27.82	0.04	45.00	2.42
HDC	2013	4.65	2.05	0.40	0.14	27.87	0.04	(6.08)	2.17
HDC	2012	7.42	3.24	0.42	0.13	27.89	0.04	(27.58)	2.08
HDG	2016	13.75	3.76	0.30	0.42	29.53	0.17	33.71	2.04
HDG	2015	10.65	4.56	0.35	0.22	28.75	0.04	(4.97)	2.10
HDG	2014	15.49	7.10	0.54	0.00	28.46	0.06	58.14	1.39
HDG	2013	19.09	6.15	0.63	0.00	28.48	0.04	5.59	1.25
HDG	2012	5.98	2.14	0.54	0.07	28.23	0.08	(16.08)	1.29
HQC	2016	0.50	0.29	0.29	0.12	29.56	0.01	(21.65)	2.43

HQC	2015	16.03	10.05	0.29	0.08	29.48	0.00	332.39	2.34
HQC	2014	1.69	0.74	0.34	0.22	29.03	0.00	(25.05)	1.97
HQC	2013	2.41	0.73	0.49	0.21	28.78	0.00	45.28	1.37
HQC	2012	2.53	0.70	0.51	0.21	28.63	0.00	39.84	1.20
HT1	2016	15.58	6.87	0.26	0.30	30.10	0.73	9.45	0.57
HT1	2015	16.69	6.20	0.26	0.37	30.11	0.78	13.60	0.44
HT1	2014	8.21	2.41	0.30	0.40	30.17	0.84	6.32	0.45
HT1	2013	0.08	0.02	0.32	0.44	30.21	0.85	6.29	0.40
HT1	2012	0.49	0.07	0.30	0.56	30.22	0.86	10.51	0.41
HTI	2016	15.72	4.66	0.10	0.61	27.93	0.72	33.08	0.26
HTI	2015	15.63	4.56	0.06	0.64	27.87	0.86	69.09	0.94
HTI	2014	10.35	3.00	0.04	0.67	27.83	0.92	(1.43)	1.27
HTI	2013	11.83	3.79	0.08	0.60	27.62	0.91	17.38	0.50
HTI	2012	13.01	5.82	0.05	0.50	27.25	0.87	(5.61)	1.13
HU1	2016	1.84	0.49	0.73	0	27.21	0.01	(38.75)	1.26
HU1	2015	4.67	1.33	0.72	0	27.17	0.01	(13.42)	1.29
HU1	2014	4.29	1.03	0.76	0	27.33	0.01	16.99	1.09
HU1	2013	4.68	0.79	0.81	0	27.57	0.01	12.76	1.19
HU1	2012	10.26	1.81	0.81	0.00	27.59	0.02	(52.12)	1.20
HU3	2016	8.83	2.63	0.70	0	27.14	0.07	29.50	1.24
HU3	2015	8.85	2.54	0.71	0	27.15	0.07	19.03	1.28
HU3	2014	7.27	1.93	0.73	0	27.21	0.02	(0.31)	1.30
HU3	2013	9.66	2.30	0.68	0.06	27.23	0.01	(4.60)	1.42
HU3	2012	15.55	3.58	0.76	0	27.29	0.01	(50.43)	1.29
HVX	2016	3.98	1.69	0.29	0.29	27.69	0.71	7.98	0.85
HVX	2015	1.92	0.76	0.24	0.36	27.70	0.74	(9.83)	0.89
HVX	2014	2.04	0.78	0.21	0.40	27.71	0.77	22.90	1.02
HVX	2013	(8.09)	(1.41)	0.25	0.58	27.72	0.81	8.28	0.77
HVX	2012	9.28	6.05	0.35	0	26.47	0.25	9.54	2.11
IJC	2016	4.31	1.40	0.39	0.29	29.84	0.06	190.24	2.13
IJC	2015	4.12	1.66	0.31	0.29	29.62	0.08	(33.11)	2.40
IJC	2014	7.52	3.42	0.35	0.19	29.54	0.09	60.45	2.10
IJC	2013	5.37	3.36	0.25	0.12	29.20	0.13	(12.83)	2.51
IJC	2012	6.14	4.02	0.21	0.13	29.16	0.13	(43.20)	3.00

ITA	2016	0.38	0.30	0.10	0.10	30.19	0.01	(63.24)	4.24
ITA	2015	1.47	1.07	0.15	0.12	30.18	0.01	109.10	2.91
ITA	2014	1.82	1.21	0.21	0.13	30.12	0.02	37.08	2.71
ITA	2013	1.27	0.84	0.20	0.14	30.01	0.02	(48.07)	2.72
ITA	2012	0.57	0.33	0.20	0.21	29.93	0.03	29.72	2.62
ITC	2016	1.93	0.89	0.28	0.26	28.83	0.02	30.91	3.11
ITC	2015	0.49	0.32	0.21	0.14	28.47	0.02	(53.08)	3.84
ITC	2014	0.49	0.34	0.21	0.10	28.40	0.03	107.89	3.80
ITC	2013	(20.20)	(12.84)	0.29	0.07	28.47	0.03	55.92	2.85
ITC	2012	0.41	0.27	0.24	0.10	28.61	0.02	(16.28)	3.48
KAC	2016	9.30	7.27	0.21	0.01	26.64	0.01	0.04	1.88
KAC	2015	7.18	4.37	0.31	0.08	26.79	0.01	874.55	0.57
KAC	2014	0.54	0.31	0.16	0.25	26.78	0.00	24.00	5.11
KAC	2013	0.74	0.47	0.22	0.14	26.67	0.01	(95.21)	3.71
KAC	2012	0.19	0.11	0.22	0.19	26.74	0.01	640.13	3.55
KBC	2016	8.25	4.85	0.23	0.18	30.32	0.01	37.47	3.86
KBC	2015	7.49	4.41	0.22	0.20	30.25	0.01	34.22	4.08
KBC	2014	4.99	2.39	0.20	0.32	30.20	0.01	(1.20)	4.11
KBC	2013	1.95	0.63	0.52	0.09	30.16	0.03	284.49	1.53
KBC	2012	(12.16)	(4.11)	0.23	0.36	30.10	0.03	(55.60)	3.56
KDH	2016	9.22	5.11	0.16	0.29	29.70	0.00	274.40	5.69
KDH	2015	6.58	3.23	0.12	0.39	29.78	0.00	66.75	7.46
KDH	2014	4.19	2.01	0.15	0.35	28.77	0.00	103.41	5.86
KDH	2013	(14.15)	(7.85)	0.12	0.32	28.19	0.00	214.18	7.29
KDH	2012	(5.11)	(2.71)	0.19	0.25	28.37	0.00	(75.57)	4.01
KHA	2016	10.10	9.56	0.04	0.01	26.87	0.03	(86.59)	17.54
KHA	2015	21.21	18.83	0.09	0.03	26.78	0.04	160.99	7.30
KHA	2014	20.80	15.77	0.22	0.02	26.80	0.04	145.43	3.00
KHA	2013	11.30	8.13	0.27	0.01	26.73	0.04	(5.44)	2.69
KHA	2012	11.14	7.48	0.30	0.01	26.77	0.04	(36.09)	2.44
LBM	2016	26.87	20.37	0.24	0.00	26.25	0.40	10.48	2.33
LBM	2015	21.53	17.55	0.18	0	25.95	0.48	42.38	2.72
LBM	2014	8.61	6.95	0.14	0.00	25.83	0.44	2.07	3.72
LBM	2013	14.55	11.92	0.13	0.00	25.80	0.49	0.41	3.77

LBM	2012	11.86	9.17	0.17	0.00	25.78	0.46	(6.52)	3.06
LCG	2016	6.66	2.74	0.56	0.02	28.59	0.05	9.68	1.27
LCG	2015	1.55	0.67	0.54	0.02	28.45	0.04	(19.39)	1.20
LCG	2014	(1.23)	(0.63)	0.44	0.03	28.24	0.10	341.91	1.45
LCG	2013	(38.77)	(15.90)	0.47	0.09	28.29	0.18	(58.50)	1.25
LCG	2012	(3.11)	(1.69)	0.42	0.01	28.33	0.15	(54.53)	1.38
LDG	2016	14.09	5.93	0.24	0.34	28.66	0.05	11.69	2.82
LDG	2015	16.21	7.02	0.11	0.46	28.47	0.05	488.16	6.15
LGL	2016	4.71	0.91	0.56	0.25	28.24	0.03	57.62	1.47
LGL	2015	3.37	1.42	0.32	0.26	27.43	0.05	(33.88)	1.91
LGL	2014	10.57	4.63	0.31	0.23	27.29	0.06	169.12	1.74
LGL	2013	(17.23)	(6.58)	0.44	0.15	27.33	0.10	(41.28)	1.14
LGL	2012	1.12	0.40	0.48	0.14	27.55	0.09	(65.09)	1.06
LHG	2016	24.69	10.84	0.35	0.21	28.05	0.03	103.85	1.67
LHG	2015	10.17	5.05	0.30	0.21	27.95	0.04	(6.44)	1.87
LHG	2014	3.94	1.71	0.30	0.26	28.02	0.07	18.48	1.80
LHG	2013	3.76	1.47	0.30	0.31	28.13	0.08	(8.67)	1.64
LHG	2012	8.40	3.20	0.36	0.26	28.14	0.07	(22.90)	1.34
LM8	2016	17.87	2.71	0.82	0.03	28.31	0.10	5.69	1.01
LM8	2015	20.78	3.32	0.81	0.03	28.11	0.11	11.48	1.04
LM8	2014	22.93	3.40	0.80	0.05	27.99	0.11	7.56	1.06
LM8	2013	22.43	3.18	0.78	0.07	27.89	0.11	17.80	1.07
LM8	2012	25.21	3.64	0.74	0.12	27.72	0.09	75.88	1.16
MCG	2016	1.50	0.48	0.46	0.22	28.27	0.29	(11.86)	1.19
MCG	2015	3.85	1.11	0.52	0.20	28.37	0.09	(68.81)	1.18
MCG	2014	6.78	1.70	0.51	0.23	28.45	0.18	49.51	1.14
MCG	2013	(33.44)	(6.34)	0.58	0.23	28.65	0.11	(57.23)	1.22
MCG	2012	0.07	0.02	0.60	0.12	28.59	0.11	19.49	1.14
MDG	2016	4.39	1.87	0.57	0.00	26.57	0.09	27.51	1.16
MDG	2015	1.91	0.75	0.61	0.00	26.62	0.09	51.32	1.04
MDG	2014	(29.59)	(10.90)	0.63	0.00	26.64	0.09	(22.55)	0.88
MDG	2013	0.97	0.39	0.53	0.06	26.83	0.16	24.57	1.02
MDG	2012	2.33	0.92	0.54	0.07	26.87	0.27	13.44	1.09
NAV	2016	(15.03)	(9.39)	0.37	0.00	25.58	0.13	(40.55)	2.06

NAV	2015	6.39	3.87	0.39	0.01	25.83	0.13	(14.54)	2.03
NAV	2014	7.80	4.67	0.40	0.01	25.83	0.20	11.58	1.69
NAV	2013	3.95	2.12	0.46	0.00	25.91	0.21	8.86	1.59
NAV	2012	4.79	2.44	0.48	0.01	25.93	0.19	(6.11)	1.54
NBB	2016	3.23	0.90	0.50	0.23	29.24	0.03	(57.41)	1.84
NBB	2015	2.61	0.92	0.25	0.40	28.89	0.04	(60.28)	3.64
NBB	2014	2.29	1.15	0.23	0.27	28.77	0.08	20.21	3.89
NBB	2013	1.87	0.79	0.33	0.24	28.76	0.10	(81.18)	2.58
NBB	2012	23.90	9.54	0.39	0.20	28.74	0.10	156.20	2.12
NLG	2016	12.31	6.24	0.35	0.14	29.46	0.01	99.95	2.67
NLG	2015	8.60	4.15	0.42	0.10	29.24	0.01	45.77	2.24
NLG	2014	5.36	2.64	0.38	0.12	29.00	0.01	42.57	2.30
NLG	2013	2.67	1.04	0.44	0.09	28.83	0.02	32.06	1.98
NNC	2016	45.43	37.39	0.17	0.01	26.93	0.03	14.94	3.99
NNC	2015	43.25	30.87	0.27	0.02	26.71	0.04	29.49	3.15
NNC	2014	41.67	30.04	0.28	0.00	26.57	0.06	21.33	2.98
NNC	2013	38.71	29.89	0.23	0.00	26.21	0.07	15.41	3.40
NNC	2012	46.35	35.25	0.24	0.00	26.12	0.11	0.10	2.95
NTL	2016	7.80	5.45	0.27	0.03	27.95	0.02	(8.43)	2.96
NTL	2015	10.57	7.38	0.21	0.09	27.88	0.03	107.28	4.20
NTL	2014	4.39	2.73	0.35	0.02	27.94	0.03	(49.70)	2.73
NTL	2013	10.84	6.96	0.32	0.02	27.91	0.03	(34.70)	2.91
NTL	2012	8.26	4.34	0.44	0.02	28.16	0.03	21.22	2.13
NVL	2016	16.52	4.54	0.41	0.31	31.23	0.00	10.11	2.02
NVT	2016	1.80	1.18	0.30	0.04	27.91	0.28	0.93	0.93
NVT	2015	(14.71)	(9.64)	0.11	0.24	27.90	0.28	(10.26)	2.43
NVT	2014	2.64	1.55	0.09	0.22	27.99	0.52	1.52	3.63
NVT	2013	4.83	2.92	0.19	0.09	27.96	0.50	0.64	1.30
NVT	2012	(13.68)	(6.88)	0.17	0.19	27.80	0.55	17.54	1.13
PC1	2016	14.77	6.73	0.30	0.24	29.14	0.20	(2.99)	1.49
PDR	2016	10.09	2.69	0.19	0.55	29.83	0.00	239.68	4.83
PDR	2015	6.86	2.07	0.20	0.50	29.65	0.00	8.04	4.40
PDR	2014	2.84	0.69	0.19	0.57	29.43	0.00	948.21	5.01
PDR	2013	0.16	0.04	0.12	0.63	29.36	0.03	(62.07)	7.93

PDR	2012	0.35	0.10	0.20	0.53	29.28	0.04	(17.25)	4.79
PPI	2016	(7.36)	(3.70)	0.31	0.18	27.64	0.02	(43.23)	0.98
PPI	2015	5.29	2.22	0.24	0.34	27.89	0.03	24.54	1.00
PPI	2014	6.80	2.59	0.41	0.21	27.51	0.02	240.46	0.23
PPI	2013	0.04	0.01	0.58	0.08	27.38	0.02	(45.92)	1.68
PPI	2012	0.34	0.13	0.57	0.06	27.31	0.04	23.06	1.65
PTB	2016	34.94	15.37	0.55	0.01	28.22	0.32	20.21	1.12
PTB	2015	35.45	14.78	0.57	0.01	27.85	0.33	24.18	1.14
PTB	2014	34.18	11.10	0.64	0.03	27.72	0.27	14.35	1.08
PTB	2013	36.68	11.04	0.65	0.04	27.55	0.29	23.35	1.07
PTB	2012	34.87	9.50	0.69	0.02	27.33	0.26	(2.68)	1.05
PTC	2016	7.56	2.85	0.37	0.25	27.14	0.03	98.32	2.22
PTC	2015	(5.25)	(1.76)	0.66	0.00	27.15	0.03	38.44	1.25
PTC	2014	1.67	1.02	0.38	0.01	26.51	0.02	16.46	1.97
PTC	2013	0.63	0.36	0.40	0.01	26.53	0.19	(38.06)	1.78
PTC	2012	(31.35)	(16.26)	0.46	0.00	26.61	0.23	(34.03)	1.49
PTL	2016	0.00	0.00	0.31	0.09	28.15	0.05	(75.04)	1.77
PTL	2015	0.50	0.29	0.22	0.20	28.19	0.05	182.46	1.72
PTL	2014	0.21	0.11	0.37	0.12	28.31	0.05	(65.82)	1.10
PTL	2013	(15.93)	(6.71)	0.37	0.15	28.36	0.23	11.51	1.52
PTL	2012	(0.26)	(0.10)	0.47	0.10	28.61	0.17	(40.53)	1.56
PXI	2016	(4.84)	(1.17)	0.61	0.15	27.85	0.03	(59.33)	1.41
PXI	2015	10.39	2.86	0.71	0.01	27.85	0.04	26.06	1.04
PXI	2014	7.25	1.65	0.64	0.13	28.03	0.04	32.31	1.24
PXI	2013	0.55	0.16	0.69	0.01	27.70	0.22	(19.27)	1.06
PXI	2012	2.39	0.82	0.64	0.01	27.54	0.40	(48.77)	0.81
PXS	2016	10.69	4.60	0.48	0.09	28.28	0.40	(11.27)	1.13
PXS	2015	14.39	6.22	0.43	0.14	28.20	0.42	4.72	1.14
PXS	2014	18.71	7.48	0.42	0.18	28.14	0.45	65.10	1.11
PXS	2013	12.21	4.92	0.48	0.12	28.06	0.48	(15.67)	0.91
PXS	2012	14.09	5.18	0.22	0.42	27.90	0.59	13.18	1.23
PXT	2016	38.68	7.10	0.79	0.03	26.80	0.18	42.79	1.00
PXT	2015	68.73	12.42	0.79	0.03	26.33	0.23	66.78	0.90
PXT	2014	(783.64)	(54.36)	0.93	0.00	26.41	0.24	(47.38)	0.77

PXT	2013	(19.89)	(5.49)	0.71	0.01	27.20	0.13	(47.25)	1.20
PXT	2012	2.18	0.57	0.72	0.02	27.44	0.12	(21.91)	1.21
QCG	2016	1.11	0.54	0.50	0.01	29.74	0.04	305.77	1.63
QCG	2015	0.55	0.27	0.31	0.19	29.71	0.04	(25.23)	2.38
QCG	2014	0.82	0.47	0.17	0.26	29.56	0.04	(46.22)	4.62
QCG	2013	0.26	0.09	0.30	0.31	29.48	0.17	334.67	2.47
QCG	2012	0.30	0.11	0.29	0.31	29.48	0.15	(43.98)	2.58
ROS	2016	9.54	5.73	0.38	0.02	29.74	0.02	236.43	1.83
S4A	2016	15.03	5.43	0.10	0.54	27.88	0.88	(1.47)	1.23
SAV	2016	1.21	0.62	0.48	0.01	26.84	0.15	(1.48)	1.10
SAV	2015	(11.10)	(4.73)	0.56	0.01	27.01	0.13	(21.89)	1.04
SAV	2014	(9.42)	(4.07)	0.53	0.04	27.10	0.13	20.10	1.05
SAV	2013	1.48	0.64	0.54	0.03	27.21	0.09	(13.05)	1.60
SAV	2012	2.52	1.06	0.56	0.02	27.25	0.09	37.28	1.54
SC5	2016	13.12	2.11	0.68	0.16	28.32	0.05	2.78	1.37
SC5	2015	11.49	1.59	0.66	0.20	28.44	0.04	2.82	1.30
SC5	2014	10.00	1.52	0.66	0.19	28.42	0.05	12.71	1.22
SC5	2013	16.14	2.56	0.65	0.19	28.37	0.05	(8.59)	1.10
SC5	2012	2.74	0.37	0.62	0.24	28.48	0.03	21.49	1.48
SCR	2016	5.51	2.40	0.47	0.09	29.65	0.02	387.55	1.79
SCR	2015	6.51	3.96	0.30	0.09	29.24	0.00	(77.67)	2.60
SCR	2014	1.25	0.54	0.29	0.28	29.32	0.00	(35.15)	2.58
SCR	2013	0.32	0.13	0.31	0.28	29.35	0.00	86.55	2.36
SCR	2012	3.28	1.12	0.35	0.30	29.52	0.00	4.63	2.07
SII	2016	2.35	0.88	0.12	0.51	28.87	0.09	(56.60)	2.12
SII	2015	10.50	4.62	0.08	0.48	28.69	0.11	585.99	3.91
SII	2014	1.82	1.42	0.10	0.12	27.66	0.15	133.81	5.03
SII	2013	(0.01)	(0.01)	0.06	0.09	27.53	0.18	(27.51)	9.69
SII	2012	20.65	12.30	0.40	0	27.49	0.00	94.70	0.66
SJS	2016	8.54	3.02	0.42	0.22	29.42	0.01	(39.89)	1.52
SJS	2015	11.43	3.94	0.53	0.13	29.38	0.01	(30.25)	1.22
SJS	2014	7.90	2.56	0.61	0.06	29.32	0.02	94.07	1.47
SJS	2013	4.46	1.27	0.58	0.13	29.36	0.04	1,093.41	1.49
SJS	2012	(19.95)	(5.52)	0.41	0.31	29.34	0.04	(62.11)	2.08

SZL	2016	19.78	6.82	0.05	0.61	28.04	0.10	48.84	9.71
SZL	2015	10.68	3.56	0.08	0.59	27.88	0.13	6.82	5.40
SZL	2014	9.42	3.52	0.05	0.58	27.84	0.15	14.12	7.86
SZL	2013	8.38	3.45	0.07	0.52	27.76	0.17	21.62	5.18
SZL	2012	8.90	4.21	0.06	0.46	27.71	0.19	(3.21)	7.70
TCR	2016	4.44	2.30	0.48	0.01	27.88	0.37	(25.72)	1.30
TCR	2015	6.35	2.66	0.57	0.01	28.07	0.36	(8.91)	1.09
TCR	2014	0.32	0.12	0.59	0.04	28.12	0.40	18.75	0.99
TCR	2013	(9.91)	(3.55)	0.56	0.07	28.13	0.44	15.55	0.99
TCR	2012	0.53	0.21	0.48	0.11	28.13	0.50	15.69	1.03
TDC	2016	10.50	1.76	0.48	0.35	29.62	0.03	(7.99)	1.50
TDC	2015	9.12	1.48	0.50	0.34	29.63	0.04	(17.59)	1.42
TDC	2014	9.62	1.80	0.72	0.08	29.46	0.05	(2.23)	1.14
TDC	2013	12.11	3.32	0.69	0.02	29.11	0.07	8.12	1.08
TDC	2012	13.28	4.58	0.58	0.07	28.88	0.07	2.44	1.56
TDH	2016	6.11	3.87	0.26	0.11	28.66	0.03	19.77	1.63
TDH	2015	3.32	1.82	0.26	0.20	28.56	0.03	44.13	2.14
TDH	2014	3.39	1.95	0.22	0.16	28.52	0.11	36.63	2.23
TDH	2013	1.43	0.86	0.21	0.14	28.45	0.08	56.00	2.05
TDH	2012	2.05	1.24	0.20	0.16	28.43	0.09	(57.21)	2.15
THG	2016	31.38	12.47	0.52	0.08	27.27	0.14	18.59	1.20
THG	2015	27.34	9.30	0.61	0.05	27.12	0.17	33.13	1.23
THG	2014	10.77	4.19	0.58	0.01	26.73	0.24	21.49	1.25
THG	2013	8.85	3.77	0.51	0.05	26.61	0.30	(11.61)	1.31
THG	2012	12.12	4.68	0.51	0.09	26.71	0.28	11.95	1.35
TIP	2016	15.50	12.32	0.15	0.05	26.95	0.07	(2.34)	4.18
UDC	2016	1.50	0.57	0.37	0.25	27.71	0.07	219.57	1.27
UDC	2015	1.77	0.40	0.54	0.23	28.22	0.05	6.05	1.27
UDC	2014	1.09	0.24	0.51	0.25	28.14	0.24	(15.30)	1.36
UDC	2013	0.43	0.09	0.52	0.22	28.22	0.27	(16.05)	1.23
UDC	2012	2.21	0.47	0.56	0.17	28.19	0.28	(10.37)	1.09
UIC	2016	19.75	10.38	0.47	0.00	26.76	0.16	14.82	1.51
UIC	2015	14.91	7.22	0.51	0.00	26.72	0.20	14.36	1.29
UIC	2014	14.86	6.79	0.54	0.00	26.71	0.25	6.71	1.19

UIC	2013	15.17	6.15	0.56	0.04	26.77	0.27	5.45	1.15
UIC	2012	13.57	4.42	0.64	0.03	26.89	0.20	23.01	1.09
VIC	2016	7.76	1.95	0.54	0.21	32.83	0.15	69.35	0.90
VIC	2015	3.99	1.03	0.45	0.30	32.61	0.14	22.82	1.04
VIC	2014	13.75	4.19	0.27	0.42	32.13	0.12	50.86	1.43
VIC	2013	49.40	9.44	0.35	0.40	31.96	0.15	132.41	1.49
VIC	2012	17.49	3.31	0.46	0.35	31.65	0.19	241.79	1.12
VNE	2016	0.56	0.36	0.35	0.01	28.06	0.11	(25.77)	1.70
VNE	2015	10.68	5.69	0.45	0.02	28.26	0.10	0.84	1.29
VNE	2014	11.52	5.75	0.38	0.12	28.11	0.12	18.57	1.49
VNE	2013	2.21	0.77	0.56	0.07	28.31	0.46	37.37	0.91
VNE	2012	0.08	0.03	0.32	0.28	28.22	0.51	18.94	1.41
VPH	2016	12.40	4.62	0.48	0.15	28.19	0.01	65.64	1.86
VPH	2015	18.22	6.49	0.49	0.16	28.15	0.01	(7.90)	1.89
VPH	2014	0.60	0.17	0.51	0.21	28.17	0.01	(33.52)	1.91
VPH	2013	2.79	0.76	0.64	0.05	28.21	0.02	247.60	1.48
VPH	2012	1.19	0.32	0.60	0.10	28.21	0.02	19.82	1.59
VRC	2016	1.27	0.88	0.28	0.03	26.27	0.02	(64.26)	1.42
VRC	2015	(3.56)	(2.67)	0.22	0.03	26.16	0.02	199.58	1.60
VRC	2014	0.51	0.26	0.38	0.10	26.56	0.03	(55.42)	1.20
VRC	2013	0.53	0.28	0.33	0.13	26.52	0.13	13.50	2.35
VRC	2012	0.08	0.03	0.50	0.07	26.74	0.12	(49.33)	1.50
VSI	2016	14.73	7.61	0.37	0.11	26.72	0.03	(59.24)	1.53
VSI	2015	15.58	7.27	0.45	0.08	26.74	0.03	82.98	1.49
VSI	2014	7.99	1.88	0.25	0.52	27.34	0.02	24.02	1.34
VSI	2013	2.05	0.43	0.35	0.44	27.39	0.60	8.83	1.02
VSI	2012	4.98	1.11	0.33	0.45	27.36	0.59	(37.02)	1.13

Phụ lục 2 Kết quả xử lý dữ liệu

Phụ lục 2-1 Bảng kết quả thống kê các biến

```
. sum roe roa sda lda size tang growth cr
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
roe	431	5.436893	41.08039	-783.6373	68.72711
roa	431	3.527406	6.784311	-54.36149	37.39172
sda	431	.3758527	.1936578	.0141365	.9293714
lda	431	.1675167	.1676253	0	.6731665
size	431	28.02766	1.247358	25.58137	32.82648
tang	431	.1585136	.1948191	0	.9158329
growth	431	40.90664	138.4312	-95.21206	1093.407
cr	431	2.365289	2.262135	.2267725	19.66348

Phụ lục 2-2 Bảng kết quả tương quan giữa các biến

```
. pwcorr roe roa sda lda size tang growth cr
```

	roe	roa	sda	lda	size	tang	growth
roe	1.0000						
roa	0.6294	1.0000					
sda	-0.1439	-0.2363	1.0000				
lda	0.0071	-0.1918	-0.4280	1.0000			
size	0.0681	-0.0995	-0.0523	0.3969	1.0000		
tang	0.0063	0.0086	-0.1843	0.2914	-0.0273	1.0000	
growth	0.0476	0.0378	-0.0780	0.0414	0.1046	-0.0853	1.0000
cr	0.0441	0.1537	-0.5727	0.1629	-0.0374	-0.1375	0.0175
		cr					
cr		1.0000					

Phụ lục 2-3 Kết quả kiểm định đa cộng tuyến

. reg roe sda lda size tang growth cr

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	431
Model	26392.927	6	4398.82117	F(6, 424)	=	2.67
Residual	699274.273	424	1649.23178	Prob > F	=	0.0150
				R-squared	=	0.0364
				Adj R-squared	=	0.0227
Total	725667.2	430	1687.59814	Root MSE	=	40.611

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sda	-47.3268	13.99458	-3.38	0.001	-74.8342	-19.8194
lda	-28.62941	14.80253	-1.93	0.054	-57.7249	.4660669
size	3.217847	1.762712	1.83	0.069	-.2468961	6.68259
tang	-.9498214	11.22158	-0.08	0.933	-23.00668	21.10703
growth	.0075719	.0143581	0.53	0.598	-.0206501	.0357938
cr	-1.126331	1.11502	-1.01	0.313	-3.317986	1.065324
_cons	-59.6631	49.24537	-1.21	0.226	-156.4586	37.13236

. vif

Variable	VIF	1/VIF
sda	1.92	0.522184
cr	1.66	0.602852
lda	1.61	0.622962
size	1.26	0.793356
tang	1.25	0.802494
growth	1.03	0.970844
Mean VIF	1.45	

Phụ lục 2-4 Mô hình hồi quy FEM

. xtreg roe sda lda size tang growth cr, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      431
Group variable: ticker                 Number of groups =       93

R-sq:                                  Obs per group:
  within = 0.0568                       min =          1
  between = 0.0662                      avg =         4.6
  overall = 0.0290                      max =          5

corr(u_i, Xb) = -0.7722                  F(6, 332)       =       3.33
                                           Prob > F        =       0.0034

```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sda	-136.3503	36.24807	-3.76	0.000	-207.6551	-65.04545
lda	-79.11418	36.20764	-2.19	0.030	-150.3395	-7.888865
size	20.72483	7.90584	2.62	0.009	5.172977	36.27669
tang	-19.73145	26.79142	-0.74	0.462	-72.43379	32.97089
growth	.0198584	.016028	1.24	0.216	-.0116708	.0513876
cr	-2.638065	1.953395	-1.35	0.178	-6.480656	1.204527
_cons	-502.376	217.0883	-2.31	0.021	-929.418	-75.33392
sigma_u	31.073291					
sigma_e	40.126321					
rho	.37487295	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(92, 332) = 1.11

Prob > F = 0.2502

Phụ lục 2-5 Mô hình hồi quy REM

```
. xtreg roe sda lda size tang growth cr, re
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       431
Group variable: ticker                  Number of groups =        93

R-sq:                                    Obs per group:
    within = 0.0468                       min =          1
    between = 0.0857                       avg =         4.6
    overall = 0.0364                       max =          5

Wald chi2(6) =       16.00
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =       0.0137
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
sda	-47.3268	13.99458	-3.38	0.001	-74.75568	-19.89792
lda	-28.62941	14.80253	-1.93	0.053	-57.64184	.3830142
size	3.217847	1.762712	1.83	0.068	-.237006	6.6727
tang	-.9498214	11.22158	-0.08	0.933	-22.94372	21.04407
growth	.0075719	.0143581	0.53	0.598	-.0205696	.0357133
cr	-1.126331	1.11502	-1.01	0.312	-3.31173	1.059068
_cons	-59.6631	49.24537	-1.21	0.226	-156.1822	36.85606
sigma_u	0					
sigma_e	40.126321					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Phụ lục 2-6 Kiểm định Hausman

```
. hausman roefe roere
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) roefe	(B) roere		
sda	-136.3503	-47.3268	-89.0235	33.43761
lda	-79.11418	-28.62941	-50.48477	33.04358
size	20.72483	3.217847	17.50699	7.706825
tang	-19.73145	-.9498214	-18.78163	24.3281
growth	.0198584	.0075719	.0122865	.0071232
cr	-2.638065	-1.126331	-1.511734	1.603896

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(6) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
          =       12.25
Prob>chi2 =       0.0567
```

Phụ lục 2-7 Kiểm định phương sai thay đổi

. xtreg roe sda lda size tang growth cr, re

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       431
Group variable: ticker                 Number of groups =        93

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0468                      min =           1
    between = 0.0857                     avg =          4.6
    overall = 0.0364                     max =           5

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(6)    =       16.00
                                           Prob > chi2     =       0.0137

```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
sda	-47.3268	13.99458	-3.38	0.001	-74.75568	-19.89792
lda	-28.62941	14.80253	-1.93	0.053	-57.64184	.3830142
size	3.217847	1.762712	1.83	0.068	-.237006	6.6727
tang	-.9498214	11.22158	-0.08	0.933	-22.94372	21.04407
growth	.0075719	.0143581	0.53	0.598	-.0205696	.0357133
cr	-1.126331	1.11502	-1.01	0.312	-3.31173	1.059068
_cons	-59.6631	49.24537	-1.21	0.226	-156.1822	36.85606
sigma_u	0					
sigma_e	40.126321					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[ticker,t] = Xb + u[ticker] + e[ticker,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	1687.598	41.08039
e	1610.122	40.12632
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
 Prob > chibar2 = 1.0000

Phụ lục 2-8 Kiểm định tự tương quan

```
. xtserial roe sda lda size tang growth cr
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

```
F( 1,      85) =      0.231
Prob > F =      0.6321
```

Phụ lục 2-9 Kết quả hồi quy với ROE

```
. xtreg roe sda lda size tang growth cr, re
```

```
Random-effects GLS regression              Number of obs   =      431
Group variable: ticker                    Number of groups =      93

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.0468                          min =          1
  between = 0.0857                         avg =          4.6
  overall = 0.0364                         max =          5

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(6)    =      16.00
                                           Prob > chi2     =      0.0137
```

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
sda	-47.3268	13.99458	-3.38	0.001	-74.75568	-19.89792
lda	-28.62941	14.80253	-1.93	0.053	-57.64184	.3830142
size	3.217847	1.762712	1.83	0.068	-.237006	6.6727
tang	-.9498214	11.22158	-0.08	0.933	-22.94372	21.04407
growth	.0075719	.0143581	0.53	0.598	-.0205696	.0357133
cr	-1.126331	1.11502	-1.01	0.312	-3.31173	1.059068
_cons	-59.6631	49.24537	-1.21	0.226	-156.1822	36.85606
sigma_u	0					
sigma_e	40.126321					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Phụ lục 2-10 Kiểm định đa cộng tuyến

. reg roa sda lda size tang growth cr

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	431
Model	3253.28444	6	542.214074	F(6, 424)	=	13.90
Residual	16538.2712	424	39.0053567	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.1644
				Adj R-squared	=	0.1526
Total	19791.5557	430	46.0268736	Root MSE	=	6.2454

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
sda	-13.54244	2.152193	-6.29	0.000	-17.77273 -9.312141
lda	-15.69368	2.276446	-6.89	0.000	-20.1682 -11.21916
size	.1802511	.2710833	0.66	0.506	-.3525834 .7130855
tang	1.877297	1.72574	1.09	0.277	-1.514774 5.269367
growth	.0012142	.0022081	0.55	0.583	-.0031259 .0055544
cr	.0109108	.1714762	0.06	0.949	-.3261386 .3479602
_cons	5.82125	7.573327	0.77	0.443	-9.064689 20.70719

. vif

Variable	VIF	1/VIF
sda	1.92	0.522184
cr	1.66	0.602852
lda	1.61	0.622962
size	1.26	0.793356
tang	1.25	0.802494
growth	1.03	0.970844
Mean VIF	1.45	

Phụ lục 2-11 Mô hình FEM

```
. xtreg roa sda lda size tang growth cr, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      431
Group variable: ticker                 Number of groups =       93

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.1353                    min =          1
    between = 0.0266                   avg =         4.6
    overall = 0.0333                    max =          5

corr(u_i, Xb) = -0.5460                 F(6, 332)       =       8.66
                                           Prob > F        =       0.0000
```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sda	-18.91867	3.775129	-5.01	0.000	-26.34486	-11.49248
lda	-17.84966	3.770919	-4.73	0.000	-25.26757	-10.43176
size	3.42338	.8233699	4.16	0.000	1.8037	5.04306
tang	-6.171034	2.790247	-2.21	0.028	-11.65983	-.6822415
growth	.0031998	.0016693	1.92	0.056	-.0000839	.0064835
cr	-.3798964	.2034403	-1.87	0.063	-.7800909	.0202982
_cons	-80.57531	22.60911	-3.56	0.000	-125.0505	-36.10014
sigma_u	6.6006361					
sigma_e	4.1790376					
rho	.71385274	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(92, 332) = 6.68                               Prob > F = 0.0000
```

Phụ lục 2-12 Mô hình REM

```
. xtreg roa sda lda size tang growth cr, re
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       431
Group variable: ticker                  Number of groups =        93

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0992                      min =           1
    between = 0.1687                     avg =          4.6
    overall = 0.1376                     max =           5

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(6)     =       53.30
                                           Prob > chi2      =       0.0000
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
sda	-16.04299	2.697119	-5.95	0.000	-21.32925	-10.75674
lda	-14.95376	2.812823	-5.32	0.000	-20.4668	-9.440733
size	.7278263	.4082195	1.78	0.075	-.0722693	1.527922
tang	-2.357494	2.103443	-1.12	0.262	-6.480167	1.765179
growth	.0022419	.0016525	1.36	0.175	-.0009969	.0054807
cr	-.2396409	.1783508	-1.34	0.179	-.5892021	.1099204
_cons	-7.45795	11.29707	-0.66	0.509	-29.59979	14.68389
sigma_u	4.4570328					
sigma_e	4.1790376					
rho	.5321567	(fraction of variance due to u_i)				

Phụ lục 2-13 Kiểm định Hausman

```
. hausman roafe roare
```

Note: the rank of the differenced variance matrix (5) does not equal the number of coefficients being tested (6); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

	— Coefficients —			
	(b) roafe	(B) roare	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
sda	-18.91867	-16.04299	-2.875675	2.64143
lda	-17.84966	-14.95376	-2.895899	2.511544
size	3.42338	.7278263	2.695554	.7150488
tang	-6.171034	-2.357494	-3.81354	1.833304
growth	.0031998	.0022419	.0009579	.0002361
cr	-.3798964	-.2396409	-.1402555	.097872

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          = 22.26
Prob>chi2 = 0.0005
(V_b-V_B is not positive definite)
```

Phụ lục 2-14 Kiểm định phương sai thay đổi

```
. xtreg roe sda lda size tang growth cr, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      431
Group variable: ticker                 Number of groups =      93

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.0568                      min =          1
    between = 0.0662                     avg =          4.6
    overall = 0.0290                      max =          5

corr(u_i, Xb) = -0.7722                  F(6,332)       =          3.33
                                          Prob > F       =          0.0034
```

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sda	-136.3503	36.24807	-3.76	0.000	-207.6551	-65.04545
lda	-79.11418	36.20764	-2.19	0.030	-150.3395	-7.888865
size	20.72483	7.90584	2.62	0.009	5.172977	36.27669
tang	-19.73145	26.79142	-0.74	0.462	-72.43379	32.97089
growth	.0198584	.016028	1.24	0.216	-.0116708	.0513876
cr	-2.638065	1.953395	-1.35	0.178	-6.480656	1.204527
_cons	-502.376	217.0883	-2.31	0.021	-929.418	-75.33392
sigma_u	31.073291					
sigma_e	40.126321					
rho	.37487295	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(92, 332) = 1.11          Prob > F = 0.2502
```

```
. xttest3
```

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model
```

```
H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i
```

```
chi2 (93) = 6.2e+06
Prob>chi2 = 0.0000
```

Phụ lục 2-15 Kiểm định tự tương quan

```
. xtserial roa sda lda size tang growth cr
```

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
```

```
H0: no first-order autocorrelation
```

```
F( 1, 85) = 2.745
Prob > F = 0.1013
```

Phụ lục 2-16 Kết quả hồi quy ROA

. xtreg roa sda lda size tang growth cr, fe vce(cluster ticker)

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       431
Group variable: ticker                    Number of groups =       93

R-sq:                                     Obs per group:
    within = 0.1353                        min =           1
    between = 0.0266                       avg =           4.6
    overall = 0.0333                       max =           5

corr(u_i, Xb) = -0.5460                    F(6,92)         =         6.95
                                                Prob > F        =         0.0000

```

(Std. Err. adjusted for 93 clusters in ticker)

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sda	-18.91867	5.731155	-3.30	0.001	-30.30124	-7.536101
lda	-17.84966	3.628493	-4.92	0.000	-25.05616	-10.64316
size	3.42338	.8421788	4.06	0.000	1.75074	5.09602
tang	-6.171034	2.72058	-2.27	0.026	-11.57434	-.7677281
growth	.0031998	.0015417	2.08	0.041	.0001377	.0062618
cr	-.3798964	.1657637	-2.29	0.024	-.7091175	-.0506753
_cons	-80.57531	21.86754	-3.68	0.000	-124.0061	-37.14448
sigma_u	6.6006361					
sigma_e	4.1790376					
rho	.71385274	(fraction of variance due to u_i)				