

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG TỚI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Lê Phương Lan*

Tóm tắt

Nghiên cứu này tiến hành phân tích các nhân tố vi mô và vĩ mô ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp niêm yết trên hai Sở chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mẫu nghiên cứu bao gồm 846 quan sát của 94 doanh nghiệp trong 9 năm từ 2006 đến 2014. Ba mô hình được sử dụng là mô hình OLS gộp, mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Kết quả hồi quy cho thấy giá trị doanh nghiệp bị ảnh hưởng lớn bởi các biến số vĩ mô. Tăng trưởng GDP và tăng trưởng cung tiền M2 đều có ảnh hưởng dương đến giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, lãi suất và biến động tỷ giá lại có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

Trong các yếu tố vi mô, khả năng sinh lời có tác động mạnh mẽ và rõ ràng nhất đến giá trị doanh nghiệp. Có mối quan hệ hình chữ U ngược giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp và có một số bằng chứng yếu cho thấy rủi ro kinh doanh có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, nghiên cứu tìm thấy ít bằng chứng ủng hộ giả thuyết về tác động của các vấn đề đại diện và cấu trúc sở hữu đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả hồi quy cũng cho thấy quy mô và tính thanh khoản không có tác động đến giá trị các doanh nghiệp sản xuất đại chúng.

Từ khóa: giá trị doanh nghiệp, nhân tố vi mô, nhân tố vĩ mô.

Mã số: 273. Ngày nhận bài: 16/05/2016. Ngày hoàn thành biên tập: //2016. Ngày duyệt đăng: //2016.

Abstract

This paper analyzes microeconomic and macroeconomic factors that affect the value of industrial manufacturing firms listed on Hanoi and Hochiminh stock exchanges. There are 846 observations of 94 firms from 2006 to 2014. Models that are applied in this paper are OLS regression model, fixed effect model (FEM) and random effect model (REM). The result points out that firm value is considerably affected by macroeconomic factors. GDP growth and M2 growth have positive effects while interest rate and foreign exchange rate have negative effects on firm value.

Among the microeconomic factors, profitability represented by ROE has the strongest and clearest influence on firm value. There exists to be a reverse U letter relationship between financial leverage and firm value, and there's weak evidence that business risk has positive effect on firm value. Besides, this paper found little evidence to support the hypothesis of the effect of agency problem and ownership structure on firm value. The regression result also shows that size and liquidity have no effects on public manufacturing firms.

Key words: firm value, microeconomic factors, macro economic factors.

Paper No.273. Date of receipt: 16/05/2016. Date of revision: //2016. Date of approval: //2016.

* Trường Đại học Ngoại thương

1. Giới thiệu

Ở góc độ của người làm quản lý doanh nghiệp, việc tìm ra những nhân tố có thể ảnh hưởng tích cực lên giá trị doanh nghiệp của mình có ý nghĩa hết sức quan trọng, góp phần giúp doanh nhân giải bài toán cơ bản “làm thế nào để tối đa hoá lợi ích của cổ đông”. Bài viết này tiến hành kiểm định một số giả thuyết nghiên cứu về các nhân tố vi mô và vĩ mô có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp ngành sản xuất công nghiệp.

Tác giả lựa chọn đối tượng nghiên cứu là các doanh nghiệp ngành sản xuất công nghiệp, do đây là nhóm ngành được đánh giá là nhân tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng GDP ở Việt Nam, và được kỳ vọng là sẽ ngày càng đóng góp nhiều hơn vào tỉ trọng GDP so với ngành nông nghiệp và dịch vụ. Để thuận tiện hơn trong việc thu thập số liệu, tác giả chỉ tập trung vào các doanh nghiệp ngành sản xuất công nghiệp niêm yết trên 02 sở giao dịch chứng khoán chính thức là Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

So với những nghiên cứu trước đây, bài viết này phát triển theo hướng tổng hợp chứ không phân tích các nhân tố một cách riêng lẻ. Việc sử dụng 3 mô hình kinh tế lượng khác nhau để chạy hồi quy rồi mới so sánh và đưa ra kết luận mô hình phù hợp nhất làm tăng tính tin cậy của kết quả nghiên cứu. Việc giới hạn ở ngành sản xuất công nghiệp cũng là một lựa chọn mới của tác giả, giúp cho các nghiên cứu chuyên sâu tiếp theo về doanh nghiệp ngành sản xuất công nghiệp có cơ sở tham khảo.

2. Lý thuyết về giá trị doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp:

2.1. Lý thuyết về giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp có thể được nhìn nhận theo nhiều cách tiếp cận (Moeljadi, 2014).

Tiếp cận từ bảng cân đối kế toán, giá trị doanh nghiệp là giá trị của tất cả tài sản. Từ góc độ của báo cáo kết quả kinh doanh, giá trị doanh nghiệp có thể được xác định bởi doanh thu, lợi nhuận hoặc các chỉ báo khác. Một hướng tiếp cận khác là lợi thế thương mại. Giá trị doanh nghiệp được tính bằng giá trị sổ sách cộng với lợi thế thương mại. Giá trị doanh nghiệp cũng có thể được xem là một hàm của các dòng tiền tương lai và mức lợi tức.

Christiawan và Tarin (2004) kết luận rằng khái niệm đại diện tốt nhất để xác định giá trị của công ty trên thị trường là giá trị nội tại, nhưng việc ước lượng giá trị nội tại lại rất khó khăn bởi việc xác định giá trị nội tại đòi hỏi khả năng để nhận diện các biến có ý nghĩa quyết định đến khả năng sinh lời của một công ty. Những yếu tố này được cho là khác nhau giữa các doanh nghiệp. Vì vậy, giá trị thị trường thường được sử dụng bởi sự dễ dàng trong thu thập dữ liệu.

2.2. Lý thuyết về ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá trị doanh nghiệp:

Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu tác động không nhỏ của các yếu tố kinh tế vĩ mô như lãi suất, tỷ giá, cung tiền, tăng trưởng GDP... Tăng trưởng GDP có thể tác động đến kết quả kinh doanh và giá trị doanh nghiệp. Kinh tế tăng trưởng cao cho thấy nhu cầu đầu tư và tiêu dùng lớn, mang lại cơ hội kinh doanh và mở rộng quy mô tốt cho doanh nghiệp. Ngược lại, suy thoái kinh tế khiến cho nhu cầu tiêu dùng giảm, nguồn cung cấp đầu vào hạn chế, đè nặng áp lực lên cả việc kiểm soát chi phí và doanh số bán hàng của doanh nghiệp. Biến động của giá cả hàng hóa, lãi suất, tỷ giá hay chính sách tài chính của quốc gia biểu thị cho rủi ro hệ thống đều có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp (Wang, 2014).

Chính sách tiền tệ ảnh hưởng tất cả các lĩnh vực kinh tế thông qua chi phí vay nợ và sự sẵn

có của tiền tệ và tín dụng, những thứ sẽ ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài của doanh nghiệp. Chính sách tài khóa ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế, chi phí vốn và cầu về hàng hóa. Lãi suất và lạm phát tăng có thể gây ra tình trạng kiệt quệ tài chính và vỡ nợ (Zeitun và các cộng sự, 2007).

Sự thay đổi của lãi suất có thể ảnh hưởng đến dòng tiền và giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Lãi suất cao tạo gánh nặng lên các khoản nợ và hạn chế doanh nghiệp huy động vốn bên ngoài. Lãi suất tăng cũng ảnh hưởng đến tỷ giá, làm giảm khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp xuất khẩu trong nước (Macdonald, 1999).

Theo lý thuyết về tài chính quốc tế, sự biến thiên trong tỷ giá ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp có các khoản phải trả hoặc phải thu bằng ngoại tệ, vì vậy ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Nếu không thực hiện phòng vệ, doanh nghiệp xuất khẩu nắm giữ ngoại tệ sẽ hưởng lợi từ sự giảm giá của đồng nội tệ hay sự tăng giá của ngoại tệ. Trong khi đó, doanh nghiệp nhập khẩu phải trả bằng ngoại tệ sẽ hưởng lợi từ sự tăng giá của đồng nội tệ. Ngay cả doanh nghiệp nội địa không có bất cứ hoạt động thương mại quốc tế nào cũng vẫn chịu ảnh hưởng từ biến động tỷ giá bởi những doanh nghiệp này đang cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài và các tập đoàn đa quốc gia (Bhuiya và các cộng sự, 2015). Tỷ giá thay đổi có thể ảnh hưởng đến giá trị của các tập đoàn đa quốc gia thông qua việc tác động đến dòng tiền hoạt động, các tài sản và khoản nợ nước ngoài (Shin và Soenen, 1998).

2.3. Lý thuyết về ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô đến giá trị doanh nghiệp:

Cơ cấu vốn

Theo lý thuyết của Modigliani - Miller (MM), với các giả thiết về thị trường vốn hoàn

hảo và không có thuế, giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị của công ty không có vay nợ (MM, 1958). Điều này hàm ý rằng cơ cấu vốn không có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong điều kiện có thuế, giá trị công ty có vay nợ sẽ cao hơn giá trị công ty không sử dụng vay nợ vì lãi vay mang lại khoản tiết kiệm thuế (Modigliani và Miller, 1963).

Tuy nhiên trong thực tế tồn tại những chi phí đánh đổi cho lá chắn thuế và mức vay nợ được xác định bởi lợi ích về thuế và những chi phí này. Đây là bản chất của lý thuyết đánh đổi cho rằng khả năng sinh lời cao hơn liên quan đến tỷ lệ đòn bẩy cao hơn nhờ lá chắn thuế nhưng tỷ lệ này thấp hơn 100% do các chi phí đánh đổi.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng phát triển bởi Myers và Majluf (1984), đầu tư sẽ được tài trợ trước tiên bằng nguồn vốn nội bộ (chủ yếu là lợi nhuận giữ lại), tiếp theo là đến vay nợ mới và cuối cùng là phát hành vốn cổ phần mới. Lý thuyết này giải thích được tại sao các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi nhất thường vay ít hơn. Các doanh nghiệp có khả năng sinh lợi thấp sẽ phát hành nợ vì họ không có nguồn vốn nội bộ đủ cho đầu tư vốn và không phát hành cổ phiếu mới vì chi phí vốn thấp hơn.

Lý thuyết tín hiệu của Ross (1977) giải thích lựa chọn tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu qua sự sẵn sàng gửi đi các tín hiệu của doanh nghiệp về chất lượng dòng thu nhập. Với một doanh nghiệp có chất lượng dòng thu nhập thấp, việc đánh lừa thị trường và ra tín hiệu về dòng thu nhập tốt bằng cách vay nhiều hơn là quá tốn kém. Vì vậy, doanh nghiệp có chất lượng dòng thu nhập thấp sẽ có ít nợ vay hơn và đòn bẩy tăng lên cùng với sự gia tăng của giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết về cơ cấu vốn dựa trên chi phí đại diện (Jensen và Meckling, 1976) giải thích

rằng sự tồn tại của cơ cấu vốn tối ưu là do các chi phí đại diện. Các chi phí đại diện không chỉ phát sinh từ mâu thuẫn giữa cổ đông và các nhà quản lý mà còn giữa cổ đông với các trái chủ. Do tồn tại mâu thuẫn giữa các bên, tỷ lệ đòn bẩy cao hơn có thể dẫn đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp thấp hơn, ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

Các vấn đề đại diện

Vấn đề người đại diện xảy ra khi có sự khác nhau về mục tiêu giữa chủ sở hữu và người đại diện. Vấn đề này tồn tại là do sự bất cân xứng thông tin giữa cổ đông và người quản lý mà cụ thể là người quản lý nắm nhiều thông tin hơn. Chi phí đại diện là tổng các chi phí giám sát và ràng buộc cộng thêm các khoản thiệt hại khác phát sinh từ sự cần thiết của mối quan hệ đại diện (Jensen và Meckling, 1976). Những hành động của người đại diện nhằm đạt được mục đích riêng, ví dụ như đầu tư vào dự án rủi ro với kỳ vọng nhận được mức thưởng cao hơn, có thể làm giảm giá trị của cổ đông trong dài hạn (Fernado, 2006).

Theo Lins (2003), mức độ mà các vấn đề về người đại diện ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp có lẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Nếu có các biện pháp khuyến khích để thống nhất, cân bằng lợi ích của ban quản lý và cổ đông bên ngoài, giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên. Ngược lại, ban quản lý sẽ sử dụng khả năng điều hành để khai thác các tài nguyên của doanh nghiệp và việc sử dụng khả năng điều hành phục vụ lợi ích riêng này sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Nếu ban quản lý hành động trên lợi ích của tất cả các cổ đông, giá trị doanh nghiệp sẽ không phụ thuộc vào cấu trúc sở hữu. Nếu doanh nghiệp có những cổ đông lớn bên ngoài, họ cũng tác động đến việc quản lý doanh nghiệp và kết quả là tác động đến giá trị doanh nghiệp.

Cấu trúc sở hữu

Mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và giá trị doanh nghiệp là vấn đề trung tâm trong nghiên cứu quản trị doanh nghiệp. Cấu trúc sở hữu là công cụ để giảm chi phí đại diện liên quan đến xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và người đại diện (Barbosa và Louri, 2002).

Nhiều nghiên cứu gợi ý rằng giá trị doanh nghiệp tương quan với cấu trúc sở hữu thông qua các biến thể trong chi phí đại diện liên quan đến mật độ sở hữu (Fauver và Naranjo, 2010). McConnell và Servaes (1990) lập luận rằng tỷ lệ sở hữu nội bộ càng cao liên quan đến sự gia tăng trong các vấn đề đại diện. Những cổ đông lớn có động lực để giám sát ban quản lý và ngăn cản họ thực hiện đầu tư và hành động làm giảm giá trị doanh nghiệp. Như vậy, mật độ sở hữu là một cơ chế quản trị doanh nghiệp giúp làm giảm chi phí đại diện phát sinh do sự tách biệt về sở hữu và quản lý.

Chen và các cộng sự (2007) cho rằng sở hữu tập trung lâu dài giúp các tổ chức độc lập, không bị phân tán và tạo điều kiện cho việc điều hành doanh nghiệp tốt hơn. Tỷ lệ các nhà đầu tư tổ chức cao hơn thì thông tin sẵn có nhiều hơn, tức mức độ bất cân xứng thông tin ít hơn (Geczy và các cộng sự, 1997).

Nhìn chung, các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước được cho là kém hiệu quả hơn các doanh nghiệp tư nhân bởi lợi ích và sự khuyến khích quản lý thấp hơn. Có thể tồn tại các lý do chính trị như chính phủ theo đuổi các mục tiêu khác ngoài tối đa hóa lợi nhuận. Quyền kiểm soát của nhà nước trong các doanh nghiệp có thể cho phép nhiều chính trị gia can thiệp vào hoạt động của doanh nghiệp (tuyển dụng, đầu tư) để đạt được lợi ích chính trị, gây ra các thiệt hại hay chi phí chính trị (Wang và Xiao, 2009). Khi các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa, một phần cổ phần được sở hữu bởi các chủ thể khác. Kết quả là những doanh nghiệp này chịu tổn thất ít hơn từ chi phí chính

trị. Tuy nhiên, chi phí đại diện tăng lên khi những cổ đông đại diện cho vốn nhà nước theo đuổi những lợi ích riêng, tác động xấu đến giá trị doanh nghiệp (Qian, 1995).

Dòng tiền

Jensen (1986) lập luận rằng dòng tiền tự do lớn hơn tạo ra xung đột lợi ích tiềm tàng giữa ban quản lý và cổ đông về vấn đề phân bổ tiền mặt. Lý thuyết dòng tiền tự do (Lang và các cộng sự, 1991; Harford, 1999) gợi ý rằng khi người đại diện nhận thấy dòng tiền tự do lớn, họ sẽ sử dụng nó vào các mục đích cá nhân hơn là đầu tư sinh lời cho doanh nghiệp. Do đó, dòng tiền tự do càng lớn thì vấn đề người đại diện càng nghiêm trọng và ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

Tuy nhiên, Masulis và các cộng sự (2007) cho rằng dòng tiền tự do lớn thể hiện kết quả kinh doanh tốt. Mô hình chiết khấu dòng tiền DCF cũng ủng hộ mối quan hệ cùng chiều giữa dòng tiền tự do và giá trị doanh nghiệp.

Khả năng sinh lời

Mô hình định giá lợi nhuận thặng dư RIV (Peasnell, 1981; và các nhà nghiên cứu khác) và mô hình OM (Ohlson, 1995) gợi ý rằng giá trị của một doanh nghiệp được xác định bởi lợi nhuận còn dư (sau khi trừ đi chi phí vốn chủ sở hữu) và giá trị sổ sách của tài sản ròng.

Mô hình RIV:

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} \cdot E[x_{t+\tau}^a]$$

Trong đó:

y_t : giá trị sổ sách của tài sản ròng

$$R_f = r + 1$$

$x_{t+\tau}^a$: lợi nhuận còn dư ($= x_t - r \cdot y_{t-1}$ với x_t là lợi nhuận trong kỳ (t-1, t), r là tỷ lệ chiết khấu, y_{t-1} là giá trị sổ sách của tài sản ròng cuối năm t-1)

Mô hình Ohlson (1995):

$$P_t = y_t + a_1 \cdot x_t^a + a_2 \cdot v_t$$

Trong đó:

$$a_1 = [\omega / (R_f - \omega)] \geq 0$$

$$a_2 = [R_f / (R_f - \omega) \cdot (R_f - \gamma)] > 0$$

v_t : giá trị thông tin chưa được thể hiện trên sổ sách kế toán

Rủi ro

Khi phân tích doanh nghiệp để ra quyết định đầu tư hay cho vay, yếu tố rủi ro luôn được xem xét. Bên cạnh các rủi ro tài chính (đòn bẩy), giá trị của doanh nghiệp cũng bị tác động bởi rủi ro kinh doanh, là sự bất ổn trong dòng thu nhập gây ra bởi bản chất của hoạt động kinh doanh, bao gồm cả rủi ro hệ thống và phi hệ thống. Sự bất ổn trong dòng thu nhập xuất phát từ các yếu tố như sự biến đổi của doanh số theo chu kỳ kinh doanh, sự thay đổi của giá bán hay chi phí, tính đa dạng của sản phẩm, sự tăng trưởng hay hiện diện của sức mạnh thị trường. Từ góc nhìn của nhà đầu tư hay chủ nợ, doanh nghiệp có rủi ro kinh doanh cao hơn sẽ phải chịu chi phí vốn cao hơn, dẫn đến giá trị doanh nghiệp bị ảnh hưởng. Từ góc độ bên trong doanh nghiệp, người quản lý có động lực thực hiện các biện pháp làm giảm rủi ro kinh doanh để giảm xác suất phá sản, qua đó bảo đảm cho vị trí của mình. Bên cạnh đó, lương thưởng của ban quản lý thường dựa trên lợi nhuận của doanh nghiệp, do đó, các nhà quản lý có xu hướng hành động làm giảm rủi ro kinh doanh để lợi nhuận tăng trưởng tốt hoặc ổn định (Amit và Wernerfelt, 1990).

3. Giả thuyết nghiên cứu

3.1. Đối với ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô:

Malik và Shah (2013) nhận thấy tăng trưởng GDP có tác động đáng kể đến giá cổ phiếu

trong khi lạm phát và tỷ lệ tăng cung tiền M2 không có ảnh hưởng đáng kể. Vergos và các cộng sự (2011) kiểm định mô hình Ohlson và bổ sung thêm các biến vĩ mô. Kết quả nghiên cứu cho thấy lãi suất và biến động chỉ số cổ phiếu có ảnh hưởng đến giá trị thị trường của doanh nghiệp. Chứng cứ rằng rủi ro tỷ giá có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp cũng được tìm thấy bởi Booth và Rotenberg (1990) sử dụng dữ liệu của Canada và He và Ng (1998) sử dụng dữ liệu của Nhật Bản. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm, các giả thuyết về tác động của các biến số kinh tế vĩ mô lên giá trị doanh nghiệp như sau:

Giả thuyết 1: Tăng trưởng GDP làm tăng giá trị doanh nghiệp

Giả thuyết 2: Tăng trưởng cung tiền M2 làm tăng giá trị doanh nghiệp

Giả thuyết 3: Lãi suất tăng làm giảm giá trị doanh nghiệp

Giả thuyết 4: Biến động tỷ giá làm giảm giá trị doanh nghiệp

3.2. Đối với ảnh hưởng của các nhân tố vĩ mô:

Siregar (2005) nhận định rằng doanh nghiệp với tổng tài sản lớn hơn cho thấy rằng doanh nghiệp có dòng tiền tốt hoặc dương, vì vậy nó được xem như có tiềm năng trong dài hạn. Quy mô lớn cũng phản ánh rằng doanh nghiệp tương đối ổn định hơn và có khả năng tạo ra lợi nhuận tốt hơn doanh nghiệp có tổng tài sản nhỏ nhờ tính kinh tế theo quy mô (Vintilă và Gherghina, 2013). Quy mô cũng liên quan đến các vấn đề quản trị doanh nghiệp với doanh nghiệp càng lớn càng đòi hỏi sự nỗ lực và chuyên nghiệp trong quản lý. Nhiều nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ cùng chiều giữa quy mô và giá trị doanh nghiệp (Zeitun và các cộng sự, 2007; Putu và các cộng sự, 2014; Fauver

và Naranjo, 2010). Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết 5: Doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì giá trị doanh nghiệp càng lớn

Sharma và các cộng sự (2013) nghiên cứu các nhân tố giải thích tỷ số MB (Market - to - book ratio), trong đó có yếu tố rủi ro kinh doanh. Các tác giả đo lường rủi ro kinh doanh bằng độ lệch chuẩn của ROE trong 7 năm và tìm thấy mối quan hệ cùng chiều nhưng yếu giữa rủi ro kinh doanh và tỷ số MB. Jia và Chen (2008) nghiên cứu rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh tác động đến giá trị các doanh nghiệp vận tải tại Trung Quốc trong giai đoạn 1993 - 2006. Kết quả nghiên cứu cho thấy cả rủi ro tài chính và rủi ro kinh doanh đều có tác động ngược chiều tới chỉ số Tobin's Q. Shin and Stulz (2000) tìm thấy mối quan hệ nghịch chiều giữa biến động dòng tiền và giá trị của cổ đông trong giai đoạn 1962 - 1999. Nghiên cứu hơn 2000 doanh nghiệp từ năm 1986 đến 2000, Allayannis và các cộng sự (2003) cũng tìm thấy mối quan hệ tương tự. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết 6: Rủi ro kinh doanh có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp

Đã có nhiều nghiên cứu về vấn đề đại diện, nhưng việc đo lường chi phí đại diện vẫn chưa được định nghĩa rõ ràng. Có nhiều biến khác nhau được sử dụng để biểu thị cho chi phí đại diện như vòng quay tổng tài sản, tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu, tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu, chi phí quảng cáo và nghiên cứu - phát triển trên doanh thu, dòng tiền tự do... Wang (2010) nghiên cứu ảnh hưởng của chi phí đại diện lên giá trị doanh nghiệp của

505 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Đài Loan trong giai đoạn 2002 - 2007. Tác giả sử dụng 7 biến khác nhau để biểu thị chi phí đại diện, trong đó có 2 biến vòng quay tổng tài sản và tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu có ý nghĩa thống kê, ủng hộ cho giải thuyết chi phí đại diện có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Fauver và Naranjo (2010) sử dụng nhiều biến biểu thị cho các vấn đề đại diện trong đó có vòng quay tổng tài sản, tỷ lệ dòng tiền tự do trên tổng tài sản, tỷ lệ chi phí được vốn hóa trên doanh thu. Kết quả nghiên cứu cho thấy có ít bằng chứng chứng minh mối quan hệ trực tiếp giữa vấn đề đại diện và giá trị doanh nghiệp. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết 7: Vấn đề đại diện trong doanh nghiệp càng nghiêm trọng thì giá trị doanh nghiệp càng thấp

Cơ cấu vốn của doanh nghiệp là một trong những yếu tố quan trọng mà các nhà nghiên cứu thực nghiệm quan tâm khi nghiên cứu về giá trị doanh nghiệp. Biến số được sử dụng phổ biến là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Các kết quả nghiên cứu không thống nhất với Vintila và Gherghina (2013) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ lệ nợ và Tobin's Q trong khi kết quả nghiên cứu của Fauver và Naranjo (2010) và Lins (2003) chỉ ra tỷ lệ nợ có ảnh hưởng tiêu cực đến Tobin's Q. Liang và các cộng sự (2011) sử dụng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu để biểu thị đòn bẩy tài chính không tìm thấy ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của tỷ lệ này lên Tobin's Q. Iavorskyi (2013) nghiên cứu tác động của cơ cấu vốn đến kết quả và giá trị doanh nghiệp trên 16.500 doanh nghiệp Ukraina. Tác giả đưa ra giả thuyết về mối quan hệ hình chữ U ngược giữa đòn bẩy tài

chính và kết quả hoạt động của doanh nghiệp và sử dụng hai tỷ số tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản và tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản để biểu thị đòn bẩy tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính càng lớn thì ROA, tỷ suất lợi nhuận và TFP càng nhỏ và đã bác bỏ giải thuyết đưa ra. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết 8: Tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp

Dù dường như chưa có nghiên cứu phân tích mối quan hệ trực tiếp giữa các tỷ số thanh toán ngắn hạn và giá trị doanh nghiệp, những tỷ số này được sử dụng rộng rãi trong nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến kết quả hoạt động và xác suất vỡ nợ hoặc đóng cửa (Altman (1968), Halim và các cộng sự, 2012; Nyamboga và các cộng sự, 2014). Trong khi đó, kết quả hoạt động và áp lực tài chính có ảnh hưởng lớn đến giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, khả năng thanh khoản của doanh nghiệp có thể tác động đến giá trị doanh nghiệp. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết 9: Khả năng thanh khoản của doanh nghiệp có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp

Những tỷ số đánh giá khả năng sinh lời cơ bản gồm tỷ suất lợi nhuận, ROA và ROE. Fauver và Naranjo (2010) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa tỷ suất lợi nhuận và Tobin's Q, kết quả nghiên cứu của Putu và các cộng sự (2014) cho thấy ROE càng tăng thì chỉ số PBV càng lớn. Varaiya và các cộng sự (1987) tìm thấy ROE có ảnh hưởng dương lên cả PBV và Tobin's Q. Kết quả nghiên cứu của

Chen và Chen (2011) cho thấy ROA có tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp, xác nhận ảnh hưởng dương của khả năng sinh lời đến giá trị doanh nghiệp. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

Giả thuyết 10: Khả năng sinh lời có mối quan hệ cùng chiều với giá trị doanh nghiệp

Fauver và Naranjo (2010) sử dụng tỷ lệ cổ đông sở hữu là tổ chức và tỷ lệ sở hữu nội bộ để minh họa cho tác động của cấu trúc sở hữu đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ sở hữu tổ chức càng cao làm tăng giá trị doanh nghiệp trong khi ảnh hưởng của tỷ lệ sở hữu nhìn chung là không đáng kể. Putu và các cộng sự (2014) cũng tìm thấy kết quả tương tự: tỷ lệ sở hữu tổ chức cao hơn giúp giá trị doanh nghiệp tăng lên. Nghiên cứu các doanh nghiệp nhà nước nắm quyền kiểm soát, kết luận rằng giá trị doanh nghiệp tăng khi chính phủ phân tán nhiều hơn quyền quyền soát cho doanh nghiệp. Tran và các cộng sự (2014) nghiên cứu mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và kết quả hoạt động của các

doanh nghiệp Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng tiêu cực của tỷ lệ sở hữu nhà nước đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp (ROA, ROE) và hiệu quả sử dụng lao động. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy tỷ lệ sở hữu nhà nước cao hơn trong doanh nghiệp lớn hơn sẽ tạo ra kết quả tốt hơn. Từ cơ sở lý luận và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của các nghiên cứu đi trước, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

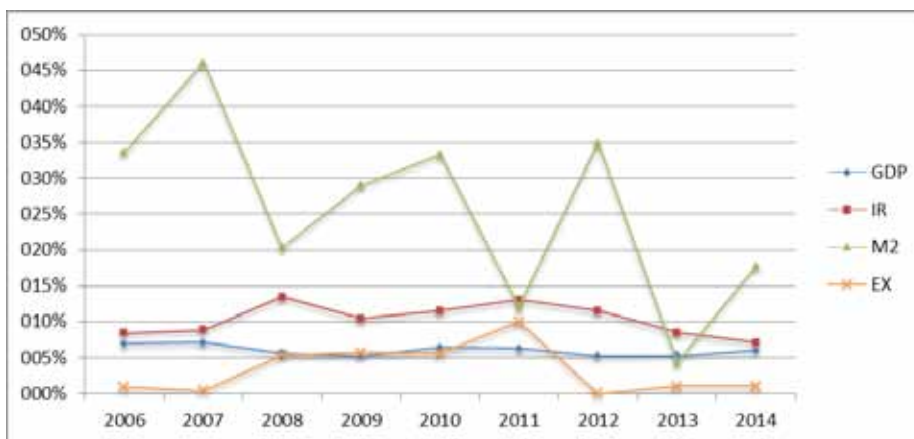
Giả thuyết 11: Cấu trúc sở hữu có tác động đến giá trị doanh nghiệp

4. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu:

4.1. Dữ liệu

Dữ liệu kinh tế vĩ mô bao gồm tốc độ tăng trưởng GDP, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 1 năm, tỷ giá và cung tiền M2 trong giai đoạn 2006 - 2014. Số liệu tăng trưởng GDP và lãi suất là dữ liệu thời kỳ trong khi tỷ giá và cung tiền là dữ liệu thời điểm được lấy vào đầu và cuối mỗi năm. Bộ dữ liệu này được lấy từ báo cáo Key Indicators for Asia and the Pacific của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB).

Hình 2: Tăng trưởng GDP, tăng trưởng cung tiền, lãi suất và biến động tỷ giá 2006 - 2014



Nguồn: Báo cáo kinh tế vĩ mô 2006-2014, ADB

Bảng 1: Phân loại doanh nghiệp theo ngành

STT	Ngành	Số DN	Tỷ lệ
1	Xây dựng	18	19,15%
2	Kim loại và các sản phẩm từ khoáng phi kim loại	16	17,02%
3	Thực phẩm - Đồ uống - Thuốc lá	14	14,89%
4	Thiết bị điện - Điện tử - Viễn thông	9	9,57%
5	Sản phẩm giấy và in ấn	7	7,45%
6	Sản xuất và phân phối điện	5	5,32%
7	Sản phẩm từ nhựa và cao su	5	5,32%
8	Xuất bản (Sách, báo, phần mềm, ...)	4	4,26%
9	Khai khoáng khác	3	3,19%
10	Hóa chất - Dược phẩm	3	3,19%
11	Trồng trọt	3	3,19%
12	Dệt May - Giày Da	3	3,19%
13	Nội ngoại thất và các sản phẩm liên quan	2	2,13%
14	Máy móc - Phương tiện vận tải	1	1,06%
15	Sản phẩm dầu mỏ tinh chế và than cốc	1	1,06%
	Tổng	94	100,00%

Nguồn: tác giả tự tổng hợp từ mẫu

Quá trình thu thập dữ liệu doanh nghiệp bắt đầu bằng việc lọc danh sách các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trước năm 2007 và thu được 135 doanh nghiệp. Sau đó, theo hệ thống phân loại ngành của Vietstock, có 38 doanh nghiệp phi sản xuất bị loại. Trong quá trình thu thập dữ liệu, 3 doanh nghiệp không có đủ dữ liệu cần thiết tiếp tục bị loại khỏi danh sách. Như vậy, mẫu nghiên cứu còn lại 94 doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu thuộc 15 ngành khác nhau (Bảng 1).

Dữ liệu về doanh nghiệp được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, bản

cáo bạch và vietstock. Các dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính bao gồm: tiền và tương đương tiền, tổng tài sản, tổng nợ, nợ ngắn hạn, vốn chủ sở hữu, doanh thu thuần, lợi nhuận sau thuế, lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh và tiền chi đầu tư vào mua sắm, xây dựng tài sản cố định. Dữ liệu về tỷ lệ sở hữu nhà nước và cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài được lấy từ báo cáo thường niên và bản cáo bạch. Dữ liệu về giá trị vốn hóa thị trường được lấy vào thời điểm cuối các năm từ website của vietstock. Dữ liệu thô của doanh nghiệp sau khi được xử lý tạo thành bộ dữ liệu bảng cân bằng với 94 doanh nghiệp trong 9 năm từ 2006 - 2014.

Bảng 2: tóm tắt một số thông tin thống kê về các biến trong mô hình.

Bảng 2: Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	GTNN	GTLN
Tobin's Q	846	1,3088	1,1066	0,1495	20,9307
EX	846	0,0331	0,0327	0,0000	0,1002
GDP	846	0,0605	0,0065	0,0525	0,0713
IR	846	0,1029	0,0209	0,0712	0,1346
M2	846	0,2571	0,1233	0,0435	0,4612
Size	846	12,8459	1,3667	9,3644	17,0647
ATurn	846	1,2223	0,7213	0,0408	4,4880
BRisk	846	0,3788	0,1750	0,1175	1,5219
CFO	846	0,0128	0,0074	0,0000	0,0308
Capex	846	0,1191	0,4250	0,0000	6,1822
Leverage	846	0,5022	0,2204	0,0309	0,9572
Liquid	846	0,3950	0,6956	0,0006	9,5048
ROA	846	0,0689	0,0846	-0,6570	0,5010
SO	846	0,3222	0,2155	0,0000	0,8500
FI	846	0,2648	0,4415	0	1

Nguồn: tác giả tổng hợp từ kết quả thống kê

4.2. Phương pháp nghiên cứu:

Tác giả tiến hành chạy số liệu theo 3 mô hình OLS gộp, mô hình tác động cố định FEM và mô hình tác động ngẫu nhiên REM, sau đó tiến hành kiểm định, và so sánh các mô hình để từ đó lựa chọn mô hình phù hợp nhất với dữ liệu thu thập được. Từ kết quả chạy các mô hình sẽ luận giải hàm ý và đưa ra những kết luận về các nhân tố có ảnh hưởng tới giá trị các doanh nghiệp ngành sản xuất công nghiệp niêm yết ở Việt Nam.

OLS gộp (Pooled OLS)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \beta_1 EX_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 IR_{it} + \beta_4 M2_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \beta_6 \text{ATurn}_{it} + \beta_7 \text{BRisk}_{it} + \beta_8 \text{CFO}_{it} + \beta_9 \text{Capex}_{it} + \beta_{10} \text{Leverage}_{it} + \beta_{11} \text{Liquid}_{it} + \beta_{12} \text{ROA}_{it} + \beta_{13} \text{SO}_{it} + \beta_{14} \text{FI}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

$\alpha, \beta_1, \dots, \beta_{14}$ là các hệ số ước lượng

ε_{it} là sai số ngẫu nhiên

i : doanh nghiệp thứ i

t : năm thứ t

Tobin's Q: là biến phụ thuộc biểu thị giá trị doanh nghiệp. Giống Fauver và Naranjo (2010), Tobin's Q được tính bằng công thức (giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách của tài sản - giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu) / giá trị sổ sách của tài sản.

EX: biến động tỷ giá, được tính phần trăm thay đổi tỷ giá sau mỗi năm.

GDP: tăng trưởng GDP

IR: lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 1 năm

M2: tăng trưởng cung tiền trong mỗi năm

Size: quy mô doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

ATurn: vòng quay tổng tài sản. Vòng quay

tổng tài sản được tính bằng doanh thu thuần chia cho tổng tài sản, phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản trong doanh nghiệp hay hiệu quả quản lý của ban giám đốc. Vì vậy, biến số này được sử dụng để biểu thị vấn đề đại diện trong doanh nghiệp với tỷ lệ càng cao thì chi phí đại diện càng thấp (Ang và các cộng sự, 2000; Fauver và Naranjo, 2010).

BRisk: rủi ro kinh doanh. Tương tự Ferri và Jones (1979) và Kale và các cộng sự (1991), rủi ro kinh doanh được tính bằng hệ số phương sai (CV) của doanh thu thuần trong giai đoạn 2006 - 2014.

CFO: tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên doanh thu thuần

Capex: tỷ lệ chi phí vốn hóa trên doanh thu thuần. Chi phí được vốn hóa thường là những khoản tiền đầu tư vào mua sắm, nâng cấp tài sản cố định, vì vậy biểu thị cho cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp (Fauver và Naranjo, 2010). Doanh nghiệp nhận thấy cơ hội mở rộng kinh doanh sẽ đầu tư nhiều hơn vào tài sản cố định nên tỷ lệ cao thường phản ánh cơ hội tăng trưởng cao.

Leverage: đòn bẩy tài chính, được tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản. Theo lý thuyết MM, tỷ lệ càng cao sẽ càng làm tăng giá trị doanh nghiệp.

Liquid: tỷ lệ thanh toán tiền mặt, là tỷ số giữa tiền và tương đương tiền với nợ ngắn hạn. Tỷ số thể hiện khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn hoặc khoản phải trả một cách tức thời của doanh nghiệp. Tỷ lệ thấp hàm ý doanh nghiệp gặp rủi ro thanh khoản.

ROA: khả năng sinh lời, được tính bằng cách chia lợi nhuận sau thuế cho tổng tài sản.

SO: tỷ lệ sở hữu nhà nước.

FI: biến giả, bằng 1 nếu doanh nghiệp có cổ đông lớn là tổ chức nước ngoài (sở hữu

từ 5% trở lên), bằng 0 với những trường hợp còn lại.

Mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model)

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \alpha_i + \beta_1 EX_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 IR_{it} + \beta_4 M2_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 ATurn_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 Capex_{it} + \beta_9 Leverage_{it} + \beta_{10} Liquid_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} SO_{it} + \beta_{13} FI_{it} + \varepsilon_{it}$$

Mô hình tác động cố định có hệ số góc không thay đổi nhưng hệ số chặn khác nhau giữa các đơn vị nhóm (thực thể). Với i thực thể, $i-1$ biến giả được sử dụng, và mô hình này đôi khi xuất hiện với tên mô hình LSDV (Least square dummy variable).

Mô hình tác động cố định phân tích mối quan hệ giữa biến giải thích và biến phụ thuộc bên trong mỗi thực thể và được sử dụng trong phân tích ảnh hưởng của các biến số biến đổi qua thời gian. Mô hình tác động cố định loại bỏ tác động của những đặc trưng bất biến qua thời gian, vì vậy chúng ta có thể đánh giá ảnh hưởng thuần của các biến độc lập lên biến phụ thuộc. Vì vậy, mô hình nghiên cứu tác động cố định không chứa biến Brisk. Mỗi thực thể có các đặc điểm riêng mà có thể hoặc không ảnh hưởng đến biến phụ thuộc.

Một giả thiết quan trọng của mô hình tác động cố định là các đặc điểm bất biến theo thời gian này là duy nhất với mỗi thực thể và không tương quan với đặc điểm của thực thể khác. Mỗi thực thể khác nhau nên sai số và phần hệ số chặn riêng (α_i) không tương quan với thực thể khác. Nếu sai số tương quan thì mô hình tác động cố định không phù hợp vì các suy diễn sẽ không chính xác và mô hình tác động ngẫu nhiên nên được sử dụng. Đây cũng là cơ sở của kiểm định Hausman.

Mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model)

$$Tobin's\ Q_{it} = \alpha + \alpha_1 + \beta_1 EX_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 IR_{it} + \beta_4 M2_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 ATurn_{it} + \beta_7 BRisk_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 Capex_{it} + \beta_{10} Leverage_{it} + \beta_{11} Liquid_{it} + \beta_{12} ROA_{it} + \beta_{13} SO_{it} + \beta_{14} FI_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong mô hình tác động ngẫu nhiên, hệ số chặn được giả định là biến ngẫu nhiên. Không giống với mô hình tác động cố định, đặc điểm riêng của các thực thể được giả định là ngẫu nhiên và không tương quan với các biến độc

lập. Sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên khi tin rằng sự khác nhau giữa các thực thể có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc. Ưu điểm của mô hình tác động ngẫu nhiên là có thể đưa vào mô hình biến độc lập bất biến theo thời gian. Vì vậy, mô hình nghiên cứu sử dụng tác động ngẫu nhiên có biến độc lập Brisk. Trong mô hình tác động cố định, biến này được thể hiện trong hệ số chặn.

Bảng 3: So sánh hai mô hình FEM và REM

Tiêu chí	FEM	REM
Tác động cá thể (α_i)	Cố định	Ngẫu nhiên
Sai số riêng biệt (ϵ_{it})	Được phép tương quan với biến độc lập	Không tương quan với biến độc lập
Biến phụ thuộc bất biến theo thời gian	Không có	Có

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

5. Kết quả mô hình và đánh giá

5.1. Kết quả mô hình

Mức độ tương quan, chiều hướng và mức ý nghĩa giữa các biến để thể hiện trong bảng tương quan sau đây.

Bảng 4: Ma trận tương quan

	TobinsQ	EX	GDP	IR	M2	Size	ATurn	BRisk	CFO	Capex	Leverage	Liquid	ROA	SO	FI
TobinsQ	1,0000														
EX	-0,1950*	1,0000													
GDP	0,3583*	-0,0733*	1,0000												
IR	-0,2140*	0,7158*	-0,2680*	1,0000											
M2	0,3240*	-0,3304*	0,4999*	-0,0634	1,0000										
Size	0,0008	0,0419	-0,1572*	0,0216	-0,1392*	1,0000									
ATurn	0,1593*	0,0049	0,1156*	0,0066	0,0800*	-0,1048*	1,0000								
BRisk	0,1046*	-0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2574*	-0,1357*	1,0000							
CFO	0,0060	-0,0083	-0,1037*	-0,0251	-0,1057*	0,1021*	0,0556	-0,0995*	1,0000						
Capex	-0,0022	0,0414	0,0349	0,0600	0,0345	0,0762*	-0,2258*	0,3648*	-0,1123*	1,0000					
Leverage	-0,1777*	-0,0346	0,0233	-0,0581	-0,0138	0,2299*	-0,0620	0,1017*	-0,1299*	0,0754*	1,0000				
Liquid	0,1449*	0,0040	-0,0117	0,0301	0,0236	-0,1162*	-0,0271	-0,0023	0,0066	0,0103	-0,4900*	1,0000			
ROA	0,4585*	0,0722*	0,1073*	0,0461	0,1413*	0,0342	0,2617*	0,0985*	0,1249*	-0,0262	-0,4097*	0,2007*	1,0000		
SO	0,0834*	-0,0100	0,0474	-0,0061	0,0369	0,1035*	0,0519	-0,0126	0,0254	-0,0315	0,1969*	-0,0074	0,0929*	1,0000	
FI	0,1081*	-0,0443	0,0346	-0,0472	0,0089	0,2641*	0,0607	-0,0474	0,0182	-0,0161	-0,2549*	0,0549	0,1300*	-0,3078*	1,0000

* mức ý nghĩa 5%

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

Bảng ma trận tương quan cho thấy mối tương quan có ý nghĩa giữa biến Tobin's Q và các biến khác. Cụ thể, Tobin's Q có tương quan thuận chiều với GDP, M2, Aturn, Brisk, Liquid, ROA, SO, FI ở mức ý nghĩa 5%. Tobin's Q tương quan nghịch chiều với EX, IR, và Leverage với mức ý nghĩa 5%. Trong

đó, hệ số tương quan lớn xuất hiện với tất cả các biến số kinh tế vĩ mô là EX (-0,195), GDP (0,3583), IR (-0,214), M2 (0,324) và một số biến vi mô như Leverage (-0,1777), ROA (0,4585). Đáng chú ý là cả hai biến số về dòng tiền là CFO và Capex đều không có tương quan có ý nghĩa với Tobin's Q.

Bảng 5: Kết quả hồi quy với Tobin's Q

Biến giải thích	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số góc	t	Hệ số góc	t	Hệ số góc	z
EX	-3,4880**	-2,06	-1,9297	-1,21	-3,1898*	-1,95
GDP	38,2366***	5,84	23,1010***	3,34	37,6597***	5,93
IR	-4,8143*	-1,87	-7,7691***	-3,09	-5,0363**	-2,03
M2	1,0169***	2,83	0,8930**	2,46	1,0840***	3,12
Size	0,0213	0,78	-0,0941	-0,84	0,0104	0,32
ATurn	0,0459	1,00	0,0836	0,78	0,0574	1,07
BRisk	0,4478**	2,24			0,4867**	2,03
CFO	-1,8646	-0,43	-98,0674**	-2,13	-1,5357	-0,29
Capex	-0,0375	-0,47	-0,0146	-0,17	-0,0318	-0,40
Leverage	-0,0321	-0,17	0,8351**	2,50	0,0375	0,18
Liquid	0,1096**	2,15	0,1088**	2,12	0,1088**	2,15
ROA	5,0999***	11,57	2,8537***	5,04	4,5845***	9,92
SO	0,2150	1,36	1,1803**	2,04	0,2684	1,43
FI	0,1049	1,27	-0,0834	-0,73	0,0875	0,98
_cons	-1,6027***	-2,62	1,8903	1,36	-1,4780**	-2,29
N	846		846		846	
F-statistic	34,41***		26,68***		422,32***	
Adjusted R ²	0,3563		0,4445		0,3653	

Chú thích: (*) mức ý nghĩa 10%; (**) mức ý nghĩa 5%; (***) mức ý nghĩa 1%

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

Bảng 5 trình bày kết quả hồi quy của 3 mô hình OLS gộp, FEM và REM. Mô hình OLS gộp có thống kê F (14, 831) = 34,41 với mức ý nghĩa 1% cho thấy mô hình phù hợp với dữ liệu. R² điều chỉnh bằng 0,3563 cho thấy các biến độc lập giải thích được 35,63% sự biến thiên của Tobin's Q. Kết quả mô hình OLS gộp cho thấy có 7 biến độc lập với các hệ số ước lượng đạt

được mức ý nghĩa. Trong đó, các biến tác động tích cực đến Tobin's Q có ý nghĩa gồm GDP, M2, Brisk, Liquid, ROA. Các biến tác động tiêu cực đến Tobin's Q có ý nghĩa là EX và IR.

Mô hình FEM có thống kê F (13, 739) = 26,68 với ý nghĩa 1%, xác nhận sự phù hợp của mô hình với dữ liệu. Với R² điều chỉnh bằng 0,4445, các biến độc lập giải thích được

44,45% sự biến thiên của Tobin's Q. Kết quả ước lượng tác động cố định cho thấy 8 biến ảnh hưởng có ý nghĩa đến giá trị Tobin's Q. Trong đó, các biến có ảnh hưởng cùng chiều là GDP, M2, Leverage, Liquid, ROA và SO, trong khi IR và CFO có ảnh hưởng ngược chiều.

Mô hình REM có thống kê $\chi^2_{14} = 422,32$ với ý nghĩa 1%, chứng tỏ sự phù hợp của mô hình với dữ liệu. Kết quả ước lượng tác động ngẫu nhiên khá giống với ước lượng OLS gộp. Cụ thể, các biến tác động tích cực đến Tobin's Q có ý nghĩa cũng bao gồm GDP, M2, Brisk, Liquid, ROA và các biến tác động tiêu cực đến Tobin's Q có ý nghĩa vẫn là EX và IR. Tuy nhiên, mức ý nghĩa của EX và IR có thay đổi nhỏ giữa hai mô hình.

Các biến đều tác động đáng kể đến Tobin's Q trong cả 3 mô hình là GDP, IR, M2, Liquid và ROA. Ngược lại, Size, Atum, Capex và FI đều không ảnh hưởng có ý nghĩa đến biến phụ thuộc. Có thể thấy rằng kết quả ước lượng theo FEM khác đáng kể so với OLS gộp và REM. Ví dụ, biến EX tác động tiêu cực có ý nghĩa đến Tobin's Q trong hai mô hình OLS gộp và REM nhưng không đạt được mức ý nghĩa thống kê cần thiết trong mô hình FEM. Ngược lại, biến SO lại ảnh hưởng tích cực đến Tobin's Q trong mô hình FEM nhưng trở nên mất ý nghĩa trong hai mô hình còn lại. Để biết mô hình nào thích hợp nhất với bộ dữ liệu, các kiểm định lựa chọn mô hình được tiến hành. Bên cạnh đó, các phép kiểm định khuyết tật mô hình cũng được thực hiện.

5.2. Đánh giá kết quả mô hình

Bảng 6: Các kiểm định lựa chọn mô hình

Kiểm định	So sánh	Kết quả	Chọn
F	FEM/ OLS gộp	$F(93, 739) = 2,47^{***}$	FEM
Hausman	FEM/ REM	$\chi^2(13) = 85,09^{***}$	FEM
Breusch and Pagan LM	REM/ OLS gộp	$\chi^2(1) = 15,44^{***}$	REM

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

Các kiểm định lựa chọn mô hình

F - test cho tác động cố định

Kiểm định này có giả thuyết không là tất cả $u_i = 0$, tức là các hệ số chặn riêng của từng doanh nghiệp đều bằng không. Nói cách khác là không có tác động cố định. Bác bỏ giả thuyết này đồng nghĩa với việc ưu tiên dùng mô hình tác động cố định hơn OLS gộp. Kết quả cho thấy thống kê F (93, 739) = 2,47 với mức ý nghĩa 1%, tức bác bỏ giả thuyết không.

Kiểm định Hausman

Kiểm định Hausman kiểm định giả thuyết không (H_0) rằng hệ số ước lượng bởi mô hình tác động ngẫu nhiên giống với các hệ số ước lượng bởi mô hình tác động cố định. Nếu giả thuyết không (H_0) bị bác bỏ, mô hình tác động cố định sẽ phù hợp hơn mô hình tác động ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định xác nhận bác bỏ giả thuyết không (H_0) với $\chi^2_{13} = 85,09$ và p - value < 0,01.

Kiểm định Breusch and Pagan LM

Thống kê Breusch and Pagan LM kiểm định giả thuyết không (H_0) rằng các phương sai giữa các thực thể bằng 0. Bác bỏ giả thuyết không (H_0) hàm ý rằng ước lượng OLS gộp không tốt bằng ước lượng tác động ngẫu nhiên. Kết quả kiểm định $\chi^2 = 15,44$ với mức ý nghĩa 1% bác bỏ giả thuyết không (H_0), cho thấy ước lượng REM phù hợp hơn OLS gộp.

Kết quả của các kiểm định được tóm tắt trong bảng 6 và chỉ ra rằng ước lượng tác động cố định là phù hợp với dữ liệu nhất trong 3 phép ước lượng.

Các kiểm định khuyết tật của mô hình

Tự tương quan

Tự tương quan khiến các sai số chuẩn của hệ số góc nhỏ hơn so với thực tế và R² cao hơn. Một kiểm định Lagrangian - Multiplier (Wooldridge test) được sử dụng để kiểm tra hiện tượng tự tương quan của dữ liệu bảng.

Wooldridge test

H₀: Không có tự tương quan bậc 1

$F(1, 93) = 8,248$

Prob > F = 0,0051

Kết quả kiểm định bác bỏ giả thuyết H₀, cho thấy có hiện tượng tự tương quan.

Đa cộng tuyến

Vì nhân tử phóng đại VIF thường bị tính toán cao bất thường với các mô hình FEM và REM, kết quả VIF cho mô hình OLS gộp thể hiện trung thực hơn hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình. Bảng 7 cho thấy các chỉ số VIF đều nhỏ, hàm ý không có hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Bảng 7: VIF của OLS gộp

Biến	Leverage	EX	GDP	Size	ROA	IR	FI	
VIF	3,29	3,11	2,10	1,95	1,94	1,49	1,48	
1/VIF	0,3041	0,3218	0,4751	0,5122	0,5156	0,6712	0,6771	
Biến	M2	Liquid	Brisk	SO	Capex	Aturn	CFO	Mean VIF
VIF	1,43	1,35	1,31	1,24	1,22	1,19	1,09	1,42
1/VIF	0,7003	0,7397	0,7640	0,8073	0,8194	0,8437	0,9151	

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

Phương sai sai số thay đổi

Kiểm định phương sai sai số thay đổi được áp dụng cho hai mô hình OLS gộp và FEM. Kết quả kiểm định White cho mô hình OLS gộp bác bỏ giả thuyết H₀ rằng phương sai sai số đồng nhất, xác nhận sự tồn tại của hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kiểm định White

H₀: phương sai sai số đồng nhất

H_a: phương sai sai số thay đổi

$chi2(112) = 438,64$

Prob > chi2 = 0.0000

Kết quả kiểm định đối với mô hình FEM

cũng có kết quả tương tự.

Modified Wald test

H₀: phương sai sai số đồng nhất

$chi2(94) = 58414,92$

Prob>chi2 = 0,0000

Như vậy, tồn tại một số khuyết tật trong các mô hình. Những khuyết tật này khiến kết quả ước lượng bị chệch và ít đáng tin cậy hơn. Để giảm nhẹ tác động của hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, các mô hình được ước lượng lại với sai số chuẩn White (robust s.e) hay sai số chuẩn Rogers (cluster-robust s.e). Kết quả được trình bày trong bảng 8.

Bảng 8: Kết quả hồi quy với Tobin's Q sử dụng Robust S.E.

Biến giải thích	Pooled OLS		FEM		REM	
	Hệ số góc	t	Hệ số góc	t	Hệ số góc	z
EX	-3,4880***	-2,66	-1,9297**	-2,35	-3,1898***	-3,31
GDP	38,2366***	6,49	23,1010***	4,43	37,6597***	7,65
IR	-4,8143***	-3,33	-7,7691***	-6,46	-5,0363***	-5,44
M2	1,0169***	4,44	0,8930***	3,33	1,0840***	5,87
Size	0,0213	0,70	-0,0941	-0,76	0,0104	0,25
ATurn	0,0459	0,98	0,0836	0,89	0,0574	1,07
BRisk	0,4478*	1,92			0,4867	1,59
CFO	-1,8646	-0,60	-98,0674**	-1,84	-1,5357	-0,38
Capex	-0,0375	-0,74	-0,0146	-0,47	-0,0318	-1,14
Leverage	-0,0321	-0,09	0,8351**	2,07	0,0375	0,11
Liquid	0,1096	0,75	0,1088	0,83	0,1088	0,76
ROA	5,0999***	3,28	2,8537**	2,18	4,5845***	3,06
SO	0,2150	1,29	1,1803	1,00	0,2684	1,27
FI	0,1049	1,35	-0,0834	-0,71	0,0875	0,84
_cons	-1,6027***	-3,12	1,8903	1,25	-1,4780**	-2,40
N	846		846		846	
F-statistic	18,73***		20,06***		229,60***	
Adjusted R ²	0,3670		0,4445		0,3653	

Chú thích: (*) mức ý nghĩa 10%; (**) mức ý nghĩa 5%; (***) mức ý nghĩa 1%

Nguồn: tác giả tự tổng hợp

6. Hàm ý và kết luận

6.1. Hàm ý

Kết quả hồi quy trong bảng 8 cho thấy số lượng biến ảnh hưởng có ý nghĩa đến Tobin's Q giảm đi. Cụ thể, trong mô hình OLS gộp, có 6 trong 14 biến độc lập tác động đáng kể đến biến phụ thuộc với độ tin cậy từ 90% trở lên. Mô hình FEM có 7 trên 13 biến có ý nghĩa trong khi mô hình REM chỉ có 5 trên 14 biến có ý nghĩa. Kết quả này cũng gợi ý rằng mô hình FEM phù hợp với dữ liệu hơn hai mô hình còn lại.

Hệ số góc của EX đều âm và có ý nghĩa trong cả 3 mô hình, cho thấy biến động tỷ giá tăng sẽ làm giảm Tobin's Q. Các doanh nghiệp Việt Nam thường ít hoặc không sử dụng các biện pháp phòng vệ rủi ro tỷ giá nên sự biến động của tỷ giá có khả năng gây ra các thiệt hại cho doanh nghiệp. Theo kết quả thực nghiệm thì một điều chắc chắn là biến động tỷ giá làm giảm niềm tin của nhà đầu tư vào doanh nghiệp, tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Hệ số góc của IR đều âm và có ý nghĩa 1% ở cả 3 mô hình, chứng tỏ rằng lãi suất tăng sẽ làm giảm giá trị các doanh nghiệp

sản xuất niêm yết. Kết quả này thống nhất với các mô hình định giá cổ phiếu. Hệ số góc của GDP đều dương, lớn và có ý nghĩa ở mức 1%. Theo kết quả của mô hình FEM, với tốc độ tăng trưởng GDP tăng thêm 1%, Tobin's Q sẽ tăng lên hơn 23 lần. Tương tự, M2 cũng có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp trong cả 3 mô hình với cùng mức ý nghĩa 1%. Như vậy, tăng trưởng cung tiền cao hơn sẽ cải thiện giá trị doanh nghiệp. Các kết quả thực nghiệm này ủng hộ các giả thuyết nghiên cứu số 1, 2, 3 và 4.

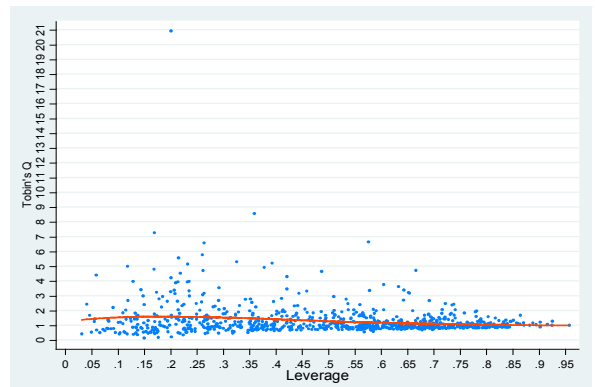
Biến Size không có ảnh hưởng đến Tobin's Q trong cả 3 mô hình. Dấu của biến này cũng không thống nhất trong cả 3 mô hình, cho thấy xu hướng tác động không rõ ràng. Như vậy, giả thuyết số 5 rằng quy mô có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp bị bác bỏ. Có thể lợi ích từ tính kinh tế nhờ quy mô đã bị bù trừ bởi chi phí gây ra do sự chồng chéo của tổ chức và các vấn đề đại diện.

Biến Brisk được đưa vào nghiên cứu trong hai mô hình OLS gộp và REM. Kết quả hồi quy cho thấy Brisk có dấu dương trong cả hai mô hình nhưng chỉ đạt mức ý nghĩa 10% trong mô hình OLS gộp. Điều này gợi ý biến động doanh thu có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp, đồng thời không ủng hộ giả thuyết số 6 về mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro kinh doanh và giá trị doanh nghiệp. Có thể biến động doanh thu (đo lường bằng hệ số CV của doanh thu) không phải là một biến biểu thị tốt cho rủi ro kinh doanh cho các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam thường đang trong pha tăng trưởng thay vì trưởng thành hay suy thoái. Thế nên các doanh nghiệp thường có doanh thu tăng dần qua các năm và những biến động doanh thu theo chiều hướng tích cực lại là dấu hiệu tốt cho thị trường. Có lẽ biến động lợi nhuận hoặc dòng tiền sẽ biểu thị

tốt hơn cho rủi ro kinh doanh của các doanh nghiệp Việt Nam.

Kết quả hồi quy với 3 biến Aturn, CFO và Capex cung cấp ít bằng chứng ủng hộ giả thuyết số 7 về tác động tiêu cực của các vấn đề đại diện đến giá trị doanh nghiệp. Dấu của Aturn dương, gợi ý hiệu quả sử dụng tài sản càng cao, tức chi phí đại diện có thể thấp hơn, thì giá trị doanh nghiệp càng lớn. Capex có dấu âm, gợi ý tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định lớn hơn (cơ hội tăng trưởng cao hơn, bất cân xứng lớn hơn) sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Tuy chiều tác động của 2 biến này thống nhất với giả thuyết nhưng lại không đạt được mức ý nghĩa thống kê cần thiết. Dấu của CFO âm với mức ý nghĩa 5% trong mô FEM có thể là bằng chứng hỗ trợ cho lý thuyết về dòng tiền tự do dù có sự khác nhau nhất định giữa dòng tiền tự hoạt động kinh doanh và dòng tiền tự do.

Hình 3 Mối quan hệ giữa Tobin's Q và Leverage



Biến Leverage có ảnh hưởng có ý nghĩa 5% duy nhất trong mô hình FEM. Điều này có nghĩa rằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng lên sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Giả thuyết số 8 về ảnh hưởng dương của đòn bẩy tài chính đến giá trị doanh nghiệp cũng được ủng hộ. Tuy nhiên, kết quả này có vẻ không vững chắc

khi mà Leverage lại có dấu âm trong mô hình OLS, gợi ý tác động tiêu cực lên Tobin's Q. Hình 3 minh họa mối quan hệ giữa Tobin's Q và Leverage cho thấy đường xu hướng là đường cong. Tobin's Q tăng dần khi Leverage tăng và đạt giá trị cao nhất khi Leverage quanh mức 20%. Sau mức này giá trị Tobin's Q giảm dần khi Leverage tiếp tục tăng. Khi Leverage ở mức quá cao, từ khoảng 60% trở lên, thì Tobin's Q xuống thấp hơn so với khi Leverage rất nhỏ.

Dù kết quả trong mô hình ban đầu xác nhận ảnh hưởng dương của Liquid đến Tobin's Q, các kết quả với robust s.e lại cho thấy Liquid không có ảnh hưởng đáng kể với Tobin's Q. Kết quả này bác bỏ giả thuyết số 9 về tác động trực tiếp có ý nghĩa của tính thanh khoản đến giá trị doanh nghiệp.

Trong số các biến biểu thị môi trường bên trong doanh nghiệp, ROA có tác động mạnh mẽ và vững chắc nhất đến giá trị doanh nghiệp. Trong tất cả các mô hình, hệ số góc của ROA đều dương với độ tin cậy tối thiểu là 95%. Kết quả này ủng hộ giả thuyết số 10 về tác động tích cực của khả năng sinh lời đến giá trị doanh nghiệp. Lợi nhuận thường được coi là yếu tố quan trọng và trước nhất nhà đầu tư xem xét khi đánh giá doanh nghiệp. Khả năng sinh lời cao, cổ tức cũng sẽ cao hơn, đồng nghĩa với lợi suất đầu tư cao hơn sẽ thu hút nhà đầu tư; cầu tăng đẩy giá cổ phiếu lên cao khiến cho giá trị doanh nghiệp tăng.

Kết quả hồi quy tìm thấy rất ít bằng chứng ủng hộ giả thuyết cấu trúc sở hữu có tác động đến giá trị doanh nghiệp. Biến FI không có ý nghĩa trong các mô hình. Hệ số góc của SO dương và có ý nghĩa ở mức 5% trong mô hình FEM ban đầu nhưng đã mất đi ý nghĩa thống kê trong các mô hình sử dụng robust s.e sau

đó. Tuy nhiên, biến SO có dấu dương cũng là vấn đề đáng quan tâm. Các doanh nghiệp nhà nước thường được biết đến là hoạt động kém hiệu quả. Tuy nhiên, với các doanh nghiệp sản xuất niêm yết mà nhà nước nắm giữ cổ phần, nhận định trên có vẻ không đúng. Như Tran và các cộng sự (2014) kết luận tỷ lệ sở hữu nhà nước cao hơn trong doanh nghiệp lớn hơn sẽ tạo ra kết quả tốt hơn (ROA, ROE cao hơn). Điều này có thể đúng với các doanh nghiệp sản xuất niêm yết bởi các doanh nghiệp này có quy mô lớn, tạo ra đánh giá tốt của thị trường về doanh nghiệp.

6.2. Kết luận

Bài nghiên cứu phân tích các nhân tố vi mô và vĩ mô ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên hai Sở chứng khoán Hà Nội (HNX) và Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Mẫu nghiên cứu bao gồm 846 quan sát của 94 doanh nghiệp trong 9 năm từ 2006 đến 2014. Nghiên cứu sử dụng các mô hình OLS gộp, mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) để xử lý bộ dữ liệu bảng. Kết quả các kiểm định F, kiểm định Hausman và kiểm định Breusch and Pagan LM cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn hai mô hình còn lại là OLS gộp và REM.

Kết quả ước lượng sử dụng robust s.e để làm giảm ảnh hưởng của hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan gây ra. Kết quả hồi quy cho thấy giá trị doanh nghiệp bị ảnh hưởng lớn bởi các biến số vĩ mô. Tăng trưởng GDP và tăng trưởng cung tiền M2 đều có ảnh hưởng dương đến giá trị doanh nghiệp. Điều này gợi ý doanh nghiệp nên cập nhật thông tin về kinh tế vĩ mô thường xuyên, để có thể tận dụng những lợi thế khi doanh nghiệp có sự gia tăng về giá trị. Ngược lại, lãi suất

và biến động tỷ giá lại có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Điều này gợi ý cho doanh nghiệp sử dụng các biện pháp quản lý rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá để bảo vệ giá trị doanh nghiệp.

Trong các yếu tố vi mô, khả năng sinh lời có tác động mạnh mẽ và rõ ràng nhất đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ hình chữ U ngược giữa đòn bẩy tài chính và giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, doanh nghiệp với tỷ lệ đòn bẩy thấp nên xem xét việc đi vay trong khi doanh nghiệp với tỷ lệ vay nợ cao nên thận trọng trước tác động của nó đến giá trị doanh nghiệp. Có một số

bằng chứng yếu cho thấy rủi ro kinh doanh có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, (có thể hiểu theo hướng những biến động tăng trong dòng thu nhập, so với sự ổn định hoặc xu hướng giảm của độ lệch chuẩn lợi suất, có thể ảnh hưởng tốt đến giá trị doanh nghiệp). Tuy nhiên, tác giả đề xuất sử dụng các biến biểu thị khác thay cho biến Brisk để có kết quả đáng tin cậy hơn. Nghiên cứu tìm thấy ít bằng chứng ủng hộ giả thuyết về tác động của các vấn đề đại diện và cấu trúc sở hữu đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả hồi quy cũng cho thấy quy mô và tính thanh khoản không có tác động đến giá trị các doanh nghiệp sản xuất đại chúng. □

Tài liệu tham khảo

1. Akbar A., Imdadullah M., Ullah M. A. and Aslam M. (2011). Determinants of Economic Growth in Asian Countries: A Panel Data Perspective. *Pakistan Journal of Social Sciences*, vol.31, no.1, pp.145-157.
2. Allison P. D. (2005). *Fixed Effects Regression Methods for Longitudinal Data Using SAS*. Cary, NC: SAS Institute Inc.
3. Fernando A.C. (2006). *Corporate Governance Principles, Policies and Practices*. Pearson Education.
4. Bhuiya M., Ahmed E., and Haque M. (2015). Corporate international diversification, exchange rate exposure, and firm value: An analysis on United Kingdom multinationals. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. III, Issue 3.
5. Fauver L., and Naranjo A. (2010). Derivative usage and firm value: The influence of agency costs and monitoring problems. *Journal of Corporate Finance*, 16, 719-735.
6. Ferri M. G., and Jones W. H. (1979). Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, vol. 34, no.3.
7. Geczy C., Minton B.A. and Schrand C. (1997). Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance*, Vol.52, No.4, pp.1323-1354.

8. Halim M., Jaafar M., Osman O. and Haniff M. (2012). Financial Ratio Analysis: An Assessment of Malaysian Contracting Firms. *Journal of Construction in Developing Countries*, Supp. 1, 71-78.
9. Iavorskyi M. (2013). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Ukraine. *Kyiv School of Economics*.
10. Jensen M. C., and Meckling W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
11. Jia W. and Chen B. (2008). Financial Risk, Business Risk and Firm Value for Logistics Industry. *IEEE*.
12. Lins K. V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.38, no.1.
13. Macdonald N. T. (1999). *Macroeconomics and Business: An Interactive Approach*. Thomson Learning.
14. Malik M. và Shah S. (2013). Value Relevance of Firm Specific Corporate Governance and Macroeconomic Variables: Evidence from Karachi Stock Exchange. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, vol.7, pp.276-297
15. Oscar T. (2007). *Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata*. Princenton University.
16. Putu N., Moeljadi, Djumahir and Djazuli A. (2014). Factors Affecting Firms Value of Indonesia Public Manufacturing Firms. *International Journal of Business and Management Invention*, vol.3, issue 2, pp.35-44.
17. Schmidheiny K. (2014). *Short Guides to Microeconometrics - Panel Data: Fixed and Random Effects*. Unversit-at Basel.
18. Tran N. M., Nonneman W. and Jorissen A. (2014). Government Ownership and Firm Performance: The Case of Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 4, no. 3, pp.628-650.
19. Vergos K., Christopoulos A., Kalogirou V. (2011). Macroeconomic factors as determinants of company value in the context of the Ohlson residual income valuation model: Greek findings. *SSRN Working Paper*.
20. Wang G. Y. (2014). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Service Science & Management*, 2010, 3, 408-418.
21. Wang K. and Xiao X. (2009). Ultimate Government Control Structures and Firm Value: Evidence from Chinese Listed Companies. *China Journal of Accounting Research*, vol.2, issue 1.
22. Zeitun R., Tian G. và Keen S. (2007) Macroeconomic determinants of corporate performance and failure: evidence from an emerging market the case of Jordan. *Corporate Ownership and Control*, vol.5, pp.179-194.